

Uniwersytet im. Adama Mickiewicza w Poznaniu

Wydział Prawa i Administracji

Stanisław Stefaniak

ROZPRAWA DOKTORSKA

Prawne aspekty zaangażowania inwestorów instytucjonalnych
w ład korporacyjny spółek giełdowych

Napisana pod kierunkiem naukowym
prof. dr hab. Tomasza Sójki w Katedrze
Prawa Cywilnego, Handlowego
i Ubezpieczeniowego

Poznań, 2025

Spis treści

Spis treści	2
Wykaz skrótów	10
Wstęp.....	15
1 Wprowadzenie do tematu rozprawy i uzasadnienie jego wyboru.....	15
2 Podejście badawcze, cele badawcze i metodologia	18
2.1 Przyjęte podejście badawcze	18
2.2 Cele badawcze	20
3 Metodologia	21
4 Struktura rozprawy	22
Rozdział 1 – Uwagi wprowadzające	24
5 Wprowadzenie	24
6 Inwestorzy instytucjonalni	24
6.1 Pojęcie i rodzaje inwestorów instytucjonalnych	24
6.2 Aspekty prawne organizacji funduszy inwestycyjnych i emerytalnych	27
6.2.1 Fundusze inwestycyjne.....	27
6.2.2 Fundusze emerytalne.....	28
6.2.3 Konsekwencje struktury organizacyjnej funduszy dla zaangażowania.....	29
6.3 Wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych na rynku akcji.....	29
6.3.1 Perspektywa międzynarodowa	29
6.3.2 Rynek polski.....	31
7 Inwestorzy instytucjonalni w teorii agencji	31
7.1 Racjonalna apatia akcjonariuszy a rozproszenie akcjonariatu	31
7.2 Zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w spółkach kontrolowanych.....	34
7.3 Inwestorzy instytucjonalni a beneficjenci	35
8 Pojęcie, formy i specyfika zaangażowania akcjonariuszy	35
8.1 Pojęcie zaangażowania akcjonariuszy	35
8.2 Formy zaangażowania akcjonariuszy.....	37
8.2.1 Dialog ze spółką	37
8.2.2 Współpraca z innymi akcjonariuszami.....	38
8.2.3 Współkształtowanie składu rady spółki i współpraca z radą.	39
8.2.4 Wykonywanie prawa głosu i innych uprawnień korporacyjnych w związku z walnym zgromadzeniem.	39
8.3 Postawy inwestorów instytucjonalnych wobec zaangażowania	41
8.4 Kampanie aktywistycznych funduszy hedgingowych	43
8.5 Uwagi pojęciowe: odpowiedzialne powiernictwo (<i>stewardship</i>) – zaangażowanie (<i>engagement</i>) – aktywizm (<i>activism</i>).....	49
8.6 Prawne uwarunkowania poszczególnych form zaangażowania inwestorów	50
9 Czynniki wpływające na zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w ład korporacyjny	51
9.1 Bodźce inwestorów instytucjonalnych jako agentów beneficjentów	51
9.2 Konkurencja na rynku zarządzających aktywami	53
9.3 Wyjście z inwestycji jako alternatywa dla zaangażowania.....	54

9.4	Dywersyfikacja portfeli	55
9.5	Konflikty interesów	58
9.6	Czynniki reputacyjne i marketingowe.....	60
10	Podsumowanie	60
Rozdział 2 – Dialog pomiędzy spółką a inwestorami.....		62
1	Uwagi wstępne	62
2	Funkcje i źródła informacji o spółce	63
2.1	Funkcje informacji o spółce w kontekście korporacyjnym i rynkowym	63
2.1.1	Zapewnienie efektywności informacyjnej rynku regulowanego.....	63
2.1.2	Poprawne funkcjonowanie ładu korporacyjnego	65
2.2	Obowiązki informacyjne spółek giełdowych.....	69
3	Prawne uwarunkowania bezpośredniego dialogu pomiędzy spółką a akcjonariuszami na gruncie przepisów KSH.....	72
3.1	Obowiązek zachowania poufności przez członków organów spółki	72
3.2	Zasada równego traktowania akcjonariuszy	75
3.2.1	Treść zasady równego traktowania akcjonariuszy	75
3.2.2	Zasada równego traktowania akcjonariuszy a bezpośredni dialog spółki giełdowej z wybranymi akcjonariuszami	77
3.3	Udzielanie informacji akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem – uwagi ogólne	81
3.3.1	Brak prawa akcjonariusza do informacji poza walnym zgromadzeniem	81
3.3.2	Przekazywanie informacji poza walnym zgromadzeniem w spółkach giełdowych	83
3.3.3	Obowiązek ujawnienia informacji udzielonych poza walnym zgromadzeniem pozostałym akcjonariuszom	84
3.3.4	Stosowanie art. 428 § 7 KSH do informacji ujawnianych przez radę nadzorczą.....	87
3.3.5	Przypisanie spółce ujawnienia informacji przez członka jej organu.....	87
3.3.6	Art. 428 § 7 KSH a bezpośredni dialog inwestorów ze spółką.....	89
3.3.7	Ocena regulacji prawa akcjonariusza do informacji oraz postulaty de lege ferenda	96
3.3.7.1	Ocena regulacji art. 428 § 7 KSH	96
3.3.7.2	Postulaty de lege ferenda	100
4	Postępowanie z informacją poufną na gruncie rozporządzenia MAR.....	101
4.1	Uwagi wstępne	101
4.2	Ryzyko wejścia w posiadanie informacji poufnej.....	102
4.3	Definicja informacji poufnej	104
4.3.1	Niepubliczny charakter informacji.....	105
4.3.2	Związek informacji z emitentem lub instrumentem finansowym	106
4.3.3	Precyzyjność informacji	106
4.3.4	Cenotwórczość informacji.....	110
4.3.5	Procesy rozciągnięte w czasie	113
4.3.6	Posumowanie - definicja informacji poufnej a dialog z inwestorami	115
4.4	Publikacja informacji poufnej	115
4.4.1	Tryb i sposób publikacji informacji poufnej	115
4.4.2	Opóźnienie publikacji informacji poufnej.....	117
4.5	Rozwiązania i procedury wewnętrzne stanowiące uprawnione zachowanie (art. 9 ust. 1 MAR).....	119
4.6	Podsumowanie – ryzyko wejścia w posiadanie informacji poufnej a reżim MAR	119
4.7	Dopuszczalność ujawnienia informacji poufnej w toku dialogu z inwestorami.....	120
4.7.1	Zakaz ujawniania informacji poufnej.....	120
4.7.2	Ujawnienie informacji w normalnym trybie wykonywania czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków.....	121

4.7.3	Specyfika badania ścisłości związku ujawnienia z wykonywanymi czynnościami w odniesieniu do czynności członków zarządu	124
4.7.4	Sytuacje, w których ujawnienie informacji poufnej akcjonariuszowi uznaje się za dopuszczalne	125
4.7.5	Ujawnianie informacji poufnych w toku dialogu z inwestorami instytucjonalnymi	128
4.7.6	Badanie rynku jako szczególny przypadek dopuszczalnego ujawnienia informacji poufnej inwestorom - wzmianka	131
4.7.7	Okoliczności nie stanowiące podstawy prawnej dla dopuszczalności ujawnienia informacji poufnej akcjonariuszowi	133
4.7.7.1	Motyw 19 MAR	133
4.7.7.2	Ujęcie akcjonariuszy w katalogu insiderów pierwotnych	133
4.8	Prawo spółki do identyfikacji akcjonariuszy jako instrument wzmacniania dialogu z akcjonariuszami	136
4.8.1	Uwagi wprowadzające	136
4.8.2	Cele i istota prawa spółki do identyfikacji akcjonariuszy w dyrektywie SRD II	137
4.8.3	Prawo do identyfikacji akcjonariuszy w prawie polskim	139
4.8.3.1	Tryb i warunki identyfikacji akcjonariuszy przez spółkę	139
4.8.3.2	Ocena uprawnienia do identyfikacji akcjonariuszy przez spółkę	141
4.8.3.3	Dopuszczalność udostępnienia danych dotyczących tożsamości akcjonariuszy pozostałym akcjonariuszom	143
5	Podsumowanie rozdziału	146
Rozdział 3 – Ograniczenia dla współdziałania akcjonariuszy wynikające z obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji.....		
1. Uwagi wstępne		148
2. Obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji.....		149
2.1.	Obowiązek notyfikacyjny	149
2.2.	Obowiązek ogłoszenia wezwania	150
2.3.	Sanckje za naruszenie obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji.....	152
3. Działanie w porozumieniu (<i>acting in concert</i>).....		152
3.1.	Działanie w porozumieniu w prawie unijnym	154
3.2.	Uwagi historyczne - działanie w porozumieniu na gruncie prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi.....	156
3.3.	Zakres podmiotowy regulacji działania w porozumieniu	159
5.1.1	Uwagi ogólne – struktura przepisów definiujących działanie w porozumieniu.....	159
5.1.2	Artykuł 87 ust. 1 pkt. 6 u.o.p.....	160
5.1.3	Artykuł 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p.....	161
5.1.4	Krytyka art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p.....	165
3.4.	Pojęcie „porozumienia”	167
3.5.	Przedmiot porozumienia	170
5.1.5	Nabywanie akcji	170
5.1.6	Zgodne głosowanie na walnym zgromadzeniu	171
5.1.7	Prowadzenie trwałej polityki wobec spółki.....	175
4. Instrumenty akomodacji współpracy akcjonariuszy w ramach regulacji działania w porozumieniu.....		176
4.1.	Instrumenty akomodacji współpracy akcjonariuszy w prawie polskim.....	176
5.1.8	Wyłączenia z art. 90 ust. 2 u.o.p.....	176
5.1.9	Biała lista ESMA	178

5.1.10	Argumenty aksjologiczne za interpretacją przepisów o działaniu w porozumieniu w sposób przychylny współpracy akcjonariuszy	180
4.2.	Uwagi prawnoporównawcze – współpraca akcjonariuszy dotycząca kształtowanie składu osobowego organów spółki a działanie w porozumieniu	181
5.1.11	Zjednoczone Królestwo	181
5.1.12	Włochy	186
5.1.13	Postulat dalej idących wyłączeń – krytyka	187
5.	Sankcja zakazu wykonywania (zawieszenia) prawa głosu w przypadku naruszenia obowiązków notyfikacyjnych	190
5.1.	Zakres zawieszenia prawa głosu	190
5.2.	Podmiot uprawniony do egzekwowania sankcji zawieszenia prawa głosu	193
5.1.14	Egzekwowanie sankcji z art. 89 u.o.p. przez spółkę	194
5.1.15	Sądowe egzekwowanie sankcji z art. 89 u.o.p.	200
5.1.16	Ocena obecnych rozwiązań i propozycje de lege ferenda	201
6.	Podsumowanie rozdziału	203
Rozdział 4 - Kształtowanie składu osobowego rady nadzorczej i komunikacja z radą oraz jej członkami		205
1	Uwagi wprowadzające	205
1.1	Rola rady nadzorczej w ładzie korporacyjnym	205
1.2	Niezależni członkowie rady nadzorczej jako instytucja ochrony interesów mniejszościowych akcjonariuszy	206
1.3	Postawy i praktyki inwestorów instytucjonalnych wobec kształtowania składu rady nadzorczej	209
1.4	Organizacja dalszych części rozdziału	211
2	Niezależni członkowie rady	213
2.1	Geneza i ewolucja instytucji niezależnych członków rady w krajach anglosaskich	213
2.2	Niezależni członkowie rady w prawie i <i>soft law</i> unijnym i polskim	215
2.2.1	Zalecenie Komisji Europejskiej w sprawie niezależnych członków rady	215
2.2.2	Niezależni członkowie rady w komitetach audytu	217
2.2.3	Niezależni członkowie w Dobrych Praktykach Spółek Notowanych	218
3	Mechanizmy zwiększania wpływu akcjonariuszy mniejszościowych na skład osobowy rady	221
3.1	Tradycyjne mechanizmy zwiększające wpływ akcjonariuszy mniejszościowych na skład osobowy rady	221
3.1.1	Wybór członków rady nadzorczej grupami w prawie polskim	221
3.1.1.1	Zgłoszenie żądania wyboru rady nadzorczej grupami	221
3.1.1.2	Procedura wyboru rady nadzorczej grupami	222
3.1.1.3	Wybór rady nadzorczej grupami a ograniczenia wykonywania prawa głosu przez fundusze inwestycyjne	224
3.1.1.4	Wady regulacji wyboru grupami z perspektywy ochrony interesów mniejszości	226
3.1.1.5	Delegowanie członków rady wybranych w głosowaniu grupami do indywidualnego sprawowania nadzoru	229
3.1.1.6	Ocena instytucji wyboru członków rady nadzorczej grupami	231
3.1.2	Głosowanie proporcjonalne (<i>cumulative voting</i>) w prawie amerykańskim	231
3.2	Nowoczesne mechanizmy zwiększania wpływu akcjonariuszy mniejszościowych na skład rady – analiza prawnoporównawcza	234
3.2.1	Procedura <i>voto di listo</i> w prawie włoskim	234
3.2.2	UK Listing Rules	236

3.2.3	Prawo izraelskie.....	237
3.3	Kluczowe aspekty mechanizmów zwiększania wpływu akcjonariuszy mniejszościowych na skład rady	238
3.4	Postulaty <i>de lege ferenda</i> dla prawa polskiego	241
4	Relacje pomiędzy radą nadzorczą i jej członkami a akcjonariuszami.....	244
4.1	Uwagi wstępne	244
4.2	Obowiązek lojalności członków rady	245
4.2.1	Prawo amerykańskie.....	245
4.2.2	Prawo angielskie.....	247
4.2.3	Obowiązek lojalności członków rady nadzorczej na gruncie KSH.....	249
4.2.4	Obowiązek lojalności członków rady a wybrane praktyki inwestorów instytucjonalnych....	253
4.3	Komunikacja rady nadzorczej i jej członków z akcjonariuszami	257
4.3.1	Obowiązki informacyjne i sprawozdawcze rady nadzorczej	258
4.3.2	Dopuszczalność komunikacji rady nadzorczej z akcjonariuszami i jej granice.....	260
4.3.3	Sposób komunikacji rady nadzorczej z akcjonariuszami	262
4.3.4	Indywidualna komunikacja członków rady z akcjonariuszami.....	263
4.3.4.1	Uwagi prawnoporównawcze.....	264
4.3.4.2	Ocena na gruncie prawa polskiego	265
4.3.5	Specyfika obowiązku zachowania poufności przez członków rady nadzorczej	266
4.3.6	Przepływ informacji pomiędzy „reprezentantem” akcjonariusza mniejszościowego w radzie a akcjonariuszem	266
4.3.6.1	Uwagi prawnoporównawcze – prawo amerykańskie	267
4.3.6.2	Ocena na gruncie prawa polskiego	268
5	Podsumowanie rozdziału	270
Rozdział 5 – Wykonywanie uprawnień korporacyjnych w związku z walnym		
zgromadzeniem		272
1	Uwagi wprowadzające	272
1.1	Znaczenie wykonywania uprawnień korporacyjnych w związku z walnym zgromadzeniem dla zaangażowania inwestorów instytucjonalnych.....	272
1.2	Struktura rozdziału	273
2	Pozycja walnego zgromadzenia w spółce akcyjnej i jego kompetencje	274
2.1	Pozycja walnego zgromadzenia w ramach struktury organów spółki akcyjnej	274
2.2	Ustawowy zakres kompetencji walnego zgromadzenia.....	276
2.2.1	Autoryzowanie decyzji zarządu	276
2.2.2	Decydowanie o fundamentalnych sprawach spółki	278
2.2.3	Decyzje w sprawach osobowych.....	279
2.3	Dopuszczalność podejmowania uchwał samoistnych.....	281
2.4	Zakaz wydawania wiążących poleceń zarządowi	282
3	Zwoływanie walnego zgromadzenia i legitymacja akcjonariusza do uczestnictwa	284
3.1	Podmioty uprawnione do zwołania walnego zgromadzenia	284
3.2	Sposób zwoływania walnego zgromadzenia.....	285
3.3	Informacje przekazywane akcjonariuszom w związku ze zwołaniem walnego zgromadzenia..	286
3.3.1	Treść ogłoszenia o zwołaniu walnego zgromadzenia i informacje publikowane na stronie internetowej.....	286
3.3.2	Przekazywanie akcjonariuszom informacji o zwołaniu walnego zgromadzenia przez pośredników finansowych	290
3.3.2.1	Kontekst regulacji i uwagi prawnoporównawcze	290
3.3.2.2	Rozwiązania wprowadzone w wyniku implementacji SRD II	292

3.4	Dzień rejestracji uczestnictwa (<i>record date</i>) i zakaz blokowania akcji	296
4	Uprawnienia korporacyjne akcjonariuszy w związku ze zwoływaniem walnego zgromadzenia i kształtowaniem porządku obrad	298
4.1	Żądanie zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia	298
4.2	Umieszczanie spraw w porządku obrad najbliższego walnego zgromadzenia	302
4.3	Zgłaszanie projektów uchwał dotyczących spraw ujętych w porządku obrad przed i na walnym zgromadzeniu.....	306
4.4	Uwagi prawoporównawcze	308
4.4.1	Uzupełnianie porządku obrad i zgłaszanie projektów uchwał w prawie niemieckim.....	308
4.4.2	Propozycje uchwał (<i>shareholder proposals</i>) w prawie amerykańskim	310
4.4.3	Wnioski dla prawa polskiego	315
5	Prawo akcjonariusza do informacji na walnym zgromadzeniu	316
5.1	Sposób wykonywania prawa do informacji na walnym zgromadzeniu	316
7.	Odmowa udzielenia informacji.....	319
6	Formy zdalnego wykonywania prawa głosu i uczestnictwa w walnym zgromadzeniu .	322
6.1	Głosowanie korespondencyjne.....	322
6.2	Głosowanie przez pełnomocnika	325
6.2.1	Swoboda ustanawiania pełnomocników do głosowania	325
6.2.2	Forma i treść pełnomocnictwa.....	326
7.1.	Pełnomocnictwo udzielane osobom związanym ze spółką.....	327
6.3	Elektroniczne głosowanie i uczestnictwo w walnym zgromadzeniu	330
6.4	Głosowanie przez pośredników finansowych.....	333
6.4.1	Kontekst przyjęcia regulacji	333
6.4.2	Rozwiązania wprowadzone w wyniku implementacji SRD II.....	335
6.4.3	Zawiadomienie o udziale w walnym zgromadzeniu	335
6.4.4	Informacja o ustanowieniu pełnomocnika oraz sposobie wykonania prawa głosu.....	336
6.4.5	Ocena wprowadzonych rozwiązań	338
6.5	Podsumowanie – nieefektywność obecnej regulacji zdalnych from wykonywania prawa głosu	339
7	Ocena obecnego modelu funkcjonowania walnego zgromadzenia i propozycje zmian	341
7.1	Model walnego zgromadzenia oparty na fizycznym uczestnictwie akcjonariuszy.....	342
7.2	Wady modelu walnego zgromadzenia opartego na fizycznym uczestnictwie	343
7.3	Propozycje zmiany modelu walnego zgromadzenia opartego na fizycznym uczestnictwie.....	348
7.3.1	Irrelevantność modelu masowego pozyskiwania pełnomocnictw (<i>proxy solicitation</i>).....	348
7.3.2	Zapewnienie akcjonariuszom możliwości zdalnego głosowania poprzez pośredników finansowych	349
7.3.3	Dostosowanie proceduralnych aspektów walnego zgromadzenia do głosowania <i>in absentia</i>	350
7.4	Podsumowanie – proponowana sekwencja terminów dla wykonywania uprawnień korporacyjnych w związku z walnym zgromadzeniem.....	353
8	Wykonywanie prawa głosu a obowiązek lojalności akcjonariusza	356
8.1	Uwagi wprowadzające	356
8.2	Prawoporównawcza analiza ujęcia obowiązku lojalności	357
8.2.1	Prawo angielskie.....	357
8.3	Prawo amerykańskie	358
8.3.1	Prawo niemieckie	361
8.4	Obowiązek lojalności akcjonariusza w prawie polskim	363
8.4.1	Poglądy co do istnienia obowiązku lojalności akcjonariuszy	363
8.4.2	Treść i stosowanie obowiązku lojalności	364

8.5	Szczególne problemy stosowania obowiązku lojalności w kontekście zaangażowania akcjonariuszy	368
8.5.1	Czy z obowiązku lojalności wobec spółki wynika „obowiązek zaangażowania”?	368
8.5.2	Zakres uwzględniania interesów spółki i pozostałych akcjonariuszy	369
8.5.3	Obowiązek lojalności a wywieranie nieformalnego wpływu na spółkę	372
9	Podsumowanie rozdziału	376
Rozdział 6 – Instrumenty wzmacniania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór korporacyjny spółek		
378		
1	Uwagi wprowadzające	378
2	Analiza prawoporównawcza	379
2.1	Stany Zjednoczone	379
2.1.1	Pracownicze fundusze emerytalne	379
2.1.1.1	Postanowienia prawa federalnego (ERISA)	379
2.1.1.2	Aktywność interpretacyjna i regulacyjna Departamentu Pracy	380
2.1.2	Fundusze inwestycyjne	383
2.1.2.1	Obowiązki powiernicze zarządzających funduszami	383
2.1.2.2	Szczególne regulacje SEC dotyczące głosowania z akcji funduszu	385
2.1.2.2.1	Fundusze inwestycyjne	385
2.1.2.2.2	Zarządzający funduszami	386
2.2	Wielka Brytania (UK)	387
2.2.1	Kształtowanie się koncepcji <i>stewardship</i> w publicznej debacie dotyczącej zaangażowania inwestorów instytucjonalnych	388
2.2.2	UK Stewardship Code 2010/2012	391
2.2.3	UK Stewardship Code 2020	393
2.2.4	Zaangażowanie a ogólne obowiązki powiernicze inwestorów instytucjonalnych w prawie angielskim	395
2.2.4.1	Kwalifikacja stosunku pomiędzy beneficjentem a inwestorem instytucjonalnym	395
2.2.4.2	Treść obowiązków powierniczych	397
3	Pobudzanie zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w prawie unijnym i polskim 399	
3.1	Dyrektywa w sprawie pobudzania długoterminowego zaangażowania akcjonariuszy (SRD II) 399	
3.1.1	Uwagi wprowadzające – kontekst przyjęcia SRD II	399
3.1.2	Zakres podmiotowy obowiązków wprowadzanych przez SRD II	401
3.1.3	Obowiązek publikacji polityki zaangażowania i okresowej publikacji sprawozdań z jej realizacji	403
3.1.4	Informacje o strategii inwestycyjnej oraz ustaleniach pomiędzy inwestorem instytucjonalnym a podmiotem zarządzającym aktywami	407
3.2	Zaangażowanie a ogólne obowiązki powiernicze inwestorów instytucjonalnych w prawie polskim 410	
3.2.1	Obowiązek działania w najlepiej pojętym interesie beneficjenta w prawie polskim	410
3.2.2	Regulacje dotyczące wykonywania prawa głosu przez inwestorów instytucjonalnych	412
3.2.3	Wywodzenie „obowiązku zaangażowania” z obowiązku działania w najlepiej pojętym interesie beneficjenta	413
3.2.4	Dyrektywy wykonywania prawa głosu przez inwestora instytucjonalnego	415
3.3	Skuteczność obowiązków informacyjnych w pobudzaniu zaangażowania akcjonariuszy – perspektywy egzekwowania zaangażowania	416
3.3.1	Egzekwowanie zaangażowania poprzez dyscyplinę rynkową	417
3.3.2	Egzekwowanie zaangażowania poprzez odpowiedzialność cywilnoprawną	420

3.3.2.1	Odpowiedzialność cywilnoprawna w związku z ujawnieniem wprowadzających w błąd informacji w polityce zaangażowania?	420
3.3.2.2	Odpowiedzialność odszkodowawcza wobec beneficjentów za szkody powstałe w wyniku braku/nieprawidłowego wykonywania zaangażowania?	423
3.4	Po SRD II – zaangażowanie inwestorów w unijnych regulacjach z zakresu zrównoważonych finansów	424
4	Podsumowanie	427
7	Podsumowanie rozprawy	429
	Główne tezy rozprawy	432
	Bibliografia	439

Wykaz skrótów

Akty prawne

- AIFMD 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.U. L 174 z 1.7.2011 z późn. zm.)
- AktG Aktiengesetz vom 6.09.1965, niemiecka ustawa o spółkach akcyjnych, dostęp: <https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/>
- CA Companies Act 2006, brytyjskie prawo spółek, dostęp: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>
- DGCL Delaware General Corporation Law, prawo spółek stanu Delaware, dostęp: <https://delcode.delaware.gov/title8/c001/index.html>
- ERISA Employee Retirement Income Security Act of 1974, dostęp: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/29/chapter-18>
- FSMA Financial Services and Markets Act 2000, dostęp: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>
- IAA Investment Advisers Act of 1940, dostęp: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/chapter-2D/subchapter-II>
- ICA Investment Company Act of 1940, dostęp: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/chapter-2D/subchapter-I>
- KC Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny (tekst jedn. Dz.U. 2024 poz. 1061)
- KH Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z 27.6.1934 r. - Kodeks handlowy (Dz.U. Nr 57, poz. 502 z późn. zm.)
- KSH Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych. (tekst jedn. Dz.U. 2024 poz. 18)
- Listing Act Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2809 z dnia 23 października 2024 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) 2017/1129, (UE) nr 596/2014 i (UE) nr 600/2014 w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla spółek oraz ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału (Dz. Urz. UE L 2024/2809 z 14.11.2024).
- MAR (ang. *Market Abuse Regulation*); Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (Dz. Urz. UE L 173 z 12.6.2014)
- MIFID II Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. U. UE L 173, 12.6.2014)

- n.u.b.r. Ustawa z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym (Dz. U. 2017 poz. 1089 z późn. zm.).
- p.p.o.p.w. Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. 1997 nr 118 poz. 754 z późn. zm.)
- r.i.b.o. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 6 czerwca 2025 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz.U. 2025 poz. 755)
- Rozporządzenie 2018/1212 Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2018/1212 z dnia 3 września 2018 r. ustanawiające minimalne wymagania w celu wykonania przepisów dyrektywy 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do identyfikacji akcjonariuszy, przekazywania informacji i ułatwiania wykonywania praw akcjonariuszy, C/2018/5722 (Dz.Urz. UE L 223 z 4.9.2018.)
- SRD Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) 2007/36 z 11.7.2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym, (Dz. Urz. UE L 184/17 z 14.7.2007)
- SRD II Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828 z dnia 17 maja 2017 r. zmieniająca dyrektywę 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania (Dz.Urz. UE L 132 z 20.5.2017).
- TD Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz.Urz. UE L 390 z 31.12.2004)
- ToD Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz. Urz. UE L 142 z 30.4.2004)
- u.b.r. Ustawa z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (Dz.U. 2009 Nr 77 poz. 649).
- u.d.u.r. Ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz.U. 2024 poz. 838)
- u.f.i. Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jedn. Dz.U. 2024 poz. 1034)
- UK LR UK Listing Rules wydane przez FCA, <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/UKLR.pdf>
- u.o.f.f.e Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (tekst jedn. Dz.U. 2024 poz. 1113)
- u.o.i.f. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jedn. Dz.U. 2005 nr 183 poz. 1538)

- u.o.p. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jedn. Dz.U. 2025 poz. 592)
- u.p.p.e. Ustawa z dnia 20 kwietnia 2004 r. o pracowniczych programach emerytalnych (tekst jedn. Dz.U. 2024 poz. 556)
- u.p.p.k. Ustawa z dnia 4 października 2018 r. o pracowniczych planach kapitałowych (tekst jedn. Dz.U. 2024 poz. 427)
- UCITS Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (Dz.Urz. UE L 302 z 17.11.2009, z późn. zm.)
- WpHG Gesetz vom 9.9.1998 über den Wertpapierhandel, niemiecka ustawa o obrocie instrumentami finansowymi, dostęp:
<https://www.gesetze-iminternet.de/wphg/BJNR174910994.html>
- ZmKSH2008 Ustawa z dnia 5 grudnia 2008 r. o zmianie ustawy - Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2009 nr 13 poz. 69)
- ZmKSH2022 Ustawa z dnia 9 lutego 2022 r. o zmianie ustawy - Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2022 poz. 807)

Organy orzecnicze

- BGH Bundesgerichtshof
- NSA Naczelny Sąd Administracyjny
- SA Sąd Apelacyjny
- SN Sąd Najwyższy
- SO Sąd Okręgowy
- TSUE Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej
- WSA Wojewódzki Sąd Administracyjny

Czasopisma

- AG Die Aktiengesellschaft
- EBOR European Business Organization Law Review
- ECFR European Company and Financial Law Review
- JCLS Journal of Corporate Law Studies
- PPH Przegląd Prawa Handlowego
- PPW Prawo Papierów Wartościowych
- PUG Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego
- ZGR Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht

Pozostałe skróty

AFI	Alternatywny Fundusz Inwestycyjny
art.	artykuł
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (niemiecki organ nadzoru nad rynkiem finansowym)
C.F.R.	Code of Federal Regulations
(UK) CGC	UK Corporate Governance Code
CESR	Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DPSN	Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW
Dz. U.	Dziennik Ustaw
Dz. U.	Dziennik Ustaw
ESMA	Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych
ESG	Czynniki społeczne, środowiskowe i związane z ładem korporacyjnym (ang. <i>Environmental, Social, Governance</i>)
FCA	Financial Conduct Authority
FSA	Financial Services Authority
GPW	Giełda Papierów Wartościowych
IZFiA	Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami
KDPW	Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych
KE	Komisja Europejska
KNF	Komisja Nadzoru Finansowego
m.in.	między innymi
Nb.	Numer boczny
NBP	Narodowy Bank Polski
OFE	Otwarty Fundusz Emerytalny
OFI	Otwarty Fundusz Inwestycyjny
pkt.	punkt
pkt.	punkt
por.	porównaj
poz.	pozycja
PTE	Powszechne Towarzystwo Emerytalne
Rozdz.	Rozdział
SEC	amerykańska komisja papierów wartościowych I giełdy (ang. Securities and Exchange Commission)
SZD KDPW	Szczegółowe Zasady Działania KDPW, dostęp: https://www.kdpw.pl/uploads/attachments/szdkdpw-28052025.pdf
TFI	Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych
U.S.C.	United States Code
UK	Wielka Brytania
UK SC	UK Stewardship Code
UKNF	Urząd Komisji Nadzoru Finansowego
w zw.	w związku
wyr.	wyrok
WZ	walne zgromadzenie

z późn. zm. z późniejszymi zmianami
zd. zdanie
zob. zobacz

Cytowanie wybranych publikacji

S. Sołtysiński (red.) <i>SPP, t. 17B</i>	S. Sołtysiński (red.) <i>Prawo spółek kapitałowych. System Prawa Prywatnego. Tom 17B</i> , Warszawa 2016
S. Sołtysiński (red.) <i>SPP, t. 17A</i>	S. Sołtysiński (red.) <i>Prawo spółek kapitałowych. System Prawa Prywatnego. Tom 17A</i> , Warszawa 2015
S. Sołtysiński i in., <i>KSH. t. III</i>	S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, <i>Kodeks spółek handlowych. Tom III. Spółka akcyjna. Komentarz</i> , Warszawa 2013
A. Opalski (red.) <i>KSH, t. IIIA</i>	A. Opalski (red.) <i>Kodeks Spółek Handlowych. Komentarz. Tom IIIA</i> , Warszawa 2016
A. Opalski (red.) <i>KSH, t. IIIB</i>	A. Opalski (red.) <i>Kodeks Spółek Handlowych. Komentarz. Tom IIIB</i> , Warszawa 2016
S. Włodyka (red.) <i>SPH, t. 2</i>	S. Włodyka (red.) <i>Prawo spółek handlowych. System Prawa Handlowego. Tom 2</i> , Warszawa 2012
A. Szumański (red.) <i>SPH, t. 2A</i>	A. Szumański (red.) <i>Prawo spółek handlowych. System Prawa Handlowego. Tom 2A</i> , Warszawa 2019
A. Szumański (red.) <i>SPH, t. 2B</i>	A. Szumański (red.) <i>Prawo spółek handlowych. System Prawa Handlowego. Tom 2</i> , Warszawa 2012
MüKoAktG	W. Goette, M. Habersack, S. Kalss (red.) <i>Münchener Kommentar zum Aktiengesetz</i> , BeckOnline 2024 (wersja online, dostęp przez bazę beck-online.de)
BOGKAktG	E. Stilz, R. Veil (red.) <i>Beck-online GrosskommentarAktG</i> , BeckOnline 2023 (wersja online, dostęp przez bazę beck-online.de)

Wstęp

1 Wprowadzenie do tematu rozprawy i uzasadnienie jego wyboru

Jednym z kluczowych problemów analizowanych w międzynarodowej literaturze prawa spółek jest zagadnienie konfliktu agencyjnego pomiędzy menadżerami spółki i członkami rady (dyrektorów lub nadzorczej), wynikającego z rozdziału zarządzania i własności¹. Badacze prawa spółek i ładu korporacyjnego nieustannie próbują zidentyfikować nowe mechanizmy – zarówno prawne jak i pozaprawne – ograniczania konfliktu agencyjnego, które zmieniały się w czasie, wraz z ewolucją prawa i praktyk rynkowych. W latach 80tych XX w. głównym narzędziem dyscyplinowania menadżerów miał być korporacyjny rynek kontroli i groźba wrogiego przejęcia. Następnie, wraz ze spadkiem znaczenia wrogich przejęć i upowszechnieniem się koncepcji ładu korporacyjnego, zainteresowanie przesunęło się na zapewnienie odpowiedniego ukształtowania wewnętrznych mechanizmów funkcjonowania spółek takich jak zapewnienie niezależności członków rady². Obecnie, po części na skutek przeobrażeń własnościowych na rynkach akcji, a po części w wyniku zmian prawnych i regulacyjnych, na pierwszy plan wysuwa się zagadnienie bezpośredniego zaangażowania akcjonariuszy, w szczególności inwestorów instytucjonalnych, w ład korporacyjny³. Jak zauważają komentatorzy, „niewielu zagadnieniom we współczesnej literaturze z zakresu prawa korporacyjnego i ładu korporacyjnego poświęca się więcej uwagi niż problematyce głosowania i zaangażowania akcjonariuszy, zwłaszcza w odniesieniu do inwestorów instytucjonalnych”⁴.

Wśród rynkowych czynników wpływających na wzrost znaczenia zaangażowania akcjonariuszy należy wskazać na dwa trendy. Po pierwsze, rosnąca nieprzerwanie od kilku dekad koncentracja własności akcji spółek giełdowych na zachodnich rynkach w rękach inwestorów instytucjonalnych sprawiała, że stali się oni najważniejszą i największą grupą akcjonariuszy i dysponują udziałami pozwalającymi im wywierać znaczny wpływ na spółki, w które inwestują. Drugim trendem jest pojawienie się na zachodnich giełdach aktywistycznych funduszy hedgingowych, praktykujących agresywne formy zaangażowania jako strategię inwestycyjną.

Tym przemianom rynkowym towarzyszyło upowszechnienie się w debacie naukowej, jak również pośród prawodawców i regulatorów, przekonania o pozytywnym wpływie aktywnej postawy akcjonariuszy na funkcjonowanie ładu korporacyjnego. Już pierwszy kodeks dobrych praktyk ładu korporacyjnego, opublikowany w 1998 r. w Wielkiej Brytanii *Combined Code on Corporate Governance*, zawierał zalecenia dla spółek jak i inwestorów instytucjonalnych

¹ R. H. Kraakman, J. Armour, i in., *The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach*, Oxford 2017, s. 2.

² Tam, gdzie rozważania mają charakter ogólny, niepowiązany z prawem polskim stosuję pojęcie “rada”, odnosząc się zarówno do rady nadzorczej jak i rady dyrektorów w systemach monistycznych.

³ E. B. Rock, *Institutional investors in corporate governance w: The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford, New York 2017, s. 364.

⁴ C. Xi, A. Lafarre, *Shareholder Voting and Engagement. An Introduction w: A. Lafarre i in. (red.) The Cambridge Handbook of Shareholder Engagement and Voting*, Cambridge 2022, s. 3.

dotyczące zaangażowania⁵. W UE głównym wyrazem tych tendencji było przyjęcie dyrektywy o prawach akcjonariuszy (SRD) w 2007 r., której celem było zapewnienie akcjonariuszom minimalnego, zharmonizowanego w UE poziomu uprawnień korporacyjnych w związku z wlanym zgromadzeniem. W motywie 3 SRD, unijny prawodawca wprost podkreślił, że „skuteczna kontrola sprawowana przez akcjonariuszy jest nieodzownym wymogiem dobrego ładu korporacyjnego i w związku z tym powinno się ją ułatwiać i promować”. Silny nacisk na zaangażowanie akcjonariuszy położono również w wersji zasad ładu korporacyjnego OECD opublikowanej w 2015 r.⁶

Skupienie prawodawców na zaangażowaniu akcjonariuszy wzrosło po kryzysie finansowym z 2008 r., jednak zmieniło ono nieco charakter. Poza wzmacnianiem zaangażowania inwestorów *simpliciter*, w drodze rozszerzania uprawnień akcjonariuszy, na znaczeniu zyskała koncepcja „odpowiedzialnego powiernictwa” (ang. *stewardship*), z którą łączy się formułowanie oczekiwań co do zaangażowania inwestorów instytucjonalnych i określenie pożądanych cech czy postaci zaangażowania. Jej najpełniejszy wyraz stanowiło przyjęcie w 2010 r. w Wielkiej Brytanii kodeksu dobrych praktyk inwestorów instytucjonalnych, *UK Stewardship Code*. Zainspirowany UK SC, podobny kierunek objął unijny prawodawca nowelizując w 2017 r. SRD, poprzez przyjęcie tzw. drugiej dyrektywy o prawach akcjonariuszy (SRD II), która już w tytule wskazywała na cel „zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania”. Unijny prawodawca ponownie podkreślił w motywie 14 SRD II swoje przekonanie, że „skuteczne i trwałe zaangażowanie akcjonariuszy jest jednym z filarów modelu ładu korporacyjnego spółek notowanych na rynku regulowanym (...) Większe zaangażowanie akcjonariuszy w ład korporacyjny jest jedną z dźwigni, które mogą pomóc w poprawie finansowych i niefinansowych wyników spółek”. SRD II jednak nie tylko kontynuuje trend usuwania barier dla zaangażowania akcjonariuszy oraz rozszerzania ich uprawnień, ale również nakłada na inwestorów instytucjonalnych obowiązki związane z zaangażowaniem. Jak podsumowywał w 2013 r. te tendencje M. Romanowski, „żywo dyskutowane, nie tylko w Europie, ale wcześniej w USA, zagadnienie konieczności pobudzania aktywizmu akcjonariuszy, czyli, mówiąc najogólniej, problem zaangażowania akcjonariuszy w podejmowanie istotnych decyzji w spółce, stało się podstawowym kierunkiem inicjatyw prawodawczych”⁷.

Obecnie więc w większości zachodnich porządków prawnych, zaangażowanie akcjonariuszy, a inwestorów instytucjonalnych w szczególności, wspierane jest zarówno przez ich faktycznie silną pozycję w spółkach giełdowych, jak i znajduje poparcie normatywne. Zmiany te mają nieco mniejszą intensywność i znaczenie na rynkach, w których w spółce występuje zazwyczaj

⁵ Szerzej zob. Rozdz. 6, pkt. 2.2.1.

⁶ OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, Paryż 2015, s. 18–24.

⁷ M. Romanowski, *Wpływ najnowszych europejskich reform corporate governance na ukształtowanie modeli zarządzania spółką akcyjną* w: J. Kruczałak-Jankowska (red.) *Wpływ europeizacji prawa na instytucje prawa handlowego*, Warszawa 2013, s. 209.

akcjonariusz większościowy, ale nawet w tym kontekście, pomimo innej jego specyfiki, zjawisko zaangażowania inwestorów instytucjonalnych niepozbawione jest doniosłości.

Pomimo tego, prawo spółek akcyjnych i rynku kapitałowego nie jest i, co oczywiste, nie może być podporządkowane wyłącznie realizacji postulatu wspierania zaangażowania akcjonariuszy. W rzeczywistości, postulat ten może wchodzić w konflikt z pozostałymi funkcjami realizowanymi przez prawo spółek i rynku kapitałowego i chronionymi w tych gałęziach prawa wartościami, lub napotykać inne bariery prawne i regulacyjne. Już sama normatywna struktura spółki akcyjnej pozostaje w pewnym napięciu z postulatem zaangażowania – prowadzenie spraw spółki powierzone jest zarządowi, nadzór zinstytucjonalizowany jest w radzie, a akcjonariuszom przysługują jedynie ograniczone uprawnienia informacyjne. Na gruncie prawa rynku kapitałowego, ułatwianie dialogu pomiędzy spółką a inwestorami potencjalnie konfliktuje z zasadą zapewnienia równego dostępu inwestorów do informacji. Ułatwianie horyzontalnej komunikacji pomiędzy akcjonariuszami może z kolei wchodzić w konflikt z celami realizowanymi przez instytucję działania w porozumieniu. Inne bariery dla zaangażowania mogą wynikać z bardziej prozaicznych względów takich jak ograniczona praktyczna efektywność instytucji zasadniczo wspierających zaangażowanie (np. uprawnień korporacyjnych akcjonariuszy w związku z walnym zgromadzeniem).

Te ogólne spostrzeżenia uzasadniają: i) podjęcie szczegółowej analizy problemów prawnych związanych z zaangażowaniem powstających na gruncie prawa polskiego oraz ii) podjęcie próby oceny tego w jaki sposób zaangażowanie uwarunkowywane jest przez relewantne instytucje prawne – w szczególności, identyfikację mechanizmów wspierających zaangażowanie oraz potencjalnych barier dla zaangażowania - co stanowi cele niniejszej rozprawy.

Analizowane w niej instytucje – których zakres, z uwagi na jej przekrojowy charakter, jest szeroki – były już w większości przedmiotem opracowań w polskiej doktrynie prawa spółek i rynku kapitałowego. Jednak badanie ich przez pryzmat zaangażowania pozwala zidentyfikować nowe, specyficzne problemy prawne (i zaproponować ich rozwiązanie).

Podjęcie tej tematyki jest uzasadnione tym bardziej, iż dotychczas była ona poruszana w polskiej doktrynie fragmentarycznie i nie stanowiła raczej autonomicznego punktu wyjścia dla identyfikacji problemów prawnych ani kryterium oceny instytucji prawnych⁸. Pozostaje to w

⁸ Zob. np. K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Warszawa 2010, s. 19, 191 i n., odnotowujący praktyki aktywistycznych funduszy hedgingowych oraz zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych i ich szczególną rolę w amerykańskich spółkach. Stan ten zaczyna się jednak zmieniać. W nowszej literaturze warto w szczególności wskazać na wypowiedzi P. Mazura, zob. P. Mazur, *Bepośredni dialog między radą nadzorczą a akcjonariuszami spółek publicznych z perspektywy polskiego prawa spółek*, PPH nr 10/2022; P. Mazur, *Dialog pomiędzy członkami organów spółek publicznych a inwestorami w świetle przepisu art. 428 § 6 KSH* w: A. Herbet (red.) *Podstawowe problemy i konstrukcje współczesnego prawa handlowego*, Warszawa 2023. Zob. również, w powiązaniu z implementacją SRD II, T. Sójka, J. Stranz, *Najnowsze zmiany w dyrektywie o prawach akcjonariuszy – w kierunku pobudzania aktywizmu akcjonariuszy* w: K. Bilewska (red.) Warszawa 2018. Brak jednak opracowań monograficznych poświęconych temu zagadnieniu.

kontraście do rozwoju międzynarodowej, anglojęzycznej literatury dotyczącej ładu korporacyjnego, gdzie zjawisko zaangażowania jest intensywnie badane⁹. Warto zwrócić uwagę, że również w doktrynie niemieckiej, tak bliskiej polskiej nauce prawa spółek, zaangażowanie i aktywizm akcjonariuszy stanowiły w ostatnich latach tematy pogłębionych badań prawnych¹⁰.

2 Podejście badawcze, cele badawcze i metodologia

2.1 Przyjęte podejście badawcze

Zaangażowanie inwestorów nie stanowi – pomimo posługiwania się tym pojęciem obecnie przez przepisy prawa – odrębnej i ugruntowanej instytucji prawnej¹¹, a raczej pewne zjawisko społeczno-ekonomiczne. Punktem wyjścia do badań prawnych jest więc pewne zjawisko o charakterze empirycznym, którego prawne uwarunkowania mają być przedmiotem analizy prawnej¹². Określenie zaangażowania mianem zjawiska społeczno-ekonomicznego nie oznacza przy tym, że jest to zjawisko wyłącznie naturalne, istniejące w zupełności poza systemem prawnym – tak oczywiście nie jest, już chociażby przez to, że już same osoby prawne, którymi są zarówno akcyjne spółki giełdowe jak i inwestorzy instytucjonalni stanowią konstrukty prawne. Przeciwnie, zjawisko zaangażowania inwestorów jest intensywnie „uwikłane” prawnie (inaczej bezprzedmiotowe byłoby badanie prawnych aspektów tego zjawiska); jednak nie jest samoistną instytucją czy kategorią prawną. W konsekwencji, prowadzona w niniejszej rozprawie analiza prawna nie jest więc zupełnie immanentna wobec systemu prawnego, w sposób w jaki byłaby praca mająca za główny przedmiot np.

⁹ Badania te są ekstensywnie wykorzystywane w rozprawie. W tym miejscu warto tytułem przykładu wskazać na kilka istotnych prac zbiorowych opublikowanych w niedawnym czasie przez wiodące wydawnictwa: H. Kaur i in. (red.) *The Cambridge Handbook of Shareholder Engagement and Voting*, Cambridge 2022; D. Katelouzou, D. W. Puchniak (red.) *Global Shareholder Stewardship*, Cambridge 2022; L. Enriques, G. Strampelli (red.) *Board-Shareholder Dialogue: Policy Debate, Legal Constraints and Best Practices*, Cambridge 2024.

¹⁰ Poza artykułami naukowymi i rozdziałami cytowanymi w rozprawie warto zwrócić uwagę na następujące pozycje monograficzne: S. Inci, *Shareholder Engagement: Chancen, Risiken und Kompatibilität mit der deutschen Corporate Governance*, Baden-Baden 2018; A. Faure, *Verantwortung institutioneller Aktionäre im deutschen Aktienrecht*, Baden-Baden 2019; O. Ebrahimzadeh, *Der Investorendialog des Aufsichtsrats*, Baden-Baden 2020; S. Steuer, *Passive Investoren: Indexbasierte Vermögensverwaltung und die Corporate Governance der Publikumsgesellschaft*, Baden-Baden 2022; P. Brückner, *Aktivistische Aktionäre. Leitbildgedanken zum Aktionär, rechtliche Beschränkungen aktivistischen Aktionärsverhaltens und Reaktionsmöglichkeiten*, Berlin 2023.

¹¹ Instytucja prawna to wg. A. Bator (red.) *Wprowadzenie do nauk prawnych. Leksykon tematyczny*, Warszawa 2016, s. 229 „wyodrębniony i stanowiący funkcjonalną całość zespół norm prawnych odnoszących się do stosunków w jakiejś dziedzinie życia społecznego”. Z kolei T. Bekrycht, J. Leszczyński, P. Łabieniec, *Podstawy doktryny prawnej*, Warszawa 2021, s. 103–104 rozróżniają pojęciowe i normatywne rozumienie instytucji prawnej: „Na poziomie pojęciowym są to grupy terminów, które stanowią naukowy fundament myślenia o prawie, jak na przykład instytucja deliktu, wykładni prawa, kontraktu (...) Z kolei na poziomie normatywnym możemy powiedzieć, że instytucja to regulacja prawna (zespół powiązanych ze sobą norm prawnych) odnosząca się do jakiegoś fragmentu rzeczywistości społecznej”.

¹² Tego typu podejście metodologiczne odpowiada zaproponowanej przez D. Van Kędzierskiego „metodzie funkcjonalnej”, w której „punktem wyjścia dla badań funkcjonalnych jest nie instytucja lub norma prawna, lecz okoliczności faktyczne dotyczące normowanej dziedziny życia społecznego”, zob. D. van Kędzierski, *Metodologia i paradygmat polskich szczegółowych nauk prawnych*, *Transformacje Prawa Prywatnego* nr 3/2018, s. 40. Autor ten przyjął podobne podejście w swojej pracy dotyczącej prawnych aspektów tzw. transakcji lewarowanych, zob. D. Van Kędzierski, *Transakcje lewarowane a ochrona wierzycieli*, Warszawa 2020, s. 5 i n.

rozporządzanie opróżnionym miejscem hipotecznym, warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego czy koncepcję zobowiązania ciągłego.

Z uwagi na przyjęte podejście badawcze, w pierwszym kroku konieczna jest więc identyfikacja istoty i cech zaangażowania, rozpatrywanego w szerszym kontekście, jako zjawisko społeczno-ekonomiczne. Ustalone empiryczne wzorce zachowań obserwowane w obszarze zaangażowania inwestorów służą w następnym kroku do identyfikacji relewantnych instytucji i przepisów prawnych, i w ten sposób wyznaczają zakres analizy prawnej. Po ich identyfikacji, prowadzona analiza ma w dużej mierze charakter klasycznej analizy dogmatycznej (wspartej w dużej mierze analizą prawnoporównawczą), zmierzającej do rozwiązania problemów prawnych tj. przede wszystkim ustalenia treści norm prawnych warunkujących zaangażowanie akcjonariuszy. Ustalenia prawne dokonywane w ramach tej analizy mają częstokroć wartość wykraczającą poza kontekst zaangażowania akcjonariuszy. Zidentyfikowane praktyki w obszarze zaangażowania dostarczają materiału faktycznego, który stanowi podstawę dla dogmatycznoprawnej analizy relewantnych kategorii prawnych w ten sposób, że poprzez ocenę określonych typowych stanów faktycznych z perspektywy relewantnych norm czy kategorii prawnych, generalna i abstrakcyjna treść tych norm i kategorii podlega klaryfikacji. Wnioski dogmatyczne z analizy inspirowanej badanym zjawiskiem empirycznym (np. co do treści i granic obowiązku lojalności, co do właściwego rozumienia zasady równego traktowania akcjonariuszy) podlegają generalizacji i mogą być odnoszone również do innych kontekstów. W dalszym kroku, treść relewantnych norm prawnych, odkodowana w toku analizy dogmatycznej podlega ocenie z perspektywy zaangażowania inwestorów, odnośnie tego w jaki sposób normy te wpływają na i uwarunkowują zaangażowanie (czy wspierają je czy ograniczają, czy efekt ten jest uprawniony w świetle innych względów, proporcjonalny itd.).

Podejście badawcze przyjęte w rozprawie nie jest obce polskiej nauce prawa. W polskiej doktrynie prawa handlowego można wskazać na prace formułujące problem badawczy w podobny sposób, tj. wychodząc nie od ustalonej kategorii lub instytucji prawnej, a od pewnego empirycznego zjawiska społeczno-gospodarczego i analizując jego prawne uwarunkowania¹³. Podejście takie jest w szczególności uzasadnione w odniesieniu do badania problematyki ładu korporacyjnego, która istnieje „między prawem a rynkiem”¹⁴, z uwzględnieniem pozaprawnych zjawisk i mechanizmów i ich interakcji z normami prawnymi. Warto też zauważyć, że ze względu na dynamiczny charakter prawa i jurydyzację życia społecznego w

¹³ Poza cytowaną powyżej pracą D. van Kędzierskiego, dot. zjawiska transakcji lewarowanych można wskazać na inne zjawiska tego typu analizowane w literaturze naukowej prawa handlowego, takie jak zjawisko „wrogiego przejęcia” spółki (A. Kozyra, *Obrona spółek publicznych przed wrogim przejęciem*, Warszawa 2020), połączenia odwrotnego (M. Grześków, *Połączenie odwrotne (downstream merger)*, Warszawa 2023), tzw. faktycznych członków organów (K. Jaszczuk, *Odpowiedzialność odszkodowawcza faktycznych członków zarządu wobec spółki i jej wierzycieli*, Warszawa 2023) czy badania due diligence (G. Keler, *Badanie due diligence w transakcjach fuzji i przejęć. Znaczenie i skutki prawne*, Warszawa 2021).

¹⁴ C. Teichmann, *Corporate governance - między prawem a rynkiem* w: M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka (red.) *Europejskie prawo spółek - Tom III. Corporate governance*, Warszawa 2006.

nowoczesnych społeczeństwach¹⁵, zjawisko, które wczoraj miało charakter zewnętrzny wobec prawa – najczęściej znów, nie w tym sensie, że istniało jako zupełnie pozaprawny byt naturalny, a jedynie w tym znaczeniu, że nie było ono w jasny sposób ujęte w kategorii prawne - może stać się odrębną instytucją czy kategorią prawną, wprost ujmowaną przez przepisy prawa. W odniesieniu do zaangażowania inwestorów instytucjonalnych proces taki po części miał miejsce w obszarze obowiązków związanych z zaangażowaniem omawianych w Rozdziale VI rozprawy.

Przyjęte podejście badawcze uzasadnia też ograniczenie przedmiotowe rozprawy do inwestorów instytucjonalnych z jednej strony i spółek giełdowych z drugiej. Odwołanie do inwestorów instytucjonalnych może budzić sprzeciw z perspektywy polskiego prawa spółek, które nie posługuje się kategorią inwestora instytucjonalnego i nie ustanawia przepisów odnoszących się wprost wyłącznie do tego typu kwalifikowanego rodzaju akcjonariusza. Uzasadnione jest jednak ono wyjaśnionym powyżej podejściem badawczym, gdyż to inwestorzy instytucjonalni najczęściej podejmują praktyki składające się na zaangażowanie. Szczególne obowiązki związane z zaangażowaniem również nakładane są przez przepisy prawa właśnie na inwestorów instytucjonalnych¹⁶. W rozprawie pojęcia inwestora, inwestora instytucjonalnego oraz akcjonariusza używane są zasadniczo zamiennie, a większość dokonanych ustaleń prawnych można odnieść do pozycji prawnej (mniejszościowych) akcjonariuszy w ogóle. Podobne założenie przyświeca ograniczeniu analizy do spółek giełdowych¹⁷, gdyż zaangażowanie inwestorów dotyczy zasadniczo tego rodzaju spółek¹⁸.

Powyższe ograniczenia przedmiotowe nie zawężają jednak przydatności wniosków z pracy tylko do tego kontekstu. Ustalenia dotyczące treści norm mają charakter uniwersalny, podobnie jak ocena skuteczności i efektywności analizowanych przepisów.

2.2 Cele badawcze

Cele badawcze rozprawy wynikają z opisanego powyżej podejścia badawczego i obejmują:

- 1) Identyfikację typowych (empirycznych) form zaangażowania inwestorów w ład korporacyjny.
- 2) Identyfikację instytucji prawnych (zespołów przepisów i wynikających z nich norm prawnych), znajdujących zastosowanie do poszczególnych form zaangażowania zidentyfikowanych w ramach celu badawczego nr 1.
- 3) Identyfikację kluczowych problemów prawnych wykładni i stosowania przepisów, zidentyfikowanych w ramach celu badawczego nr. 2, w kontekście zaangażowania.

¹⁵ J. Kochanowski, *Jurydyzacja życia*, Palestra nr (7–8)/2002.

¹⁶ Zob. Rozdział 6.

¹⁷ Spółką giełdową jest spółka, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym lub na zagranicznym rynku regulowanym (art. 68i ust. 2 u.o.i.f.).

¹⁸ Odwołania do spółek publicznych są utrzymane tam, gdzie wynika to z brzmienia przepisów.

- 4) Ocenę tego, w jaki sposób instytucje prawne - zidentyfikowane w ramach celu badawczego nr 2, o treści ustalonej w ramach analizy prawnej dokonanej w ramach celu nr 3 - uwarunkowują formy zaangażowania inwestorów instytucjonalnych, tj. w szczególności, czy stanowią one barierę dla zidentyfikowanych form zaangażowania inwestorów, czy też wspierają one zaangażowanie.
- 5) Identyfikację głównych technik regulacyjnych stosowanych w analizowanych jurysdykcjach w celu wzmacniania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych i ocenę, na ile przyjęte rozwiązania zwiększają zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w ład korporacyjny.

Z uwagi na problematykę badań oraz przyjęte podejście badawcze, praca ma charakter przekrojowy – każdy rozdział obejmuje analizę zespołu przedmiotowo powiązanych instytucji prawa spółek handlowych oraz prawa rynku kapitałowego, dotyczących określonej formy zaangażowania inwestorów. Z tego powodu możliwość formułowania na wstępie ogólnych tez dotyczących analizowanej problematyki jest ograniczona. Częstkowe tezy, dotyczące określonych form zaangażowania formułowane są w podsumowaniach rozdziałów.

Cel badawczy nr 5 jest jakościowo odmienny od pozostałych celów co wynika z jakościowej różnorodności materiału normatywnego będącego przedmiotem analizy. Materiał ten obejmuje głównie normy prawa spółek i rynku kapitałowego stanowiące uwarunkowania form zaangażowania, o nieprzesądzonym z góry wpływie na te formy. Analiza podejmowana jest jednak przy świadomości istnienia grupy przepisów niewarunkujących bezpośrednio form zaangażowania, a raczej nakładających na inwestorów instytucjonalnych obowiązki bezpośrednio odnoszące się do zaangażowania i mające z założenia prowadzić do jego wzmocnienia. W odniesieniu do tego typu przepisów cele badawcze 1 – 4 mają ograniczoną przydatność, a na pierwszy plan wysuwa się problem identyfikacji stosowanych mechanizmów wzmacniania zaangażowania w badanych jurysdykcjach, treści tych obowiązków oraz ich skuteczności we wzmacnianiu zaangażowania.

3 Metodologia

W rozprawie stosowane są następujące metody nauk prawnych. Główną metodą jest metoda dogmatyczna. Metoda ta polega zasadniczo na ustaleniu treści obowiązującego prawa (treści norm prawnych)¹⁹, za pomocą powszechnie przyjętych dyrektyw wykładni prawniczej (wykładni językowej, systemowej i funkcjonalnej (celowościowej)) oraz wnioskowań prawniczych²⁰. Ponadto, obejmuje ona krytyczną analizę treści norm m.in. pod kątem ich spójności, efektywności, proporcjonalności, sprawiedliwości itp.²¹.

¹⁹ A. Bator (red.) *Wprowadzenie...*, s. 15.

²⁰ Zob. S. Wronkowska, *Podstawowe pojęcia prawa i prawoznawstwa*, Poznań 2005, s. 82–95.

²¹ Część autorów utożsamia metodę dogmatyczną z wykładnią prawa, część, przyjmuje jednak szerszą koncepcję, w której wykładnia jest tylko jednym z elementów. Zob. np. T. Bekrycht, J. Leszczyński, P. Łabieniec, *Podstawy...*, s. 36, gdzie podstawowe zadania dogmatyki określone są jako „konceptualizacja, systematyzacja i

Pomocnicze znaczenie dla wykładni dogmatycznej w rozprawie ma również metoda historyczna, polegająca na analizie historycznej ewolucji treści przepisów, celem wyciągnięcia z niej wniosków dla wykładni przepisów obecnie obowiązujących.

Wysokie znaczenie dla rozprawy ma metoda prawnoporównawcza (komparatystyczna). Badania porównawcze są powszechnie stosowane w badaniu prawa spółek z uwagi na funkcjonalną orientację tej gałęzi nauk prawnych. Podejście funkcjonalne „podkreśla ekonomiczną logikę prawa handlowego”²², i opiera się na założeniu, że pomimo różnic w szczegółowych rozwiązaniach prawnych problemy praktyczne oraz ekonomiczne (przede wszystkim konflikty agencyjne) są uniwersalne dla formy organizacji działalności gospodarczej jaką jest spółka kapitałowa²³. Ponadto, jednym z celów badawczych rozprawy jest dokonanie oceny, czy badane instytucje prawne wspierają czy też blokują zaangażowanie inwestorów. Ocena taka może być dokonywana w kategoriach absolutnych, jednak ocena relatywna, obejmująca porównanie prawa polskiego z obcymi porządkami prawnymi pozwala usytuować prawo polskie w spektrum istniejących rozwiązań przyjętych w innych państwach. Analiza porównawcza obejmuje głównie prawo Stanów Zjednoczonych (prawo i regulacje federalne oraz prawo spółek stanu Delaware), Wielkiej Brytanii²⁴ oraz Niemiec. Inne jurysdykcje, m.in. Włochy i Izrael uwzględniane są w wybranych kontekstach. Dodatkowo, z uwagi na przyjęte w pracy podejście badawcze, aspekt porównawczy dotyczy nie tylko prawa, ale też praktyk rynkowych inwestorów instytucjonalnych w obszarze zaangażowania na bardziej rozwiniętych rynkach kapitałowych.

4 Struktura rozprawy

Rozprawa składa się ze wstępu, sześciu rozdziałów merytorycznych (zwieńczonych częściowymi podsumowaniami) oraz Podsumowania. Rozdział I zawiera wprowadzenie do tematyki rozprawy, naświetla tło empiryczne i ekonomiczne prowadzonych rozważań i wprowadza kluczowe rozróżnienia pojęciowe. Rozdział ten realizuje również cele badawcze nr. 1 i 2, poprzez identyfikację typowych form zaangażowania inwestorów instytucjonalnych oraz powiązanie tych form z relewantnymi dla nich instytucjami prawnymi, zakreślając tym samym przedmiot analizy prawnej w następnych rozdziałach i ich strukturę. Cele badawcze nr. 3 i 4 realizowane są w odniesieniu do odpowiedniego zakresu przedmiotowego w rozdziałach II – V. Rozdział II dotyczy monitorowania spółek przez inwestorów i dialogu pomiędzy inwestorami a spółkami, a więc przede wszystkim prawnych uwarunkowań (selektywnego)

interpretacja”. Zgodnie z powyższymi uwagami, przyjmuję tę szerszą koncepcję dogmatyki, która odpowiada moim zdaniem temu jak w praktyce jest ona uprawnianą przez większość autorów polskiej doktryny prawa spółek. Warto w tym miejscu odesłać do przeglądu stanowisk dotyczących istoty metody dogmatycznej zaprezentowanego w D. van Kędzierski, *Metodologia...*, s. 9–17, z którego wyłania się obraz daleko idącej konfuzji co do istoty tej metody wśród samych praktyków szczegółowych nauk prawnych.

²² R. H. Kraakman, P. Davies, i in., *The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach*, Oxford 2004, s. v.

²³ Szerzej zob. również K. J. Hopt, *Porównawcze prawo spółek*, Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego nr 1 (9)/2010.

²⁴ Przez co należy rozumieć prawo stanowione w Wielkiej Brytanii oraz angielskie prawo sądowe (zarówno prawo powszechne (*common law*) jak i prawo słusznościowe (*equity*)).

ujawniania informacji akcjonariuszom przez spółkę giełdową. Rozdział III dotyczy współdziałania pomiędzy akcjonariuszami spółek giełdowych; rozważania w tym rozdziale skupiają się zasadniczo na instytucji działania w porozumieniu (*acting in concert*). Rozdział IV dotyczy relacji pomiędzy zaangażowaniem inwestorów instytucjonalnych, a wyborem i funkcjonowaniem rady nadzorczej, w szczególności instytucjami zwiększającymi wpływ mniejszości na skład rady. Rozdział V dotyczy wykonywania przez akcjonariuszy uprawnień korporacyjnych w związku z walnym zgromadzeniem. Rozdział VI, realizujący cel badawczy nr 5, obejmuje analizę porównawczą szczególnych obowiązków regulacyjnych ciążących na inwestorach instytucjonalnych, nakładanych na nich w celu wzmacniania ich zaangażowania w ład korporacyjny. Rozprawę zamyka Podsumowanie oraz zbiór Głównych tez.

Rozdział 1 – Uwagi wprowadzające

5 Wprowadzenie

Niniejszy rozdział ma charakter wprowadzający i realizuje dwa cele. Po pierwsze, definiuje on kluczowe używane w pracy pojęcia inwestora instytucjonalnego oraz zaangażowania. W odniesieniu do zaangażowania, kluczowe jest w szczególności wyróżnienie poszczególnych form zaangażowania, które stanowiąć będzie podstawę dla ich prawnych uwarunkowań w następnych rozdziałach. Po drugie ma on za zadanie dostarczyć kontekstu dla analiz prawnej, poprzez wskazanie ekonomicznych uwarunkowań zaangażowania oraz konceptualizację zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w ramach ekonomicznej teorii agencji.

6 Inwestorzy instytucjonalni

6.1 Pojęcie i rodzaje inwestorów instytucjonalnych

Inwestorzy instytucjonalni to najogólniej instytucje finansowe lokujące środki na rynkach kapitałowych²⁵. W kontekście niniejszej pracy, istotna jest działalność takich podmiotów na publicznym rynku regulowanym²⁶ instrumentów udziałowych, a więc na giełdzie akcji. Do grona inwestorów instytucjonalnych zalicza się przede wszystkim fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, zakłady ubezpieczeń, banki oraz firmy inwestycyjne.

Można wskazać na istotne różnice pomiędzy aktywnością inwestycyjną tych podmiotów. Po pierwsze, fundusze inwestycyjne i emerytalne inwestują na rachunek uczestników tych funduszy (beneficjentów), którzy ponoszą ekonomiczne ryzyko inwestycji. Banki i firmy inwestycyjne mogą inwestować na swój własny rachunek, jak również na rachunek swoich klientów w zakresie w jakim świadczą usługę zarządzania portfelem inwestycyjnym (art. 69 ust. 2 pkt. 4 u.o.i.f.). W tym pierwszym przypadku nie pełnią one zazwyczaj roli długoterminowych inwestorów, a raczej *traderów*, grających na wzrost lub spadek wartości akcji w krótkim terminie. Zakłady ubezpieczeń inwestują zasadniczo na własny rachunek, za wyjątkiem inwestycji dokonywanych w związku z oferowaniem ubezpieczeń z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym, w ramach których klient ponosi ryzyko inwestycyjne części kapitałowej produktu²⁷. Z uwagi na ich znaczenie na publicznym rynku akcji, oraz największe nasilenie cech typowych dla inwestorów instytucjonalnych (zob. niżej) w ich działalności, za dwie najważniejsze grupy inwestorów instytucjonalnych należy uznać fundusze emerytalne i inwestycyjne.

²⁵ Ws. różnych ujęć inwestorów instytucjonalnych w literaturze zob. I. Prager, *Doradcy inwestorów do spraw głosowania (proxy advisors). Studium prawnoporównawcze*, Warszawa 2019, s. 36–40. Dla określenia zakresu podmiotowego inwestorów instytucjonalnych przydatna jest definicja klienta profesjonalnego zawarta w art. 39b u.o.i.f. oraz art. 2 pkt. 13a u.f.i., która mówi o „inwestorze instytucjonalnym innym niż wskazani w pkt. a) – i) prowadzącym regulowaną działalność na rynku finansowym”.

²⁶ Zob. definicję rynku regulowanego w art. 14 u.o.i.f.

²⁷ Szerzej zob. M. Szczepańska, *Ubezpieczenie na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym*, Warszawa 2011.

Istotnym rozróżnieniem w kontekście funkcjonowania inwestorów instytucjonalnych jest rozróżnienie na właścicieli aktywów oraz zarządzających aktywami²⁸, co należy rozumieć jako różnienie funkcjonalne, a nie klasyfikację powiązaną z danym typem inwestora²⁹. Za właścicieli aktywów uważa się zarówno instytucje dysponujące środkami finansowymi na własny rachunek (np. zakłady ubezpieczeń) jak i gromadzące środki od inwestorów, w zakresie w jakim organizują one ich gromadzenie³⁰. Za zarządzających aktywami uznaje się podmioty, na które właściciele aktywów delegują funkcję zarządzania portfelem, czemu towarzyszy zazwyczaj również delegowanie wykonywania uprawnień korporacyjnych z akcji³¹. Delegowanie może przybrać różne formy prawne, np. nabycia jednostek uczestnictwa funduszu inwestycyjnego, albo zawarcia z firmą inwestycyjną lub towarzystwem funduszy inwestycyjnych (TFI) umowy o zarządzanie portfelem, które są jednak funkcjonalnie analogiczne. Właściciel aktywów może być równocześnie zarządzającym aktywami, w - typowej z resztą w praktyce - sytuacji, w której TFI zarządza portfelem tworzonego przez siebie funduszu inwestycyjnego³². W niniejszej pracy odniesienia do inwestorów instytucjonalnych dotyczą zasadniczo podmiotów które podejmują decyzje inwestycyjne i są uprawnione do wykonywania uprawnień korporacyjnych z akcji. Bardziej szczegółowe odniesienia do właścicieli aktywów i zarządzających aktywami stosowane są tam jeżeli jest to zasadne.

Kolejnym istotnym kryterium różnicującym inwestorów instytucjonalnych jest sposób zarządzania aktywami. Wyróżnić można zarządzanie aktywne i pasywne. Zarządzanie aktywne polega na świadomym doborze spółek do portfela, który gwarantować ma zwrot z inwestycji wyższy niż ten, który można uzyskać z szerokiego indeksu giełdowego. Zarządzanie pasywne, polega z kolei na konstrukcji portfela produktu inwestycyjnego w oparciu o skład indeksu, zazwyczaj administrowanego przez podmiot trzeci, najczęściej odwzorowującego szeroki segment rynku, według kapitalizacji spółek (np. indeksy S&P500, FTSE100). Skład portfela zmienia się jedynie w przypadku zmian składu indeksu, a celem produktu nie jest „pobicie” szerokiego rynku, a jedynie jego wierne odwzorowanie, po możliwie najniższym koszcie. Każda z tych form zarządzania portfelem nieco modyfikuje bodźce i dostępny inwestorowi instytucjonalnemu zakres działań w obszarze zaangażowania (zob. pkt. 5.2. – 5.3 poniżej).

²⁸ Rozróżnieniem tym posługuje się np. brytyjski kodeks dobrych praktyk inwestorów instytucjonalnych, UK Stewardship Code.

²⁹ Por. jednak definicje inwestora instytucjonalnego i podmiotu zarządzającego aktywami w art. 2 lit. e) i f) SRD; szerzej zob. uwagi krytyczne w Rozdz. 6, pkt. 3.1.2.

³⁰ Nie chodzi więc o rozróżnienie pomiędzy prawną a ekonomiczną własnością. Podmioty, których działalność ma charakter powierniczy również są uznawane za właścicieli aktywów.

³¹ Zob. ws. dopuszczalności delegowania zarządzania – w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych art. 46 u.f.i.; w odniesieniu do pracowniczych funduszy emerytalnych art. 152 ust. 1 u.p.f.e.; w odniesieniu do zakładów ubezpieczeń art. 222d ust. 2 u.d.u.r..

³² Zdaniem KNF „powierzenie przez towarzystwo zarządzania aktywami funduszu inwestycyjnego należy traktować jako sytuację wyjątkową”, zob. szerzej w *M. Rodzyńkiewicz, J. Sarkowicz w: J. Dybiński (red.) Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Komentarz*, Legalis 2023 (art. 46, Nb. 2 i n.).

Można zidentyfikować następujące wspólne cechy inwestorów instytucjonalnych:

- i) **Powierniczy charakter działalności** – inwestorzy instytucjonalni gromadzą środki od szerokiego grona inwestorów (beneficjentów), i inwestują je we własnym imieniu, ale co do zasady na rachunek (ryzyko) beneficjentów. Inwestorów łączy więc z beneficjentami ekonomiczna relacji agencji, co skutkuje problemami motywacyjnymi typowymi dla tego typu relacji³³.
- ii) **Profesjonalny charakter działalności** – inwestorzy instytucjonalni są podmiotami profesjonalnymi, dysponujący znacznymi zasobami ludzkimi i technologicznymi, oraz ekspertyzą z obszaru inwestowania, funkcjonowania określonych branż gospodarki i standardów ładu korporacyjnego.
- iii) **Pozycja znacznych akcjonariuszy mniejszościowych** – gromadzenie środków od szerokiego grona beneficjentów sprawia, że lokaty inwestycyjne inwestorów instytucjonalnych są znacznie większe niż inwestycje inwestorów indywidualnych. Prowadzi to do koncentracji własności akcji w ich rękach, zapewniającej im status znaczących akcjonariuszy mniejszościowych (ang. *blockholders*) w wielu spółkach giełdowych.

Wskazane powyżej rodzaje instytucji finansowych uznaje się za tradycyjnych inwestorów instytucjonalnych, od których można odróżnić alternatywnych inwestorów instytucjonalnych, do których zalicza się fundusze hedgingowe, fundusze rządowe (ang. *sovereign wealth funds*) oraz fundusze PE/VC (które jednak nie inwestują w spółki giełdowe)³⁴. Z punktu widzenia tematyki pracy najbardziej istotne są fundusze hedgingowe. Fundusze te najogólniej można zdefiniować jako fundusze prywatne (zamknięte), których uczestnikami jest ograniczone grono kwalifikowanych inwestorów; podlegają one też regulacjom w mniejszym stopniu niż tradycyjne fundusze inwestycyjne. Na gruncie prawa polskiego typowe formy prawne, w jakich mogą funkcjonować tego typu fundusze to FIZ i ASI. Określenie fundusz hedgingowy związane jest z częstym wykorzystywaniem przez nie instrumentów pochodnych, zwłaszcza w funduszach typu *long/short*, jednak fundusze hedgingowe mogą stosować zróżnicowane strategie i inwestować w szeroki zakres aktywów³⁵. Z punktu widzenia zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w ład korporacyjny, najistotniejsza jest działalność aktywistycznych funduszy hedgingowych (*activist hedge funds*). Jej kluczowe aspekty omawiane są w pkt. 2.3 poniżej.

³³ Zob. pkt. 3.1. poniżej.

³⁴ Rozróżnienie na tradycyjnych i alternatywnych inwestorów instytucjonalnych przyjmują też S. Çelik, M. Isaksson, *Institutional investors as owners: who are they and what do they do?*, OECD Corporate Governance Working Papers No. 11 2013; K. U. Schmolke, *Institutionelle Anleger und Corporate Governance–Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds*, ZGR nr 5/2007.

³⁵ L. H. Pedersen, *Efficiently inefficient: how smart money invests and market prices are determined*, Princeton 2019.

6.2 Aspekty prawne organizacji funduszy inwestycyjnych i emerytalnych

Fundamentalną cechą organizacji funduszy inwestycyjnych jak i emerytalnych jest prawne wyodrębnienie samego funduszu oraz spółki zarządzającej funduszem³⁶.

6.2.1 Fundusze inwestycyjne

Konstrukcja funduszy inwestycyjnych łączy elementy fundacyjnej i korporacyjnej osoby prawnej³⁷. Fundusze inwestycyjne posiadają osobowość prawną (art. 3 u.f.i.) oraz organy. Najważniejszym organem funduszu inwestycyjnego jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych (TFI)³⁸, które tworzy fundusz, zarządza nim i reprezentuje fundusz w stosunkach z osobami trzecimi (art. 4 ust. 1 u.f.i.), które funkcjonuje w formie spółki akcyjnej (art. 38 ust. 1 u.f.i.). Konstrukcja funduszu inwestycyjnego zakłada więc dość nietypowe rozwiązanie, w którym organem osoby prawnej (funduszu) jest inna osoba prawna (TFI), którego celem jest przede wszystkim zapewnienie rozdzielania aktywów poszczególnych funduszy oraz funduszy i TFI. Pomimo posiadania odrębnej osobowości prawnej, fundusze należy więc postrzegać przede wszystkim jako odrębne masy majątkowe. Przedmiotem działalności towarzystwa jest wyłącznie tworzenie funduszy inwestycyjnych, zarządzanie nimi, w tym pośrednictwo w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa, reprezentowanie ich wobec osób trzecich oraz zarządzanie zbiorczym portfelem papierów wartościowych. Zgodnie z art. 10 u.f.i., TFI działa w interesie uczestników funduszu inwestycyjnego, podobnie jak sam fundusz (art. 3 ust. 3 u.f.i.)³⁹.

Ustawa o funduszach inwestycyjnych wyróżnia trzy rodzaje funduszy: fundusz inwestycyjny otwarty (FIO), oraz dwa rodzaje alternatywnych funduszy inwestycyjnych: specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty (SFIO) oraz fundusz inwestycyjny zamknięty (FIZ) (art. 3 ust. 4, art. 14 ust. 3 u.f.i.). Z punktu widzenia publicznego rynku akcji największe znaczenie mają FIO i SFIO. Pomimo klasyfikacji SFIO jak funduszu alternatywnego i objęcia tego rodzaju funduszy reżimem regulacyjnym właściwym dla AIFMD a nie UCITS, zarówno FIO jak i SFIO oferowane są szerokiemu gronu inwestorów i inwestują głównie na rynkach publicznych⁴⁰.

³⁶ Zob. analizę funkcjonalną na gruncie analogicznych struktur w prawie amerykańskim, J. Morley, *The separation of funds and managers: a theory of investment fund structure and regulation*, Yale Law Journal nr 5(123)/2014. Podobnie w kontekście unijnych regulacji UCITS/AIFMD D. A. Zetzsche, *The anatomy of European investment fund law* w: W. Birdthistle, J. Morley (red.) *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*, Cheltenham 2018, s. 327 i n. Należy jednak zauważyć, że dyrektywa UCITS przewiduje też "wewnętrznie zarządzane" fundusze UCITS, którymi będą w szczególności funkcjonujące w niektórych krajach fundusze tworzone w formie spółek kapitałowych (podmiotem zarządzającym funduszem jest w takiej sytuacji organ spółki).

³⁷ Zob. T. Sójka, M. Saczywko w: J. Dybiński (red.) *Ustawa...* (art. 3, Nb. 2-3).

³⁸ Pozostałymi organami funduszu mogą być rada inwestorów, zgromadzenie inwestorów lub zgromadzenie uczestników.

³⁹ Szerzej nt. obowiązku działania w interesie uczestnika funduszu zob. Rozdz. 6, pkt. 3.2.1.

⁴⁰ Z danych IZFiA wynika, że na koniec 2024 r. w FIZ zgromadzone było 36% aktywów wszystkich funduszy inwestycyjnych, z czego 31% w aktywach niepublicznych a jedynie 5% w aktywach rynku kapitałowego.

6.2.2 Fundusze emerytalne

Przed analizą funduszy emerytalnych zasadne jest przybliżenie po krótko szerszego kontekstu, rynku produktów emerytalnych, w którym funkcjonują te podmioty.

Do podstawowych produktów emerytalnych dostępnych na polskim rynku zalicza się otwarte fundusze emerytalne (OFE), pracownicze programy emerytalne (PPE), indywidualne konta emerytalne (IKE), indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE) oraz pracownicze plany kapitałowe (PPK)⁴¹. Wyodrębnienie prawne produktów emerytalnych dokonywane jest w dużej mierze dla celów podatkowych lub też w celu określenia pewnych aspektów ich funkcjonowania, np. ustanowieniu ich (quasi)obligatoryjnego charakteru. Natomiast klasyfikacja produktów emerytalnych nie jest podstawą wyróżnienia odrębnych typów inwestorów instytucjonalnych. Większość wskazanych powyżej typów inwestorów instytucjonalnych może oferować poszczególne rodzaje produktów emerytalnych, które przybierają formę prawną właściwą dla funkcjonowania danego inwestora (np. jednostek uczestnictwa funduszu inwestycyjnego w przypadku produktów emerytalnych oferowanych przez TFI)⁴².

Odrębny typ inwestora instytucjonalnego, właściwego dla rynku emerytalnego stanowią fundusze emerytalne (oraz zarządzające nimi podmioty). Ustawa przewiduje trzy rodzaje funduszy emerytalnych: otwarte fundusze emerytalne (OFE) i dobrowolne fundusze emerytalne, tworzone i zarządzane przez Powszechne Towarzystwa Emerytalne (PTE) oraz pracownicze fundusze emerytalne (PrFE), tworzone i zarządzane przez Pracownicze Towarzystwa Emerytalne (PrTE).

Z uwagi na przymusowy charakter oszczędzania emerytalnego w OFE w latach 1999 - 2014, zdecydowana większość oszczędności emerytalnych (ok. 73%) jest zgromadzona w tego typu produktach. Przekłada się to na istotne znaczenie PTE jako rodzaju inwestora instytucjonalnego zarządzającego środkami emerytalnymi – PTE odpowiadają za 76,4% aktywów rynku produktów emerytalnych. Natomiast znaczenie PrTE jest marginalne (0,2% rynku)⁴³. Istotność działalności OFE w kontekście problematyki niniejszej pracy wzmacnia fakt, że znaczna część ich aktywów (ok. 75%) ulokowana jest na krajowym rynku akcji⁴⁴.

⁴¹ UKNF, *Raport o stanie rynku emerytalnego w Polsce na koniec 2023 r.*, Warszawa 2024, s. 4.

⁴² Przykładowo, pracownicze programy emerytalne mogą być prowadzone w formie: funduszu emerytalnego; umowy o wnoszenie przez pracodawcę składek pracowników do funduszu inwestycyjnego lub umowy grupowego ubezpieczenia na życie pracowników z zakładem ubezpieczeń w formie grupowego ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (art. 6 ust. 1 u.p.p.e.). Podobnie umowa o prowadzenie PPK może być zawarta z funduszem inwestycyjnym, funduszem emerytalnym lub zakładem ubezpieczeń (art. 2 ust. 1 pkt. 11 u.p.p.k.), a fundusz zdefiniowanej daty będący przedmiotem PPK regulowany jest w zakresie nieuregulowanym ustawą o PPK przed przepisy ustaw dotyczących każdego ze wskazanych typów inwestorów (art. 3 ust. 3 u.p.p.k.).

⁴³ UKNF, *Raport...*, s. 24–26.

⁴⁴ J. Fryc, *W co inwestują OFE? Część akcyjna portfeli*, Analizy.pl z 21.01.2025. Zob. też dane w pkt. 2.3.2 poniżej.

Prawna organizacja funduszy emerytalnych odpowiada w zasadzie modelowi funkcjonowania funduszy inwestycyjnych. Fundusz emerytalny jest osobą prawną, a towarzystwo jego organem (art. 20 u.o.f.f.e.). Przedmiotem przedsiębiorstwa towarzystwa jest wyłącznie tworzenie i zarządzanie funduszami oraz ich reprezentowanie wobec osób trzecich (art. 29 ust. 1 u.o.f.f.e.). Różnicą, w stosunku do funkcjonowania TFI jest natomiast ograniczenie liczby funduszy emerytalnych i dobrowolnych, które może tworzyć i zarządzać PTE do jednego funduszu otwartego i jednego funduszu dobrowolnego, za wyjątkiem funduszy zdefiniowanej daty (art. 29 ust. 2 u.o.f.f.e.).

6.2.3 Konsekwencje struktury organizacyjnej funduszy dla zaangażowania

Konsekwencją przyjęcia wyżej opisanej struktury – analogicznej w innych rozwiniętych porządkach prawnych - w której fundusze mają odrębną osobowość prawną, ale funkcjonują w zasadzie jako upodmiotowione masy majątkowe, które tworzy i którymi zarządza odrębny podmiot (zarządzający), sprawia, że w praktyce najważniejsze funkcje związane z funkcjonowaniem funduszy są scentralizowane „na poziomie” zarządzającego. Jest tak również często w odniesieniu do funkcji zaangażowania, w tym wykonywania praw głosu. Największe globalnie spółki zarządzające aktywami posiadają centralnie przyjęte polityki głosowania i zaangażowania oraz scentralizowane zespoły ds. ich realizacji (ang. *governance* lub *stewardship teams*), choć zarządzający portfelami poszczególnych funduszy również niekiedy partycypują w podejmowaniu decyzji w obszarze zaangażowania⁴⁵. Przekłada się to na scentralizowane podejmowanie decyzji z obszaru ładu korporacyjnego przez zarządzającego, a nie przez poszczególne fundusze⁴⁶. Pozwala to zagregować zarządzającemu wpływ głosów ze wszystkich zarządzanych przez niego funduszy. W związku z tym w literaturze mówi się często o „rodzinach” funduszy (ang. *fund families*) i analizuje działania w obszarze zaangażowania na poziomie zarządzającego, a nie poszczególnych funduszy. W związku z pozycją funduszu jako upodmiotowionej prawnie masy majątkowej, należy więc pamiętać, że w istocie, działania w zakresie zaangażowania podejmowane są przez spółki zarządzające funduszami, w sposób scentralizowany⁴⁷.

6.3 Wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych na rynku akcji

6.3.1 Perspektywa międzynarodowa

Koncentracja własności akcji spółek giełdowych w rękach inwestorów instytucjonalnych na rynku amerykańskim stała się zauważalna już na początku lat 90tych. W latach 50tych inwestorzy instytucjonalni posiadali jedynie ok. 8% akcji amerykańskich spółek giełdowych,

⁴⁵ H. Bioy, *Passive Fund Providers Take an Active Approach to Investment Stewardship*, Morningstar, 6.12.2017.

⁴⁶ Wg. jednej analizy, dwa fundusze zarządzane przez BlackRock głosują odmiennie w 18 na 100 tys. głosowań, zarządzane przez Vanguard w 6 na 100 tys. głosowań, a zarządzane przez StateStreet w 195 na 100 tys. głosowań, J. Fichtner, E. M. Heemskerk, J. Garcia-Bernardo, *Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk*, Business and Politics nr 2(19)/2017, s. 317.

⁴⁷ W dalszej części pracy stosuję mieszaną terminologię, niekiedy odnosząc się do „zarządzających” wtedy kiedy jest to bardziej wskazane, jak również do „funduszy” (zwłaszcza w odniesieniu do działalności funduszy hedgingowych).

podczas gdy w 1989 r. odsetek ten wynosił już 45%⁴⁸. W kolejnych dekadach tendencja ta przybrała na sile. Obecnie, inwestorzy instytucjonalni stanowią globalnie największą grupę inwestorów, posiadając 42% akcji spółek giełdowych notowanych na największych rynkach, więcej niż podmioty sektora publicznego, inwestorzy indywidualni i korporacje niefinansowe łącznie⁴⁹. W USA ich udział w kapitalizacji giełdy wzrósł do 68%, podczas gdy w Europie i Japonii wynosi on odpowiednio 37% i 30%⁵⁰.

Tendencji tej towarzyszą inne trendy, przede wszystkim wzrost popularności pasywnych form inwestowania i wynikająca z niego koncentracja aktywów w rękach trzech największych podmiotów zarządzających aktywami, BlackRock, Vanguard i State Street, oferujących w dużej mierze fundusze indeksowe, określanych mianem „Wielkiej Trójki” (*the Big Three*). Ujmowani łącznie, zarządzający z Wielkiej Trójki stanowią największego akcjonariusza w 88% spółek z indeksu S&P500 i w 40% wszystkich amerykańskich spółek giełdowych⁵¹, z medianą udziału kapitałowego na poziomie 22%⁵². Wobec braku akcjonariusza dominującego w większości amerykańskich spółkach giełdowych, daje to im znaczący potencjalny wpływ na wyniki głosowań na walnych zgromadzeniach. Koncentracja własności akcji nie wynika jednak tylko z wyjątkowej pozycji Wielkiej Trójki, a jest wynikiem wzrostu instytucjonalizacji akcjonariatu w ogóle. Średni udział 5 największych inwestorów instytucjonalnych w amerykańskich spółkach giełdowych wynosi 30%, 10 największych 40% a 25 największych 51%⁵³.

Przemiany te budzą znaczne zainteresowanie w amerykańskiej doktrynie prawa spółek, która w dużej mierze rozwijała się w odniesieniu do modelu korporacji z rozdrobnionym akcjonariatem, w którym brak nawet znaczących akcjonariuszy mniejszościowych (tzw. *Berle-Means corporation*) (zob. pkt. 3.1. niżej). W związku z wskazanymi trendami, model ten obecnie uznaje się już za nieaktualny⁵⁴.

Tabela 1. Udział trzech największych zarządzających aktywami w kapitale oraz głosach nawalnych zgromadzeniach w spółkach z indeksu S&P500.

	Udział w kapitale	Udział w głosach na WZ
BlackRock	7,7%	9,8%
Vanguard	9,7%	12%
State Street	4,5%	5,7%
Łącznie	21,9%	27,5%

⁴⁸ E. B. Rock, *The logic and (uncertain) significance of institutional shareholder activism*, Georgetown Law Journal nr (79)/1990, s. 447.

⁴⁹ K. Fukami, D. Blume, C. M. Magnusson, *Institutional investors and stewardship*, OECD Corporate Governance Working Papers No. 25/2022.

⁵⁰ Ibid.

⁵¹ J. Fichtner, E. M. Heemskerk, J. Garcia-Bernardo, *Hidden...*, s. 313–314.

⁵² S. Hirst, L. Bebchuk, *Big three power, and why it matters*, Boston University Law Review nr 5(102)/2022, s. 1556–1558.

⁵³ J. Lewellen, K. Lewellen, *The ownership structure of US corporations*, 2025 <https://ssrn.com/abstract=4173466>, s. 16. Dane za rok 2021.

⁵⁴ B. R. Cheffins, *The Rise and Fall (?) of the Berle-Means Corporation*, Seattle University Law Review nr (42)/2018.

6.3.2 Rynek polski

Określenie roli inwestorów instytucjonalnych na publicznym giełdowym rynku akcji w Polsce, którym jest Rynek Główny GPW, jest trudne z uwagi na ograniczoną dostępność danych. GPW publikuje systematycznie jedynie statystyki dotyczące udziału poszczególnych grup podmiotów w obrotach, które jednak, nie są reprezentatywne dla wielkości udziałów inwestorów w spółkach⁵⁵. Z raportów NBP wynika, że w 2023 r., krajowe fundusze emerytalne posiadały akcje spółek giełdowych o wartości ok. 160 mld złotych, co odpowiada 14% kapitalizacji giełdy, a krajowe fundusze inwestycyjne o wartości ok. 37 mld złotych, co odpowiada 3% kapitalizacji giełdy⁵⁶. Inwestorzy zagraniczni posiadali akcje opowiadające 32% kapitalizacji giełdy i znaczną ich część stanowią zapewne inwestorzy instytucjonalni, jednak dane NBP nie rozróżniają rodzajów inwestorów w tej grupie.

Pełniejszy obraz wagi inwestorów instytucjonalnych na rynku akcji dają dane dotyczące ich średnich udziałów w spółkach. Według jednej z analiz, średni łączny udział kapitałowy TFI w spółkach giełdowych wynosił w 2010 r. 10% (13% w spółkach o małej i średniej kapitalizacji)⁵⁷. Według innego badania, obejmującego krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych, w latach 2007 – 2011 przeciętny łączny udział kapitałowy wszystkich inwestorów instytucjonalnych w spółkach na GPW wzrósł z 5% do 13%, a mediana udziału pojedynczego inwestora instytucjonalnego w 2011 r. wynosiła 7% (a więc połowa inwestorów posiadała udziały powyżej tego progu)⁵⁸. Inwestorzy instytucjonalni mają więc mniejsze znaczenie na polskim rynku akcji niż na rynku amerykańskim, ale przeciętny łączny udział tego typu podmiotów zapewnia im pozycję znaczących akcjonariuszy mniejszościowych. Należy też zauważyć, że w indywidualnych notowanych na GPW spółkach udział inwestorów instytucjonalnych jest znacznie większy; w niektórych posiadają oni (łącznie) większość głosów⁵⁹.

7 Inwestorzy instytucjonalni w teorii agencji

7.1 Racjonalna apatia akcjonariuszy a rozproszenie akcjonariatu

Zainteresowanie, jakie wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek giełdowych wzbudził w amerykańskiej literaturze wynika głównie z potencjalnych konsekwencji tego zjawiska dla podstawowego problemu prawa spółek i ładu korporacyjnego,

⁵⁵ Udział w obrotach powiązany jest ze zmiennością składu portfela, a nie wielkościami udziałów inwestorów. Prezentowane przez GPW statystyki obrotu obejmują też (a nawet przede wszystkim) instytucje działające w charakterze *market makerów* (animatorów) lub *traderów*, a nie długoterminowych inwestorów.

⁵⁶ NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2023 r.*, Warszawa 2024, s. 299.

⁵⁷ A. Adamska, P. Urbanek, *Fundusze inwestycyjne w nadzorze korporacyjnym w polskich spółkach publicznych*, Gospodarka Narodowa, nr 2(270)/2014, s. 91, 93.

⁵⁸ Ł. Błoch i in., *Inwestorzy instytucjonalni w nadzorze korporacyjnym nad spółkami publicznymi w Polsce*, Łódź 2021, s. 132–133.

⁵⁹ Zob. listę spółek w D. Bosek-Rak, *Zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w nadzór w spółkach giełdowych*, Warszawa 2019, s. 142.

jakim jest konflikt agencyjny wynikającego z rozdziału własności i zarządzania (kontroli) w nowoczesnej spółce akcyjnej, i towarzyszącego mu problemu apatii akcjonariuszy.

Rozdział własności i kontroli został zidentyfikowany jako istotna cecha amerykańskich spółek publicznych w znanej książce *The Modern Corporation and Private Property* A. Berle'a i G. Means'a. Rozumiany jako brak uprawnień akcjonariuszy do prowadzenia spraw spółki i przyznanie tej kompetencji wyodrębnionemu organowi zarządczemu, rozdział własności i kontroli jest konstytutywną cechą spółki akcyjnej i koniecznym następstwem założenia, że w spółce akcyjnej kapitałowo może partycypować wielu akcjonariuszy⁶⁰. W takiej sytuacji zaangażowanie akcjonariuszy w prowadzenie spraw spółki byłoby niepraktyczne z uwagi na trudności w koordynacji ich działań. Jednak rozdział ten jest o tyle problematyczny, że skutkuje powstaniem „warunków, w których interesy właściciela i zarządzającego mogą się różnić”⁶¹.

Te różnice interesów w późniejszej literaturze z dziedziny finansów opisane zostały w sposób bardziej formalny w ramach ekonomicznej teorii agencji (ang. *agency theory*), która stała się podstawowym językiem do objaśniania relacji pomiędzy poszczególnymi grupami podmiotów zaangażowanych w funkcjonowanie spółki akcyjnej, również w literaturze prawniczej⁶². Ekonomiczna teoria agencji została po raz zaprezentowana w artykule autorstwa W. Mecklinga i M. Jensena z 1976 r., w którym definiowano stosunek agencji jako „umowę, w której jedna lub więcej osób (mocodawcy) zlecają innej osobie (agentowi) wykonanie na swoją rzecz określonych czynności, co łączy się z koniecznością przeniesienia na agenta uprawnień do podejmowania niektórych decyzji”⁶³. Przykładem takiej relacji jest relacja łącząca przedsiębiorcę pozyskującego zewnętrzne finansowanie oraz inwestora w modelu Mecklinga i Famy. Oddanie części własności spółki inwestorowi sprawia, że bodźce przedsiębiorcy do maksymalizacji wartości firmy spadają, gdyż nie internalizuje on już całości wypracowanej wartości. W związku z tym pojawia się też pokusa oportunistycznego czerpania prywatnych korzyści z zarządzania przedsiębiorstwem. Odpowiedzią na ten konflikt mają być kontraktowe mechanizmy monitorowania przez inwestora (*monitoring*) i zobowiązania się (*bonding*) przedsiębiorcy do maksymalizacji wartości, które są jednak kosztowne; koszty te – wraz ze „stratą rezydualną”, a więc kosztem oportunistycznych zachowań agenta, których nie udało się ograniczyć przez wskazane mechanizmy – stanowią koszty agencyjne⁶⁴.

Co istotne jednak, Berle i Means jako przyczynę problemów braku odpowiedniego nadzoru nad działaniami zarządzających, zidentyfikowali nie tyle samo istnienie relacji agencji pomiędzy akcjonariuszami a zarządzającymi, wynikające z prawnego usankcjonowania rozdzielania funkcji zarządczej i właścicielskiej w strukturze spółki akcyjnej, ale przede

⁶⁰ R. H. Kraakman, J. Armour, i in., *The anatomy...*, s. 11–14; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 137–145.

⁶¹ A. Berle, G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Nowy Jork 1950, s. 6

⁶² R. H. Kraakman, J. Armour, i in., *The anatomy...*, s. 2 (istota prawa spółek jako narzędzia ograniczania konfliktów agencyjnych).

⁶³ M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, *Journal of Financial Economics* nr 4(3)/1976, s. 308.

⁶⁴ Ibid.

wszystkim rozdrobnienie akcjonariatu w amerykańskich spółkach⁶⁵. Konflikty typowe dla relacji agencji wynikają z problemów koordynacji działań zbiorowych akcjonariuszy i zjawiska „racjonalnej apatii” jakie rozdrobnienie to powoduje⁶⁶. Drobnny akcjonariusz, posiadający nieznaczny ułamek akcji spółki nie będzie skłonny ponosić wysiłku i kosztów związanych z aktywnym monitorowaniem zarządców spółki i zaangażowaniem w jej funkcjonowanie, gdyż uzyska on jedynie wielkie ułamek korzyści wynikających z tych działań. Dodatkowo nie ma on możliwości koordynacji działania z innymi akcjonariuszami, przez co może zakładać, że jego pojedynczy głos nie wpłynie na wynik głosowania.

Pasywność akcjonariuszy, którą A. Berle i G. Means uważali za istotny problem, w późniejszej amerykańskiej literaturze prawniczej, będącej pod silnym wpływem teorii ekonomicznych, uznawana była za zjawisko nieuniknione i mało istotne; managerów dyscyplinować miały przede wszystkim mechanizmy zewnętrzne, rynkowe, takie jak pracy managerów i rynek korporacyjnej kontroli, a za najważniejszą funkcję prawa głosu uznawano możliwość wymiany składu rady po przejęciu spółki⁶⁷. Jednak wraz z zanikiem popularności wrogich przejęć na rynku amerykańskim z końcem lat 80tych, mechanizmy te straciły na praktycznym znaczeniu. Równocześnie postępująca koncentracja własności akcji spółek giełdowych w rękach inwestorów instytucjonalnych na początku lat 90tych. dała nadzieję, że „duże instytucje mogą przełamać bodźce skłaniające akcjonariuszy do bierności, wynikające z rozdrobnionej własności akcji”⁶⁸, a także zwiększyła zainteresowanie uprawnieniami korporacyjnymi akcjonariuszy w literaturze naukowej. Obecnie, zwiększanie zaangażowania akcjonariuszy w ogóle, a inwestorów instytucjonalnych w szczególności, w nadzór korporacyjny jest powszechnie uznawanym postulatem dobrego ładu korporacyjnego.

Pomimo tego, pytanie o to, czy inwestorzy instytucjonalni rzeczywiście należycie monitorują spółki, w które inwestują wzbudza kontrowersje. Inwestorzy instytucjonalni są ekonomicznymi agentami powierzających im swoje środki beneficjentów, co powoduje problemy motywacyjne, ograniczające ich skłonność do zaangażowania (zob. pkt. 5.1. poniżej). Niepewność co do tego, na ile inwestorzy instytucjonalni posiadają odpowiednią motywację do pełnienia roli zaangażowanych akcjonariuszy uzasadnia też przyjmowanie rozwiązań prawnych mających wzmacniać ich zaangażowanie, omawianych w Rozdziale 6.

Po drugie, wskazuje się też na potencjalne prawne i regulacyjne bariery, które mogą utrudniać zaangażowanie. Hipoteza o barierach prawnych jako głównym źródle istotnych ograniczeń dla zaangażowania akcjonariuszy wydaje się nie cieszyć obecnie dużym zainteresowaniem w literaturze międzynarodowej, która skupia się raczej na problemie bodźców ekonomicznych

⁶⁵ A. Berle, G. Means, *The Modern...*, s. 81 i n.; B. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, Michigan Law Review nr (89)/1990, s. 522.

⁶⁶ Ogólnie o problemach działań zbiorowych zob. M. Olson, *Logika działania zbiorowego: Dobra publiczne i teoria grup*, Warszawa 2012.

⁶⁷ B. Black, *Shareholder...*, s. 528.

⁶⁸ B. S. Black, *Agents watching agents: The promise of institutional investor voice*, UCLA Law Review nr (39)/1991, s. 813.

inwestorów. Nie można jednak stwierdzić, aby kwestie te były zupełnie pozbawione znaczenia. Niezależnie od istnienia pozaprawnych bodźców ograniczających zaangażowanie, wydaje się, że pożądane jest aby nie ograniczały go nieuzasadnione bariery prawne, tłumiąc te formy zaangażowania, które inwestorzy instytucjonalni mogą dobrowolnie przejawiać.

7.2 Zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w spółkach kontrolowanych

W spółkach kontrolowanych wertykalny konflikt agencyjny – pomiędzy zarządzającymi spółką a ogółem akcjonariuszy – jest mniej istotny, gdyż znaczący akcjonariusz posiada odpowiednie bodźce i narzędzia do kontrolowania zarządców spółki. Głównym problemem jest horyzontalny konflikt agencji, a więc ryzyko, że kontrolujący akcjonariusz będzie nadużywał swojej pozycji kosztem interesów mniejszości, np. w drodze różnych form „tunelowania” spółki, takich jak transakcje z podmiotami powiązanymi⁶⁹. Rola inwestorów instytucjonalnych jako znaczących akcjonariuszy mniejszościowych ulega w takim środowisku modyfikacji, a kluczowym zadaniem staje się monitorowanie akcjonariusza większościowego⁷⁰. Co jednak oczywiste, pozycja inwestorów instytucjonalnych jest w takim układzie słabsza, niż ich pozycja w spółkach o rozproszonej strukturze akcjonariatu. Zasadniczo akcjonariusz kontrolujący posiada wystarczającą liczbę głosów aby przegłosować mniejszość w zwykłym głosowaniu większościowym, co daje mu oczywiście kontrolę nad obsadą rady i pośrednio zarządzającymi spółką⁷¹.

Mniejszość nie jest jednak zupełnie pozbawiona możliwości oddziaływania na obóz korporacyjnych insiderów (kontrolującego akcjonariusza i powołanych przez niego funkcjonariuszy spółki). Może ona oddziaływać na spółkę poprzez dwa kanały wpływu. Po pierwsze, inwestorzy instytucjonalni mogą wykorzystywać nieformalne środki oddziaływania takie jak dialog ze spółką, groźba sprzedaży akcji lub publiczna krytyka spółki, aby wpłynąć na jej działania, głównie w oparciu o bodźce reputacyjne i motywację spółki do utrzymywania dobrych stosunków z inwestorami zewnętrznymi z myślą o utrzymaniu dostępu do rynków kapitałowych. Wykorzystywanie formalnych uprawnień takich jak prawo głosu, nawet jeżeli mniejszość nie ma decydującego wpływu na ostateczny wynik głosowania, może być skutecznym środkiem nacisku na spółkę⁷². Warto też zauważyć, że dialog pomiędzy spółką a inwestorami nie musi być konfrontacyjny. Zgłaszając racjonalne postulaty zmian w

⁶⁹ R. H. Kraakman, J. Armour, i in., *The anatomy...*, s. 30; V. Atanasov, B. Black, C. S. Ciccotello, *Law and tunneling*, J. Corp. L. nr (37)/2011.

⁷⁰ A. Hamdani, S. Hannes, *Institutional investors, activist funds and ownership structure* w: A. Afsharipour, M. Gelter (red.) *Comparative Corporate Governance*, Cheltenham 2021, s. 385; K. Kastiel, *Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies*, Columbia Business Law Review nr 1/2016.

⁷¹ Badania empiryczne wskazują, że inwestorzy instytucjonalni częściej inwestują w spółki bez kontrolującego akcjonariusza, M. A. Ferreira, P. Matos, *The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world*, Journal of Financial Economics nr 3(88)/2008.

⁷² Z analizy P. Iliev i in., *Shareholder voting and corporate governance around the world*, The Review of Financial Studies nr 8(28)/2015 dot. spółek kontrolowanych (przeciętny udział głównego akcjonariusza na poziomie 38%) wynika, że „głosowanie przeciwko propozycjom spółki jest częstsze kiedy inwestorzy obawiają się wywłaszczenia” i że „głosowanie przeciw propozycjom spółki przez amerykańskich inwestorów instytucjonalnych ma wpływ na ład korporacyjny”, m.in. zwiększając rotację w radzie oraz prawdopodobieństwo odstąpienia od planów dokonania transakcji M&A.

funkcjonowaniu spółki w toku konstruktywnego dialogu, mniejszościowi inwestorzy mogą wywierać na nią wpływ poprzez perswazję.

Po drugie, inwestorzy mogą wykorzystywać specjalne uprawnienia wzmacniające pozycję mniejszości w spółce. Do tego typu uprawnień zaliczyć można wymóg kwalifikowanej większości głosów (przyznający mniejszości tzw. kontrolę negatywną), uprawnienia do głosowania nad transakcjami dotkniętymi konfliktem interesów w formule „większości mniejszości” (ang. *majority of minority*; MoM), która zakłada wyłączenie akcjonariusza kontrolującego i efektywnie przyznaje mniejszości prawo weta⁷³, oraz uprawnienia do powoływania mniejszości składu rady dyrektorów lub rady nadzorczej⁷⁴.

7.3 Inwestorzy instytucjonalni a beneficjenci

Powyższa analiza usytuowała zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w kontekście kluczowych problemów ładu korporacyjnego – wertykalnej relacji agencji pomiędzy akcjonariuszami i zarządzającymi spółki oraz horyzontalnego konfliktu agencji w spółkach kontrolowanych. Zaangażowanie było więc rozważane przede wszystkim na płaszczyźnie relacji inwestorów instytucjonalnych ze spółką, jako jej akcjonariuszy. Poza występowaniem w roli mocodawców wobec spółki i jej funkcjonariuszy, inwestorzy instytucjonalni są również sami w pozycji agentów wobec beneficjentów, a więc uczestników funduszy inwestycyjnych i emerytalnych. Łączy się to z występowaniem po ich stronie typowych problemów agencyjnych, które mogą ograniczać ich skłonność do zaangażowania (zob. pkt. 5 poniżej), i które mogą uzasadniać nakładanie na nich obowiązków prawnych mających je wzmacniać. Jednocześnie, dostrzegając tę relację, prawo w większości zachodnich państw nakłada na inwestorów instytucjonalnych ogólne obowiązki powiernicze wobec beneficjentów, których związki z problematyką zaangażowania również wymagają analizy. Kwestie te rozważane są w Rozdziale 6.

8 Pojęcie, formy i specyfika zaangażowania akcjonariuszy

8.1 Pojęcie zaangażowania akcjonariuszy

Zaangażowanie akcjonariuszy można zdefiniować w różny sposób⁷⁵, przy czym na potrzeby niniejszej pracy nie ma potrzeby formułowania wyczerpującej definicji równościowej tego terminu. Jest on najczęściej używany jako określenie zbioru praktyk inwestorów instytucjonalnych związanych z ich partycypacją w funkcjonowaniu spółki. Wskazanie i krótki opis tych praktyk, które najczęściej uważane są za przejaw zaangażowania, w zupełności wystarczy aby oddać istotę tego zjawiska. W tym celu warto odwołać się do kluczowych aktów

⁷³ Zob. L. Yu-Hsin, *When activists meet controlling shareholders in the shadow of the law: A case study of Hong Kong*, Asian Journal of Comparative Law nr 1(14)/2019.

⁷⁴ Szerzej zob. Rozdz. 4, pkt. 3.

⁷⁵ Np. R. Martin, P. D. Casson, T. M. Nisar, *Investor engagement: Investors and management practice under shareholder value*, Oxford 2007, s. 19, definiują zaangażowanie jako “wykorzystanie rezydualnych uprawnień kontrolnych w celu wywarcia wpływu na zarządzanie spółką”; por. M. J. Mallow, J. Sethi, *Engagement: The Missing Middle Approach in the Bebchuck-Strine Debate*, New York University Journal of Law & Business nr 2(12)/2015, s. 390.

prawnych i aktów *soft law*, które wskazują praktyki najczęściej składające się na zaangażowanie.

Jeden z kluczowych i pierwszych kodeksów dobrych praktyk w obszarze zaangażowania, UK Stewardship Code 2012, wskazywał: „odpowiedzialne powiernictwo (*stewardship*) oznacza więcej niż tylko głosowanie. Inne aktywności mogą obejmować monitorowanie spółek i zaangażowanie (*engagement*), dotyczące tematów takich jak strategia, wyniki, ryzyko, struktura kapitałowa spółki i ład korporacyjny, włączając w to kulturę korporacyjną oraz zasady wynagradzania. Zaangażowanie oznacza celowy (*purposeful*) dialog ze spółkami dotyczący tych oraz innych kwestii”. Stewardship Code 2020 r., ujmuje tę kwestię nieco inaczej, wskazując, że „odpowiedzialne powiernictwo (*stewardship*) obejmuje (...) zaangażowanie z emitentami, rozliczanie ich z istotnych kwestii, współpracę z innymi akcjonariuszami oraz wykonywanie praw i obowiązków”. W obu przytoczonych wersjach UK Stewardship Code zdaje się więc utożsamiać zaangażowanie z bezpośrednim dialogiem pomiędzy spółką a akcjonariuszami, i odróżniać je od wykonywania prawa głosu.

Unijna dyrektywa SRD przyjmuje zbliżoną, ale inaczej sformułowaną koncepcję zaangażowania. Zgodnie z art. 3g ust. 1 lit. a SRD, polityka dotycząca zaangażowania ujawniana przez inwestorów instytucjonalnych i zarządzających aktywami musi opisywać sposób, w jaki inwestorzy i zarządzający:

- a) monitorują spółki, pod względem istotnych kwestii, w tym: strategii, wyników i ryzyk finansowych i niefinansowych, struktury kapitałowej, wpływu społecznego i środowiskowego oraz ładu korporacyjnego,
- b) prowadzą dialog ze spółkami
- c) wykonują prawo głosu oraz inne prawa związane z akcjami,
- d) współpracują z innymi akcjonariuszami,
- e) komunikują się z interesariuszami spółek, w które dokonano inwestycji, oraz
- f) zarządzają faktycznymi i potencjalnymi konfliktami interesów w odniesieniu do ich zaangażowania.

Pomimo iż art. 3g ust. 1 lit. a. SRD nie ustanawia definicji legalnej zaangażowania, można z niego wywieść koncepcję zaangażowania przyjmowaną przez unijnego prawodawcę, która wydaje się szersza niż ta przyjęta na gruncie UK Stewardship Code. W szczególności, zaangażowanie nie jest utożsamione w niej z dialogiem z inwestorami – dialog stanowi jedną z wymienianych we wskazanym przepisie SRD form zaangażowania. Koncepcja ta wydaje się spójna, i bardziej adekwatna niż opis ta zawarta w UK Stewardship Code. W związku z tym przyjmuję ją, z pewnymi modyfikacjami jako punkt odniesienia dla pojęcia zaangażowania na potrzeby niniejszej rozprawy i podstawę identyfikacji najważniejszych form zaangażowania. Za uprzywilejowaniem tej koncepcji zaangażowania przemawia fakt, że w związku z przyjęciem jej w SRD i implementacją do prawa polskiego, funkcjonuje ona w unijnym i polskim porządku prawnym (nawet jeżeli nie jest to definicja legalna).

8.2 Formy zaangażowania akcjonariuszy

W oparciu o koncepcję zaangażowania zawartą w SRD można wyróżnić następujące formy zaangażowania:

8.2.1 Dialog ze spółką

Monitoring i dialog ze spółką stanowią dwie podstawowe formy zaangażowania akcjonariuszy. Monitoring odnosi się przede wszystkim do uzyskiwania informacji o spółce, co może obejmować zarówno zapoznanie się przez akcjonariuszy z publicznie udostępnianymi przez spółkę informacjami⁷⁶, jak i bezpośredni kontakt ze spółką w celu uzyskania dodatkowych informacji. Dialog z kolei oznacza każdą formę dwustronnej komunikacji pomiędzy spółką a akcjonariuszami. Granica pomiędzy monitorowaniem spółki w tym drugim rozumieniu a dialogiem jest oczywiście nieostra. Odróżnia je, jak się zdaje przede wszystkim cel nawiązania kontaktu - dialog, poza ewentualnym żądaniem udzielania informacji obejmuje przedstawienie przez akcjonariusza swojego stanowiska, lub ustosunkowania się do informacji udzielonej przez spółkę. Na gruncie niniejszej pracy dialog jest szerszym pojęciem obejmującym aktywne monitorowanie.

Szczegółowy sposób prowadzenia dialogu pomiędzy spółką a akcjonariuszami może być różny i obejmować zarówno korespondencję mailową, rozmowy telefoniczne czy wideokonferencje, jak i spotkania fizyczne z przedstawicielami spółki. Dialog taki może mieć zarówno charakter przyjazny i konstruktywny, jak i bardziej konfrontacyjny i krytyczny; może być on inicjowany przez akcjonariuszy jak i przez samą spółkę⁷⁷. Ponadto, może on ograniczać się do jednorazowej, „punktowej” wymiany informacji czy stanowisk, jak i obejmować dłuższą, bardziej intensywną komunikację⁷⁸. Najbardziej istotnym aspektem dialogu jest jego prywatny (niepubliczny) charakter. Prywatność dialogu sprzyja swobodnej wymianie informacji pomiędzy spółką a inwestorami. Inwestorzy instytucjonalni, nawet krytycznie nastawieni wobec spółki zazwyczaj nie są początkowo skłonni publicznie ujawniać swojej krytyki, gdyż mogłoby to narazić spółkę na utratę wartości, ujawnić informacje konkurentom, lub narażać reputację zarządzającego w oczach beneficjentów zarządzanych przez niego funduszy.

Dialog stanowi zazwyczaj pierwszą formę zaangażowania podejmowaną przez inwestorów, a równocześnie formę najbardziej dla nich wartościową, co potwierdzają badania empiryczne

⁷⁶ W tym sensie R. Martin, P. D. Casson, T. M. Nisar, *Investor...* („[inwestorzy] monitorują spółki przez analizy zza biurka (*desk research*)”).

⁷⁷ W jednym z badań ankietowych na amerykańskich spółkach giełdowych, 32% przypadków zaangażowania w spółkach z indeksu Russell 3000 oraz 48% w spółkach z S&P500 miało wg. badanych spółek charakter niekonfrontacyjny (choć autorzy nie definiują precyzyjnie tego pojęcia); 65% spółek z Russell 3000 i 76% w S&P500 zainicjowało zaangażowanie z inwestorem, M. Gatti, G. Strampelli, M. Tonello, *How Does Board-Shareholder Engagement Really Work?: Evidence from a Survey of Corporate Officers and from Disclosure Data* w: G. Strampelli, L. Enriques (red.) *Board-Shareholder Dialogue: Policy Debate, Legal Constraints and Best Practices*, Cambridge 2024, s. 338, 341.

⁷⁸ W cytowanym badaniu M. Gatti i in., 20% przypadków zaangażowania miało charakter jednorazowej wymiany, a 38% trwało więcej niż 6 miesięcy, *Ibid.*, s. 334, s. 334.

dotyczące zaangażowania inwestorów⁷⁹. Znajduje to również odzwierciedlenie w postanowieniach przyjętego przez IZFiA Kodeksu Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych, który stanowi, że inwestorzy instytucjonalni za naturalne i logiczne uznają możliwość bezpośredniego kontaktu swoich przedstawicieli z przedstawicielami zarządu i rady nadzorczej spółki portfelowej (pkt 29.1). Pozostałe formy zaangażowania, takie jak publiczna krytyka spółki lub wykonywanie praw korporacyjnych (które w typowym przypadku również ma publiczny charakter), stanowią formę eskalacji zaangażowania i podejmowane są najczęściej dopiero gdy dwustronny dialog ze spółką nie przyniesie oczekiwanych rezultatów⁸⁰.

8.2.2 Współpraca z innymi akcjonariuszami.

Zarówno UK Stewardship Code 2020 (zasada 10) jak i przepisy SRD dot. polityki zaangażowania wprost odnoszą się do współpracy z innymi akcjonariuszami jako formę zaangażowania lub odpowiedzialnego powiernictwa (*stewardship*). Obejmuje ona przede wszystkim wymianę informacji i uzgadnianie stanowisk w sprawach dotyczących spółki. Również KDPII przyjęty przez IZFiA podkreśla, że „inwestorzy powinni mieć prawo do wymiany między sobą poglądów i opinii dotyczących spółki i planowanego WZA” (pkt. 10.1) oraz, że „inwestorzy instytucjonalni mogą nie tylko wyrazić swoje opinie ale i uzgodnić wspólne stanowisko dotyczące postępowania przed WZA” (pkt. 12.1, zob. też pt. 27). Współpraca pomiędzy akcjonariuszami jest korzystna, gdyż wymiana informacji może pomóc inwestorom dokonać pełniejszej oceny spółki, rozłożyć koszty informacyjne i finansowe zaangażowania pomiędzy kilka pomiotów oraz zwiększyć skuteczność oddziaływania na spółkę⁸¹.

Horyzontalną współpracę akcjonariuszy można postrzegać jako zaledwie sposób wykonywania innych form zaangażowania (np. wspólne przedstawienie kandydatury członka do rady nadzorczej, wspólne wykonywanie praw mniejszości w związku z walnym zgromadzeniem), nie stanowiący odmiennej formy zaangażowania. Jednak należy zauważyć,

⁷⁹ Potwierdzają to dane empiryczne, zob. Tabela 2 poniżej. Badania empiryczne dot. polskiego rynku również prowadzą do podobnych wniosków. W badaniu ankietowym A. Słomki-Głębiowskiej 13 PTE, spotkania z zarządem wskazywane były jako forma aktywizmu, w którą PTE angażują się najchętniej, A. Słomka-Głębiowska, *Great Expectations from Pension Fund Activism: Insights from Poland* w: S. Boubaker, D. K. Nguyen (red.) *Corporate Governance and Corporate Social Responsibility: Emerging Markets Focus*, New Jersey 2015. Podobne wnioski płyną z wywiadów z przedstawicielami zarządzających aktywami działających na polskim rynku przedstawionymi w D. Bosek-Rak, *Zaangażowanie...*, s. 187 („wszyscy rozmówcy stwierdzili, że rozmowy z zarządami i niezależnymi członkami rady nadzorczej stanowią najchętniej wybieraną i najskuteczniejszą formę zaangażowania”).

⁸⁰ Zasada 4 UK SC 2012 stanowiła, że “Początkowe dyskusje powinny mieć charakter poufny. Jednak jeżeli spółka nie odpowie w sposób konstruktywny na interwencję, inwestorzy instytucjonalni powinni rozważyć, czy eskalować swoje działania” (wytyczne do Zasady 4). Wśród przykładów eskalacji kodeks wskazywał odbywanie dodatkowych spotkań z przewodniczącym rady, współpracę z innymi akcjonariuszami, wydawanie publicznych oświadczeń oraz zgłaszanie projektów uchwał. Obecnie do eskalacji odnosi się zasada 11 UK SC 2020. Zob. też R. Martin, P. D. Casson, T. M. Nisar, *Investor...*, s. 68.

⁸¹ Dotyczy to zarówno współdziałania tradycyjnych inwestorów instytucjonalnych (zob. E. Dimson, O. Karakaş, X. Li, *Coordinated engagements*, ECGI Finance Working Paper No. 721/202) jak i działań aktywistycznych funduszy hedgingowych stosujących taktykę *wolf pack* (zob. pkt. 4.3. poniżej).

że współpraca taka może też ograniczyć się do komunikacji pomiędzy akcjonariuszami, którzy następnie, wobec spółki, działać będą już indywidualnie. Ponadto, wyróżnienie współpracy akcjonariuszy jako formy zaangażowania jest zasadne zważywszy na szczególne problemy prawne i praktyczne, związane z horyzontalną komunikacją i uzgadnianiem stanowisk przez akcjonariuszy spółek giełdowych (analizowane w Rozdz. 3).

8.2.3 Współkształtowanie składu rady spółki i współpraca z radą.

Jako że przytoczone powyżej quasi-definicje zaangażowania nie odnoszą się wprost tej formy zaangażowania, wyróżnienie jej wymaga szerszego uzasadnienia. Skład osobowy i funkcjonowanie rady nadzorczej stanowi jeden z podstawowych obszarów zainteresowania inwestorów instytucjonalnych. Jest to o tyle naturalne, że rada nadzorcza (czy rada dyrektorów w systemie monistycznym) pełni funkcję pierwszego „agenta” akcjonariuszy, na którego „delegowany” jest nadzór nad zarządem spółki; w szczególności niezależnych członków rady uważa się za przedstawicieli inwestorów zewnętrznych, a inwestorzy instytucjonalni w praktyce odgrywają istotną rolę w procesie wysuwania ich kandydatur oraz głosowania nad nimi (zob. Rozdz. 4, pkt. 1.2).

Ponadto, szereg jurysdykcji posiada w swoim prawie spółek szczególne mechanizmy wpływu akcjonariuszy mniejszościowych na skład rady dyrektorów lub rady nadzorczej; na gruncie polskiego KSH jest to instytucja wyboru rady nadzorczej grupami (art. 385 § 3 KSH). Na ile instytucje tego typu są skuteczne i na ile mogą być w związku z tym wykorzystywane jako narzędzie zaangażowania akcjonariuszy stanowi przedmiot analizy w rozdziale 4 pracy. Szczególny związek pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi a radą nadzorczą nie jest ograniczony jedynie do etapu kształtowania składu rady, ale rozciąga się również na bieżącą współpracę z radą nadzorczą, obejmującą w szczególności komunikację z jej członkami (zob. Rozdz. 4, pkt. 4).

Powyższe względy przemawiają za wyodrębnieniem tego obszaru jako osobnej, szczególnej formy zaangażowania inwestorów instytucjonalnych.

8.2.4 Wykonywanie prawa głosu i innych uprawnień korporacyjnych w związku z walnym zgromadzeniem.

Wykonywanie prawa głosu i innych uprawnień korporacyjnych w związku z walnym zgromadzeniem spółki, takich jak prawo umieszczania spraw w porządku obrad oraz zgłaszania projektów uchwał można uznać za najbardziej istotną formę zaangażowania akcjonariuszy. Z jednej strony, wykonywanie prawa głosu stanowi najbardziej podstawowy przejaw zaangażowania - inwestorzy instytucjonalni, zwłaszcza w krajach anglosaskich rutynowo wykonują prawo głosu ze wszystkich lub prawie wszystkich akcji wchodzących w skład zarządzanych przez nich portfeli⁸². Z drugiej jednak strony, wykonywanie uprawnień

⁸² I. Prager, *Doradcy...*, s. 99–100. Zob. szerzej Rozdz. 6, pkt. 2.1.

korporacyjnych może stanowić najdalej idącą i najbardziej ofensywną formę zaangażowania⁸³. Jest tak ze względu na zasadniczo wiążący dla spółki charakter podjętych przez walne zgromadzenie uchwał oraz fakt, że podjęcie lub chociażby zgłoszenie „niewygodnego” dla spółki projektu uchwały ma charakter publiczny i trafia do wiadomości całego rynku.

Jednocześnie, to właśnie fakt przysługiwania akcjonariuszom uprawnień korporacyjnych, w szczególności uprawnienie do powoływania i odwołania przez nich funkcjonariuszy spółki, motywuje spółki do podjęcia zaangażowania. W USA gotowość aktywistycznych akcjonariuszy do prowadzenia tzw. konkursu pełnomocnictw (*proxy fight/contest*), w toku którego akcjonariusz może nominować nowych członków rady dyrektorów i uzyskać poparcie (pełnomocnictwa) pozostałych akcjonariuszy, stanowi jeden z czynników motywujących spółki do wejścia w dialog z tego typu akcjonariuszami i odpowiedzi na ich oczekiwania, jeszcze przed etapem wszczęcia kosztownego i czasochłonnego konkursu pełnomocnictw. Zgodnie z cytowanym badaniem M. Gatti’ego i in., w przypadku ok. 44% badanych spółek efektem zaangażowania było wycofanie przez akcjonariusza projektu uchwały, a w ok. 41% zmiana ogłoszonego wcześniej przez akcjonariusza zamiaru głosowania nad uchwałą⁸⁴, co potwierdza, że zarządy spółek czynią ustępstwa na wcześniejszym etapie zaangażowania, w celu uniknięcia konfliktu z akcjonariuszami na forum walnego zgromadzenia. Nawet w przypadku gdy uchwały przyjęte przez walne zgromadzenie nie mają wiążącego dla spółki charakteru (jak np. *shareholders proposals* w USA)⁸⁵ albo jeżeli nie zostaną ostatecznie podjęte, ale uzyskują duży odsetek oddanych głosów - co jest szczególnie istotne w kontekście rynków ze skoncentrowaną strukturą własności, takich jak Polska – względy reputacyjne mogą skłonić zarząd do wzięcia pod uwagę wyrażonego w nich stanowiska akcjonariuszy⁸⁶.

Tabela 2. Najczęściej podejmowane przez inwestorów instytucjonalnych działania w obszarze zaangażowania

Działania podjęte w ramach zaangażowania w ciągu ostatnich 5 lat	Odsetek inwestorów, którzy podjęli dane działanie
Dialog z kluczowymi managerami w spółce	63%
Głosowanie wbrew zaleceniom zarządzających	53%
Sprzedaż akcji w związku z niezadowoleniem z wyników spółki	49%
Dialog z radą dyrektorów bez udziału managerów	45%
Sprzedaż akcji w związku z niezadowoleniem z ładu korporacyjnego	39%

⁸³ Jako takie stanowi ono formę eskalacji – „propozycje uchwał na WZA zgłaszane są jako skutek procesu eskalacyjnego, czyli niemożliwości osiągnięcia porozumienia z radą nadzorczą lub zarządem w procesie konstruktywnego dialogu. (...) Inwestor instytucjonalny robi to tylko wtedy jeżeli prywatny kontakt nie przyniesie skutku.”, D. Bosek-Rak, *Zaangażowanie...*, s. 226.

⁸⁴ M. Gatti, G. Strampelli, M. Tonello, *How...*, s. 353.

⁸⁵ Zob. Rozdz. 5, pkt. 4.4.2.

⁸⁶ L. Renneboog, P. G. Szilagyi, *The role of shareholder proposals in corporate governance*, Journal of Corporate Finance nr 1(17)/2011 (implementacja propozycji akcjonariuszy jest uzależniona od skali ich poparcia oraz łatwości odwołania dyrektorów (*entrachment*)); R. Aggarwal, S. Dahiya, N. R. Prabhala, *The power of shareholder votes: Evidence from uncontested director elections*, Journal of Financial Economics nr 1(133)/2019 (znaczny odsetek głosów przeciwko dyrektorowi, nawet w tzw. niekontestowanych wyborach zwiększa prawdopodobieństwo utraty przez niego stanowiska).

Proponowanie zarządowi podjęcia konkretnych działań	35%
Agresywne przepytywanie zarządu w trakcie spotkań inwestorskich	30%
Krytyka zarządu lub rady na forum walnego zgromadzenia	18%
Upublicznienie informacji o głosowaniu wbrew zaleceniom zarządu	18%
Zgłaszanie projektów uchwał	16%
Publiczna krytyka zarządu w mediach	13%

Źródło: J. McCahery, Z. Sautner, L. Starks, *Behind...*, s. 2912.

8.3 Postawy inwestorów instytucjonalnych wobec zaangażowania

Powyższe wyróżnienie ogólnych form zaangażowania akcjonariuszy odpowiada na pytanie o to na czym polega zaangażowanie akcjonariuszy, jednak nie mówi zbyt wiele na temat tego w jakich okolicznościach jest ono podejmowane i jakim celom służy. Dalsza analiza ma na celu kontekstualizację zidentyfikowanych form zaangażowania w odniesieniu do tych kwestii.

W literaturze wyróżnia się ofensywne i defensywne odmiany zaangażowania akcjonariuszy⁸⁷. Zaangażowanie defensywne charakteryzuje się w większości reakcyjną postawą inwestorów na zmiany działalności spółki lub zidentyfikowane problemy, jest incydentalne i *ex post*, oraz nie łączy się, z reguły, z postulatami daleko posuniętych zmian w działalności spółki. Często stanowi ono formę zarządzania ryzykiem inwestycji w spółce. Zaangażowanie tego typu podejmowane jest przede wszystkim przez tradycyjnych inwestorów instytucjonalnych.

Zaangażowaniu defensywnemu przeciwstawia się zaangażowanie ofensywne. Polega ono na aktywnym wykorzystaniu zaangażowania jako strategii inwestycyjnej - decyzja o nabyciu akcji spółki jest zazwyczaj podjęta po identyfikacji spółek, w których postulowane w ramach zaangażowania zmiany mogłyby przynieść wzrost wartości akcji. Jak sama nazwa wskazuje, ten typ zaangażowania łączy się z bardziej aktywną postawą akcjonariusza, postulującego zazwyczaj dalej idące zmiany w funkcjonowaniu spółki, niż ma to miejsce w przypadku zaangażowania defensywnego. Zaangażowanie ofensywne jest charakterystyczne dla aktywistycznych funduszy hedgingowych, choć w literaturze wiąże się je również z aktywnością pewnych szczególnych rodzajów tradycyjnych inwestorów instytucjonalnych funkcjonujących w USA, jak pracownicze fundusze emerytalne pracowników sektora publicznego lub fundusze tworzone i zarządzane przez związki zawodowe⁸⁸.

Zidentyfikowane typy zaangażowania pokrywają się w dużej mierze z podziałem zaangażowania według kryterium aspektów działalności spółki, którego ono dotyczy. W tym kontekście wyróżnia się przede wszystkim zaangażowanie dotyczące kwestii specyficznych

⁸⁷ M. Kahan, E. B. Rock, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, University of Pennsylvania Law Review nr 5(155)/2007, s. 1069; B. R. Cheffins, J. Armour, *The past, present, and future of shareholder activism by hedge funds*, Journal of Corporation Law nr 1(37)/2011, s. 56; I. H. Chiu, *The foundations and anatomy of shareholder activism*, Oxford 2010, s. 8. Cytowani autorzy używają przy tym pojęcia "aktywizmu", raczej niż zaangażowania.

⁸⁸ Zob. np. ewolucję strategii inwestycyjnej jednego z bardziej znanych funduszy o aktywistycznej orientacji, CalPERS (funduszu emerytalnego pracowników sektora publicznego amerykańskiego stanu California) w I. H. Chiu, *The foundations...*, s. 9 i n.

dla konkretnej spółki (*firm-specific*) oraz zaangażowanie dotyczące bardziej ogólnych kwestii, relewantnych dla większości spółek giełdowych, takich jak przestrzeganie uznanych standardów ładu korporacyjnego czy posiadanie odpowiednich polityk i procedur dotyczących kwestii relewantnych dla wielu spółek. Tego typu zaangażowanie zostało w literaturze określone mianem „systemowego powiernictwa” (*systematic stewardship*), jako że ukierunkowane jest na minimalizację ryzyk systemowych (dotyczących całego rynku, a nie idiosynkratycznych dla danej spółki)⁸⁹. Tradycyjni inwestorzy instytucjonalni zazwyczaj nie mają bodźców do podejmowania zaangażowania w odniesieniu do kwestii specyficznych dla poszczególnych spółek, z uwagi na wysoki koszt pozyskiwania i dogłębnego analizowania dużej ilości informacji dotyczącej indywidualnych spółek. Są oni za to w dobrej pozycji motywacyjnej oraz informacyjnej do podejmowania zaangażowania systemowego. Ponadto, z uwagi na wysoką dywersyfikację portfela, ogólna ekspozycja zdywersyfikowanych funduszy indeksowych „na rynek” stawia ich w pozycji tzw. uniwersalnych właścicieli (*universal owners*). Zdaniem części autorów, motywować ma to tego typu inwestorów do oddziaływania na spółki portfelowe w celu redukcji negatywnych kosztów zewnętrznych, które dotknąć mogą inne spółki z zarządzanych przez nich portfeli inwestycyjnych⁹⁰. Zainteresowanie kwestiami ESG, zyskujące popularność w ostatnich latach wśród inwestorów instytucjonalnych, niewątpliwie można uznać za przejaw tego rodzaju systemowego powiernictwa⁹¹. Z kolei zaangażowanie dotyczące aspektów specyficznych dla danej spółki stanowi domenę funduszy hedgingowych, które ze względu na większą koncentrację lokat i zdolność do ponoszenia większego ryzyka inwestycyjnego, mogą pozwolić sobie na bardziej dogłębną analizę sytuacji konkretnej spółki i skupienia na niej swoich wysiłków.

Poniższa tabela, obejmująca wnioski z jednego z badań empirycznych wskazuje na obszary tematyczne, których najczęściej dotyczy zaangażowanie akcjonariuszy, z podziałem na typ akcjonariusza prowadzącego zaangażowanie.

Tabela 3. Obszary działalności spółki, których dotyczy zaangażowanie inwestorów

Aspekt działalności spółki, którego dotyczyło zaangażowanie	Ogółem	Inwestorzy instytucjonalni	Fundusze hedgingowe
Wynagrodzenie			
Premie zarządzających	26%	16%	36%
Programy opcji menadżerskich i podobne systemy wynagradzania	31%	42%	14%
Założenia polityki wynagradzania	46%	55%	45%
Ład korporacyjny			
Różnorodność rady (płeć)	37%	64%	27%

⁸⁹ J. N. Gordon, *Systematic stewardship*, The Journal of Corporation Law nr 3(47)/2021.

⁹⁰ Tak już J. P. Hawley, A. T. Williams, *The rise of fiduciary capitalism: How institutional investors can make corporate America more democratic*, University of Pennsylvania Press 2000. W nowszej literaturze zob. zwłaszcza M. Condon, *Externalities and the common owner*, Washington Law Review nr (95)/2020.

⁹¹ P. O. Mülberty, A. Sajnovits, *Emerging ESG-Driven Models of Shareholder Collaborative Engagement* w: G. Strampelli, L. Enriques (red.) *Board-Shareholder Dialogue: Policy Debate, Legal Constraints and Best Practices*, Cambridge 2024. Ws. zaangażowania akcjonariuszy w unijnych regulacjach z zakresu ESG zob. Rozdz. 6, pkt. 3.4.

Różnorodność rady (rasa lub etniczność)	44%	65%	32%
Kwalifikacje i umiejętności dyrektorów	19%	26%	14%
<i>Overboarding</i>	36%	39%	14%
Środowisko			
Emisje gazów cieplarnianych	36%	55%	9%
Konsumpcja energii	21%	26%	14%
Ryzyko klimatyczne	50%	52%	27%
Zarządzanie kapitałem ludzkim			
Różnorodność wśród kluczowych managerów	21%	35%	9%
Różnorodność pracowników	23%	39%	9%
Równość płac kobiet i mężczyzn	22%	19%	18%
Inne kwestie społeczne			
Darowizny na cele polityczne	21%	16%	9%
Lobbying	26%	19%	14%
Strategia i finanse korporacyjne			
Zmiany w strategii lub działalności operacyjnej	15%	19%	4%
Fuzje i przejęcia	13%	10%	18%
Wydatki na badania i rozwój	15%	3%	14%
Wykup akcji własnych	14%	0%	18%

Źródło: opracowanie własne, na podstawie M. Gatti, G. Strampelli, M. Tonello, *How...*, s. 343-350.

8.4 Kampanie aktywistycznych funduszy hedgingowych

Szczególnym, wymagającym osobnego przedstawienia zjawiskiem w kontekście zaangażowania inwestorów instytucjonalnych jest działalność aktywistycznych funduszy hedgingowych⁹². W przypadku tego typu inwestorów, aktywizm – kwalifikowana forma zaangażowania – stanowi nie działanie podejmowane równoległe, i w związku z podstawową działalnością inwestycyjną, a raczej strategię inwestycyjną samą w sobie. Podstawowa strategia funduszu hedgingowego zakłada zazwyczaj nabycie 5 – 7% akcji spółki, która została zidentyfikowana jako odpowiedni cel inwestycji, wywieranie wpływu na spółkę w celu wdrożenia zmian, które zdaniem funduszu zwiększą jej wartość, oraz realizację zysku poprzez sprzedaż akcji po wyższym kursie, odzwierciedlającym zwiększoną wartość spółki.

Wysoka koncentracja lokat aktywistycznych funduszy hedgingowych, pobieranie opłat za zarządzanie obejmujących zarówno opłatę od wartości zarządzanych aktywów (zazwyczaj w wysokości 2%) jak i udział w zysku z inwestycji (20%) oraz częste inwestowanie przez zarządzających funduszem własnych środków wraz ze środkami inwestorów, sprawia, że pomimo budowania przez fundusze hedgingowe udziałów zbliżonych wielkością do tych,

⁹² Do najbardziej znanych aktywistycznych funduszy hedgingowych należą: Icahn Capital (zarządzany przez Carla Icahna), Pershing Square Capital Management (zarządzany przez Billa Ackmana), Elliot Management (zarządzany przez Paula Singera), Trian Partners (zarządzany przez Nelsona Peltza), Third Point (zarządzany przez Dana Loeba), Starboard, Relational Investors, ValueAct, Jana Partners, The Children's Investment Fund. Ws. ogólnej charakterystyki każdego z nich i ich charyzmatycznych zarządzających zob. O. Walker, *Barbarians in the Boardroom: Activist Investors and the battle for control of the world's most powerful companies*, Harlow 2016, s. 11–21. Na rynku brytyjskim istotny jest przede wszystkim fundusz Focus Fund zarządzany niegdyś przez Hermes, zob. M. Becht i in., *Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the Hermes UK Focus Fund*, The Review of Financial Studies nr 8(22)/2009.

którymi dysponują tradycyjni inwestorzy instytucjonalni, ich zaangażowanie nie jest ograniczone przez typowe dla tradycyjnych inwestorów problemy motywacyjne⁹³. Ten model biznesowy umożliwia poświęcenie istotnych nakładów finansowych i ludzkich na dogłębną analizę sytuacji konkretnej spółki, sformułowanie strategii zwiększenia jej wartości i podjęcia prób jej wdrożenia w toku intensywnego zaangażowania ze spółką.

Inwestycje aktywistycznych funduszy hedgingowych określa się w literaturze mianem kampanii (ang. *campaigns*). Przebieg typowej kampanii aktywistycznego funduszu hedgingowego można podzielić na dwie fazy – fazę budowania udziału i fazę oddziaływania na spółkę⁹⁴.

i) Faza budowania udziału.

Jak już wskazano, w przypadku funduszy hedgingowych, zaangażowanie ma charakter strategiczny i stanowi formę polityki inwestycyjnej. Fundusze hedgingowe najpierw identyfikują więc spółki, w których wdrożenie określonych zmian może przynieść wzrost wartości, a następnie budują udział kapitałowy, dzięki któremu będą mogły w nim partycypować.

Aktywistyczne fundusze budują zazwyczaj udział rzędu 5%-10% akcji spółki, a więc wystarczający dla uznania ich za znaczących udziałowców mniejszościowych (*blockholders*). Jako że dysponują one zazwyczaj o wiele mniejszymi aktywami niż tradycyjni inwestorzy instytucjonalni, często korzystają z instrumentów pochodnych pozwalających uzyskać finansową ekspozycję na kurs akcji spółki, co stanowi tańszą alternatywę dla nabywania akcji.

Aktywistyczne fundusze hedgingowe często stosują tzw. strategię „wilczego stada” (ang. *wolf pack*), która polega na tym, że fundusz planujący kampanię aktywistyczną w danej spółce informuje o tym inne fundusze, które również nabywają jej akcje⁹⁵. Inne fundusze hedgingowe mogą również nabyć akcje spółki już po upublicznieniu informacji o osiągnięciu przez aktywistę określonego progu głosów. Choć pozostałe fundusze same zazwyczaj nie angażują się aktywnie w kampanię głównego aktywisty, ich obecność w akcjonariacie spółki zwiększa prawdopodobieństwo jego wygranej w przypadku głosowania na walnym zgromadzeniu, wzmacniając jego pozycję negocjacyjną wobec spółki. W niektórych przypadkach współpraca

⁹³ M. Kahan, E. B. Rock, *Hedge...*, s. 1064 i n.; B. R. Cheffins, J. Armour, *The past...*, s. 61–67.

⁹⁴ Por. D. Katelouzou, *Worldwide hedge fund activism: dimensions and legal determinants*, University of Pennsylvania Journal of Business Law nr 17/2015, która wyróżnia bardziej szczegółowe 4 fazy kampanii. Zob. też przystępny opis w O. Walker, *Barbarians...*, s. 30–37.

⁹⁵ J. C. Coffee Jr, D. Palia, *The wolf at the door: The impact of hedge fund activism on corporate governance*, Annals of Corporate Governance nr 1(1)/2016, s. 561–567; G. Balp, G. Strampelli, *Institutional investor collective engagements: non-activist cooperation vs activist wolf packs*, Ohio State Business Law Journal nr 2(14)/2020, s. 166–170; C. Lu, *Unpacking wolf packs*, Yale Law Journal nr (125)/2015. Omawiane przez autorów badania empiryczne dot. rynku amerykańskiego wskazują, że gwałtowny wzrost obrotami akcji spółki ma miejsce przed upublicznieniem informacji o przekroczeniu przez aktywistę progu 5% akcji spółki zgodnie z wymogami sekcji 13(d) Securities Exchange Act.

członków „stada” idzie jednak dalej i, w przypadku konkursu pełnomocnictw, obejmuje nawet przedstawienie wspólnej listy kandydatów do rady dyrektorów⁹⁶.

Kluczowym aspektem w tej fazie kampanii, nie tylko z perspektywy formowania się „wilczego stada”, jest kwestia upublicznienia informacji o przekroczeniu przez aktywistyczny fundusz określonego udziału w kapitale spółki. Z ujawnieniem tej informacji wiąże się zazwyczaj wzrost kursu akcji, wynikający z rynkowej antycypacji wdrożenia przez spółkę zmian postulowanych przez aktywistów. Utrudnia on dalsze zwiększanie udziału przez aktywistę a także umożliwia spółkom-celom przygotowanie się na konfrontację z inwestorem. Upublicznienie tej informacji następuje zgodnie z wymogami notyfikacji nabycia znacznych pakietów akcji mających zastosowanie w danej jurysdykcji⁹⁷.

ii) Faza oddziaływania na spółkę.

Postulowane przez aktywistyczne fundusze hedgingowe zmiany dotyczą najczęściej ograniczenia tzw. wolnych przepływów pieniężnych w spółce (*free cash-flow*), poprzez różne formy zwrotu gotówki akcjonariuszom (wypłaty dywidendy, wykup akcji własnych)⁹⁸, ograniczenia nakładów na badania i rozwój lub innych nakładów inwestycyjnych⁹⁹, zmian w łańdź korporacyjnym spółki, zmian operacyjnych i strategicznych, a także przekształceń strukturalnych takich jak fuzje i przejęcia lub sprzedaż części przedsiębiorstwa spółki¹⁰⁰. Badania empiryczne wskazują, że celami interwencji funduszy hedgingowych są najczęściej spółki o średniej i małej kapitalizacji, jednak kampanie aktywistycznych funduszy hedgingowych miały również miejsce w największych spółkach giełdowych na świecie¹⁰¹.

⁹⁶ J. C. Coffee Jr, D. Palia, *The wolf...*, s. 568.

⁹⁷ Istotny wpływ na strategię funduszy ma najniższy próg, którego osiągnięcie aktualizuje ten obowiązek, termin na jego wykonanie, lub też to, czy ujawnienie wymaga podania informacji o celu inwestycji, D. Katelouzou, *Worldwide...*, s. 808.

⁹⁸ J. C. Coffee Jr, D. Palia, *The wolf...*, s. 590. Z badań empirycznych wynika, że spółki stające się celem kampanii aktywistycznych funduszy są bardziej rentowne niż porównywalne spółki z próby kontrolnej, A. Klein, E. Zur, *Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors*, *The Journal of Finance* nr 1(64)/2009 oraz przegląd lit. w J. C. Coffee Jr, D. Palia, *The wolf...*, s. 581. Spójnie z tym wnioskiem, niektóre badania empiryczne wykazują, że aktywistyczne interwencje skutkują „znaczącą utratą wartości” dla kredytodawców spółki, zob. A. Klein, E. Zur, *The impact of hedge fund activism on the target firm's existing bondholders*, *The Review of Financial Studies* nr 5(24)/2011.

⁹⁹ J. C. Coffee Jr, D. Palia, *The wolf...*, s. 589; L. A. Bebchuk, A. Brav, W. Jiang, *The long-term effects of hedge fund activism*, *Columbia Law Review* nr 5(115)/2015, s. 1135 (autorzy nazywają tego typu kampanie “*investment-limiting interventions*”).

¹⁰⁰ W odniesieniu do transakcji M&A fundusze hedgingowe inwestują zarówno w spółki przejmowane, starając się uzyskać lepsze warunki transakcji dla jej akcjonariuszy (tzw. strategia *bumpitrag*), jak i w spółki przejmujące, starając się zazwyczaj zablokować planowane przejęcia. Zob. przegląd case studies kampanii skoncentrowanych na M&A w M. Kahan, E. B. Rock, *Hedge...*, s. 1034–1040. Wg. raportu Goldman Sachs z 2023 r., najczęstsze żądania aktywistów w obszarze finansów korporacyjnych dotyczyły: (1) sprzedaży części przedsiębiorstwa; (2) przeglądu strategicznych alternatyw (19%); (3) dokonania wypłat na rzecz akcjonariuszy (12%); zablokowania planowanego przejęcia (12%); przejęcia spółki-celu (10%), Goldman Sachs, *Shareholder activism: What investors seek, which companies are targeted, and how stocks perform*, 20.04.2023 (https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2023/05/20230420_GoldmanSachs-report.pdf). Ujęte łącznie, żądania dotyczące M&A stanowiły więc drugą największą grupę żądań (22%).

¹⁰¹ W. W. Bratton, *Hedge funds and governance targets*, *Georgetown Law Journal* nr (95)/2006, s. 1379; J. C. Coffee Jr, D. Palia, *The wolf...*, s. 554 zauważa rosnący udział dużych spółek wśród spółek, w których doszło do aktywistycznych kampanii.

Oddziaływanie przez aktywistyczne fundusze na spółki-cele przyjmuje zazwyczaj początkowo formę dialogu ze spółką, w toku którego fundusz stara się przekonać spółkę do implementacji określonych działań, mających prowadzić do wzrostu jej wartości¹⁰². Dialog ten może mieć bardziej lub mniej konfrontacyjny charakter. Początkowo, jest on zazwyczaj prywatny i poufny, jednak często, zwłaszcza jeżeli wcześniejszy prywatny dialog nie przynosi pożądanych efektów, aktywistyczni inwestorzy uciekają się do publicznej krytyki spółki, poprzez wypowiedzi w mediach lub publikację krytycznych wobec spółki raportów¹⁰³.

Żądania aktywistycznych funduszy obejmują często, obok wdrożenia określonych zmian w strategii czy finansach spółki, również kwestie personalne¹⁰⁴. Krytyka dotychczasowych wyników i strategii spółki naturalnie wiąże się z krytyką dotychczasowych jej zarządców, która obejmuje często żądania ich ustąpienia. Równocześnie typowa kampania aktywistycznego funduszu obejmuje żądanie uzyskania miejsc w radzie dyrektorów przez wskazane przez niego osoby. Charakter zgłaszanych przez aktywistów kandydatów jest różny: mogą to być pracownicy lub członkowie organów podmiotu zarządzającego funduszem, inne osoby, nie związane tak ściśle z funduszem, ale otrzymujące od niego dodatkowe wynagrodzenie za zasiadanie w radzie¹⁰⁵, lub dyrektorzy w pełni niezależni od funduszu¹⁰⁶. Dwie pierwsze grupy dyrektorów z założenia mają czuwać nad implementacją postulatów aktywisty w spółce, choć niepowiązani z funduszem dyrektorzy również muszą popierać choćby kierunkowo zgłaszane przez niego postulaty.

Silna pozycja negocjacyjna aktywistycznych funduszy hedgingowych w fazie dialogu ze spółką wynika z ich gotowości do podjęcia dalej idących działań, takich jak zgłaszanie projektów uchwał, przekonywanie innych akcjonariuszy do głosowania przeciwko propozycjom uchwał zgłoszonym przez spółkę, w tym przeciwko reelekcji obecnych dyrektorów (tzw. *withholding campaigns*), a nawet do wdania się w tzw. konkurs pełnomocnictw (*proxy contest*), w toku którego fundusz przedstawia własną, konkurencyjną wobec spółki, listę kandydatów na dyrektorów i zabiega o jej poparcie przez pozostałych

¹⁰² „Po zbudowaniu odpowiedniego udziału, aktywiści często inicjują kontakt z zarządcami lub radą spółki-celu (...) Na tych zakulisowych spotkaniach, aktywiści przedstawiają swoje poglądy na spółkę, to gdzie widzą słabości i co zrobiliby inaczej”, O. Walker, *Barbarians...*, s. 32.

¹⁰³ Wiele barwnych przykładów publicznej krytyki managerów dostarcza O. Walker, *Barbarians...*

¹⁰⁴ Wg. raportu Diligent, powołanie lub zatrudnienie oraz odwołanie lub zwolnienie osób w spółce stanowiło w 2023 r. drugi i trzeci najczęstszy rodzaj żądania aktywistów, odpowiadając odpowiednio za 17% i 10% wszystkich żądań, Diligent, *Shareholder Activism Annual Review 2024*, 2024 z (https://learn.diligent.com/rs/946-AVX-095/images/Shareholder_Activism_2024.pdf?version=0), s. 8.

¹⁰⁵ Tego typu praktyki określa się w lit. anglojęzycznej mianem „złotej smyczy” (*golden leash*), zob. M. D. Cain i in., *How corporate governance is made: the case of the golden leash*, *University of Pennsylvania Law Review* nr (164)/2015.

¹⁰⁶ W literaturze zauważa się trend w kierunku powoływania niezwiązanych z funduszem dyrektorów. W analizie dotyczącej lat 2000-2015, 70% dyrektorów stanowili przedstawiciele mianującego funduszu, J. C. Coffee Jr i in., *Activist directors and agency costs: What happens when an activist director goes on the board*, *Cornell Law Review* nr (104)/2018. W innej analizie obejmującej lata 2010-2019, 66% dyrektorów było niepowiązanych z funduszem, A. Christie, *Activist directors: the evolution of hedge fund activism in the S&P 500*, *Connecticut Law Review* nr 623/2024, s. 72. Podobne przedstawia raport Lazard, *2019 Review of Shareholder Activism*, 2020, s. 15. Nie jest jednak jasne czy stosowane w tych badaniach definicje braku powiązania ze spółką obejmują uzyskiwanie wynagrodzenia od funduszu.

akcjonariuszy¹⁰⁷. W realiach rynku amerykańskiego, gdzie brak najczęściej w spółce akcjonariusza większościowego, często wystarczy że aktywistyczny akcjonariusz przekona do swoich postulatów kilku inwestorów instytucjonalnych, aby zgłoszona przez niego lista dyrektorów lub projekt uchwały uzyskały wymagane poparcie.

Wiarygodna groźba wdania się przez aktywistę w publiczny spór, mogący zakończyć się jego zwycięstwem na forum walnego zgromadzenia, często skłania dyrektorów na przystanie na jego żądania, co formalizowane jest zazwyczaj w drodze zawarcia umownego porozumienia (*settlement*) pomiędzy spółką a akcjonariuszem. W jego ramach, spółka zobowiązuje się do powołania wskazanych przez fundusz osób do rady dyrektorów, a sam fundusz zobowiązuje się do zaprzestania dalszej aktywistycznej kampanii (*standstill*)¹⁰⁸. Postulowane zmiany w strategiczne i operacyjne nie są zazwyczaj przedmiotem porozumień, są one wdrażane po dokonaniu zmian personalnych.

Przebieg wdrażania postulatów aktywistycznego akcjonariusza jest kwestią dość indywidualną. Jednak w części przypadków, zwłaszcza tam, gdzie bezpośredni reprezentant funduszu zasiada w radzie dyrektorów, współpraca pomiędzy spółką a funduszem może być dość ścisła i zbliżać się do modelu charakterystycznego dla branży *private equity*. Kampania kończy się wyjściem aktywisty ze spółki po kilku latach.

Model biznesowy aktywistycznych funduszy inwestycyjnych, z jednej strony daje im odpowiednią motywację do podjęcia intensywnego zaangażowania dotyczącego kwestii specyficznych dla spółki-celu (*firm-specific*). Z drugiej jednak strony ta silna motywacja oraz konfrontacyjny i dysrupcyjny charakter ich działań, budzą obawy ze strony niektórych komentatorów. Wskazuje się, że konieczność wygenerowania zysku dla ich własnych inwestorów w relatywnie krótkoterminowej perspektywie, może skłaniać aktywistów do forsowania zmian w działalności spółki, które nie służą budowania jej długoterminowej wartości – takich jak np. cięcie wydatków na badania i rozwój lub nakładów inwestycyjnych – a tym samym nie są spójne z długoterminowym interesem samej spółki oraz pozostałych akcjonariuszy¹⁰⁹. W konsekwencji, o ile głównym zarzutem pod adresem tradycyjnych inwestorów instytucjonalnych jest niedostateczne zaangażowanie, tak w przypadku funduszy hedgingowych, część autorów dostrzega potrzebę ograniczania, czy moderowania zbyt

¹⁰⁷ Badania empiryczne wskazują, że reputacja aktywisty jako zdolnego do wygrania konkursu pełnomocnictw wzmacnia jego pozycję negocjacyjną wobec spółki i zwiększa prawdopodobieństwo zawarcia porozumienia, T. L. Johnson, N. Swem, *Reputation and investor activism: A structural approach*, Journal of Financial Economics nr 1(139)/2021.

¹⁰⁸ L. A. Bebchuk i in., *Dancing with activists*, Journal of Financial Economics nr 1(137)/2020, s. 5 – 84% analizowanych umów spółek z aktywistami obejmuje powołanie dyrektora. Wg. Diligent, w 2023 r. w USA aktywiści zyskali 160 miejsc w radach dyrektorów z czego 145 w wyniku wykonania porozumienia ze spółką. W Europie proporcje były odwrócone – aktywiści zyskali 36 reprezentantów w radach, z czego 11 na skutek zawarcia porozumienia a 24 na skutek głosowania na walnym zgromadzeniu, Diligent, *Shareholder...*, s. 12.

¹⁰⁹ Zob. lit. nt. celów i skutków działań funduszy aktywistycznych cyt. w przyp. powyżej. Nowsze badania empiryczne sugerują jednak, że obawy te mogą być wyolbrzymione, zob. A. Brav, W. Jiang, R. Li, *Governance by persuasion: Hedge fund activism and market-based shareholder influence*, 2024 <https://ssrn.com/abstract=3955116>.

agresywnego aktywizmu w spółkach, w które inwestują, lub przynajmniej nie podejmowania działań które go ułatwiają pod hasłem wzmocnienia pozycji akcjonariuszy¹¹⁰.

W nowszej literaturze wskazuje się, że charakterystyka spółek-celów aktywistów, jak również zgłaszane przez nich postulaty i sposób ich implementacji uległy zmianie w ostatnich kilku latach. Komentatorzy hipotetyzują, że aktywizm obejmujący żądania zwrotu gotówki inwestorom stanowił „nisko wiszący owoc”, jednak dostępność spółek, w których mógł zostać wdrożony zmniejszyła się. W konsekwencji aktywiści mają skupiać się obecnie częściej na proponowaniu zmian operacyjnych i strategicznych, które są trudniejsze do wdrożenia, co wymusza też bardziej kolaboracyjne podejście, zakładające konstruktywną współpracę z managerami i dyrektorami spółek celów¹¹¹.

Moderującą funkcję wobec aktywizmu funduszy hedgingowych mają pełnić tradycyjni inwestorzy instytucjonalni. Jako, że wygrana funduszu hedgingowego w przypadku głosowania lub konkursu pełnomocnictw zależy w dużej mierze od ich głosów, brak ich poparcia dla postulowanych przez aktywistę zmian oznaczać będzie zazwyczaj niepowodzenie aktywistycznej kampanii. Prowadzić to ma do wykształcenia się swoistego „podziału pracy” pomiędzy aktywistycznymi funduszami i tradycyjnymi inwestorami instytucjonalnymi, w ramach którego aktywiści prowadzą dogłębną analizę określonej spółki i formułują na jej podstawie strategię poprawy jej wartości, natomiast inwestorzy instytucjonalni oceniają ich propozycje i decydują czy udzielić aktywiście poparcia¹¹². Aktywiści uzupełniają tym samym lukę w systemie ładu korporacyjnego, pełniąc rolę, której inwestorzy instytucjonalni nie są chętni lub zdolni się podjąć¹¹³. Z kolei inwestorzy instytucjonalni pełnią rolę arbitrów pomiędzy aktywistami a zarządzającymi spółkami, oceniając postulaty aktywistów i decydując o tym czy udzielić im poparcia, co gwarantować ma zgodność proponowanych przez aktywistów zmian z interesem długoterminowych inwestorów i interesem spółki¹¹⁴. Równocześnie, tradycyjni inwestorzy instytucjonalni niekiedy sami zachęcają aktywistyczne

¹¹⁰ Znana jest wypowiedź Franza Münteferinga, byłego przewodniczącego niemieckiej partii SPD, który określił fundusze hedgingowe mianem „szarańczy”, *Locust, pocus*, *The Economist* z 7.05.2005. W USA jednym z najgłośniejszych krytyków aktywistycznych funduszy hedgingowych jest Martin Lipton z kancelarii Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, zob. M. Lipton, *Important Questions about Activist Hedge Funds*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance z 9.03.2013. Krytycznie pod ich adresem wypowiadał się również Leo Strine, długoletni sędzia w sądach Delaware, zob. L. E. Strine Jr, *Who bleeds when the wolves bite: A flesh-and-blood perspective on hedge fund activism and our strange corporate governance system*, Yale Law Journal nr (126)/2016.

¹¹¹ Tak P. Loop, C. Bromilow, L. Malone, *The Changing Face of Shareholder Activism*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance z 1.02.2018, A. L. Christie, *The new hedge fund activism: Activist directors and the market for corporate quasi-control*, JCLS nr 1(19)/2019, s. 38–39.

¹¹² Inwestorzy instytucjonalni są więc „racjonalnie powściągliwi” (*rationally reticent*), R. J. Gilson, J. N. Gordon, *The agency costs of agency capitalism: Activist investors and the revaluation of governance rights*, Columbia Law Review nr (113)/2013; I. Prager, *Doradcy...*, s. 28–30.

¹¹³ F. Partnoy, R. S. Thomas, *Gap filling, hedge funds, and financial innovation*, Vanderbilt Law and Economics Research Paper nr 06–21/2007 <https://ssrn.com/abstract=931254>.

¹¹⁴ J. Hill określa inwestorów instytucjonalnych mianem „korporacyjnych odpowiedników swing voters” J. G. Hill, *The trajectory of American corporate governance: shareholder empowerment and private ordering combat*, University of Illinois Law Review nr 2/2019, s. 541.

fundusze do podjęcia interwencji w ich spółkach portfelowych¹¹⁵. Inni autorzy sugerują jednak, że rozbieżne wizje tradycyjnych inwestorów instytucjonalnych i aktywistycznych funduszy co do odpowiednich celów i form zaangażowania utrudniają współpracę pomiędzy tymi grupami akcjonariuszy¹¹⁶.

Jak wynika z powyższego opisu, aktywizm funduszy hedgingowych charakteryzuje się więc odmiennym przebiegiem, celami i dynamiką od zaangażowania tradycyjnych inwestorów instytucjonalnych. Jednak działania aktywistycznych funduszy hedgingowych przybierają zasadniczo formy odpowiadające zidentyfikowanych wcześniej formom zaangażowania akcjonariuszy¹¹⁷. W konsekwencji, na potrzeby prowadzonych w pracy analiz prawnych uwarunkowań poszczególnych form zaangażowania jako domyślny punkt odniesienia przyjmowane są praktyki inwestorów instytucjonalnych. Jednak wnioski z tych analiz znajdują w większości zastosowanie również do aktywistycznych funduszy hedgingowych. Tam jednak, gdzie jest to zasadne ze względu na ich odmienny charakter, praktyki aktywistycznych funduszy hedgingowych, analizowane są odrębnie; ich odmienna intensywność lub inne szczegółowe aspekty mogą bowiem wpływać na ich prawną kwalifikację.

8.5 Uwagi pojęciowe: odpowiedzialne powiernictwo (*stewardship*) – zaangażowanie (*engagement*) – aktywizm (*activism*)

Bazując na dokonanej powyżej analizie pojęcia zaangażowania, w tym miejscu zasadne jest poczynienie pewnych – stosowanych już *implicite* we wcześniejszym wywodzie – rozróżnień językowo-konceptualnych.

Jak wynika z przytoczonych postanowień UK Stewardship Code 2020, pojęcie odpowiedzialnego powiernictwa (*stewardship*) odnosi się przede wszystkim do powierniczej pozycji inwestora instytucjonalnego wobec jego beneficjentów. Zaangażowanie inwestora jako akcjonariusza w ład korporacyjny spółki stanowi jeden z elementów odpowiedzialnego powiernictwa, obok aktywności takich jak podejmowanie decyzji inwestycyjnych, staranny wybór i monitorowanie podmiotów świadczących usługi na rzecz zarządzającego (dostawców danych, doradców do spraw głosowania itp.) czy zarządzanie konfliktami interesów. W konsekwencji, tłumaczę pojęcie *stewardship* jako „odpowiedzialne powiernictwo”¹¹⁸, celem odróżnienia go z jednej strony od zaangażowania, z drugiej zaś od ogólnej koncepcji powiernictwa jako takiego.

¹¹⁵ W literaturze mówi się o formułowaniu przez tradycyjnych inwestorów „zapytaniach o aktywizm” (*request for activism*), O. Walker, *Barbarians...*, s. 31; A. Hamdani, S. Hannes, *Institutional...*, s. 376, s. 376.

¹¹⁶ S. Gomtsian, *Different visions of stewardship: understanding interactions between large investment managers and activist shareholders*, JCLS nr 1(22)/2022.

¹¹⁷ Przykładowo, aktywistyczne fundusze również prowadzą prywatny, dwustronny dialog ze spółką, choć ma on zazwyczaj bardziej konfrontacyjny charakter i ich postulaty wobec spółki dotyczą innych obszarów. Również nominują członków rady nadzorczej, choć zazwyczaj członek ten ma pełnić rolę ich „reprezentanta” w radzie, raczej niż rolę niezależnego członka rady.

¹¹⁸ W polskiej literaturze można też spotkać inne konwencje językowe, przykładowo I. Prager przekłada ten termin jako „zaangażowanie”, zob. I. Prager, *Doradcy...*, s. 109.

Zaangażowanie (*engagement*) jest więc pojęciem węższym niż odpowiedzialne powiernictwo. Zaangażowanie dotyczy przede wszystkim płaszczyzny relacji pomiędzy spółką a inwestorem jako akcjonariuszem (ewentualnie pomiędzy samymi akcjonariuszami), a więc płaszczyzny ładu korporacyjnego. Zaangażowanie akcjonariuszy definiowane jest w pracy przez zidentyfikowane formy, jakie ono przybiera. Natomiast aktywizm stanowi kwalifikowaną formę zaangażowania¹¹⁹. Aktywizm przybiera zazwyczaj formy odpowiadające zasadniczo podstawowym, zidentyfikowanym formom zaangażowania, jednak działania odpowiadające tym formom podejmowane są w przypadku aktywizmu w innym celu, w inny sposób i z większym natężeniem¹²⁰.

8.6 Prawne uwarunkowania poszczególnych form zaangażowania inwestorów

Na podstawie wyróżnionych powyżej form zaangażowania, można już na tym etapie pracy wstępnie zidentyfikować kluczowe instytucje prawne uwarunkowujące każdą z nich.

Dialog ze spółką – dialog pomiędzy spółką a akcjonariuszami może napotykać na ograniczenia wynikające z zasady równego traktowania akcjonariuszy w odniesieniu do dostępu do informacji. Poza ogólną zasadą równego traktowania (art. 20 KSH, art. 20 u.o.p.) istotne są w tym obszarze szczególne przepisy KSH dotyczące udostępniania akcjonariuszom informacji poza walnym gromadzeniem (art. 428 § 6 i 7 KSH). Ponadto, w przypadku spółek giełdowych, kluczowe znaczenie ma reżim postępowania z informacją poufną ustanawiany przez Rozporządzenie MAR. Z jednej strony, ryzyko wejścia w posiadanie informacji poufnej może ograniczać skłonność inwestorów do dialogu ze spółką z drugiej strony należy rozważyć, czy ujawnienie informacji poufnej w toku dialogu z akcjonariuszami może kiedykolwiek stanowić ujawnienie zgodne z prawem na gruncie art. 10 ust. 1 MAR.

Współkształtowanie składu rady nadzorczej spółki i współpraca z członkami rady nadzorczej – w odniesieniu do współkształtowania składu rady nadzorczej, kluczowe znaczenie ma instytucja niezależnych członków rady, a także wszelkie mechanizmy zwiększające wpływ mniejszości na skład rady (w prawie polskim wybór rady nadzorczej grupami; art. 385 § 3 KSH). W odniesieniu do współpracy inwestorów z radą, kluczowe znaczenie ma dopuszczalność komunikacji radę nadzorczej z akcjonariuszami i jej granice.

Współpraca z innymi akcjonariuszami – kluczową instytucją prawną mogącą ograniczać współpracę z innymi akcjonariuszami i zaangażowanie inwestorów w ogóle, jest instytucja

¹¹⁹ M. J. Mallow, J. Sethi, *Engagement...*, s. 390.

¹²⁰ Część literatury, zwłaszcza starszej używa pojęcia aktywizmu do działań podejmowanych typowo przez tradycyjnych inwestorów instytucjonalnych, które na gruncie zaproponowanej powyżej siatki terminologicznej uznawane są za zaangażowanie, zob. A. Johnston, R. Belinga, B. Segrestin, *Governing institutional investor engagement: from activism to stewardship to custodianship?*, JCLS nr 1(22)/2022, s. 45 („zaangażowanie akcjonariuszy (*shareholder engagement*) było powszechnie określane jako „aktywizm akcjonariuszy (*shareholder activism*) przed 2008”). Jak zwraca się uwagę w literaturze, siatka pojęciowa ewoluowała i we współczesnej literaturze odpowiada bardziej rozróżnieniom zaprezentowanym powyżej. G. Balp, G. Strampelli, *Institutional...*, s. 145, 147: „pojęcia takie jak zaangażowanie, lub szersza kategoria *stewardship* (...) wydają się oddawać istotę i zakres działań nie-aktywistycznych inwestorów o wiele lepiej niż termin aktywizm”.

działania w porozumieniu przyjęta w przepisach dot. obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji (art. 87 ust. 1 pkt. 5 i 6 u.o.p.).

Wykonywanie prawa głosu i innych uprawnień korporacyjnych w związku z walnym zgromadzeniem – na skuteczność wykonywania prawa głosu i innych uprawnień korporacyjnych w kontekście zaangażowania inwestorów ma wpływ kilka aspektów. Po pierwsze, istotny jest zakres spraw co do których walne zgromadzenie może podjąć uchwałę. Po drugie, kluczowe jest, czy przepisy regulujące uprawnienia akcjonariuszy do uzupełniania porządku obrad i zgłaszanie projektów uchwał są skuteczne i czy pozwalają na to, aby porządek obrad ogłaszany na stornie stanowił efektywne forum przedstawiania swoich stanowisk przez akcjonariuszy. Po trzecie, dla inwestorów instytucjonalnych, którzy uprawnieni są do głosowania z akcji setek spółek, kluczowa jest dostępność form głosowania *in absentia*. Wreszcie, oceny wymaga ewentualny wpływ obowiązków lojalności akcjonariusza na wykonywanie prawa głosu oraz inne formy zaangażowanie w spółkę.

Powyższe stanowi ogólną identyfikację kluczowych instytucji prawnych, w kontekście których rozpatrywane będą poszczególne formy zaangażowania. Bardziej szczegółowa problematyka relacji pomiędzy wskazanymi instytucjami oraz formami zaangażowania dokonywana jest we wprowadzeniu w Rozdz. 2 – 5.

9 Czynniki wpływające na zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w ład korporacyjny

9.1 Bodźce inwestorów instytucjonalnych jako agentów beneficjentów

Inwestorzy instytucjonalni zarządzają aktywami na rachunek (ekonomiczne ryzyko) beneficjentów, z czego wynika, że relacja pomiędzy nimi a beneficjentami stanowi przykład ekonomicznej relacji agencji. Generuje to problemy typowe dla tego typu relacji związane z motywacją agenta do działania.

Zasadniczo, akcjonariusz, który uzyskuje całość korzyści z zaangażowania, ma motywację do ponoszenia kosztów (c) takiego zaangażowania do wysokości, o jaką wzrośnie wartość jego akcji na skutek zaangażowania (ΔW). Jednak inwestorzy instytucjonalni, jako agenci, nie czerpią całości korzyści z wzrostu wartości akcji spółki – ich korzyść ograniczona jest do wielkości wzrostu ich wynagrodzenia w wyniku zaangażowania, które stanowi zazwyczaj (niewielki) procent wartości całości zarządzanych aktywów (s). W konsekwencji, są oni skłonni ponosić koszty zaangażowania maksymalnie do wartości o jaką wzrośnie wartość ich wynagrodzenia ($c < s \cdot \Delta W$)¹²¹. Rachunek ten komplikuje dodatkowo fakt, że koszty zaangażowania są namacalne i ponoszone *ex ante*, natomiast korzyści z zaangażowania są

¹²¹ L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, *The agency problems of institutional investors*, Journal of Economic Perspectives nr 3(31)/2017, s. 96–97; B. S. Black, *Agents...*, s. 817.

często trudne do oszacowania i niepewne, co obniża ich oczekiwaną wartość z perspektywy zarządzających¹²².

Jednak z uwagi na znaczące, zarówno procentowo jak i w wartościach bezwzględnych, udziały inwestorów instytucjonalnych w spółkach giełdowych, korzyści, bezwzględna wartość korzyści jakie mogą oni uzyskać z zaangażowania (s) może być znacząca¹²³. Przykładowo, BlackRock posiada 335 mln akcji spółki WalMart, o wartości rynkowej ok. 27 mld dolarów¹²⁴. Zakładając średnią opłatę pobieraną od wartości aktywów na poziomie 0,05%, interwencja zwiększająca wartość spółki o 1%, przełożyłaby się na większe opłaty za zarządzanie o wartości ok. 1,353 mln dolarów w jednym roku. Zakładając, że wyższa wartość akcji utrzyma się bezterminowo, bieżąca wartość przyszłych wyższych opłat za zarządzanie, skapitalizowanych przy użyciu stopy procentowej 5% wynosi ok. 27 mln dolarów¹²⁵.

Dodatkowo, motywacja do zaangażowania uzależniona jest zarówno do skali korzyści możliwych do uzyskania, jak i prawdopodobieństwa że zaangażowanie przyniesie oczekiwane efekty. Zarządzanie znacznymi pakietami akcji zwiększa prawdopodobieństwo że głosy z tych akcji będą miały wpływ na wynik głosowania, lub też że spółka będzie skłonna uwzględnić sugestie przekazane w toku dialogu. Biorąc pod uwagę długoterminowy charakter korzyści w postaci pobierania opłat za zarządzanie od zwiększonej wartości aktywów i stosunkowo duże prawdopodobieństwo, że zaangażowanie przyniesie pożądany efekt, że nawet przy niskich opłatach za zarządzanie, BlackRock ma – w analizowanym powyżej przypadku – bodźce do podjęcia zaangażowania równe „niepowierniczemu” akcjonariuszowi posiadającemu 14-krotnie mniejszy udział, a więc udział o niebagatelnej wielkości prawie 2 mld dolarów¹²⁶.

Podsumowując, pozycja zarządzających jako agentów, sama w sobie nie skutkuje zupełnym brakiem bodźców po ich stronie do używania zaangażowania jako narzędzia zwiększania wartości spółek portfelowych, a jedynie tym, że bodźce te są niższe niż byłyby w przypadku „niepowierczego” charakteru inwestycji¹²⁷. Pomimo, że zarządzający czerpią korzyści jedynie z ułamka wzrostu wartości aktywów, ich znaczne wartości posiadanych przez nich pakietów

¹²² R. C. Pozen, *Institutional investors: The reluctant activists.*, Harvard Business Review nr 1(72)/1994; I. Prager, *Doradcy...*, s. 30.

¹²³ B. S. Black, *Agents...*, s. 877.

¹²⁴ Raport 13F-HR BlackRock z 13.11.2024 r., <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/2012383/0001426459-24-000006-index.htm>.

¹²⁵ M. Kahan, E. B. Rock, *Index funds and corporate governance: Let shareholders be shareholders*, Boston University Law Review nr (100)/2020, s. 1786. Podany przykład jest wzorowany na przykładzie liczbowym zaproponowanym przez autorów.

¹²⁶ Ibid. Przyjmując, że prawdopodobieństwo, że zaangażowanie przyniesie oczekiwane efekty jest równe udziałowi w całości głosów spółki (UI), oraz zakładając dla uproszczenia, że zarządzający będzie pobierał opłatę za zarządzanie (0,05%) od zwiększonej wartości akcji przez 10 lat i przyjmując zerową stopę dyskontową, oczekiwana wartość korzyści z zaangażowania dla inwestora instytucjonalnego wynosi: $(UI * 0,5\% * UI * W)$. Normalizując wartość UI do 1, dla akcjonariusza posiadającego akcje na własny rachunek, ekwiwalentna oczekiwana wartość zaangażowania wynosi $(1/x * 1 * 1/x * W)$. Przy przyjętej wysokości opłaty za zarządzanie (0,05%) i przy przyjętej liczbie okresów pobierania opłaty od zwiększonej wartości aktywów x jest równe ok. 14.

¹²⁷ D. S. Lund, *Passive Investing and Corporate Governance: A Law and Economics Analysis*, 2020 (<https://ssrn.com/abstract=3623381>), s. 15.

akcji sprawiają, że korzyści te często będą nominalnie znaczące¹²⁸. Jednak inne, rozpatrywane poniżej czynniki, mogą osłabiać bodźce do podjęcia zaangażowania.

9.2 Konkurencja na rynku zarządzających aktywami

Jak stwierdzono powyżej, zasadniczo z punktu widzenia benefitów, maksymalny poziom kosztów, które racjonalnie skłonni by oni byli przeznaczyć na zaangażowanie (c) jest wyższy niż poziom kosztów, które skłonny jest ponosić inwestor instytucjonalny ($s \cdot \Delta W < c < \Delta W$). W odpowiedzi na ten problem, inwestorzy instytucjonalni mogliby przerzucić część kosztów zaangażowania na ostatecznych beneficjentów.

Jednak działanie takie komplikuje fakt, że inwestorzy instytucjonalni konkurują pomiędzy sobą o beneficjentów powierzających im środki. Inwestorzy instytucjonalni – przynajmniej ci aktywnie zarządzający powierzonymi środkami - są oceniani przez beneficjentów pod kątem tego, czy wyniki zarządzanych przez nich funduszy są lepsze niż wyniki ogólnego indeksu rynkowego. Wzrost wartości spółki na skutek zaangażowania prowadzić będzie jednak również do wzrostu wartości ogólnego indeksu rynkowego, w którego skład wchodzi akcje danej spółki, proporcjonalnie poprawiając wynik benchmarku wobec którego oceniany jest inwestor instytucjonalny. Relatywny wynik funduszu względem indeksu rynkowego poprawi się na skutek podjęcia zaangażowania wobec danej spółki, tylko jeżeli waga (udział) jej akcji w portfelu tego funduszu jest wyższy niż waga akcji tej spółki w indeksie rynkowym.

Nawet jednak w takim przypadku zarządzający może nie być skory do podjęcia zaangażowania, o ile wie, że inne fundusze z którymi konkuruje również zyskają na wzroście wartości akcji spółki. Występuje tu typowy problem koordynacji działań zbiorowych, zwany problemem gapowicza – inwestor podejmujący zaangażowanie poniesie jego koszty, natomiast korzyści ze wzrostu wartości spółki w wyniku zaangażowania, odniosą również jego konkurencji. Z punktu widzenia beneficjenta, nawet jeżeli ponoszenie kosztów na zaangażowanie jest dla niego racjonalne, zawsze racjonalnym wyborem będzie wybranie inwestora instytucjonalnego, który nie obciąża klientów wyższymi kosztami zaangażowania a wciąż czerpie z niego zyski, w obszarze wzrostu wartości portfela, takie jak inwestor zaangażowany.

Z kolei w przypadku, w którym akcje danej spółki mają mniejszą wagę w portfelach funduszy danego inwestora instytucjonalnego niż w indeksie rynkowym, z jego perspektywy korzystny jest spadek wartości akcji tej spółki, który wpłynie na wynik jego funduszu w proporcjonalnie mniejszym stopniu.

W przypadku funduszy pasywnie zarządzanych indeks rynkowy nie jest miarą oceny wyników zarządzającego – fundusze te z założenia nie starają się „pobić rynku”, a jedynie wiernie odwzorowywać zmiany wartości indeksu rynkowego. Jednak logika jazdy na gapę, – korzyści

¹²⁸ J. Gordon trafnie jednak zwraca uwagę, że działania inwestorów instytucjonalnych obserwowane w praktyce nie są zgodne z hipotetycznymi zyskami z zaangażowania takimi jak te rozpatrywane w przykładzie WalMartu, co sugeruje, że instytucje podchodzą do nich w inny sposób, J. N. Gordon, *Systematic...*, s. 645.

z zaangażowania będą dzielone z innymi funduszami, natomiast koszty zostaną poniesione przez podejmującego zaangażowanie - demotywująca do podjęcia zaangażowania, znajduje zastosowanie również, a nawet w szczególności, do tego typu funduszy¹²⁹. W związku z faktem, że skład portfeli wszystkich funduszy śledzących dany indeks będzie zasadniczo tożsamy, wszystkie fundusze śledzący indeks odczują wzrost wartości w tożsamym stopniu. Fundusze pasywne nie mają więc możliwości wykorzystania wyższej wagi danej akcji w swoim portfelu, do przekucia zysków z zaangażowania w przewagę konkurencyjną, co sprawia, że problem gapowicza jest szczególnie silny w ich przypadku¹³⁰.

Dodatkowo, w związku z faktem, że fundusze pasywne nie konkurują zasadniczo wynikiem inwestycyjnym (który jest taki sam dla każdego funduszu śledzącego dany indeks), szczególnie istotne jest dla nich konkurowanie kosztami. Koszty te są szczególnie niskie dla pasywnie zarządzanych funduszy (niekiedy zerowe). W związku z tym możliwość przerzucania kosztów związanych z zaangażowaniem na beneficjentów tych funduszy jest znacząco ograniczona.

9.3 Wyjście z inwestycji jako alternatywa dla zaangażowania

W przypadku niezadowolenia z działalności spółki akcjonariusze mogą zasadniczo wybrać dwie strategie: strategię wyjścia (*exit*), poprzez sprzedaż akcji oraz strategię głosu (*voice*)¹³¹.

Aktywnie zarządzający aktywami mają wybór pomiędzy strategią głosu a sprzedażą – części lub wszystkich – jej akcji. Sprzedaż akcji, określana mianem tzw. *Wall Street walk*, jest z wielu względów, preferowaną reakcją na (antycypowane) problemy w spółce. Chroni ona inwestora przed ekspozycją na straty wynikające z antycypowanego (dalszego) spadku kursu akcji, czego podjęcie zaangażowania nie gwarantuje. Atrakcyjność wyjścia wzmagają też opisana już praktyka relatywnej oceny wyników sprzedającego wobec indeksów rynkowych – sprzedaż akcji spółki z gorszymi wynikami poprawi relatywny wynik zarządzającego wobec benchmarku i konkurentów. Podjęcie zaangażowania z kolei oznacza utrzymanie ekspozycji na spółkę i wiąże się z kosztami, bez gwarancji, że zakończy się sukcesem.

Wyjście nie będzie jednak zawsze pierwszą reakcją zarządzającego na zidentyfikowane problemy w działalności spółki. Na wczesnym etapie, zarządzający będzie bardziej skłonny wybrać strategię głosu, zwłaszcza jeżeli zidentyfikowane problemy nie są krytyczne i nie przekreślają długoterminowej wartości inwestycji w spółkę; możliwość sprzedaży akcji może być w takiej sytuacji użyta jako groźba, w celu zmotywowania zarządców do podjęcia odpowiednich działań¹³². Ponadto, nawet w przypadku aktywnie zarządzanych funduszy,

¹²⁹ L. Bebchuk, S. Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, Columbia Law Review nr (119)/2019, s. 2057.

¹³⁰ D. S. Lund, *Passive...*, s. 7.

¹³¹ Zgodnie z klasycznym rozróżnieniem w A. O. Hirschman, *Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and states*, Harvard 1970.

¹³² B. S. Black, *Agents...*, s. 882 („większość inwestorów nie wyjdzie po jednym lub dwóch słabych kwartałach”). W cyt. badaniu ankietowym J. A. McCahery, Z. Sautner, L. T. Starks, *Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors*, The Journal of Finance nr 6(71)/2016, 49% ankietowanych inwestorów zadeklarowało, że wyszli ze spółki w reakcji na jej złe wyniki, a 42% deklaruje, że uważa sprzedaż

wyjście (przynajmniej w określonym momencie lub w określonym zakresie) nie zawsze będzie możliwe – wielkość posiadanego pakietu akcji może uniemożliwiać sprzedaż akcji bez znacznego obniżenia ich kursu, skłaniając zarządzającego do podjęcia zaangażowania¹³³. Dodatkowo w przypadku aktywnie zarządzających, możliwość wykorzystania wniosków z analiz działalności spółki prowadzonych na potrzeby podejmowania decyzji inwestycyjnych może obniżać koszty zaangażowania.

W innej sytuacji znajdują się inwestorzy instytucjonalni stosujący strategię pasywnego zarządzania. Nie dysponują oni możliwością zastosowania strategii wyjścia poprzez sprzedaż akcji, tak długo jak akcje danej spółki stanowią część replikowanego indeksu. Z jednej strony, jak wskazano powyżej, brak konkurencji przez pasywne fundusze zwrotem z inwestycji i duża wrażliwość na koszty ograniczają ich skłonność do zaangażowania. Z drugiej jednak strony brak możliwości wyjścia może motywować tego rodzaju inwestorów do korzystania ze strategii głosu¹³⁴. Wykorzystywanie strategii głosu staje się jedynym narzędziem ograniczania ryzyka inwestycyjnego. Oczywiście, na skutek daleko posuniętej dywersyfikacji, ryzyko specyficzne dla konkretnej spółki jest wyeliminowane w tego rodzaju produktach. Niektórzy autorzy argumentują jednak, że pasywni inwestorzy mają motywację do ograniczania ryzyka systematycznego (rynkowego)¹³⁵, gdyż zwrot z indeksu rynkowego, który replikują pasywne fundusze nie jest dla nich zupełnie obojętny. Pasywni inwestorzy mają motywację do podejmowania zarządzania ukierowanego na zwiększenie zwrotu całego indeksu, gdyż konkurują oni o klientów nie tylko z innymi pasywnie zarządzającymi, ale też zarządzającymi aktywnie, a także z innymi klasami aktywów (lokaty bankowe, fundusze dłużne, nieruchomości itd.)¹³⁶. W zakresie w jakim zaangażowanie jest w stanie poprawić wynik indeksu, może przełożyć się ono na większe wpływy do pasywnie zarządzanych funduszy, kosztem funduszy aktywnie zarządzanych - lepsze wyniki indeksu rynkowego zwiększają automatycznie benchmark z wykorzystaniem którego oceniani są aktywnie zarządzający – i kosztem innych klas aktywów.

9.4 Dywersyfikacja portfeli

Znaczna dywersyfikacja portfeli zarządzanych przez inwestorów instytucjonalnych przekłada się na utrzymywanie w nich dużej liczby udziałów w spółkach, stanowiących niewielki ułamek

akcji za efektywny mechanizm dyscyplinowania zarządzających. Jednocześnie 78% zadeklarowało, że przed sprzedażą akcji podejmuje zaangażowanie ze spółką (51% zawsze, 27% często).

¹³³ J. C. Coffee Jr, *Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor*, Columbia Law Review nr (91)/1991.

¹³⁴ A. O. Hirschman, *Exit,...*, s. 34: „rola głosu rośnie w miarę jak możliwości wyjścia maleją, aż do punktu w którym, wobec zupełnej niemożliwości wyjścia, głos musi nieść cały ciężar informowania zarządzających o ich porażce”. Podobnie J. Bogle, założyciel Vanguard: „Kiedy aktywnie zarządzający aktywami są niezadowoleni (...) mogą po prostu sprzedać akcje. Fundusze indeksowe ze swojej natury nie mogą tego zrobić. Ich jedyną alternatywą jest wywieranie presji na zarządzających w celu poprawy, lub zmiana zarządzających”, J. Bogle, *Stay the Course: The Story of Vanguard and the Index Revolution*, Hoboken 2018, s. 252.

¹³⁵ Zob. zwłaszcza J. N. Gordon, *Systematic...*

¹³⁶ B. S. Black, *Agents...*, s. 879; J. Fisch, A. Hamdani, S. D. Solomon, *The new titans of wall street: A theoretical framework for passive investors*, University of Pennsylvania Law Review nr (168)/2020, s. 32 i n.

wartości wszystkich zarządzanych aktywów. Dywersyfikacja portfela jest praktyką fundamentalną dla zarządzania aktywami, gwarantującą minimalizację specyficznego ryzyka inwestycyjnego związanego z zakupem akcji konkretnej spółki¹³⁷. Jednak wpływ dywersyfikacji na ograniczanie tego ryzyka istotnie maleje wraz z liczbą spółek w portfelu; z tego powodu nadmierna dywersyfikacja jest krytykowana, jako zbędna i osłabiająca bodźce do monitorowania poszczególnych inwestycji, przy braku dalszych benefitów w obszarze minimalizacji ryzyka¹³⁸.

Tymczasem empirycznie obserwowany stopień dywersyfikacji portfeli funduszy inwestycyjnych jest znaczny. Według analiz empirycznych, przeciętny portfel inwestycyjny amerykańskiego funduszu inwestycyjnego obejmuje akcje ok. 80 - 90 spółek, oraz ok. 200 spółek w przypadku funduszy ETF¹³⁹. W przypadku funduszy indeksowych to rozproszenie jest zazwyczaj większe i uzależnione od replikowanego indeksu. Dwa z popularniejszych indeksów amerykańskich S&P500 i Nasdaq Composite obejmują akcje odpowiednio 500 i ponad 2,500 spółek. To rozproszenie lokat przekłada się oczywiście na liczbę spółek, które zarządzający powinni monitorować i z których akcji mogą głosować. Przykładowo, BlackRock w 2023 r. głosował nad 170 tys. uchwał na walnych zgromadzeniach ponad 14 tys. spółek w 69 różnych rynkach¹⁴⁰. Podobnie Vanguard głosował nad 182 tys. uchwał na walnych zgromadzeniach ponad 13 tys. spółek¹⁴¹.

Na dywersyfikację i ograniczenie wielkości lokat mają też wpływ przepisy prawa regulujące działalność inwestycyjną funduszy. Zgodnie z art. 96 ust. 1 u.f.i., FIO (oraz SFIO, art. 112 u.f.i.) nie mogą lokować więcej niż 5 % wartości swoich aktywów w akcje wyemitowane przez jeden podmiot. Z kolei zgodnie z art. 104 u.f.i. zarówno indywidualne fundusze, jak i wszystkie fundusze zarządzane przez jedno towarzystwo, mogą nabywać oraz wykonywać prawo głosu z nie więcej niż 10% akcji jednego emitenta. Artykuł 104 u.f.i. stanowi implementację art. 56 ust. 1 UCITS, zgodnie z którym spółka zarządzająca działająca w związku ze wszystkimi funduszami objętymi zakresem UCITS którymi zarządza, nie nabywa żadnych akcji uprawniających do głosowania, które umożliwiłyby jej wywieranie istotnego wpływu na

¹³⁷ K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje*, Warszawa 2006, s. s. 204 i n.

¹³⁸ B. S. Black, *Agents...*, s. 834; S. C. Wong, *Why stewardship is proving elusive for institutional investors*, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law nr July/August/2010, s. 407.

¹³⁹ M. Lettau, S. C. Ludvigson, P. Manoel, *Characteristics of mutual fund portfolios: Where are the value funds?*, NBER Working Paper 25381 z 2018 (https://www.nber.org/system/files/working_papers/w25381/w25381.pdf), s. s. 6; H. A. Shawky, D. M. Smith, *Optimal number of stock holdings in mutual fund portfolios based on market performance*, Financial Review nr 4(40)/2005, s. 487. Ta znaczna liczba akcji nie przekłada się przy tym wprost na dekoncentrację lokat – autorzy drugiego z przywoływanych badań zauważają, że 10 największych lokat odpowiada średnio za ok. 30% wartości funduszu, a pozostałe kilkadziesiąt akcji, z których każda stanowi niewielki ułamek wartości portfela za pozostałe 70% jego wartości; utrzymywanie dużej liczby akcji o bardzo małej wadze w portfelu jest dla autorów trudne do wyjaśnienia (*ibid.*, s. 489).

¹⁴⁰ BlackRock, *Investment Stewardship Annual Report. January 1 – December 31, 2023, 2024* (<https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/annual-stewardship-report-2023-summary.pdf>), s. 19.

¹⁴¹ Vanguard, *Investment Stewardship 2023 Annual Report, 2024* (https://corporate.vanguard.com/content/dam/corp/advocate/investment-stewardship/pdf/policies-and-reports/investment_stewardship_2023_annual_report.pdf), s. 10.

emitenta. Polski ustawodawca dokonał więc implementacji ograniczenia jakościowego wynikającego z UCITS w sposób formalny (ilościowy)¹⁴². W odniesieniu do funduszy emerytalnych, łączna wartość lokat aktywów funduszu we wszystkich papierach wartościowych jednego emitenta albo dwóch lub większej liczby emitentów będących podmiotami związanymi nie może przekroczyć 10 % wartości tych aktywów (art. 142 ust. 1 pkt. 4 u.o.f.f.e.). Brak jest natomiast w odniesieniu do funduszy emerytalnych odpowiednika art. 104 u.f.i.¹⁴³. Podobne ograniczenia dla inwestycji inwestorów instytucjonalnych przewiduje prawo USA¹⁴⁴.

W kontekście zaangażowania, wymogi dotyczące dywersyfikacji portfela nie wydają się kluczowe. Dotykają one tylko górnego limitu koncentracji lokat, tymczasem negatywny wpływ na zaangażowanie ma raczej praktyka posiadania w portfelu dużej liczby akcji stanowiących niewielki ułamek całości aktywów, a nie niemożność zwiększenia udziału akcji jednej spółki w portfelu powyżej progu 5% lub 10%. Limit dotyczący możliwości nabycia lub wykonywania prawa głosu z 10% akcji jednego emitenta przez TFI, stanowi niewątpliwie większe ograniczenie dla zaangażowania. W doktrynie podkreśla się z resztą, że funkcją tego limitu jest właśnie zapewnienie braku możliwości wywierania przez TFI istotnego wpływu na spółki portfelowe, zgodnie z implementowanym przepisem UCITS¹⁴⁵. Słusznie więc zauważa się pewien konflikt pomiędzy tym limitem a postulatem zwiększania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych¹⁴⁶. Z drugiej jednak strony, limit 10% głosów emitenta jest też relatywnie wysoki, i wydaje się, że w praktyce może on wpływać na alokację inwestycji głównie w przypadku spółek o mniejszej kapitalizacji. Wpływu wymogów prawnych na stopień

¹⁴² M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 374; I. Prager, *Doradcy...*, s. 71.

¹⁴³ I. Prager, *Doradcy...*, s. 77. Autorka wskazuje jednak, na zbliżony, wynikający z § 2 pkt. 1 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 28 stycznia 2014 r. w sprawie dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne (Dz.U. 2014 poz. 139) zakaz nabywania więcej niż 20% akcji jednej emisji (lub 10%, jeżeli udział papierów wartościowych emitenta przekracza 2% wartości aktywów funduszu).

¹⁴⁴ Zgodnie z sec. 5(b)(1) obowiązującego w USA Investment Companies Act, fundusze inwestycyjne (*investment companies*), oznaczane lub reklamowane jako „zdywersyfikowane” (*diversified*) muszą stosować się do analogicznych ograniczeń, tj. wartość akcji jednego emitenta nie może stanowić więcej niż 5% wartości aktywów funduszu, a jeden fundusz nie może posiadać więcej niż 10% akcji z prawem głosu. Ograniczenia te stosuje się jedynie do 75% wartości aktywów funduszu. Dodatkowo przepisy prawa podatkowego uzależniają korzystne traktowanie podatkowe funduszy inwestycyjnych od dywersyfikacji. W konsekwencji, w 2020 r., 92% aktywów funduszy otwartych w USA znajdowało się w funduszach zdywersyfikowanych, SEC *Staff Report to Congress Regarding the Study on Threshold Limits Applicable to Diversified Companies*, 22.02.2022, <https://www.sec.gov/files/staff-report-threshold-limits-diversified-funds.pdf>. Głównym proponentem tezy o tym, że amerykańskie regulacje przyjęte zostały w „politycznym” celu ograniczenia możliwości wywierania wpływu przez inwestorów instytucjonalnych na spółki portfelowe jest M. J. Roe, zob. M. J. Roe, *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton 1994.

¹⁴⁵ I. Prager, *Doradcy...*, s. 72; Sobolewski w: M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o...*, s. 374 („Wynika to, ze słusznego przekonania, że nie jest rolą funduszy zajmowanie się czymś innym niż bezpośrednim zarządzaniem aktywami, a w szczególności kształtowanie polityki gospodarczej podmiotów gospodarczych”); M. Dyl, *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania*, Warszawa 2001, s. 155. W kontekście podobnych przepisów w USA zob. M. J. Roe, *Strong...*, s. 105.

¹⁴⁶ I. Prager, *Doradcy...*, s. 72–73.

dywersyfikacji funduszy nie należy więc przeceniać, a głównym źródłem istotnej dywersyfikacji wydają się być praktyki rynkowe w zakresie konstrukcji portfela.

9.5 Konflikty interesów

Kolejną okolicznością, która może osłabić motywację zarządzających do zaangażowania są konflikty interesów. Wyróżnić można (i) zewnętrzne konflikty interesów – związane z relacją zarządzającego ze spółkami, w które inwestuje oraz (ii) wewnętrzne konflikty interesów, wynikające z dywersyfikacji zarządzanych portfeli¹⁴⁷.

W odniesieniu do zewnętrznych konfliktów interesów, dotyczących relacji zarządzających ze spółkami portfelowymi, należy zauważyć, że zaangażowanie często wiąże się z krytyką spółek i może przybrać konfrontacyjne formy. W konsekwencji, w wyniku podjęcia zaangażowania, relacja pomiędzy zarządzającym a spółką może się pogorszyć. Utrzymywanie przyjaznej relacji ze spółką jest jednak zarządzającym na rękę, gdyż pozwala im ona na uzyskanie określonych korzyści. Po pierwsze, co relewantne zwłaszcza w odniesieniu do aktywnie zarządzanych funduszy, przyjazna relacja ze spółką może prowadzić do uzyskania przewagi informacyjnej nad innymi zarządzającymi, która może być wykorzystywana do dokonywania lepszych decyzji inwestycyjnych¹⁴⁸. Po drugie, zarządzający mogą zyskiwać korzyści prywatne z dobrej relacji ze spółkami, takie jak powierzenie im zarządzania tworzonymi przez te spółki pracowniczymi funduszami emerytalnymi lub otrzymanie statusu dostawcy produktów finansowych w ramach innego rodzaju planów kapitałowych (PPK w Polsce czy tzw. 401(k) plans w USA)¹⁴⁹. Konflikt interesów będzie oczywiście tym bardziej intensywny, jeżeli zarządzający już zarządza środkami pośrednio powierzonymi mu przez spółkę w taki sposób. Ponadto, jeżeli zarządzający wchodzi w skład szerszej grupy kapitałowej, obejmującej bank lub firmę inwestycyjną, może on unikać konfrontacyjnego zaangażowania nie chcąc narazić podmiotów z jego grupy kapitałowej na utratę przychodów ze świadczenia usług maklerskich na rzecz jego spółek portfelowych (np. w związku z organizacją emisji akcji lub obligacji). W takiej sytuacji zarządzający podejmą zaangażowanie jedynie jeżeli korzyści z zaangażowania dla nich samych będą większe niż – realne lub postrzegane – koszty wynikające z utraty korzyści utrzymywania przyjaznych relacji ze spółką.

¹⁴⁷ Por. taksonomie konfliktów interesów inwestorów instytucjonalnych w S. J. Griffith, D. S. Lund, *Conflicted Mutual Fund Voting in Corporate Law*, Boston University Law Review nr (99)/2019, s. 1168–1187, M. Kahan, E. B. Rock, *Index...*, s. 1809–1814, J. D. Morley, *Too big to be activist*, Southern California Law Review nr (92)/2018, s. 1437–1444.

¹⁴⁸ L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, *The agency...*, s. 99.

¹⁴⁹ Wracając do przykładu WalMartu – z ostatnich publicznie dostępnych danych wynika, że wartość aktywów 401(k) plan WalMartu wynosiła ok. mld dolarów. Zakładając taką samą wysokość opłaty za zarządzanie naliczanie od wartości aktywów, łatwo policzyć, że wynagrodzenie zarządzającego za oferowanie swoich funduszy w ramach planu 401(k) tej spółki jest wyższe niż korzyści z hipotetycznej interwencji podnoszącej jej wartość o 1%. W tej sytuacji, jeżeli zarządzający powziąłby obawy, że zaangażowanie może doprowadzić do utraty możliwości zarządzania środkami w ramach planu 401(k) spółki, racjonalne byłoby wstrzymanie się z jego podjęciem. Badania empiryczne zdają się potwierdzać tę tendencję, G. F. Davis, E. H. Kim, *Business ties and proxy voting by mutual funds*, Journal of Financial Economics nr 2(85)/2007.

Wewnętrzne konflikty interesów wynikają z dywersyfikacji zarządzanych portfeli i szerokim spektrum lokat, w szczególności pasywnych funduszy, które generują problem „pustego głosowania” (*empty voting*) przez inwestorów instytucjonalnych. Puste głosowanie odnosi się do sytuacji, w której akcjonariusz dysponuje uprawnieniami korporacyjnymi, pomimo iż nie ma on ekonomicznego interesu w pozytywnym wyniku głosowania nad określoną sprawą lub też wyniku finansowego spółki danej w ogóle, lub też gdy jego siła głosu i interes ekonomiczny są niewspółmierne¹⁵⁰. Puste głosowanie *sensu largo* odnosi się do ogólnej priorytetyzacji wyniku finansowego całego zdywersyfikowanego portfela nad wynikiem konkretnej spółki, co określa się w literaturze również mianem „prymatu portfela” (ang. *portfolio primacy*)¹⁵¹. Dywersyfikacja sprawia, że zyski jednej spółki osiągane są często kosztem innych spółek portfelowych¹⁵². Silnie dywersyfikowany inwestor, zwłaszcza fundusz pasywny, który nie może dynamicznie dostosowywać składu portfela w odpowiedzi na relatywne zmiany wartości konkurujących spółek, odczuje ekonomicznie zarówno wzrost wartości jednej spółki jak i spadek wartości drugiej spółki. W zależności od względnych ekspozycji na każdą z nich, może on więc być obojętny wobec poprawy wyniku przez jedną ze spółek, jeżeli towarzyszyć ma mu korespondujący spadek wartości innych spółek portfelowych, co przekładać się będzie na niższą skłonność zarządzającego do podjęcia zaangażowania prowadzącego do tego typu wzrostu wartości spółki oraz na brak odpowiednich bodźców w przypadku głosowania. Zgodnie jednak z tą samą logiką, perspektywa *portfolio primacy* ma motywować zarządzających do zaangażowania zmierzającego do nakłaniania spółek do ograniczenia działalności generującej koszty zewnętrzne (*externalities*), uderzające w wynik innych spółek z portfela¹⁵³.

O pustym głosowaniu *sensu stricto* można mówić, wtedy gdy dany inwestor instytucjonalny, poprzez pakiety akcji, którymi zarządza, znajduje się „po dwóch stronach” jednej transakcji, np. w sytuacji przejęcia, gdy fundusze z jednej grupy posiadają zarówno akcje spółki przejmowanej jak i przejmującej. Przejęcia i połączenia zazwyczaj są pozytywne dla akcjonariuszy spółki przejmowanej i negatywne dla akcjonariuszy spółki przejmującej. W konsekwencji, głosowanie za lub przeciwko połączeniu lub przejęciu będzie uzależnione od względnej wagi każdej ze spółki w całości aktywów zarządzającego – znów, decyzja zostanie podjęta z perspektywy korzyści netto dla zagregowanej wartości zarządzanych aktywów,

¹⁵⁰ Termin ten został zaproponowany w H. T. Hu, B. Black, *The new vote buying: Empty voting and hidden (morphable) ownership*, Southern California Law Review nr 79/2005, w kontekście wykorzystywania instrumentów pochodnych przez fundusze hedgingowe. W kontekście konfliktów interesów zarządzających funduszami inwestycyjnymi pojęcia tego używają S. J. Griffith, D. S. Lund, *Conflicted...*, s. 1172; część autorów przyjmuje natomiast, że „puste” głosowanie zarządzających funduszami wynika już z samej ich powierniczej pozycji i braku internalizacji całości korzyści i strat wartości akcji spółki, tak np. J. E. Fisch, *Mutual fund stewardship and the empty voting problem*, Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Company Law nr (16)/2021.

¹⁵¹ R. Tallarita, *The Limits of Portfolio Primacy*, Vanderbilt Law Review nr (76)/2023. Zob. też jedną ze wcześniejszych analiz tego problemu w literaturze ekonomicznej, R. G. Hansen, J. R. Lott Jr, *Externalities and corporate objectives in a world with diversified shareholder/consumers*, Journal of Financial and Quantitative Analysis nr 1(31)/1996.

¹⁵² J. N. Gordon, *Systematic...*, s. 643, 645.

¹⁵³ M. Condon, *Externalities...*,

zgodnie z prymatem portfela, raczej niż z perspektywy maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy konkretnej spółki¹⁵⁴.

Obydwa rodzaje sytuacji rozpatrywanych pod hasłem „pustego głosowania” są problematyczne, gdyż podważają fundamentalne założenie o tym, że akcjonariuszom zależy na maksymalizacji wartości akcji ich spółki, które uzasadnia też przyznanie im prawa głosu w określonych sprawach.

Abstrahując od jego wpływu na ład korporacyjny, scentralizowane podejmowanie decyzji w sytuacjach „pustego głosowania”, gdzie zarządzający kieruje się wpływem decyzji na całość aktywów pod zarządzaniem, godzi też potencjalnie w interes uczestników funduszy (beneficjentów), który może różnić się w zależności od rodzaju funduszy zarządzanych przez jednego zarządzającego (np. różny może być interes uczestników funduszy stosujących strategię typu *growth* i strategię *value*, lub funduszy uwzględniających aspekty ESG oraz nieuwzględniających tych aspektów)¹⁵⁵.

9.6 Czynniki reputacyjne i marketingowe

Wreszcie, wskazuje się, że na zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych mogą mieć wpływ kwestie reputacyjne oraz marketingowe. W odniesieniu do kwestii reputacyjnych, mogą one zniechęcać do zbyt aktywnego zaangażowania. Zwłaszcza najwięksi zarządzający nie chcą być postrzegani jako (zbyt) silnie wpływający na spółki giełdowe, przynajmniej w niektórych obszarach, w obawie przed negatywną reakcją polityczną na takie działanie¹⁵⁶. Polityczna reakcja na ruch ESG w Stanach Zjednoczonych może być potwierdzeniem tych obaw. Z drugiej jednak strony, niektórzy sugerują, że zaangażowanie, zwłaszcza dotyczące kwestii ESG może być jedną z niewielu dostępnych dla funduszy pasywnych form odróżnienia się od konkurencji i przyciągnięcia inwestorów z młodszych pokoleń¹⁵⁷.

10 Podsumowanie

W tym rozdziale nakreślono główny kontekst analizy prawnej. Przedstawiono główne typy inwestorów instytucjonalnych, specyfikę ich działalności oraz ich rosnącą rolę na rynkach kapitałowych. W dalszej kolejności usytuowano postulat zwiększenia zaangażowania akcjonariuszy w ład korporacyjny w klasycznych problemach ładu korporacyjnego i prawa spółek, tj. w kontekście zjawiska pasywności akcjonariuszy oraz siatce pojęciowej ekonomicznej teorii agencji. Następnie przybliżono koncepcję zaangażowania akcjonariuszy, poprzez zidentyfikowanie głównych jego form oraz instytucji prawnych relewantnych dla

¹⁵⁴ Badania empiryczne potwierdzają, że inwestorzy instytucjonalni będący akcjonariuszami zarówno spółki przejmującej jak i przejmowanej, z większym prawdopodobieństwem głosują za negatywnymi dla przejmującego połączeniami, G. Matvos, M. Ostrovsky, *Cross-ownership, returns, and voting in mergers*, *Journal of Financial Economics* nr 3(89)/2008.

¹⁵⁵ A. M. Lipton, *Family loyalty: mutual fund voting and fiduciary obligation*, *Transactions: Tennessee Journal of Business Law* nr (19)/2017.

¹⁵⁶ S. Hirst, L. Bebhuk, *Big...*, s. 1591–92.

¹⁵⁷ M. Barzuza, Q. Curtis, D. H. Webber, *Shareholder value (s): Index fund ESG activism and the new millennial corporate governance*, *Southern California Law Review* nr (93)/2019.

poszczególnych form zaangażowania. Analiza każdej z tych form w kontekście zidentyfikowanych relewantnych przepisów będzie przedmiotem analizy w Rozdziałach 2 – 5. W rozdziale przedstawiono też szerszy kontekst praktyk zarówno tradycyjnych inwestorów instytucjonalnych jak i aktywistycznych funduszy hedgingowych w obszarze zaangażowania, takie jak motywacje stojące za zaangażowaniem każdej z tych grup inwestorów i różną jego dynamikę. Omówione zostały też pozaprawne bodźce oddziałujące na inwestorów instytucjonalnych, które mogą ograniczać ich naturalną skłonność do podjęcia zaangażowania i uzasadniają przyjęcie mechanizmów zwiększania zaangażowania inwestorów omawianych w Rozdziale 6.

Rozdział 2 – Dialog pomiędzy spółką a inwestorami

1 Uwagi wstępne

Jak podkreślono w Rozdziale 1, bezpośredni dialog ze spółką jest podstawową, stosowaną w pierwszej kolejności formą zaangażowania inwestorów, a w konsekwencji formą o największym znaczeniu praktycznym¹⁵⁸. Dialog z konieczności oznacza dwustronną komunikację, obejmującą przepływ informacji zarówno od spółki do inwestorów, jak i od inwestorów do spółki. Uzyskanie określonych informacji o spółce może być celem dialogu samym w sobie, lub też być konsekwencją prowadzenia dialogu w innym celu, np. wywarcia określonego wpływu na spółkę.

Aspekt przepływu informacji od spółki do inwestorów w toku takiego dialogu jest przy tym zdecydowanie bardziej doniosły z perspektywy prawnej, ze względu na kluczową rolę przepływu informacji w spółce giełdowej. Wyróżnić można dwie płaszczyzny dostępu do informacji o spółce giełdowej: płaszczyznę korporacyjną, której dotyczą głównie przepisy KSH, określające relacje pomiędzy spółką i podmiotami zaangażowanymi w jej funkcjonowanie (organami spółki i ich piastunami oraz akcjonariuszami), oraz płaszczyznę rynku regulowanego, którą regulują przede wszystkim przepisy prawa rynku kapitałowego, nakierowane na realizację celów takich jak ochrona inwestorów oraz zapewnienie efektywności i integralności rynku giełdowego¹⁵⁹. Wyróżnić można też, powiązane z tymi perspektywami, dwa podstawowe tryby przekazywania przez spółkę informacji akcjonariuszom: scentralizowane upublicznianie informacji, w którym adresatem jest ogół uczestników rynku oraz indywidualne udzielanie informacji określonemu akcjonariuszowi lub ich grupie. Niekiedy informacje nakierowane na płaszczyznę korporacyjną są również przekazywane w scentralizowany sposób (np. ogłoszenia o zwołaniu walnego zgromadzenia) jednak szczególne znaczenie ma ono w odniesieniu do sfery rynku regulowanego, gdzie zapewnienie równego i powszechnego dostępu wszystkim inwestorów do informacji jest szczególnie istotne. Jest ono realizowane w drodze nałożenia na spółkę giełdową rozbudowanych obowiązków informacyjnych i ustanowienia odpowiednich kanałów dystrybucji informacji publikowanych w ramach wykonania tych obowiązków.

Z perspektywy problematyki dialogu ze spółką, istotniejsze jest indywidualne udzielanie informacji przez spółkę inwestorom. Na płaszczyźnie wewnątrzkorporacyjnej, do indywidualnego udzielania informacji akcjonariuszowi zastosowanie znajdują przede wszystkim – nakaz równego traktowania akcjonariuszy (art. 20 KSH), obowiązek zachowania poufności przez funkcjonariuszy spółki (art. 377¹ § 2 KSH) oraz szczegółowo odnoszące się do tej kwestii przepisy art. 428 § 6 i 7 KSH, regulujące dopuszczalność i konsekwencje

¹⁵⁸ Formy zaangażowania inwestorów w ład korporacyjny zostały zidentyfikowane w Rozdz. 1, pkt. 4.2.

¹⁵⁹ Rozróżnienie to proponuje M. Glicz, *Spółka publiczna a spółka akcyjna. Analiza typologiczna*, Warszawa 2018, s. 84.

udzielenia akcjonariuszowi informacji poza walnym zgromadzeniem¹⁶⁰. Jeżeli indywidualne uzyskanie dostępu miałoby dotyczyć kwalifikowanego rodzaju informacji, jaki stanowią informacje poufne (cenotwórcze), konieczne jest również wzięcie pod uwagę przepisów Rozporządzenia MAR określających zasady postępowania z informacją poufną, których celem jest zapewnienie.

Problemy prawne wynikające na tle tych przepisów będą przedmiotem analizy w dalszych częściach rozdziału. Mimo iż, jak zaznaczono, głównym przedmiotem analizy jest ujawnianie przez spółkę informacji w sposób zindywidualizowany, w pkt. 2, poruszona zostanie kwestia funkcji, jaką dostęp do informacji pełni zarówno w odniesieniu do płaszczyzny korporacyjnej jak i rynku regulowanego. Przedstawione zostaną w nim też pokrótce obowiązki informacyjne spółek giełdowych realizowane w sposób scentralizowany, które stanowią informacyjny kontekst dla bezpośredniego dialogu inwestorów ze spółką. W pkt. 3 analizie poddana zostanie dopuszczalność selektywnego ujawniania akcjonariuszom informacji przez spółkę w świetle norm dotyczących płaszczyzny korporacyjnej funkcjonowania spółki, a więc obowiązku zachowania poufności przez funkcjonariuszy spółki, zasady równego traktowania akcjonariuszy oraz kodeksowej regulacji uzyskiwania przez akcjonariuszy informacji poza walnym zgromadzeniem (art. 428 § 6 i 7 KSH). Przedmiotem analizy w pkt. 4 jest dialog spółki z akcjonariuszami na gruncie reżimu obrotu informacją poufną w spółce giełdowej wynikającego z Rozporządzenia MAR. W pkt. 5 analizowane jest uprawnienie spółki do identyfikacji swoich akcjonariuszy, jako potencjalne narzędzie ułatwiające inicjowanie zaangażowania przez spółkę.

2 Funkcje i źródła informacji o spółce

2.1 Funkcje informacji o spółce w kontekście korporacyjnym i rynkowym

2.1.1 Zapewnienie efektywności informacyjnej rynku regulowanego

Z perspektywy rynku regulowanego, konieczne jest zapewnienie odpowiedniej podaży informacji dotyczących emitenta, umożliwiającej inwestorom dokonanie odpowiedniej wyceny nabywanych i sprzedawanych przez nich akcji. Dostępność odpowiednich informacji stanowi warunek efektywności informacyjnej rynku akcji¹⁶¹. Rynek akcji jest efektywny informacyjnie - w najpowszechniej akceptowanym, pół-silnym rozumieniu - jeżeli ceny akcji inkorporują wszystkie aktualne, publicznie dostępne informacje na temat emitenta, a tym samym adekwatnie przedstawiają wartość spółki¹⁶². Efektywność informacyjna jest z kolei

¹⁶⁰ Prawo akcjonariusza do informacji na walnym zgromadzeniu, ze względu na wykonywanie go na forum walnego zgromadzenia nie stanowi indywidualnego trybu uzyskiwania informacji i w związku z tym omawiane jest w Rozdz. 5, pkt. 5.

¹⁶¹ Klasyczną analizę mechanizmów dzięki którym informacje o emitencie inkorporowane są w kursie akcji przedstawiają R. J. Gilson, R. H. Kraakman, *The mechanisms of market efficiency*, Virginia Law Review nr (70)/1984

¹⁶² Różróżnienie na słabą (*weak*), pół-silną (*semi-strong*) oraz mocną (*strong efficiency*) formę efektywności wprowadził E. F. Fama, *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*, The Journal of Finance

warunkiem efektywności alokacyjnej, czyli zapewnienia podaży kapitału do najbardziej produktywnych przedsięwzięć gospodarczych, co ma wpływ na wzrost gospodarczy oraz ogólny poziom dobrobytu społecznego¹⁶³.

Inwestorzy jednak z konieczności mają wysoce ograniczony dostęp do informacji o spółce, które dostępne są przede wszystkim insiderom, tj. funkcjonariuszom spółki (i niektórym jej pracownikom). Rozdział własności i zarządzania, funkcjonalnie wpisany w konstrukcję spółki akcyjnej skutkuje więc powstaniem asymetrii informacji pomiędzy inwestorami oraz zarządcami spółki¹⁶⁴. W przypadku silnej asymetrii informacji, nabywcy instrumentów finansowych będą żądać premii za ryzyko wynikające z niepewności co do jakości nabywanego dobra¹⁶⁵. W dłuższej perspektywie prowadzi to do selekcji negatywnej (*adverse selection*) na rynku – oczekiwane przez nabywców dyskonto wynikające z niepewności co do jakości dobra prowadzi do wyparcia z rynku sprzedawców (emitentów) oferujących dobra wyższej jakości, którzy nie mogą uzyskać oczekiwanej ceny¹⁶⁶. Spójnie z przewidywaniami tej teorii, badania empiryczne dostarczają dowodów, że nałożenie na emitentów obowiązków informacyjnych skutkuje zmniejszeniem kosztów pozyskania kapitału udziałowego, dzięki zmniejszeniu niepewności inwestorów co do jakości nabywanych instrumentów finansowych¹⁶⁷.

Ponadto - abstrahując od kontrowersji co do tego, czy rynek jest rzeczywiście efektywny informacyjnie – zasadniczo im więcej informacji dostępnych jest dla inwestorów oraz im szersze grono inwestorów posiada do nich dostęp tym relatywnie większa efektywność informacyjna rynku jest większa (cena akcji lepiej oddaje wartość spółki). Z tego powodu scentralizowane przekazywanie informacji w największym stopniu zwiększa efektywność informacyjną, gdyż umożliwia jak największej liczbie inwestorów dostęp do informacji, zwiększając szybkość z jaką są one inkorporowane w cenie akcji¹⁶⁸. Zapewnienie efektywności informacyjnej publicznego rynku akcji i zwiększenie informatywności rynkowych kursów akcji (ang. *accuracy enhancement*) jest więc jednym z podstawowych i najważniejszych uzasadnień dla obowiązków informacyjnych nakładanych na spółki giełdowe. Uzasadnienie to w pewnym stopniu pochłania również cel ochrony inwestora, gdyż nawet ci inwestorzy, którzy

nr 2(25)/1970. Rynek jest efektywny w sensie słabym jeżeli ceny akcji uwzględniają tylko przeszłe (historyczne), publicznie dostępne informacje o cenie akcji. Rynek jest efektywny w sensie mocnym, jeżeli ceny akcji uwzględniają wszystkie informacje o spółce, w tym informacje niepubliczne. Zob. też K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje...*, s. 148–149.

¹⁶³ Systematycznie różne formy efektywności rynku w kontekście obowiązków informacyjnych przedstawia H. Brickman w: R. Veil (red.) *European Capital Markets Law*, Oxford 2022, s. 262–265.

¹⁶⁴ K. Oplustil, *Informacje przekazywane przez emitentów* w: M. Stec (red.) *Prawo instrumentów finansowych. SPH tom. 4.*, Warszawa 2016, T. Sójka, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008, s. 25

¹⁶⁵ N. Moloney, *EU securities and financial markets regulation*, Oxford 2014, s. 56.

¹⁶⁶ Klasyczne przedstawienie problemu negatywnej selekcji jako następstwa asymetrii informacji przedstawia G. A. Akerlof, *The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism* w: *Uncertainty in economics*, The Quarterly Journal of Economics Nr 3(84)/1970.

¹⁶⁷ Zob. literaturę przywołaną w R. H. Kraakman, J. Armour, i in., *The anatomy...*, s. 247. Ws. szerszego omówienia uzasadnień dla nakładania obowiązków informacyjnych na spółki dokonuje T. Sójka, *Obowiązki...*, s. 33–40.

¹⁶⁸ R. J. Gilson, R. H. Kraakman, *The mechanisms...*, s. 560, 580–590.

nie dokonują indywidualnej analizy ujawnianych informacji są „chronieni” przed nabyciem akcji po niekorzystnej cenie dzięki efektywności informacyjnej rynku, zapewnianej przez decyzje inwestycyjne bardziej wyrafinowanych inwestorów¹⁶⁹.

Z perspektywy płaszczyzny rynku regulowanego, ujawniane przez emitentów informacje o spółce, stanowią więc przede wszystkim podstawę decyzji inwestycyjnych¹⁷⁰. To funkcjonalne powiązanie obowiązków informacyjnych emitentów z decyzjami inwestycyjnymi jest widoczne w szczególności w koncepcji istotności (ang. *materiality*) czy cenotwórczości informacji¹⁷¹. W prawie rynku kapitałowego większości rozwiniętych porządków prawnych, istotność stanowi kryterium tego, jakiego rodzaju informacje są prawnie relewantne w kontekście wykonywania obowiązków informacyjnych emitentów lub odpowiedzialności odszkodowawczej związanej z ich niewykonaniem. Istotność rozumie się przy tym właśnie jako potencjał wpływu danej informacji na decyzje inwestycyjne uczestników rynków kapitałowych, który ocenia się w oparciu o normatywny standard „racjonalnego inwestora”¹⁷².

Powyższa analiza podkreśla rolę powszechnego dostępu do informacji dla zapewnienia efektywności informacyjnej rynku. Istotne jest jednak również aby dostęp ten był równy, tj. aby poszczególni uczestnicy rynku nie uzyskiwali przewagi informacyjnej w odniesieniu do informacji cenotwórczych. W przypadku występowania na rynku insiderów, dostawcy płynności na rynku, chcąc chronić się przed ryzykiem niekorzystnych transakcji z insiderami kwotować będą wyższe ceny sprzedaży i niższe ceny kupna. Wyższa różnica pomiędzy tymi cenami (*bid-ask spread*), prowadzić będzie do zmniejszenia płynności rynku¹⁷³. Pomimo więc, że decyzje inwestycyjne insiderów również mogą inkorporować informacje w cenach akcji, zwiększając jego efektywność informacyjną¹⁷⁴, to negatywne konsekwencje obecności insiderów dla płynności rynku oddziaływać będą w przeciwnym kierunku.

2.1.2 Poprawne funkcjonowanie ładu korporacyjnego

Obowiązki informacyjne pełnią też ważną rolę w prawidłowym funkcjonowaniu ładu korporacyjnego w spółkach giełdowych. Funkcja ta jest do pewnego stopnia powiązana z zagadnieniem efektywności rynku, do pewnego jednak stopnia jest od niego niezależna. Można

¹⁶⁹ L. Enriques, S. Gilotta, *Disclosure and Financial Market Regulation* w: N. Moloney, E. Ferran, J. Payne (red.) *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford 2015, s. 515.

¹⁷⁰ „Wiedza [o spółce – S.S.] nie stanowi podstawy wykonywania uprawnień korporacyjnych (...) ale ma na celu ułatwić rynkowe zachowania inwestycyjne”, M. Glicz, *Spółka...*, s. 90. Podobnie T. Sójka, *Obowiązki...*, s. 31 oraz K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 683. W literaturze amerykańskiej zob. A. M. Lipton, *Reviving Reliance*, *Fordham Law Review* nr (86)/2017, s. 98–102.

¹⁷¹ M. Glicz, *Spółka...*, s. 102.

¹⁷² Szerzej o teście racjonalnego inwestora w kontekście przesłanki cenotwórczości, w prawie polskim i unijnym zob. A. Rycerski, *Test racjonalnego inwestora w unijnym prawie rynku kapitałowego*, Warszawa 2021, *passim*; w prawie amerykańskim, w jako element definicji materialności zob. T. L. Hazen, *The law of securities regulation*, wyd. 7, St. Paul, MN 2017, s. 483 oraz R. Woźniak, *Definicja informacji poufnej w prawie europejskim. Uwagi na tle prawa amerykańskiego*, Warszawa 2017, s. 77–92.

¹⁷³ Zob. szczegółowe przedstawienie tego mechanizmu w M. B. Fox, L. R. Glosten, G. V. Rauterberg, *Informed trading and its regulation*, *Journal of Corporation Law* nr (43)/2017.

¹⁷⁴ Okoliczność ta stanowi argument przeciwników penalizacji *insider tradingu*, zob. H. G. Manne, *Insider trading and the stock market*, New York 1966.

wskazać na kilka sposobów, w jaki dostęp do informacji o spółce jest istotny z perspektywy ładu korporacyjnego.

Po pierwsze, efektywność informacyjna rynku akcji może mieć wpływ na ład korporacyjny z uwagi na powiązanie szeregu mechanizmów ładu korporacyjnego z kursem akcji. Mechanizmy takie jak zmienne składniki wynagrodzenia zarządców a także rynek kontroli korporacyjnej są bardziej skuteczne, jeżeli cena akcji spółki jest efektywnie inkorporuje informacje o jej wartości¹⁷⁵. Ponadto, według jednej hipotezy, ceny akcji uwzględniają również przyjęte przez spółki rozwiązania z zakresu ładu korporacyjnego, „kazać” spółki wyższym kosztem kapitału, jeżeli są one niekorzystne dla akcjonariuszy¹⁷⁶. Badania empiryczne sugerują jednak, że mechanizm ten zachodzi jedynie w odniesieniu do wybranych rozwiązań z zakresu ładu korporacyjnego, w szczególności tych zmniejszających podatność spółki na wrogie przejęcie¹⁷⁷.

Obowiązki informacyjne mogą też jednak poprawiać funkcjonowanie ładu korporacyjnego na wiele innych sposobów, niepowiązanych bezpośrednio z kształtowaniem się kursu akcji. Relacja pomiędzy akcjonariuszami a spółką (w istocie zarządcami spółki), jest relacją agencji, której towarzyszą koszty agencyjne, wynikające z bodźców agenta do oportunistycznego działania niezgodnego z interesem mocodawcy¹⁷⁸. Obowiązki informacyjne pomagają zminimalizować koszty monitorowania agentów i pomagają podmiotom znajdującym się w pozycji mocodawców (akcjonariuszom lub akcjonariuszom mniejszościowym), zidentyfikować przypadki nadużyć ze strony agentów (zarządców i dominujących akcjonariuszy), np. poprzez wymóg publikacji przez spółkę informacji o transakcjach z podmiotami powiązanymi lub informacji o jej wydatkach na cele polityczne lub filantropijne¹⁷⁹. Oczywiście, osoby, które gotowe są popełniać korporacyjne nadużycia mogą niewiele robić sobie z obowiązków informacyjnych, jednak istnienie tego obowiązku pozwala przynajmniej pociągnąć ich do odpowiedzialności za sam brak dokonania odpowiednich ujawnień (co zazwyczaj jest łatwiejsze niż pociągnięcie naruszających do odpowiedzialności

¹⁷⁵ M.Fox, *Required disclosure and corporate governance*, Law and Contemporary Problems nr (62)/1999, s. 120

¹⁷⁶ Jest to główna teza klasycznego opracowania F. H. Easterbrook, D. R. Fischel, *The economic structure of corporate law*, Cambridge, MA, 1996 (zwłaszcza s. 19 i n.), w odniesieniu do rynku akcji. Należy jednak pamiętać, że taka rynkowa wycena rozwiązań z zakresu ładu korporacyjnego prowadzona jest z perspektywy akcjonariuszy, którzy ze względu na swój profil ryzyka mogą faworyzować rozwiązania niekoniecznie pokrywające się z optymalnym modelem ładu korporacyjnego, a po prostu odpowiadające interesom akcjonariuszy jako klasy i ich apetytowi na ryzyko. Rynek długu może pełnić podobne funkcje w odwrotnym kierunku, skłaniając zarządców do ograniczania ryzyka zob. C. Whitehead, *Creditors and debt governance* w: C. A. Hill, B. H. McDonnell (red.) *Research handbook on the economics of corporate law*, Cheltenham 2012.

¹⁷⁷ Zob. L. Bebchuk, A. Cohen, A. Ferrell, *What matters in corporate governance?*, The Review of Financial Studies nr 2(22)/2009 (spośród 24 analizowanych rozwiązań z zakresu ładu korporacyjnego jedynie 6 tzw. *entrenchment devices* jest skorelowanych z obniżeniem wartości spółki).

¹⁷⁸ Szerzej zob. Rozdz. 1, pkt. 3.

¹⁷⁹ Tak w szczególności P. G. Mahoney, *Mandatory disclosure as a solution to agency problems*, The University of Chicago Law Review nr 3(62)/1995; Zob. też R. H. Kraakman, J. Armour, i in., *The anatomy...*, s. 248; L. Enriques, S. Gilotta, *Disclosure...*, s. 517, s. 517; N. Moloney, *EU...*, s. 54.

za samo nadużycie). Ponadto, ogólna większa przejrzystość działań korporacyjnych utrudnia dokonywanie nadużyć¹⁸⁰.

Ponadto, co szczególnie istotne dla niniejszych rozważań, ujawnianie odpowiednich informacji umożliwia akcjonariuszom świadome wykonywanie ich praw korporacyjnych, w szczególności prawa głosu¹⁸¹. Akcjonariusze potrzebują odpowiednich informacji aby móc zagłosować co do szeregu istotnych kwestii, dla których konieczne jest podjęcie uchwały walnego zgromadzenia. W związku z tym, przepisy przewidują obowiązek przekazania im określonych informacji, umożliwiających świadome oddanie głosu.

Funkcjonalne powiązanie obowiązków informacyjnych z ładem korporacyjnym jest widoczne w zakresie przedmiotowym wymaganych przez prawo ujawnień. Pomimo nacisku na istotność informacji objętych obowiązkami informacyjnymi, przepisy prawa nakładają też na emitentów obowiązki ujawniania informacji dotyczących różnych aspektów ładu korporacyjnego, lub innych kwestii relewantnych przede wszystkim z perspektywy stosunków wewnątrz korporacyjnych, które mogą, ale nie muszą być istotne (cenotwórcze)¹⁸². Wraz ze wzrostem znaczenia standardów ładu korporacyjnego w ostatnich dekadach, wzrosła również liczba obowiązków informacyjnych dotyczących bezpośrednio tego obszaru¹⁸³, takich jak ujawnienia dotyczące przestrzegania kodeksów ładu korporacyjnego, struktury, składu i funkcjonowania organów spółki, polityki wynagradzania zarządzających, czy kwestii ESG i zrównoważonego rozwoju¹⁸⁴. Informacje tego typu, mimo że często nie mają

¹⁸⁰ L. Enriques, S. Gilotta, *Disclosure...*, s. 517.

¹⁸¹ R. H. Kraakman, J. Armour, i in., *The anatomy...*, s. 38, 248; L. Enriques, S. Gilotta, *Disclosure...*, s. 516–517 s. 516 - 517; K. Oplustil, *Informacje...*, s. 836; R. Kraakman, *Disclosure and corporate governance: an overview essay* w: G. Ferrarini i in. (red.) *Reforming company and takeover law in Europe*, Oxford 2004

¹⁸² Historycznie, jednym z pierwszych obowiązków informacyjnych nałożonych na spółki giełdowe w amerykańskim *Securities Act* z 1932 r., był obowiązek publikacji informacji o ich transakcjach z zarządcami i innymi podmiotami powiązanymi. Jak wskazują R. H. Kraakman, *The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach*, Oxford 2017, s. 248, próg kwoty transakcji podlegających ujawnieniu jest na tyle niski (obecnie – USD 120.000; 17 CFR §229.404), że ich wpływ na kurs akcji jest znikomy, co sugeruje, że lepszym wyjaśnieniem funkcji tych obowiązków jest ograniczanie oportunistów menadżerów i większościowych akcjonariuszy. Szerszej argument, że redukcja kosztów agencyjnych była jednym z głównych celów *Securities Act* przedstawia. P. G. Mahoney, *Mandatory...*, op. cit.

¹⁸³ Tak też A. M. Lipton, *Reviving...*, s. 104–106 (ze wskazaniem przykładów tego typu wymogów ujawnień w prawie federalnym USA); podobnie P. C. Leyens, *System der Aktionärsinformation: –Auskunft, Sonderprüfung, Sondervertretung, Investorendialog und horizontale Kommunikation–*, ZGR nr 4(48)/2019, s. 565.

¹⁸⁴ Istotność tego rodzaju informacji, rozumiana jako ich relewantność dla decyzji inwestycyjnych, jest przedmiotem kontrowersji w literaturze naukowej, zob. A. Venturini, *Climate change, risk factors and stock returns: A review of the literature*, International Review of Financial Analysis nr (79)/2022. W konsekwencji, część komentatorów, zwłaszcza w USA, sprzeciwia się objęciem tego typu informacji obowiązkowymi ujawnieniami, zob. np. B. Sharfman, J. Copland *Comment Letter to the SEC on its Proposed Rule Regarding Climate-Related Risk Disclosures*, <https://ssrn.com/abstract=4139479>. Jednak inwestorzy instytucjonalni i ich zrzeszenia branżowe podkreślają przydatność tego typu informacji dla efektywnego monitorowania spółek portfelowych, co do zarządzania ryzykiem lub długoterminowej strategii (M. Rothstein *Analysis shows that investors strongly support the SEC's proposed climate disclosure rule*, Ceres, 11.10.2022, <https://www.ceres.org/news-center/blog/analysis-shows-investors-strongly-support-secs-proposed-climate-disclosure-rule>). Obrazuje to rozbieżność pomiędzy koncepcją racjonalnego inwestora, ściśle powiązaną z podejmowaniem decyzji inwestycyjnych, a zapotrzebowaniem informacyjnym długoterminowych inwestorów chcących aktywnie monitorować spółki (Zob. A.M. Lipton, *Reviving...*, *passim*; A. I. Saad, D. Strauss, *A New*

pierwszorzędnego znaczenia dla podejmowania decyzji inwestycyjnych, są uważane za istotne z perspektywy monitorowania spółek i zaangażowania, i na tej podstawie postawie obejmowane są prawnymi wymogami ujawnień¹⁸⁵.

Samo istnienie obowiązków informacyjnych nie gwarantuje automatycznie optymalnego funkcjonowania ładu korporacyjnego¹⁸⁶. Skandale korporacyjne z przełomu wieków dotyczyły przecież spółek giełdowych, objętych obowiązkami informacyjnymi, co nie uchroniło inwestorów przez nadużyciami ze strony ich zarządców. Obowiązki informacyjne nie nakładają spółki materialnych obowiązków określonego postępowania (poza dokonaniem samego ujawnienia), a ich skuteczność zależy od funkcjonowania mechanizmów dyscypliny rynkowej (*market discipline*), tj. zdolności odbiorców ujawnianych informacji do ich sprawnego i efektywnego przyswojenia, analizy i odpowiedniej reakcji w razie negatywnej oceny ujawnionych informacji¹⁸⁷. Na płaszczyźnie rynku regulowanego, reakcją tą jest zasadniczo sprzedaż akcji (*exit*) i w konsekwencji pośrednie oddziaływanie na emitenta poprzez kurs jego akcji. Mechanizm ten działa najlepiej w odniesieniu do informacji cenotwórczych, jednak jego efektywność w dyscyplinowaniu spółek ujawniających niskie standardy ładu korporacyjnego jest kontrowersyjna¹⁸⁸. Alternatywą dla zewnętrznych mechanizmów nadzoru, opartych o dyscyplinę rynkową, są wewnętrzne mechanizmy ładu korporacyjnego, odpowiadające zasadniczo zaangażowaniu i strategii wykorzystania głosu (*voice*). Jak jednak zauważa R. Kraakman, wykorzystanie informacji w tym kontekście wiąże się z większymi trudnościami - „aby móc odnieść pożytek z obowiązków informacyjnych, określone akcjonariusze lub analitycy akcji muszą wciąż poświęcić czas na lekturę ujawnianych informacji, zdawać trudne pytania i lobbować radę spółki, a ostatecznie wystąpić z powództwem lub rozpocząć *proxy fight*, jeżeli odpowiedzi na te pytania nie okażą się wystarczające”¹⁸⁹. Związek pomiędzy wykonywanymi w sposób scentralizowany obowiązkami informacyjnymi a zaangażowaniem polega więc na tym, że informacje ujawniane w ten sposób stanowią podstawę zaangażowania, a jednocześnie zaangażowanie stanowi mechanizm dyscyplinujący pozwalający inwestorom zareagować na negatywnie oceniane informacje¹⁹⁰.

Reasonable Investor" and Changing Frontiers of Materiality: Increasing Investor Reliance on ESG Disclosures and Implications for Securities Litigation, Berkeley Business Law Journal nr (17)/2020).

¹⁸⁵ A. M. Lipton, *Reviving...*, s. 93

¹⁸⁶ Skandale z początku XXI w. dotyczyły spółek giełdowych, objętych obowiązkami informacyjnymi, co nie uchroniło inwestorów przez nadużyciami ze strony zarządców, T. Sójka, *Obowiązki...*, s. 42.

¹⁸⁷ Szerzej na temat tego pojęcia w kontekście funkcjonowania ładu korporacyjnego zob. M. F. Hellwig, *Market discipline, information processing, and corporate governance*, MPI Collective Goods Preprint nr 2005/19/2005

¹⁸⁸ Zob. kontrowersje dot. efektywności mechanizmu *comply-or-explain*, I. MacNeil, X. Li, “*Comply or Explain*”: *market discipline and non-compliance with the Combined Code*, Corporate Governance: An International Review nr 5(14)/2006.

¹⁸⁹ R. Kraakman, *Disclosure...*, s. 112

¹⁹⁰ Ponadto, R. Kraakman podkreśla, że obowiązki informacyjne „mogą zapewnić jedynie mało intensywną formę monitorowania zarządców *ad hoc*” (*ibid*, s. 112), której przeciwstawia stały nadzór nad działalnością spółki pełniony przez radę nadzorczą. Kształtowanie składu rady nadzorczej i interakcje z jej członkami w kontekście zaangażowania analizowane są w Rozdziale IV.

Powyższy podział funkcji informacji nie jest rozłączny. Płaszczyzna rynkowa i wewnątrzkorporacyjna informacji w nieunikniony sposób się przenikają, i określona informacja może być zarówno istotna z perspektywy inwestycyjnej jak i ładu korporacyjnego¹⁹¹.

2.2 Obowiązki informacyjne spółek giełdowych

Publikowanie przez spółkę informacji w sposób scentralizowany, w wykonaniu obowiązków informacyjnych, warunkuje zaangażowanie akcjonariuszy na dwa podstawowe sposoby¹⁹². Z jednej strony ogranicza ono konieczność korzystania przez akcjonariuszy z podmiotowego prawa do informacji przewidzianego w KSH lub z innych form bezpośredniego kontaktu ze spółką, celem indywidualnego pozyskiwania o niej informacji¹⁹³. Z drugiej strony, jak wskazano powyżej, funkcją informacji o spółce jest również poprawa funkcjonowania ładu korporacyjnego, poprzez minimalizację konfliktu agencji i ułatwianie akcjonariuszom monitorowania spółki i wykonywania ich praw. Wykonywanie obowiązków informacyjnych dostarcza więc inwestorom informacji, które mogą stanowić punkt wyjścia dla indywidualnego, bezpośredniego dialogu. Stanowi to o relewantności obowiązków informacyjnych spółek giełdowych dla niniejszej analizy.

W związku z tym, mimo iż szczegółowa analiza treści obowiązków informacyjnych wykracza poza niniejsze opracowanie, zasadne jest ich ogólne przedstawienie.

Pewne podstawowe obowiązki informacyjne i sprawozdawcze nakładane są na wszystkie spółki akcyjne przez KSH oraz inne ustawy (uKRS; uRach)¹⁹⁴. Jednak zasadniczo za obowiązki informacyjne spółek giełdowych sensu stricto uznaje się za wynikające z przepisów prawa rynku kapitałowego obowiązki publikacji informacji okresowych, bieżących i poufnych, które łącznie można określić mianem informacji regulowanych¹⁹⁵.

Informacje okresowe publikowane są w formie raportów kwartalnych, półrocznych i rocznych, których zasadniczą materialną treść stanowią sprawozdania finansowe, sprawozdania zarządu z działalności emitenta oraz raporty z badania lub przeglądu tych sprawozdań przez audytora (zob. § 68, 70 i 72 r.i.b.o). Informacje okresowe mają zasadniczo historyczny charakter –

¹⁹¹ M. Glicz, *Spółka...*, s. 96, 100.

¹⁹² C. E. Decher, *Aktionärsinformation: –Responsio–*, ZGR nr 2–3(49)/2020, s. 239.

¹⁹³ K. Haładyj, *Odpowiedzialność odszkodowawcza emitentów za naruszenie obowiązków informacyjnych*, Wydawnictwo CH Beck 2008, s. 129; Opalski w: A. Opalski (red.) *Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Tom IIIB*, Warszawa 2016, s. 808; A. Chłopecki, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*, PPW nr 9/2001, s. 6 P. C. Leyens, *System...*, s. 551.

¹⁹⁴ Tego typu obowiązki są jednak w znacznej mierze nakierowane na ochronę obrotu prawnego; A. Gierat, *Korporacyjne uprawnienia kontrolne wspólników spółek kapitałowych*, Toruń 2010, s. 214, T. Sójka, *Obowiązki...*, s. 54. Obowiązki informacyjne wynikające z KSH nakierowane na sferę korporacyjną (np. w związku z podejmowaniem uchwał przez walne zgromadzenie), analizowane są w Rozdz. 5, pkt. 2.2. i 3.2.

¹⁹⁵ Dodatkowo należy wskazać na informacje ujawniane w związku z ofertą publiczną lub wprowadzeniem papierów wartościowych do zorganizowanego obrotu, które regulują przepisy u.o.p. oraz Rozporządzenia Prospektowego. Mimo, że obowiązki tego typu powstają również w związku z wtórnymi ofertami papierów wartościowych spółek giełdowych (zob. art. 1 ust. 5 lit. a) oraz art. 14 Rozporządzenia Prospektowego), są one najdonioślejsze w odniesieniu do tzw. pierwszych ofert publicznych (*Initial Public Offer, IPO*). Ich znaczenie dla bieżącego monitorowania spółki przez akcjonariuszy w związku z zaangażowaniem jest więc ograniczone.

publikowane są one po zakończeniu danego kwartału, półrocza lub roku, w terminie odpowiednio 60 dni, 3 miesięcy lub 4 miesięcy (§ 83 ust. 1, 5 i 7 r.i.b.o.). W międzyczasie jednak, na działalność emitenta może mieć wpływ szereg innych wydarzeń lub okoliczności, istotnych dla wyceny jego akcji. Uzasadnia to nałożenie na emitentów obowiązku bieżącej (*ad hoc*) publikacji tego typu istotnych informacji, które na gruncie Rozporządzenia MAR określone są mianem informacji poufnych (art. 7 ust. 1 MAR)¹⁹⁶. Zgodnie z art. 17 ust. 1 Rozporządzenia MAR emitenci zobowiązani są do niezwłocznego podawania do publicznej wiadomości informacji poufnych bezpośrednio ich dotyczących. Również informacje podlegające w innym terminie ujawnieniu jako informacje okresowe lub bieżące, mogą podlegać niezwłocznej publikacji jako informacje poufne, jeżeli spełniają kryteria definicyjne (zob. §1 ust. 2 r.i.b.o.).

Kolejną kategorią informacji regulowanych są informacje bieżące (§ 5 r.i.b.o.). Na gruncie wersji r.i.b.o. z 2009 roku¹⁹⁷, obowiązującej przed wejściem w życie MAR, obowiązek publikacji informacji bieżących pełnił funkcję uzupełniającą wobec publikacji informacji poufnych, poprzez wskazanie przez ustawodawcę szerokiego katalogu zdarzeń niejako z założenia uznawanych za cenotwórcze, lub przynajmniej istotne dla inwestorów¹⁹⁸. Po wejściu w życie MAR ustawodawca zawęził jednak znacznie jego treść, uznając, że istnienie tego typu prawnie sankcjonowanego katalogu znaczących zdarzeń gospodarczych stałoby w sprzeczności z obowiązkiem samodzielnego dokonania przez emitenta oceny, jakie dotyczące go informacje spełniają kryteria informacji poufnej (art. 7 MAR). Obecnie, informacje bieżące podlegające publikacji dotyczą różnorodnych istotnych zdarzeń korporacyjnych (§5 r.i.b.o.), a także informacji związanych z walnym zgromadzeniem spółki (§20 r.i.b.o.). Zasadniczo, informacje bieżące przekazywane są niezwłocznie po zaistnieniu zdarzenia, którego dotyczą (§82 r.i.b.o.).

Obowiązki informacyjne spółek giełdowych zorientowane są przede wszystkim na płaszczyznę rynkową, w związku z czym informacje regulowane dotyczą przede wszystkim informacji istotnych dla wyceny spółki (informacji finansowych oraz bieżących informacji cenotwórczych). Wskazać jednak też można pewne obowiązki informacyjne nakierowane przede wszystkim na sferę wewnątrzkorporacyjną i funkcjonowanie ładu korporacyjnego w spółce. Wśród nich najistotniejszy jest obowiązek publikacji w sprawozdaniu rocznym oświadczenia o stosowaniu standardów ładu korporacyjnego (§72 ust. 7 pkt. 5 r.i.b.o.) przyjętych przez giełdę, na której notowane są akcje spółki, a więc Dobrych Praktyk Spółek Notowanych GPW. Ponadto, implementacja SRD II skutkowałą nałożeniem na spółki giełdowe dwóch obowiązków informacyjnych nakierowanych na sferę wewnątrzkorporacyjną. W związku z przyznaniem walnemu zgromadzeniu spółki giełdowej kompetencji do

¹⁹⁶ T. Sójka, *Obowiązki...*, s. 98. Definicja informacji poufnej przedstawiana jest w pkt. 4.3 poniżej.

¹⁹⁷ Rozporządzenie ministra finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, Dz. U. 2014 poz. 133.

¹⁹⁸ T. Sójka, *Obowiązki...*, s. 136; K. Oplustil, *Informacje...*, s. 894, s. 894.

zatwierdzenia polityki wynagrodzeń, polityka ta i inne informacje muszą być przedkładane walnemu zgromadzeniu (art. 90e ust. 5, art. 90g u.o.p.), a sprawozdanie z jej realizacji publikowane co roku na stronie internetowej spółki (art. 90g ust. 9 u.o.p.). Po drugie, spółki giełdowe zobowiązane są do publikowania *ad hoc* informacji o zawarciu transakcji z podmiotem powiązanym (art. 90h ust. 1 u.o.p.). Wymóg informowania o tego typu transakcjach, w sposób zagregowany, przewidują też przepisy dotyczące informacji okresowych (zob. §68 ust. 8 pkt. 9, § 72 ust. 8 pkt. 5 r.i.b.o.).

Cel zapewnienia powszechnego i równego dostępu inwestorów do informacji o spółce giełdowej widoczny jest szczególnie w trybie przekazywania informacji regulowanych do wiadomości publicznej¹⁹⁹. Przepisy unijne, zarówno dotyczące informacji okresowych i bieżących (art. 21 ust. 1 i 2 DP) jak i poufnych (art. 17 ust. 1 MAR oraz art. 2 ust. 1 lut. a) Rozporządzenia 2016/2055²⁰⁰) wymagają, aby przekazanie informacji zapewniało szybki i niedyskryminujący dostęp do nich przez ich odbiorców. Ponadto, przepisy unijne wymagają aby wszystkie informacje regulowane przekazywane były do urzędowo ustanowionego systemu służącego do scentralizowanego gromadzenia informacji regulowanych (ang. *Officially Appointed Mechanism*; OAM), o którym mowa w art. 21 ust. 1 DP. Artykuł 56 ust. 1 u.o.p. zobowiązuje emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym do jednoczesnego przekazywania informacji regulowanych KNF, spółce prowadzącej rynek regulowany oraz do publicznej wiadomości. Zgodnie z art. 56 ust. 1a u.o.p, KNF gromadzi informacje regulowane, a także zapewnia powszechny i stały dostęp do tych informacji, z uwzględnieniem konieczności zagwarantowania bezpieczeństwa informacji oraz pewności źródła informacji, co realizuje obowiązek ustanowienia w państwie członkowskim mechanizmu OAM. Obowiązek przekazywania przez spółki informacji regulowanych do tego systemu wynika z art. 55c u.o.p. Przekazanie informacji regulowanych do publicznej wiadomości odbywa się z kolei za pośrednictwem agencji informacyjnych (art. 58 ust. 1 i 1a u.o.p.). W praktyce wymogi te realizowane są przez funkcjonowanie prowadzonego przez KNF, Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI)²⁰¹, który umożliwia emitentom jednoczesne przekazanie informacji KNF, spółce prowadzącej giełdę oraz agencjom informacyjnym.

¹⁹⁹ M. Glicz, *Spółka...*, s. 91.

²⁰⁰ Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/1055 z dnia 29 czerwca 2016 r. ustanawiające wykonawcze standardy techniczne w odniesieniu do technicznych warunków właściwego podawania do wiadomości publicznej informacji poufnych i opóźniania podawania do wiadomości publicznej informacji poufnych zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014, Dz.U. UE L 173, 30.6.2016, s. 47–51.

²⁰¹ Podstawą funkcjonowania ESPI jest Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie środków i warunków technicznych służących do przekazywania niektórych informacji przez podmioty nadzorowane przez Komisję Nadzoru Finansowego, z dnia 17 stycznia 2023 r. (Dz.U. z 2023 r. poz. 184), a szczegóły funkcjonowania ESPI określa Regulamin korzystania z elektronicznego systemu przekazywania informacji (ESPI) stanowiący Załącznik do zarządzenia nr 58/2023 Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 20 października 2023 r.

3 Prawne uwarunkowania bezpośredniego dialogu pomiędzy spółką a akcjonariuszami na gruncie przepisów KSH

Po powyższych uwagach wstępnych dotyczących roli informacji w spółce giełdowej i realizowanych w sposób scentralizowany obowiązków informacyjnych spółek giełdowych, dalsza analiza skupia się na indywidualnym uzyskiwaniu informacji o spółce przez akcjonariusza w toku dialogu. W tej części rozdziału selektywne ujawnianie informacji przez spółkę przeanalizowane zostanie w kontekście relewantnych przepisów KSH.

3.1 Obowiązek zachowania poufności przez członków organów spółki

Zważywszy, że w toku bezpośredniego dialogu inwestora ze spółką dochodzi do przekazania mu informacji o spółce, analizując prawne uwarunkowania prowadzenia takiego dialogu należy przeanalizować, czy tego typu ujawnienia nie naruszają ciążącego na członkach organów spółki akcyjnej obowiązku zachowania poufności²⁰².

Obowiązek ten jest obecnie wyrażony *expressis verbis* w dodanym na mocy ZmKSH2022 art. 377¹ § 2 KSH, zgodnie z którym członek zarządu nie może ujawniać tajemnic spółki, także po wygaśnięciu mandatu (analogiczny obowiązek w odniesieniu do członków rady nadzorczej ustanawia art. 387¹ § 2 KSH). Wcześniej tak samo sformułowany obowiązek zachowania poufności ustawodawca wprowadził (po raz pierwszy wprost w KSH) w przepisach dotyczących prostej spółki akcyjnej (art. 300⁵⁵ § 2 KSH). Mimo iż bezpośredni wyraz w tekście przepisów obowiązek ten znalazł relatywnie niedawno, wcześniej jego istnienie było powszechnie przyjmowane w doktrynie i wywodzone z obowiązku lojalności funkcjonariuszy spółki, wynikającego wprost z natury stosunku organizacyjnego, łączącego członka organu (zarówno zarządu jak i rady nadzorczej) ze spółką, oraz ze znajdujących do tego stosunku analogiczne zastosowanie, przepisów KC o wykonaniu zobowiązań²⁰³. W kontekście bezpośredniego dialogu spółki z inwestorami zakres obowiązku zachowania poufności wymaga analizy. W szczególności należy odpowiedzieć na pytanie o to jakiego rodzaju informacje stanowią tajemnice spółki oraz czy i w jakich sytuacjach członkowie organów spółki mogą ujawniać je osobom trzecim²⁰⁴.

Ustawodawca nie definiuje w KSH pojęcia tajemnicy spółki. Doktryna odwołuje się w tym kontekście pomocniczo do pojęcia tajemnicy przedsiębiorstwa, zdefiniowanego w art. 11 ust.

²⁰² Dialog spółki z akcjonariuszami z perspektywy obowiązku poufności analizują też m.in. K. J. Hopt, *The dialogue between the chairman of the board and investors: the practice in the UK, the Netherlands and Germany and the future of the German corporate governance code under the new chairman*, ECGI-Law Working Paper nr 365/2017 <https://ssrn.com/abstract=3030693>, s. 8; T. Sójka, *Prawo do informacji dominującego akcjonariusza spółki publicznej - ograniczenia przedmiotowe* w: A. Kidyba (red.) *Spółki z udziałem Skarbu Państwa a Skarb Państwa*, Warszawa 2014, s. 143.

²⁰³ Zob. Sołtysiński/Moskwa w: S. Sołtysiński (red.) *System Prawa Prywatnego. Tom 17B. Prawo spółek kapitałowych.*, Warszawa 2016, s. 641; A. Opalski, *Rada nadzorcza w spółce akcyjnej*, Warszawa 2006, s. 166; D. Opalska, *Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych*, Warszawa 2014, s. 208; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 501.

²⁰⁴ W nowszej literaturze w tym kontekście obowiązek zachowania poufności rozważa P. Mazur, *Granice obowiązku poufności ciążącego na członkach organów spółek kapitałowych*, PPH nr 5/2023.

2 ustawy o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji²⁰⁵. Zgodnie z tym przepisem przez tajemnicę przedsiębiorstwa rozumie się informacje techniczne, technologiczne i organizacyjne przedsiębiorstwa lub inne informacje posiadające wartość gospodarczą, które jako całość lub w szczególnym zestawieniu i zbiorze ich elementów nie są powszechnie znane osobom zwykle zajmującym się tym rodzajem informacji albo nie są łatwo dostępne dla takich osób, o ile uprawniony do korzystania z informacji lub rozporządzania nimi podjął, przy zachowaniu należytej staranności, działania w celu utrzymania ich w poufności²⁰⁶.

Pomocnicze odwołanie się do definicji tajemnicy przedsiębiorstwa z u.z.n.k. może być przydatne na potrzeby wykładni pojęcia tajemnicy spółki w kontekście obowiązku poufności funkcjonariuszy, choć jedynie w sposób ograniczony. Definicja z art. 11 u.z.n.k. wyróżnia aspekt formalny (podjęcie czynności zmierzających do zachowania informacji w tajemnicy) oraz materialny, dotyczący wartości gospodarczej informacji. Odnosząc się do aspektu formalnego, jest on nieprzydatny z perspektywy prawa spółek. Jego przyjęcie w u.z.n.k., wynika z faktu, że ustawa ta, jako akt publicznego prawa gospodarczego, nakierowany na ochronę przedsiębiorcy przed nieuczciwą konkurencją, przyjmuje perspektywę zewnętrzną wobec funkcjonowania spółki. Innymi słowy, zakłada ona, że uprzednio, wewnątrz przedsiębiorstwa została już podjęta decyzja o ochronie danej informacji jako tajemnicy (i w konsekwencji zastosowano odpowiednie środki ochrony tej tajemnicy przed ujawnieniem). Z punktu widzenia wewnątrzkorporacyjnego ten element definicji wydaje się wręcz cyrkularny – za tajemnicę uznaje się te informacje, które zarząd postanowił utrzymać w tajemnicy. Tymczasem definicja tajemnicy spółki przydatna z perspektywy prawa korporacyjnego, powinna dostarczać zarządom spółki wytycznych o tym jak taką właśnie decyzję podjąć i czym się przy podejmowaniu niej kierować. Co do aspektu materialnego, odnoszącego się do wartości gospodarczej, jaką powinna przedstawiać dana informacja, można rozumieć go na dwa sposoby. W węższym rozumieniu informację gospodarczą stanowi informacja, która może być samodzielnym przedmiotem obrotu cywilnoprawnego (np. jako przedmiot majątkowych praw autorskich) i posiada określoną wartość pieniężną. W szerszym rozumieniu, wartość gospodarczą ma każda informacja której ujawnienie powoduje negatywne konsekwencje z punktu widzenia interesu spółki (np. informacja mogąca zaszkodzić reputacyjne spółce) chociażby sama nie przedstawiała wartości majątkowej i nie mogłaby być przedmiotem obrotu²⁰⁷. Na gruncie art. 11 u.z.n.k. powszechnie przyjmuje się do drugie, szersze

²⁰⁵ Dz.U. 2022 poz. 1233.

²⁰⁶ Zdaniem części doktryny, ze względu na posłużenie się przez ustawodawcę innym wyrażeniem, „tajemnica przedsiębiorstwa”, nie może być utożsamiana z „tajemnicą spółki”, która jest pojęciem szerszym, zob. *M. Bieniak* w: J. Bieniak i in., *KSH. Komentarz.*, wyd. 8, Warszawa 2022, s. 1216; *Reszczyk-Król* w: Z. Jara (red.) *Kodeks spółek handlowych. Komentarz.*, Warszawa 2022, s. 1484. Jak jednak słusznie zauważa P. Mazur, *Granice...*, s. 5 KSH w sposób niezbyt systematyczny wielokrotnie posługuje się zbliżonymi pojęciami („tajemnica przedsiębiorstwa” (art. 219 § 4 KSH), „wszelkie niemające publicznego charakteru informacje i dokumenty otrzymane od spółki” (art. 219² § 4, art. 300^{71a} § 4, art. 382¹ § 4 KSH), „tajemnice techniczne, handlowe lub organizacyjne przedsiębiorstwa” (art. 300^{71a} § 5, art. 382¹ § 5, art. 428 § 2 KSH)), sugeruje to, że w toku dekodowania znaczenia pojęcia tajemnicy spółki nie należy przywiązywać nadmiernej uwagi do konkretnych terminów używanych przez ustawodawcę.

²⁰⁷ A. Opalski, *Rada...*, s. 169.

rozumienie²⁰⁸. Jest to spójne z wykładnią obowiązku poufności w doktrynie prawa spółek, gdzie przyjmuje się, że to, czy dana informacja objęta jest tym obowiązkiem (czy stanowi tajemnicę spółki) należy oceniać z perspektywy konsekwencji jej ujawnienia dla interesu spółki²⁰⁹. Innymi słowy tajemnicą nie stanowi każda, najbardziej nawet bagatelna informacja, a jedynie taka, informacja, której ujawnienie jest istotne z punktu widzenia interesu spółki²¹⁰.

Powyższe uwagi dotyczą pojęcia „tajemnicy spółki”, jednak ograniczanie się do tego sformułowania nie pozwala jeszcze na zadowalającą wykładnię art. 377¹ § 2 KSH. Czytany dosłownie, przepis ten zabraniałby generalnie ujawniania tajemnic spółki (w ustalonym powyżej znaczeniu). Takie rozumienie byłoby jednak oczywiście absurdalne – w normalnym toku działalności spółki członkowie zarządu muszą ujawniać tego rodzaju informacje różnym osobom trzecim - audytorom sprawozdań finansowych spółki, jej doradcom prawnym i biznesowym, kontrahentom i potencjalnym kontrahentom spółki, instytucjom finansowym w procesie ubiegania się o finansowanie lub potencjalnym inwestorom w procesie badania *due dilligence*²¹¹.

W konsekwencji należy przyjąć, że obowiązek zachowania poufności ma charakter względny, i sprowadza się do zakazu ujawniania tajemnic spółki, które byłyby sprzeczne z interesem spółki²¹². Decyzja o zachowaniu pewnych informacji o spółce w tajemnicy lub o tym jakiemu gronu podmiotów lub w jakim zakresie są one przekazywane, oraz kiedy (i czy w ogóle) są one upubliczniane należy do biznesowej oceny zarządu²¹³. Nie znaczy to oczywiście, że zarząd ma w tym aspekcie dowolność i może kierować się czysto subiektywnymi przesłankami. Decyzja o ujawnieniu powinna być podejmowana w interesie spółki i zgodnie z zachowaniem należytej staranności i lojalności (art. 377¹ § 1 KSH), w tym z uwzględnieniem zasady proporcjonalności. Ocena dopuszczalności ujawnienia tajemnicy spółki „powinna być dokonywana odrębnie w odniesieniu do każdego przypadku, uwzględniając bilans korzyści i zagrożeń wynikających z ujawnienia danej informacji, potencjalne skutki powstrzymania się od jej ujawnienia oraz bezpieczeństwo informacji po jej przekazaniu osobie trzeciej”²¹⁴. W świetle powyższych wniosków należy zgodzić się z P. Mazurem, że przepisy KSH wyrażające wprost nakaz nieujawniania tajemnic spółki stanowią *superfluum*, gdyż działanie członka organu polegające na ujawnieniu tajemnicy spółki zawsze i tak należy oceniać z perspektywy

²⁰⁸ Zob. wyr. NSA z 4.03.2025 r. III OSK 1879/23; wyr. NSA z 25.02.2025 r., III OSK 6712/21.

²⁰⁹ D. Opalska, *Obowiązek...*, s. 208; *Sołtysiński/Moskwa* w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 641; P. Mazur, *Granice...*; T. Sójka, *Prawo do...*, s. 144 Potwierdzeniem centralnej roli interesu spółki przy ocenie dopuszczalności ujawniania informacji jest też art. 428 § 2 KSH, który wskazuje jako podstawę odmowy odpowiedzi na pytanie akcjonariusza możliwość ujawnienia tajemnic spółki, jeżeli takie ujawnienie mogłoby wyrządzić spółce szkodę.

²¹⁰ P. Mazur, *Granice...*, s. 5; A. Opalski, *Rada...*, s. 168.

²¹¹ D. Opalska, *Obowiązek...*, s. 212.

²¹² P. Mazur, *Granice...*, s. 4. Tak również K. J. Hopt, *Conflict of interest, secrecy and insider information of directors, A comparative analysis*, ECFR nr 2(10)/2013, s. 184.

²¹³ Podobnie K. J. Hopt, *The dialogue...*, s. 8: „funkcjonariusze spółki mają i muszą mieć kompetencję określania, które informacje mogą zostać ujawnione w interesie spółki”.

²¹⁴ P. Mazur, *Granice...*, s. 4.

działania w interesie spółki, a więc z perspektywy obowiązków zachowania lojalności oraz należytej staranności²¹⁵.

Odnosząc powyższe wnioski do problematyki dialogu spółki z inwestorami, ujawnianie informacji w toku takiego dialogu będzie zgodne z ciążącym na członkach organów spółki kapitałowej obowiązkiem zachowania poufności (zakazem ujawniania tajemnic spółki) jeżeli ujawnienie to będzie w interesie spółki, oraz jeżeli zostanie zagwarantowana odpowiednia ochrona poufności przekazywanych informacji. W tym miejscu można ogólnie zauważyć, że – choć kwestię tę należy każdorazowo rozpatrywać w kontekście danego stanu faktycznego – ujawnienie informacji w toku dialogu będzie często w interesie spółki²¹⁶; względy, które mogą uzasadniać taki wniosek przedstawiane są szerzej w kontekście zasady równego traktowania.

3.2 Zasada równego traktowania akcjonariuszy

3.2.1 Treść zasady równego traktowania akcjonariuszy

Zgodnie z art. 20 KSH akcjonariusze spółki kapitałowej powinni być traktowani jednakowo w takich samych okolicznościach. Przepis ten wyraża zasadę równego traktowania akcjonariuszy, która zaliczana jest w literaturze do jednego z kluczowych elementów natury spółki akcyjnej²¹⁷. W spółkach giełdowych dodatkowym normatywnym źródłem tej zasady jest art. 20 u.o.p., który dotyczy w szczególności równego dostępu do informacji²¹⁸.

Główną funkcją zasady równości jest ochrona wspólników mniejszościowych przed nieuzasadnioną dyskryminacją ze strony korporacyjnej większości²¹⁹. Funkcjonalnym jej uzasadnieniem jest fakt, że spółka stanowi „niepełny kontrakt” (*incomplete contract*), o charakterze „otartym na przyszłość” – po zawiązaniu spółki stosunek pomiędzy wspólnikami traci charakter (czysto) umowny, a zasadę konsensusu zastępuje zasada rządów większości, co generuje dla mniejszości ryzyko jednostronnego kształtowania jej sytuacji przez większość²²⁰. Jako, że wyczerpujące określenie mechanizmów ochrony mniejszości przed tym ryzykiem w umowie spółki jest niemożliwe z uwagi na niekompletność kontraktowania, funkcję ochronną

²¹⁵ Ibid.

²¹⁶ Tak w kontekście obowiązku poufności, P Mazur, *Ibid.*, s. 7; podobnie T. Sójka, *Prawo do...*, s. 144.

²¹⁷ J. Okolski, J. Modrzejewski, Ł. Gasiński, *Natura stosunku korporacyjnego spółki akcyjnej*, PPH nr (8)/2000, s. 11.

²¹⁸ Implementujący art. 17 TD, regulującej przede wszystkim obowiązki informacyjne na rynku kapitałowym; zob. A. Chłopecki w: A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz*, LEX 2014, art. 20, pkt 2. W wyr. ws. C-101/08 *Audiolux* z dnia 15.10.2009 r. (pkt. 37-38), TSUE podkreślił, że zakres przepisów unijnego prawa spółek, mówiących o równym traktowaniu akcjonariuszy ograniczony jest do aktów, w których są zawarte. Brak więc generalnej zasady równego traktowania akcjonariuszy w prawie UE.

²¹⁹ T. Sójka, *Zasada równego traktowania akcjonariuszy w kodeksie spółek handlowych-zagadnienia podstawowe*, *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny* nr 4(62)/2000.

²²⁰ Ł. Gasiński, *Granice swobody kształtowania treści statutu spółki akcyjnej*, Warszawa 2014, s. 320; A. Opalski, *Zasada jednakowego traktowania wspólników i akcjonariuszy*, PPH nr (6)/2012; T. Sójka, *Zasada...*, s. 48. T. Sójka zauważa analogię pomiędzy art. 20 KSH a sformułowaną w przez SN w kontekście umów tezę, że „sprzeczne z naturą umowy gospodarczej” jest pozostawienie „w ręku jednej tylko strony umowy możliwości dowolnej zmiany jej warunków”, Uchwała SN(7) z dnia 22 maja 1991 r., III CZP 15/91.

pełni zasada równego traktowania. Stanowi ona więc legitymację rządów większości oraz emanację obowiązku lojalności spółki wobec akcjonariuszy²²¹.

Zasada równości stanowi też klauzulę generalną, przez pryzmat której należy interpretować szczegółowe postanowienia KSH²²². Ocenie pod kątem jej naruszenia podlegają wszystkie działania, które można przypisać spółce, a więc postanowienia statutu spółki, uchwały jej organów (w szczególności walnego zgromadzenia), jak i faktyczne postępowanie funkcjonariuszy spółki wobec akcjonariuszy²²³.

Równe traktowanie można rozumieć w sensie formalnym, jako nakaz bezwzględnie równego traktowania, niezależnie od okoliczności oraz w sensie materialnym, jako nakaz równego traktowania, chyba że okoliczności uzasadniają zróżnicowane traktowanie²²⁴. Już z samego brzmienia art. 20 KSH przepisu wynika, że zasada równego traktowania akcjonariuszy nie powinna być rozumiana jako zakaz jakiegokolwiek odmiennego traktowania ich przez spółkę, czy też nakaz traktowania każdego akcjonariusza zawsze w dokładnie ten sam sposób. Przepis ten wyraźnie dopuszcza odmiennie traktowanie akcjonariuszy znajdujących się w odmiennych okolicznościach.

Odmiennymi okolicznościami uzasadniającymi zróżnicowane traktowanie mogą być okoliczności zarówno natury prawnej jak i faktycznej, wśród których wskazuje się też wielkość udziału kapitałowego danego akcjonariusza²²⁵. Błędem byłoby jednak rozumienie zasady równego traktowania przede wszystkim jako nakazu traktowania akcjonariuszy proporcjonalnie do ich udziału kapitałowego, co prowadziłoby w istocie do utożsamienia zasady równego traktowania z zasadą proporcjonalności. Wypaczałoby to ochronny cel zasady równego traktowania i prowadziło do utożsamienia jej z zasadą proporcjonalności uprawnień. Rozróżnia się w tym kontekście uprawnienia akcjonariusza konstrukcyjnie uzależnione od wielkości udziału kapitałowego (np. prawo do udziału w zysku) oraz niezależne od wielkości udziału kapitałowego (np. prawo do udziału w walnym zgromadzeniu)²²⁶. W odniesieniu do tej pierwszej grupy zróżnicowane traktowanie w oparciu o rozmiar udziału nie budzi kontrowersji²²⁷. Szczególne znaczenie zasada równego traktowania ma natomiast dla uprawnień, których konstrukcja nie jest uzależniona od udziału kapitałowego - w odniesieniu do których punktem wyjścia jest równość formalna wszystkich akcjonariuszy - oraz w takich sytuacjach, gdzie dochodzi do zróżnicowania pozycji akcjonariuszy w sposób inny niż w oparciu

²²¹ A. Opalski, *Zasada...*, s. 6.

²²² Tofel w: J. Bieniak i in., *KSH...*, s. 125.

²²³ Ł. Gasiński, *Granice...*, s. 320

²²⁴ M. Romanowski, *Zasada jednakowego traktowania udziałowców spółki kapitałowej (I)*, PPH nr (1)/2005, s. 5

²²⁵ Tofel w: J. Bieniak i in., *KSH...*, s. 134; Włodyka w: S. Włodyka (red.) *SPH, tom. 2*, Warszawa 2012, s. 58; M. Romanowski, *Zasada...*, s. 6: „nakaz (...) traktowania ich w sposób sprawiedliwy, czyli z uwzględnieniem ich zróżnicowanej sytuacji faktycznej lub prawnej (np. akcjonariusz branżowy i finansowy, akcjonariusz większościowy i mniejszościowy)”.

²²⁶ A. Opalski, *Zasada...*; T. Sójka, *Zasada...*, s. 46–47.

²²⁷ T. Sójka, *Zasada...*, s. 47; J. Strzępka (red.) *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2015, s. 83

o ich udział kapitałowy (np. przy selektywnym wyłączeniu prawa poboru)²²⁸. Spółka powinna każdorazowo ocenić, czy w danej sytuacji większy udział kapitałowy lub inna okoliczność związana z osobą akcjonariusza stanowi okoliczność zezwalającą na odmienne traktowanie.

Zasada równego traktowania akcjonariuszy zabrania przede wszystkim nieuzasadnionej i arbitralnej dyskryminacji akcjonariuszy²²⁹. Odmienne traktowanie akcjonariuszy nie narusza natomiast art. 20 KSH jeżeli jest obiektywnie uzasadnione i służy osiągnięciu uprawnionego celu, co należy oceniać z perspektywy interesu spółki. Ingerencja w równouprawnienie akcjonariuszy powinna więc służyć realizacji ważnego interesu spółki, nie zaś wyłącznie urzeczywistnieniu dążeń pojedynczych wspólników czy osób trzecich, a uszczuplenie praw wspólników powinno być konieczne do osiągnięcia zamierzonego celu, a także stanowić odpowiedni (adekwatny) środek do realizacji tego celu (proporcjonalność)²³⁰.

3.2.2 Zasada równego traktowania akcjonariuszy a bezpośredni dialog spółki giełdowej z wybranymi akcjonariuszami

W doktrynie dostrzega się, że „udzielenie informacji o spółce akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem (...) jest ograniczone przez nakaz równego traktowania akcjonariuszy w takich samych okolicznościach (art. 20 KSH)”²³¹. W konsekwencji, należy przeanalizować czy, a jeżeli tak, to w jakim zakresie, zróżnicowanie przez zarząd sytuacji informacyjnej akcjonariuszy w toku prowadzenia bezpośredniego dialogu ze znaczącymi akcjonariuszami, jakimi są inwestorzy instytucjonalni, jest dopuszczalne.

Część doktryny uważa, że ujawnianie informacji wybranym akcjonariuszom poza walnym zgromadzeniem stanowi zawsze samo w sobie naruszenie art. 20 KSH²³². Stanowisko to wydaje się opierać na założeniu, że akcjonariusze, zwłaszcza spółki giełdowej, mają tożsame uzasadnione zapotrzebowanie na informacje dotyczące spółki, w związku z czym nie zachodzi zróżnicowanie okoliczności, które pozwalałoby traktować ich inaczej²³³. Zajmujący je autorzy zdają się też nie brać pod uwagę jakichkolwiek potencjalnych korzyści płynących dla spółki z ujawniania informacji określonym akcjonariuszom.

²²⁸ W orzecznictwie za zgodne z art. 20 KSH uznano przyznanie prawa poboru wybranym akcjonariuszom, jeżeli tylko oni mogą dokapitalizować spółkę, wyr. SN z dnia 31 stycznia 2002 r., sygn. IV CKN 641/00.

²²⁹ Sołtysiński w: S. Sołtysiński i in., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Tom I*, Warszawa 2012, s. 355

²³⁰ A. Opalski, *Zasada...*, s. 11

²³¹ Sołtysiński/Moskwa w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 677.

²³² Tak Popiołek w: J. Strzępka (red.) *Kodeks...*, s. 1085 („jeżeli (...) zarząd z własnej inicjatywy udziela akcjonariuszowi informacji, to powinno to dotyczyć wszystkich akcjonariuszy, zgodnie z zasadą równego traktowania opisaną w art. 20 KSH”); Podobnie Szumański w: S. Sołtysiński i in., *Kodeks spółek handlowych. Tom III. Spółka akcyjna*, Warszawa 2013, s. 1549 („prawo do informacji wykonywane poza walnym zgromadzeniem narusza zasadę równouprawnienia akcjonariuszy (art. 20 KSH)”, a *fortiori* w odniesieniu do spółki publicznej, s. 1543 („ujawniając informacje w trybie art. 428 § 6 KSH [zarząd] naruszyłby zasadę jednakowego dostępu uczestników obrotu (w tym akcjonariuszy) do informacji o spółce”); J. Frąckowiak w: *Komentarz KSH*, red. A. Kidyba, 2020, LEX (428, pkt. 6).

²³³ Tak np. jak się wydaje I. Gębusia, *Interes spółki w prawie polskim i europejskim*, Warszawa 2017: „wszyscy akcjonariusze powinni mieć równy dostęp do tych samych danych dotyczących ich relacji korporacyjnej ze spółką; kwestie rzutujące na stosunek spółkowy i sposób wykonywania uprawnień akcyjnych mieszczą się bowiem w pojęciu tych samych okoliczności, określających zasadę równego traktowania akcjonariuszy”.

Stanowisko to jest jednak dyskusyjne. Większościowy akcjonariusz strategiczny, inwestor instytucjonalny dysponujący mniejszościowym, ale znaczącym pakietem akcji oraz drobny akcjonariusz indywidualny różnią się co do ponoszonego ryzyka finansowego, w związku ze różnicowaną wielkością ich udziału w spółce, co przekłada się na zróżnicowaną potrzebę uzyskiwania przez każdego z nich informacji o spółce. Z perspektywy interesu spółki, uzasadnienie ujawnienia wybranych informacji dotyczących spółki każdej z tych grup jest również zróżnicowane. Za ujawnieniem niektórych informacji na rzecz akcjonariusza większościowego przemawiają względy praktyczne, związane z koniecznością współdziałania ze strony walnego zgromadzenia (w istocie akcjonariusza dominującego, kontrolującego ten organ) dla powodzenia planów zarządu.

Uwzględnienie tych korzyści leży u podstaw prezentowanych w doktrynie bardziej liberalnych stanowisk co do udostępniania przez zarząd informacji wybranym akcjonariuszom. Stanowisko takie najbardziej dobitnie (w kontekście dialogu z akcjonariuszem większościowym) prezentuje *M. Romanowski*²³⁴. Autor ten podkreśla, że:

Staranny zarządzający (a także rada nadzorcza) może i powinien z własnej inicjatywy poszukiwać kontaktu z większościowym akcjonariuszem przy poszanowaniu praw mniejszości. Taka komunikacja jest niezbędna dla właściwego odczytywania interesu spółki (wypadkowej interesów jej akcjonariuszy) determinowanego w stopniu decydującym przez interes akcjonariusza większościowego²³⁵.

Podobnie *A. Opalski*, zdaniem którego „naturalnym i pożądanym jest przepływ informacji między spółką (w tym także publiczną) a jej strategicznym akcjonariuszem, będący konsekwencją jego aktywnego zaangażowania w podejmowanie najważniejszych, kierunkowych decyzji. Nie stoi temu na przeszkodzie art. 20 [KSH]”²³⁶. Zróżnicowanie dostępu akcjonariuszy do informacji uznają za dopuszczalne – choć mniej stanowczo – również *T. Sójka* oraz *S. Sołtysiński* i *P. Moskwa*²³⁷. Często wskazuje się w tym kontekście, że za ujawnieniem niektórych informacji na rzecz akcjonariusza większościowego przemawiają względy praktyczne, związane np. z koniecznością zagwarantowania współdziałania ze strony walnego zgromadzenia (w istocie akcjonariusza większościowego, kontrolującego ten organ) dla powodzenia planów zarządu²³⁸.

²³⁴ *M. Romanowski, Wpływ...; M. Romanowski, Prawo zarządu spółki giełdowej do bezpośredniej komunikacji z akcjonariuszem dominującym*, Monitor Prawa Handlowego nr 4/2014.

²³⁵ *M. Romanowski, Prawo zarządu...*, s. 4

²³⁶ *Opalski w: A. Opalski (red.) KSH, t. IIIB...*, s. 798.

²³⁷ *T. Sójka, Prawo do...*, s. 143; *Sołtysiński/Moskwa w: S. Sołtysiński (red.) SPP, t. 17B...*, s. 677 („Zarząd powinien więc rozważyć, czy (...) udzielenie akcjonariuszowi informacji poza zgromadzeniem prowadziłoby do nieuzasadnionego uprzywilejowania udziałowca”).

²³⁸ Przykładem często podawanym w doktrynie w tym kontekście jest planowane przedłożenie przez zarząd pod głosowanie uchwały o podwyższeniu kapitału (część doktryny dopuszcza w takiej sytuacji również ujawnienie znacznym akcjonariuszom informacji poufnych). Zob. *Opalski w: A. Opalski (red.) KSH, t. IIIB...*, s. 799; *M. Romanowski, Prawo zarządu...*, s. 5; *P. Moskała, Prawne instrumenty zarządzania zgrupowaniem spółek kapitałowych*, Warszawa 2018, s. 206; *R. Woźniak, Badanie rynku jako szczególna podstawa dostępu do informacji poufnych na rynku kapitałowym*, Warszawa 2023, s. 180. W doktrynie niemieckiej - *H. Fleischer, Investor Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrecht*, ZGR nr

Względy przemawiające za udzielaniem informacji akcjonariuszowi większościowemu uzasadniają również, choć w odpowiednio mniejszym stopniu, ujawnienie informacji w toku dialogu spółki z inwestorami instytucjonalnymi. Tacy inwestorzy znajdują się w okolicznościach odmiennych od tych, w których znajduje się przeciętny drobny inwestor, a dialog z nimi jest potencjalnie bardziej wartościowy z punktu widzenia interesu spółki²³⁹. Po pierwsze, inwestor instytucjonalny zazwyczaj posiada znaczący mniejszościowy pakiet akcji, z którym wiąże się większe ryzyko inwestycji. Uzasadnia to umożliwienie mu większego zaangażowania w sprawy spółki; jednocześnie ryzyko to motywuje inwestora do jego podjęcia²⁴⁰.

Wielkość udziału kapitałowego nie jest jedyną cechą odróżniającą inwestorów instytucjonalnych na tle akcjonariatu spółek giełdowych. Inwestorzy instytucjonalni są podmiotami profesjonalnymi, dysponującymi zazwyczaj odpowiednimi zasobami i wiedzą finansową, biznesową oraz z zakresu standardów ładu korporacyjnego, które umożliwiają im fachową ocenę działalności spółki. Znaczący akcjonariusze mniejszościowi często są powiązani w jakiś sposób ze spółką lub jej głównym akcjonariuszem. Inwestorzy instytucjonalni są natomiast zazwyczaj niezależni i niepowiązani ze spółką, co umożliwia im bardziej bezstronną ocenę jej działalności. Powyższe cechy inwestorów instytucjonalnych uzasadniają dialog z nimi z perspektywy kryterium interesu spółki, nie tylko jako formę ogólnego utrzymywania dobrych relacji inwestorskich (które mogą przełożyć się na lepszą reputację spółki i łatwiejszy dostęp do kapitału)²⁴¹, lecz także przez wzgląd na wartość informacji czy zaleceń jakie emitent może uzyskać od tego typu akcjonariuszy²⁴². Zwłaszcza bardziej aktywistycznie nastawieni akcjonariusze, którzy dokonują dogłębnej oceny sytuacji spółki i możliwości poprawy jej wyników przed podjęciem zaangażowania, i którzy dodatkowo „uwiarygadniają” swoje przekonania o możliwości zwiększenia wartości spółki przez objęcie znacznego pakietu akcji, zasługują na wysłuchanie przez funkcjonariuszy spółki.

4/2009, s. 521; S. Kalss, *Aktionärsinformation*, ZGR nr 2–3(49)/2020, s. 232; Assmann w: H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbert (red.) *Wertpapierhandelsrecht. Kommentar*, wyd. 7, Köln 2019, s. 1652.

²³⁹ C. Mosca, *Director–Shareholder Dialogues Behind the Scenes: Searching for a Balance Between Freedom of Expression and Market Fairness*, ECFR nr 4(15)/2018, s. 828.

²⁴⁰ P. Mazur, *Bezpośredni...*, s. 44.

²⁴¹ G. Strampelli, *Knocking at the boardroom door: a transatlantic overview of director-institutional investor engagement in law and practice*, Vanderbilt Law & Business Review nr (12)/2017, s. 224.

²⁴² Podobnie S. Kalss, *Aktionärsinformation...*, s. 232, która wskazuje, że „decydującym kryterium odróżniającym znaczących akcjonariuszy od innych, mniej zaangażowanych akcjonariuszy jest ich rola ważnego źródła informacji dla spółki, a czasem ekspertów” oraz Henze/Notz w: H. Hirte, P. Mülbert, M. Roth (red.) *Aktiengesetz. Grosskommentar.*, wyd. 5, Berlin 2018 (§53a, Nb. 92) – „z uwagi na wysoki poziom zaangażowania ekonomicznego i często posiadaną wiedzę branżową znaczących akcjonariuszy, ich perspektywa jest dla zarządu tak samo ważna, jak perspektywa ekspertów zewnętrznych”. Zob. też G. Bachmann, *Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat w: Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016*, Köln 2017, s. 166. D. Bosek-Rak, podsumowując wyniki rozmów z inwestorami na polskim rynku wskazuje, że „inwestorzy instytucjonalni stanowią grono cenionych doradców spółek gdyż zajmują się profesjonalną oceną działalności przedsiębiorstw, znają rynek i otoczenie konkurencyjne przedsiębiorstwa” a „władze spółki wolą otrzymać negatywne uwagi od przedstawiciela funduszu w czasie spotkania niż mierzyć się z wyprzedzą akcji”, D. Bosek-Rak, *Zaangażowanie...*, s. 189, 198.

Uzasadniona więc będzie zróżnicowana reakcja zarządu na zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych oraz na podobne inicjatywy drobnych akcjonariuszy indywidualnych.

Wreszcie, w odniesieniu do inwestorów instytucjonalnych wskazuje się, że umożliwienie im kontaktu ze spółką jest konieczne, żeby mogli spełniać ciężące na nich oczekiwania unijnego prawodawcy co do aktywnego angażowania się w ład korporacyjny spółki i realizowanie idei odpowiedzialnego powiernictwa (*stewardship*)²⁴³. Argument ten ma moim zdaniem mniejszą siłę perswazyjną gdyż nie jest jasne dlaczego funkcjonariusze spółki mieliby ułatwiać akcjonariuszom wykonywanie ciężących na nich obowiązków publicznoprawnych, w oderwaniu od kryterium interesu spółki²⁴⁴. Unijny (lub krajowy) prawodawca nakładając na inwestorów obowiązki związane z zaangażowaniem, musi mieć świadomość, że ich wykonywanie ograniczone jest przez przepisy regulujące obieg informacji w spółkach. Jednak fakt, że obowiązki tego typu nakładane są na inwestorów przy założeniu, zaangażowanie jest pożądane z perspektywy ładu korporacyjnego (zob. np. motyw 14 SRD II), wspiera pogląd, że ujawnianie informacji w toku dialogu z nimi jest w interesie spółki.

Do podobnych wniosków co do dopuszczalności selektywnego dialogu z inwestorami z punktu widzenia zasady równego traktowania akcjonariuszy dochodzą komentatorzy w literaturze międzynarodowej²⁴⁵ oraz w doktrynie niemieckiej²⁴⁶.

Nie oznacza to, że członkom zarządu spółki przysługuje zupełna swoboda w podejmowaniu decyzji co do wejścia w dialog z wybranymi akcjonariuszami. Aby była zgodna z art. 20 KSH, decyzja ta powinna być oparta na obiektywnych przesłankach i uzasadniona z punktu widzenia interesu spółki. Sytuacja, w której zarząd wykazywałby o wiele większą otwartość na dialog z inwestorami przychylnymi jego działaniom niż z inwestorami je krytykującymi, w braku innych obiektywnych powodów do zróżnicowanego traktowania potencjalnie mogłaby naruszać zasadę równego traktowania²⁴⁷. W doktrynie niemieckiej postuluje się aby kryteria dopuszczenia inwestorów do dialogu ze spółką zostały ustalone przez zarząd lub radę nadzorczą, np. poprzez określenie progu wielkości udziału, który „uprawnia” akcjonariusza do bezpośredniego dialogu ze spółką²⁴⁸. Brak jednak podstaw dla formułowania uniwersalnych progów, zważywszy choćby na możliwe różnice w kapitalizacjach spółek. Decyzja o przyjęciu tego typu ilościowych kryteriów podjęcia zaangażowania z akcjonariuszami powinna należeć

²⁴³ G. Bachmann, *Dialog...*, s. 166; P. Mazur, *Bezpośredni...*, s. 44

²⁴⁴ J. Koch, *Investorengespräche des Aufsichtsrats*, AG nr 5(62)/2017, s. 138

²⁴⁵ C. Mosca, *Director–Shareholder...*, s. 828; G. Strampelli, *Knocking...*, s. 224, K. J. Hopt, *The dialogue...*, s. 9

²⁴⁶ Poza poglądami przywołanymi już powyżej, zob. też m.in. *Spindler* w: K. Schmidt, M. Lutter (red.) *Aktiengesetz. Kommentar.*, wyd. 4, Köln 2020, s. 591 (§53a, Nb. 37) i *Götze* w: *MüKoAktG* (§53a, Nb. 14). Krytycznie wobec nadmiernego uprzywilejowania informacyjnego wybranych grup akcjonariuszy J. Koch, *Investorengespräche...*, s. 136–137; J. Koch, *Informationsweitergabe und Informationsasymmetrien im Gesellschaftsrecht*, ZGR nr 2–3(49)/2020, s. 208–214.

²⁴⁷ C. Mosca, *Director–Shareholder...*, s. 828

²⁴⁸ G. Bachmann, *Dialog...*, s. 168; S. Kalss, *Aktionärsinformation...*, s. 236. Autorzy ci proponują odpowiednio progi 1% (próg dla wystąpienia z *action pro socio* (§148 ust. 1 AktG) oraz dla wniosku o wyznaczenie rewidenta do spraw szczególnych (§ 142 ust. 2 AktG)) oraz 0,5% (próg poniżej którego państwa członkowskie mogły wyłączyć możliwość identyfikacji akcjonariuszy w ramach transpozycji art. 3a ust. 1 SRD II).

do spółki, ale nawet w przypadku ich przyjęcia, należy uznać, że organom spółki przysługuje konieczny margines swobody w ocenie czy podjęcie dialogu z określonym inwestorem jest w konkretnym przypadku zasadne z punktu widzenia interesu spółki.

Co więcej, zasada równego traktowania akcjonariuszy znajduje potencjalnie zastosowanie również co do sposobu prowadzenia dialogu z wybranymi akcjonariuszami. Nie oznacza to, że każdemu z inwestorów w ramach dialogu powinny być ujawnione te same informacje²⁴⁹, lub każdemu poświęcone tyle samo czasu i uwagi - o dopuszczalności i zasadności ujawnienia informacji w konkretnym przypadku powinno jednak decydować względy relewantne z punktu widzenia art. 20 KSH.

Podsumowując, zasada równego traktowania akcjonariuszy powinna być wzięta przez spółkę (zarząd) pod uwagę w toku prowadzenia dialogu z inwestorami, ale nie stanowi bezwzględnej przeszkody dla selektywnego ujawniania informacji określonym inwestorom.

3.3 Udzielanie informacji akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem – uwagi ogólne

KSH reguluje uzyskiwanie przez akcjonariusza informacji o sprawach spółki w dwóch sytuacjach: na walnym zgromadzeniu (art. 428 § 1 KSH) oraz poza walnym zgromadzeniem (art. 428 § 6 KSH). Dla bezpośredniego dialogu spółki z inwestorami znaczenie ma przede wszystkim ta art. 428 § 6 i 7 KSH, natomiast prawo do informacji na walnym zgromadzeniu poruszane jest w Rozdziale 5.

3.3.1 Brak prawa akcjonariusza do informacji poza walnym zgromadzeniem

Zgodnie z art. 428 par. 6 KSH, w przypadku zgłoszenia przez akcjonariusza poza walnym zgromadzeniem wniosku o udzielenie informacji dotyczących spółki, zarząd może udzielić akcjonariuszowi informacji na piśmie przy uwzględnieniu ograniczeń wynikających z art. 428 § 2 KSH. Posłużenie się przez ustawodawcę zwrotem „może”, brak wskazania terminu na udzielenie informacji oraz brak przyznania akcjonariuszowi uprawnienia do zainicjowania sądowej kontroli odmowy udzielenia informacji w tym trybie przemawiają za przyjęciem, że zarząd ma obowiązek udzielania akcjonariuszom informacji poza walnym zgromadzeniem²⁵⁰. Przemawia za tym ponadto wskazanie w art. 428 § 6 KSH *in fine* jedynie na ograniczenia dopuszczalności udzielenia informacji z art. 428 § 2 KSH, a pominięcie podstaw odmowy jej udzielenia z art. 428 § 3 KSH. Ściśle rzecz biorąc, nie można więc w tym ponadto wskazać

²⁴⁹ Warto zauważyć, że przepisy dot. badania rynku przewidują ujawnianie każdemu inwestorowi wystandaryzowanego pakietu informacji (art. art. 3 ust. 2 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/960; por. też art. 22 ust. 5 Rozporządzenia Prospektowego).

²⁵⁰ Tak też przeważająca część doktryny. *Szumański* w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 1545; *Popiołek* w: J. Strzępka (red.) *Kodeks...*, s. 1084–85; *Kupryjańczyk* w: Z. Jara (red.) *Kodeks...*, s. 2085; A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany do KSH*, (art. 428, pkt. 5,6), LEX; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 701; A. Gierat, *Korporacyjne...*, s. 232.

w kontekście mówić o prawie akcjonariusza do informacji, skoro nie odpowiada mu obowiązek zarządu²⁵¹.

W doktrynie pojawiają się mniejszościowe opinie o istnieniu prawa akcjonariusza do informacji poza walnym zgromadzeniem, które wywodzi się z obowiązku lojalności, który ma wobec niego spółka²⁵². Niewątpliwie, udzielanie akcjonariuszom informacji stanowi dobrą praktykę korporacyjną²⁵³, a obowiązek lojalności zarządu wobec akcjonariuszy przemawia za nie odmawianiem udzielenia akcjonariuszowi informacji, jeżeli nie ma ku temu zasadnego powodu. Jednak z całokształtu regulacji prawa do informacji w art. 428 i 429 KSH wynika w mojej ocenie jednoznacznie, że ustawodawca nie zdecydował się nałożyć na zarząd obowiązku udzielania informacji poza walnym zgromadzeniem²⁵⁴, czemu przyświecają też względy funkcjonalne.

Przyjęcie stanowiska o istnieniu obowiązku udzielenia przez zarząd informacji poza walnym zgromadzeniem może też mieć istotne konsekwencje dla dokonywania oceny takiego postępowania z punktu widzenia art. 20 KSH. W takim przypadku analiza z punktu widzenia art. 20 KSH jest mniej istotna, gdyż „ustawodawca przyznaje każdemu akcjonariuszowi jednakowe uprawnienie (...). Okoliczność skorzystania przez niektórych z nich z prawa do

²⁵¹ Nie są zasadne wyrażane w doktrynie poglądy o niezgodności braku uprawnienia osobistego akcjonariusza do informacji poza walnym zgromadzeniem z *Principles of Corporate Governance* OECD (M. Rodzyńkiewicz, *Uprawnienie do uzyskiwania informacji o stanie spraw niepublicznej spółki akcyjnej przez jej akcjonariuszy poza walnym zgromadzeniem – de lege lata i de lege ferenda*, PPH nr 12/2012, s. 47; aprobowo A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany do KSH* (428, pkt. 5,6), LEX 2023). Postanowienie wytycznych OECD, na które powołuje się M. Rodzyńkiewicz (II.A.3) mówi, że „podstawowe prawa akcjonariusza obejmują [...] prawo do otrzymywania relevantnych i istotnych informacji o spółce w sposób niezwłoczny i regularny”. Pomimo literalnego brzmienia nie chodzi tu o uprawnienie podmiotowe akcjonariusza do indywidualnego otrzymywania informacji, ale o wykonanie przez spółkę obowiązków sprawozdawczych i informacyjnych (na co wskazują wymogi niezwłoczności i regularności przekazywania informacji). Do prawa akcjonariusza do zadawania pytań odnosi się wytyczna II.C.4, która przewiduje jedynie prawo do zadawania pytań na walnym zgromadzeniu.

²⁵² *Opalski w: A. Opalski (red.) KSH, t. IIIB...*, s. 805. Aprobowo P. Mazur, *Dialog...*, s. 297, s. 301; szerzej P. Mazur, *Źródło prawa wspólników do informacji o sprawach spółki a wykładnia przepisów art. 212 i 428 k.s.h.*, PPH nr (2)/2025. P. Mazur wskazuje (*Dialog...*, s. 297), że zaakceptowanie poglądu o braku obowiązku zarządu udzielenia informacji poza walnym zgromadzeniem prowadziłoby do sytuacji, w której akcjonariusze spółek prywatnych mają węższy dostęp do informacji o sprawach spółki niż akcjonariusze spółek publicznych, na których ciążyą dodatkowe obowiązki informacyjne. Krytyka ta nie przekonuje, gdyż zapewnienie efektywności rynku regulowanego w pełni uzasadnia nałożenie na spółki publiczne dodatkowych obowiązków informacyjnych. Same zaś przepisy art. 428 §6 i §7 KSH mają takie samo zastosowanie do spółek publicznych i niepublicznych.

²⁵³ Znajduje to odzwierciedlenie w treści Dobrych Praktyk GPW. Zgodnie z zaleceniem 1.7 DPSN 2021, w przypadku zgłoszenia przez inwestora żądania udzielenia informacji na temat spółki, spółka udziela odpowiedzi niezwłocznie, lecz nie później niż w terminie 14 dni. Podmiotem, któremu należy udzielić informacji według tego zalecenia jest „inwestor”, a nie akcjonariusz – chodzi więc również o potencjalnego akcjonariusza, zainteresowanego dopiero nabyciem akcji spółki. Zgodnie z *Wskazówkami DPSN*, Spółka może jednak konsolidować komunikację z interesariuszami, tj. zarówno w przypadku pytań akcjonariuszy powołujących się na art. 428 § 6 KSH, jak i pytań zadawanych w oparciu o wskazaną zasadę DPSN spółka może odpowiadać za pośrednictwem tych samych kanałów mailowych lub telefonicznych, GPW, *Wskazówki...*, s. 22.

²⁵⁴ Nie jest też zasadny argument *A. Opalskiego*, że pogląd o braku obowiązku udzielania akcjonariuszom informacji czyni art. 428 par. 6 KSH zbędnym, „skoro zarząd i tak może udzielać informacji akcjonariuszom poza reżimem tego przepisu” (w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 805). Jednak możliwość udzielania informacji akcjonariuszom poza walnym zgromadzeniem nie jest, nawet w kontekście obowiązywania art. 482 § 6 KSH niekontrowersyjna. Wyraźne potwierdzenie ogólnej dopuszczalności udzielania informacji poza walnym zgromadzeniem w art. 428 § 6 KSH, wydaje się więc zasadne i zapobiega dalej idącym kontrowersjom. Ponadto, umożliwia to uregulowanie następstw takiego postępowania zarządu w art. 428 § 7 KSH.

informacji w warunkach bierności pozostałych trudno postrzegać jako przejaw dyskryminacji. Spółka nie traktuje wówczas nierówno akcjonariuszy, ale realizuje uprawnienie na ich żądanie”²⁵⁵. Innymi słowy, skoro każdy z akcjonariuszy może zwrócić się z żądaniem udzielenia informacji do zarządu i powinien otrzymać żądane informacje (z zastrzeżeniem art. 428 § 2 KSH) . Niektórzy autorzy przyjmujący istnienie prawa akcjonariusza do informacji poza zgromadzeniem wskazują jednak, że spółka może, w granicach art. 20 KSH, ujawniać informacje jedynie wybranym akcjonariuszom, lub ujawniać im szerszy ich zakres²⁵⁶. Przy akceptacji poglądu większościowego, zgodnie z którym udzielenie informacji poza walnym zgromadzeniem nie jest obowiązkiem zarządu, a jego dyskrejonálną kompetencją, ocena jej wykonywania z punktu widzenia art. 20 KSH jest szczególnie istotna.

Przy odrzuceniu tezy o istnieniu uprawnienia akcjonariusza do informacji poza walnym zgromadzeniem, główną funkcją art. 428 § 6 KSH jest potwierdzenie dopuszczalności udzielania akcjonariuszom informacji przez zarząd poza walnym zgromadzeniem²⁵⁷ i umożliwienie uregulowania (w §7 art. 428 KSH) konsekwencji takiego działania. Artykuł 428 § 6 KSH nie stanowi wyczerpującej regulacji ani wyłącznej podstawy prawnej dla wszelkiej komunikacji spółki z akcjonariuszami poza walnym zgromadzeniem, ani nie ogranicza jej formy do formy pisemnej. W doktrynie powszechnie dopuszcza się komunikację z akcjonariuszami inicjowaną przez zarząd, bez konieczności oczekiwania na pytania akcjonariuszy²⁵⁸. W spółkach giełdowych ważną jej formą są np. wirtualne lub fizyczne spotkania członków organów z inwestorami, które według zaleceń Dobrych Praktyk (zalecenie 1.6) powinny odbywać się w przypadku spółki należącej do indeksu WIG20, mWIG40 lub sWIG80 raz na kwartał, a w przypadku pozostałych – nie rzadziej niż raz w roku.

3.3.2 Przekazywanie informacji poza walnym zgromadzeniem w spółkach giełdowych

Kwestią kontrowersyjną w literaturze jest stosunek uzyskiwania informacji poza walnym zgromadzeniem (art. 428 § 6 KSH) do obowiązków informacyjnych spółek giełdowych, w szczególności dotyczących postępowania z informacjami poufnymi. Część przedstawicieli doktryny przyjmuje, że przepisy ustanawiające te obowiązki są *leges speciales* w stosunku do art. 428 par. 6 KSH, który w związku z tym nie może być stosowany w spółce publicznej, gdyż uzyskiwanie przez akcjonariuszy informacji zostało wyczerpująco uregulowane przepisami dotyczącymi obowiązków informacyjnych²⁵⁹. Stanowisko to dodatkowo uzasadniane jest

²⁵⁵ Opalski w: *Ibid.*

²⁵⁶ P. Mazur, *Źródło...*, s. 35.

²⁵⁷ M. Glicz, *Spółka...*, s. 87.

²⁵⁸ Opalski w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 798; M. Romanowski, *Prawo zarządu...*, s. 4; Popiołek w: J. Strzępka (red.) *Kodeks...*, s. 1085; P. Moskała, *Prawne...*, s. 205.

²⁵⁹ Tak Szumański w: S. Sołtysiński i in., *KSH, t. III...*, s. 1543. Uznając relację *leges specialis*, ale, jak się wydaje, bez wywodzenia wniosku o niestosowaniu art. 428 par. 6 KSH do spółek publicznych Sołtysiński/Moskwa w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 677. Kupryjańczyk w: Z. Jara (red.) *Kodeks...*, s. 2082 wskazuje jedynie, że reżim art. 428 KSH znajduje „ograniczone zastosowanie” do spółek publicznych, jednak bez szerszego uzasadnienia.

odwołaniem się do konieczności zapewnienia akcjonariuszom równego dostępu do informacji²⁶⁰.

Należy się zgodzić, że zasada informacyjnego równouprawnienia akcjonariuszy i inwestorów, ma w przypadku spółek publicznych istotne znaczenie. Jednak nie uzasadnia ona całkowitego wyłączenia możliwości przekazywania informacji poza walnym zgromadzeniem w spółkach publicznych. Przepisy dotyczące obowiązków informacyjnych spółek giełdowych zakładają informacyjne równouprawnienie inwestorów w zakresie dostępu jedynie do wybranego zakresu informacji (informacji poufnych oraz informacji określonych w r.i.b.o.), a nie wszelkich informacji o spółce. Informacje nie stanowiące informacji regulowanych mogą być przekazywane w trybie art. 428 § 6 KSH (jak również art. 428 § 1 KSH)²⁶¹. Stanowisko o braku możliwości zastosowania art. 428 § 6 KSH w spółce publicznej nie ma też dostatecznych podstaw normatywnych; żaden przepis nie wyłącza zastosowania art. 428 par. 6 KSH w spółce publicznej – przeciwnie, brzmienie §20 ust. 1 pkt. 12 r.i.b.o. potwierdza, że udostępnienie informacji poza walnym zgromadzeniem jest w spółce publicznej dopuszczalne²⁶² (choć równocześnie przepis ten wymusza niezwłoczne przywrócenie parytetu inwestorów w dostępie do informacji o spółce). Przepisy o obowiązkach informacyjnych stanowią więc *leges speciales* wobec art. 428 KSH jedynie w znaczeniu funkcjonalnym. Nie wyłączając możliwości ujawniania informacji poza walnym zgromadzeniem w spółkach giełdowych, regulują one kompleksowo obowiązki informacyjne tych spółek tak, że udostępnianie informacji w trybie tych przepisów staje się podstawowym i (w założeniu) niemal kompletnym źródłem informacji o spółce. Funkcjonalnie ogranicza to potrzebę polegania przez akcjonariuszy na indywidualnym uzyskiwaniu informacji i obniża jego praktyczne znaczenie²⁶³.

3.3.3 Obowiązek ujawnienia informacji udzielonych poza walnym zgromadzeniem pozostałym akcjonariuszom

Selektywne udzielenie informacji przez spółkę poza walnym zgromadzeniem wybranym akcjonariuszom skutkuje nierównowagą informacyjną pomiędzy nimi a resztą akcjonariatu. Prawodawca wprowadza konieczność przywrócenia tej równowagi poprzez ujawnienie informacji udzielonej poza walnym zgromadzeniem - zarówno w trybie art. 428 § 5 jak i § 6 KSH - pozostałym akcjonariuszom²⁶⁴. Zgodnie z art. 428 § 7 KSH, w dokumentacji przedkładanej najbliższemu walnemu zgromadzeniu, zarząd ujawnia na piśmie informacje

²⁶⁰ Szumański w: S. Sołtysiński i in., *KSH, t. III*..., s. 1543 S. „W przypadku, gdyby informacja ta nie była podana do publicznej wiadomości, zarząd spółki publicznej (...) ujawniając informacje w trybie art. 428 par. 6 KSH naruszyłby zasadę jednakowego dostępu uczestników obrotu (w tym akcjonariuszy) do informacji o spółce”.

²⁶¹ K. Oplustil, *Instrumenty*..., s. 702; A. Chłopecki, *Obowiązki*..., s. 5–6. W podobnym kierunku, M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, wyd. 7, Warszawa 2018, s. 1052.

²⁶² Opalski w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB*..., s. 808; A. Chłopecki *Obowiązki*..., s. 6; K. Oplustil *Instrumenty*..., s. 702; K. Haładyj, *Odpowiedzialność*..., s. 129; T. Sójka *Prawo do*..., s. 142.

²⁶³ Opalski w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB*..., s. 808; A. Chłopecki *Obowiązki*..., s. 6.

²⁶⁴ M. Glicz, *Spółka*..., s. 88. Wbrew powszechnie wyrażanej w doktrynie opinii, samo zaistnienie nierównowagi informacyjnej nie powinno być jednak automatycznie uznawane za równoznaczne z naruszeniem zasady równego traktowania akcjonariuszy.

udzielone akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem wraz z podaniem daty ich przekazania i osoby, której udzielono informacji.

Spółki giełdowe zobowiązane są dodatkowo do upubliczniania informacji udzielonej akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem w postaci raportu bieżącego (§ 20 ust. 1 pkt. 12 r.i.b.o.). Raporty bieżące przekazywane są niezwłocznie po zaistnieniu zdarzenia, którego raport ma dotyczyć lub powzięciu o nim informacji przez emitenta (§82 ust. 1 r.i.b.o.). W związku z wcześniejszą publikacją raportu bieżącego, zarząd może nie przedkładać tych informacji walnemu zgromadzeniu, jako podanych już do wiadomości publicznej (art. 428 § 7 zd. 2)²⁶⁵. W doktrynie słusznie postuluje się jednak w takiej sytuacji zamieszczenie w dokumentacji przedkładanej walnemu zgromadzeniu wzmianki o ich selektywnym udostępnieniu, ze wskazaniem też, kiedy i w jaki sposób zostały podane do publicznej wiadomości²⁶⁶.

Przepis art. 428 § 7 KSH dotyczy tylko informacji udzielonych temu akcjonariuszowi jako akcjonariuszowi (*causa societatis*), nie zaś informacji udzielanych z innego tytułu, np. w związku z umową łączącą spółkę z akcjonariuszem (przykładowo, gdy bank-kredytodawca jest równocześnie akcjonariuszem spółki) lub informacji udzielonych członkowi organu spółki, który posiada jej akcje, w związku z wykonywaniem przez niego mandatu²⁶⁷.

Regulacja art. 428 § 7 KSH jest wyrazem zasady równego traktowania akcjonariuszy (art. 20 KSH)²⁶⁸, stanowiąc jednak istotne zaostrożenie tej zasady i przydając jej wymiar równości formalnej²⁶⁹. W spółkach niepublicznych, ustawodawca przewiduje formalną równość akcjonariuszy w dostępie do informacji w aspekcie przedmiotowym (zakresu udzielanych informacji), która jednak ulega relatywizacji w aspekcie czasowym. Pomiędzy udzieleniem informacji akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem a momentem przedłożenia jej walnemu zgromadzeniu zazwyczaj upłynie bowiem pewien czas, który może sprawić, że otrzymanie tej informacji przez pozostałych akcjonariuszy będzie dla nich mniej wartościowe²⁷⁰. Z kolei w odniesieniu do spółek giełdowych ustawodawca przewiduje bezwzględną równość w dostępie do informacji zarówno w aspekcie przedmiotowym jak i (praktycznie rzecz biorąc) w aspekcie czasowym, ze względu na fakt, że raport bieżący powinien zostać opublikowany niezwłocznie po selektywnym przekazaniu informacji. Pomimo więc, że zróżnicowanie zakresu informacji dostępnych akcjonariuszom nie narusza, samo przez się art. 20 KSH, przepisy art. 428 § 7 KSH oraz r.i.b.o. nakazują przywrócić – z

²⁶⁵ T. Sójka, *Prawo do...*, s. 142

²⁶⁶ Popiołek w: J. Strzępka (red.) *Kodeks...*, s. 1085

²⁶⁷ Zob. A. Chłopecki, *Obowiązki...* oraz I. Gębusia, *Kontrowersje wokół obowiązku ujawnienia informacji udzielonych akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem*, PPH nr 10/2015

²⁶⁸ Sołtysiński/Moskwa w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 678; M. Bieniak w: J. Bieniak i in., *KSH...*, s. 1312; A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany do KSH*, LEX 2023 (art. 428, Nb. 7); I. Gębusia, *Interes...*, s. 220.

²⁶⁹ Szumański w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 1549; P. Mazur, *Dialog...*, s. 296. W doktrynie niemieckiej podobnie o stosunku §131 ust. 4 do §53a AKtG, Decher w: H. Hirte, P. Mülbert, M. Roth (red.) *Aktiengesetz...*(§131, Nb. 454).

²⁷⁰ Tak w doktrynie niemieckiej: Spindler w: K. Schmidt, M. Lutter (red.) *Aktiengesetz...*, s. 2216

pewnym, różniącym się w zależności od typu spółki, opóźnieniem – formalną równość w tym zakresie pomiędzy wszystkimi akcjonariuszami.

Dopełnieniem przepisów zapewniających równy dostęp akcjonariuszy do informacji jest art. 429 § 2 zd. 2 KSH, który przyznaje akcjonariuszowi prawo do złożenia wniosku do sądu rejestrowego o zobowiązanie spółki do ogłoszenia informacji udzielonych innemu akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem. W praktyce realizacja tego uprawnienia będzie utrudniona, gdyż wystąpienie z takim wnioskiem będzie wymagało pozytywnej wiedzy o przekazaniu danej informacji poza walnym zgromadzeniem innemu akcjonariuszowi. W prawie niemieckim, gdzie na zarządzie nie ciąży obowiązek analogiczny do art. 428 § 7, a akcjonariuszom przysługuje jedynie uprawnienie do żądania ujawnienia przez zarząd na walnym zgromadzeniu informacji udzielonej selektywnie poza nim, w doktrynie wskazuje się na nikłe znaczenie praktyczne tego uprawnienia właśnie z powodu trudności z powzięciem przez pozostałych akcjonariuszy wiedzy o danym ujawnieniu (§ 131 ust. 4 AktG)²⁷¹.

Z obserwacji tej płyną również wnioski co do stosowania art. 428 § 7 KSH – przepis ten w dużej mierze może stanowić *lex imperfecta*, gdyż w przypadku zignorowania przez zarząd płynącego z niego nakazu, ze względu na pozostali akcjonariusze napotykać będą znaczące trudności w ustaleniu, że doszło do selektywnego ujawnienia. W przypadku spółek giełdowych jednak, objęcie selektywnego ujawnienia informacji poza walnym zgromadzeniem obowiązkiem publikacji raportu bieżącego sprawia, że do naruszenia tego obowiązku znajdują zastosowanie sankcje administracyjne wobec emitenta oraz członków jego organów (art. 96 u.o.p.), które powinny motywować zarząd do publikacji odpowiedniego raportu²⁷².

W przypadku wystąpienia przez akcjonariusza z wnioskiem o którym mowa w art. 429 § 2 KSH, zarząd nie może powoływać się na żadną przesłankę odmowy udzielenia informacji (w tym na potencjalne wyrządzenie spółce szkody)²⁷³. Taka interpretacja podkreśla absolutny charakter równości wszystkich akcjonariuszy w dostępie do informacji o spółce. Wydaje się ona uzasadniona – gdyby ustawodawca chciał dopuścić powoływanie się na podstawy odmowy udzielenia informacji również w tym trybie, wskazałby na nie wprost, tak jak robi to w art. 428 § 6 KSH²⁷⁴.

²⁷¹ Zob. *Spindler* w: *Ibid.*, s. 2216, 2220 Zgodnie z regulacją § 131 ust. 4 AktG, akcjonariusze mogą domagać się udzielenia takiej informacji nie na drodze sądowej, ale podczas walnego zgromadzenia, nawet jeżeli jej udzielenie nie jest uzasadnione dla oceny punktu porządku obrad.

²⁷² Brak publikacji raportów wymaganych przez r.i.b.o. nie jest natomiast zagrożony sankcją karną na gruncie art. 100 u.o.p., zob. postanowienie SN z 6.10.2016 r., sygn. akt. IV KK 138/16.

²⁷³ *Opalski* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 819; M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks...*, s. 1055; *Sołtysiński/Moskwa* w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 679. (autorzy ci dopuszczają jedynie badanie przesłanki naruszenia interesu spółki w kontekście informacji ujawnianych potencjalnemu inwestorowi w procesie *due diligence*, jednak jak wskazano powyżej, informacje takie w ogóle nie będą objęte obowiązkiem upublicznienia jako informacje nieprzekazane *causa societatis*). Odmienne *Szymański* w: S. Sołtysiński i in., *KSH, t. III...*, s. 1556.

²⁷⁴ Taka interpretacja jest też zbieżna z regulacją w prawie niemieckim, gdzie zakaz powoływania się na podstawy odmowy udzielania informacji jest wyrażony wprost (§ 131 ust. 4 zd. 2 AktG).

3.3.4 Stosowanie art. 428 § 7 KSH do informacji ujawnianych przez radę nadzorczą

Przepis art. 428 KSH łączy prawo akcjonariusza do informacji z obowiązkami (§1, §7) lub kompetencjami (§6) zarządu; z założenia to zarząd udostępnia informacje o spółce. Jednak w kontekście dialogu spółki z inwestorami postuluje się coraz większą rolę rady nadzorczej²⁷⁵. W związku z tym pojawia się pytanie o zastosowanie reżimu art. 428 KSH do selektywnego ujawniania informacji w toku dialogu z inwestorami nie przez zarząd, ale przez radę nadzorczą.

Wbrew dosłownemu brzmieniu art. 428 § 6 i 7 KSH należy przyjąć, że w drodze analogii przepis art. 428 § 7 KSH znajduje de lege lata zastosowanie również do informacji udzielonych przez radę nadzorczą poza walnym zgromadzeniem. Wyjęcie komunikacji rady nadzorczej z inwestorami spod zakresu art. 428 § 7 KSH mogłoby prowadzić do bierności zarządu w sferze dialogu z inwestorami i „delegowania” tej aktywności na radę nadzorczą, a w skrajnych wypadkach do obchodzenia wprost art. 428 § 7 KSH poprzez przekazywanie informacji radzie nadzorczej, która następnie mogłaby przekazywać je wybranym akcjonariuszom. Celem przepisu art. 428 § 7 KSH jest tymczasem ochrona informacyjnego równouprawnienia akcjonariuszy wobec spółki, niezależnie od tego, który jej organ prowadzi jej komunikację. Ograniczenie przez ustawodawcę zakresu regulacji art. 428 KSH do zarządu wynika z historycznego założenia o wyłącznej kompetencji zarządu do prowadzenia polityki komunikacyjnej spółki, które obecnie jest jednak kwestionowane wraz z postępującą profesjonalizacją rady nadzorczej i rozszerzaniem jej kompetencji²⁷⁶. Wykładnia art. 428 § 7 KSH powinna odzwierciedlać te zmiany²⁷⁷.

3.3.5 Przypisanie spółce ujawnienia informacji przez członka jej organu

W doktrynie powszechnie przyjmuje się, że ujawnienie informacji akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem wymaga podjęcia uchwały przez zarząd²⁷⁸. Jednocześnie jednak w praktyce powszechne jest ujawnianie przez zarząd informacji większościowemu akcjonariuszowi²⁷⁹, zazwyczaj bez podjęcia uchwały w tym zakresie. Przeciwnie, zarząd świadomy kontrowersji co do dopuszczalności takiego działania zazwyczaj nie będzie chciał pozostawić po nim „papierowych śladów”²⁸⁰. Można sobie też wyobrazić, że informacje w ten sposób przekazują jedynie niektórzy członkowie zarządu (za wiedzą i dorozumianą zgodą pozostałych członków zarządu lub bez niej). Ponadto przyjmując, że art. 428 § 7 KSH należy stosować również do rady nadzorczej, trzeba zauważyć, że poszczególni członkowie rady także

²⁷⁵ Szerzej zob. Rozdz. 4, pkt. 4.1, 4.3. Por. jednak krytycznie M. Glicz, *Spółka...*, s. 188.

²⁷⁶ Szerzej zob. Rozdz. 4, pkt. 4.3.

²⁷⁷ Do podobnych wniosków dochodzą komentatorzy w literaturze niemieckiej na gruncie przepisu §131 ust. 4 AktG, który również w swoim brzmieniu odnosi się dosłownie jedynie do obowiązków zarządu, zob. *Poelzig* w: BOGKAktG (§131, Nb. 257); *Spindler* w: K. Schmidt, M. Lutter (red.) *Aktiengesetz...* (§131, Nb. 96a). Odmienne *Decher* w: H. Hirte, P. Mülbert, M. Roth (red.) *Aktiengesetz...* (§131, Nb. 461).

²⁷⁸ *Szumański* w: S. Sołtyński i in. KSH, t. III, s. 1549; *Opalski* w: A. Opalski (red.) *KSH. t. IIIB* s. 806. Co więcej, z uwagi na fakt, że ujawnianie informacji nie mieści się w zakresie prowadzenia spraw spółki, a przepis wprost wskazuje organ kolegialny jako właściwy do podjęcia tej decyzji, nie jest możliwy statutowy podział kompetencji do ujawniania informacji i delegowanie jej na określonych członków organu (*Opalski* w: *ibid.*).

²⁷⁹ *Sójka Prawo...*, s. 143;

²⁸⁰ *Kubis* w: *MüKoAktG* (§131, Nb. 154).

mogą ujawniać informacje pochodzące ze spółki akcjonariuszowi większościowemu lub – w przypadku członków „reprezentujących” w radzie mniejszość (np. wybranych w trybie art. 385 § 3 KSH) – określonym akcjonariuszom mniejszościowym. W związku z tym pojawia się pytanie, czy informacje ujawnione z naruszeniem obowiązku podjęcia uchwały przez organy spółki lub ujawnione na własną rękę przez poszczególnych członków organów należy uznać za informacje udzielone akcjonariuszowi przez zarząd (lub per analogiam przez radę nadzorczą) w rozumieniu art. 428 § 7 KSH. Innymi słowy, problem dotyczy możliwości przypisania tego typu działań spółce (lub jej organowi), w kontekście stosowania art. 428 KSH. Zgodnie z art. 38 KC, osoba prawna działa przez swoje organy w sposób przewidziany w ustawie i w opartym na niej statucie. Zgodnie z teorią organów, zachowania osób fizycznych będących piastunami organów osoby prawnej, a zwłaszcza ich oświadczenia woli, stanowią zachowania osoby prawnej. Art. 39 KC reguluje szczegółowo skutki działania piastunów organu z przekroczeniem zakresu umocowania w odniesieniu do czynności prawnych. Brak jednak podobnie szczegółowej regulacji w odniesieniu do przypisania osobie prawnej skutków czynności faktycznych piastuna organu dokonanych w sytuacji naruszenia ustawowych lub statutowych zasad jej funkcjonowania. Pomocniczo należy odwołać się do dorobku orzecznictwa i doktryny na gruncie art. 416 KC, gdzie wskazuje się, że dla przypisania osobie odpowiedzialności deliktowej za zawinione działania jej organu, konieczne jest aby organ działał „w granicach swych kompetencji” a piastun organu „w wykonywaniu funkcji tego organu”²⁸¹, lub też że zachowanie piastuna organu powinno się „mieścić w zakresie zachowania wyznaczonego dla organu osoby prawnej”²⁸². W konsekwencji przyjmuje się, że zachowania piastunów organu, którzy przekroczą granicę umocowania lub będą działać w celach osobistych, nie spowodują powstania odpowiedzialności odszkodowawczej osoby prawnej²⁸³.

Przytoczone kryteria wypracowane w doktrynie i orzecznictwie są jednak, jak słusznie zauważa *M. Zelek*, dość niejasne, zwłaszcza w kontekście czynności faktycznych, które często nie są możliwe do klasyfikacji z punktu widzenia kompetencji organu lub umocowania jego piastunów. W związku z tym autor proponuje nieco szersze kryterium przypisania tego typu działań osobie prawnej, w postaci funkcjonalnego związku zachowania piastuna organu z wykonywaniem czynności organu osoby prawnej; kryterium to spełnią te zachowania które zostały podjęte przez członka organu w związku z realizacją zadań organu²⁸⁴. Podobnie *R. Strugała*, komentując zastosowanie art. 38 KC do zachowań niebędących czynnościami prawnymi, przyjmuje, że właściwym kryterium przypisania ich osobie prawnej jest okoliczność, że czyny te zostały faktycznie podjęte w interesie danej osoby prawnej oraz za jej

²⁸¹ Wyrok SN z 5.11.2010 r., I CSK 12/10, Legalis; wyrok SN z 5.12.2007 r., I CSK 304/07.

²⁸² *J. Frąckowiak* w: *M. Safjan (red.) System Prawa Prywatnego, Tom 1*, Warszawa 2012, s. 1146. Ws. przeglądu proponowanych w doktrynie kryteriów przypisania działania piastuna organowi osoby prawnej zob. *M. Zelek* w: *M. Gutowski (red.) Kodeks cywilny. Komentarz*, Legalis 2022 (416, Nb. 8).

²⁸³ *W. Dubis* w: *E. Gniewek, P. Machnikowski (red.) Kodeks cywilny. Komentarz*, Legalis 2023 (416, Nb. 1).

²⁸⁴ *M. Zelek* w: *M. Gutowski (red.) Kodeks...* (416, Nb. 11).

generalną, chociażby dorozumianą, akceptacją, np. w postaci tolerowania faktycznego działania określonych osób fizycznych na rzecz i w imieniu osoby prawnej, niezależnie od tego, czy podejmująca je osoba fizyczna stosuje się do zasad działania danego organu²⁸⁵.

Odnosząc powyższe rozważania do ujawniania informacji poza walnym zgromadzeniem, należy przyjąć, że niepodjęcie uchwały w przedmiocie udzielenia informacji akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem nie może stać na przeszkodzie przypisaniu tego działania spółce i w konsekwencji objęcia go zakresem zastosowania art. 428 § 7 KSH. Będzie tak w szczególności jeżeli zarząd kolegialnie podejmuje decyzję o udzieleniu informacji, ale celowo nie podejmuje uchwały w tym przedmiocie albo gdy informacji udziela nieformalnie jeden lub kilku członków zarządu, jeżeli (choćby tylko niektórzy) pozostali członkowie zarządu są tego świadomi.

Wydaje się jednak, że – w oparciu o zidentyfikowane powyżej kryteria - inaczej należy ocenić zupełnie samowolne działanie indywidualnego członka organu, np. członka rady nadzorczej udzielającego informacji grupie akcjonariuszy, która wybrała go w trybie art. 385 § 5 KSH bez wiedzy żadnego z pozostałych członków rady nadzorczej. Takie działanie może być oceniane w świetle obowiązku zachowania poufności ciążącego na członku organu (art. 377¹ §2, art. 387¹ § 2 KSH)²⁸⁶.

3.3.6 Art. 428 § 7 KSH a bezpośredni dialog inwestorów ze spółką

Odnosząc kształt regulacji art. 428 § 7 KSH oraz §20 ust. 1 pkt 12 r.i.b.o. do dialogu inwestorów instytucjonalnych ze spółką, należy stwierdzić, że regulacja ta już *prima facie* znacząco obniża atrakcyjność bezpośredniego dialogu inwestorów ze spółką, jeżeli nie czyni go niemożliwym²⁸⁷. Konieczność ujawnienia informacji przekazanych w jego toku pozostałym akcjonariuszom pozbawia dialog charakteru prywatnego, tymczasem dialog taki ma jedynie szanse zaistnieć i przynieść odpowiednie skutki przy zapewnieniu poufności pomiędzy jego stronami, która jest warunkiem swobodnej komunikacji zarówno przedstawicieli spółki, jak i inwestora²⁸⁸. Inwestorzy cenią sobie poufność dialogu ze spółką gdyż nie chcą zdradzać osobom trzecim, w tym konkurentom, swojej oceny działalności spółki. Ponadto, ujawnienie informacji o ich krytycznej postawie wobec aspektów działalności spółki, możliwej do wywiedzenia z ujawnionej odpowiedzi zarządu, mogłoby doprowadzić do spadku ceny akcji spółki, co przełoży się na zmniejszenie wartości zarządzanych przez nich aktywów, generując dla nich bezpośrednio negatywne skutki finansowe. Z uwagi na te okoliczności, można założyć, że inwestorzy nie będą inicjować kontaktu ze spółką bez uzyskania ze strony zarządu przynajmniej dorozumianego zapewnienia o gotowości zignorowania obowiązku z art. 428 § 7 KSH

²⁸⁵ R. Strugała w: E. Gniewek, P. Machnikowski (red.) *Kodeks...* (38, Nb. 7).

²⁸⁶ Zob. P. Mazur, *Granice obowiązku poufności ciążącego na członkach organów spółek kapitałowych*, PPH nr 5/2023.

²⁸⁷ P. Mazur, *Dialog...*, s. 294.

²⁸⁸ S. Kalss, *Aktionärsinformation...*, s. 220; P. C. Leyens, *System...*, s. 579.

W związku z tym konieczna jest pogłębiona analiza normy wynikającej z art. 428 § 7 KSH w kontekście bezpośredniego dialogu inwestorów ze spółką w celu ustalenia, po pierwsze, szczególnych sytuacji, do których może on nie mieć zastosowania, a po drugie, i co ważniejsze, możliwości wykładni tego przepisu przyjaznej dla tego typu dialogu.

i) Brak zastosowania art. 428 § 7 KSH w przypadku, gdy inwestor nie ma statusu akcjonariusza

Co oczywiste, dwustronny dialog pomiędzy spółką a inwestorami nie będzie objęty zakresem zastosowania art. 428 § 7 KSH, jeżeli inwestor instytucjonalny nie będzie miał statusu akcjonariusza. Sytuacja taka jest jednak mało prawdopodobna w praktyce, ze względu na dywersyfikację portfeli funduszy inwestycyjnych i emerytalnych. Na potrzeby stosowania art. 428 § 7 KSH za akcjonariusza należy przy tym przyjąć TFI lub PTE zarządzające funduszami, raczej niż poszczególne fundusze (analogicznie do art. 87 ust. 1 pkt. 2 i 2b u.o.p.).

Warto przy tym zauważyć, że z perspektywy spółki giełdowej, ograniczone znaczenie ma to, czy selektywne ujawnienie informacji dokonane jest na rzecz akcjonariusza spółki, czy jedynie potencjalnego akcjonariusza spółki (inwestora). Przepisy amerykańskiej regulacji Fair Disclosure, ustanawiającej obowiązek zbliżony w treści i funkcji do art. 428 § 7 KSH, uzależniają jego powstanie od ujawnienia również na rzecz kwalifikowanego podmiotu niebędącego akcjonariuszem (m.in. brokera, spółkę zarządzającą funduszami)²⁸⁹. Podobnie wzorowana na tej regulacji rekomendacja F.1 DCGK, która mówi o „analitikach finansowych i podobnych adresatach”.

ii) Brak zastosowania art. 428 § 7 KSH w przypadku, gdy w toku dialogu z inwestorem nie dochodzi do przekazania nowych informacji

Należy też rozważyć, czy w ramach dwustronnego dialogu pomiędzy spółką a inwestorami instytucjonalnymi będącymi jej akcjonariuszami dochodzi w ogóle do przekazania informacji, które byłoby objęte zastosowaniem art. 428 § 7 KSH. Spółka, broniąc się przed koniecznością zastosowania tego przepisu, może bowiem twierdzić, że nie przekazuje żadnych nowych, niepodanych wcześniej do wiadomości publicznej informacji, a jedynie dodatkowe wyjaśnienia i komentarze do powszechnie już znanych informacji lub też niestanowiące informacji opinie i oceny zarządu²⁹⁰. Wyłączenie informacji już upublicznionych z zakresu obowiązku ujawnienia w art. 428 § 7 zd. 2 KSH potwierdza, że celem tego przepisu jest wyrównanie pozycji informacyjnej akcjonariuszy jedynie w odniesieniu do informacji innych niż publicznie dostępne.

Jednak granica pomiędzy komunikowaniem ocen a przekazywaniem informacji lub też pomiędzy tym, co stanowi nową informację, a co jedynie wyjaśnienie już dostępnych publicznie informacji, jest nieostra. Można zasadnie twierdzić, że każde dalsze wyjaśnienie określonej informacji stanowi nową informację, podobnie jak opinia czy ocena wyrażona przez

²⁸⁹ 17 CFR § 243.100. Istotną różnicą jest jednak to, że obowiązek ten dotyczy ujawnienia informacji cenotwórczych (*material*).

²⁹⁰ Podobnie w literaturze niemieckiej H. Fleischer, *Investor...*, s. 525; K.J. Hopt, *The Dialogue...*, s. 10.

zarząd²⁹¹. Ocena, czy w ramach dialogu doszło do przekazania informacji uzasadniających zastosowanie art. 428 § 7 KSH, musi być dokonywana *ad casum*, z uwzględnieniem treści komunikacji w konkretnym przypadku, jednak racjonalne wydaje się założenie, że dialog z reguły wiązać się będzie z udzieleniem nowej informacji.

iii) *Brak zastosowania art. 428 § 7 KSH do informacji udzielonych przez zarząd poza walnym zgromadzeniem z własnej inicjatywy (sugestia M. Romanowskiego)*

W literaturze pojawiają się również koncepcje, na podstawie których można potencjalnie próbować wykazać, że nie każda informacja udzielona akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem będzie stanowić informację objętą zakresem zastosowania art. 428 § 7 KSH. Jak już zaznaczano, w doktrynie generalnie uznaje się za dopuszczalne, – a nawet wskazane w odniesieniu do komunikacji z akcjonariuszem większościowym – przekazywanie informacji przez zarządców spółki z własnej inicjatywy, a nie jedynie w odpowiedzi na pytania jej akcjonariuszy. Powyżej dokonano już oceny takiej komunikacji z perspektywy zgodności z art. 20 KSH, w tym miejscu natomiast należy ją ocenić w kontekście regulacji art. 428 KSH. W tym celu warto znów przywołać obszerniej poglądy M. Romanowskiego, tym razem w kontekście art. 428 KSH. Jak pisze autor: „prawo akcjonariusza do informacji z art. 428 KSH z natury swojej chroni prawa mniejszości, a więc, co potwierdza redakcja tego przepisu, dotyczy przypadków żądań kierowanych do zarządu spółki. [...] Co prawda [...] zarząd powinien, co do zasady, ujawnić na piśmie na najbliższym walnym zgromadzeniu informacje udzielone akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem (art. 428 § 7 KSH). Jednak może odmówić ujawnienia akcjonariuszom mniejszościowym informacji przekazanych akcjonariuszowi większościowemu, jeżeli takie ujawnienie mogłoby wyrządzić spółce szkodę”²⁹².

Powyższa wypowiedź zdaje się sugerować, że komunikacja zarządu ze strategicznym akcjonariuszem spółki jest jakościowo odmienna od komunikacji z akcjonariuszami mniejszościowymi i możliwe jest wyróżnienie dwóch różnych trybów uzyskiwania przez akcjonariusza informacji o spółce: tryb art. 428 KSH, w którym informacja przekazywana jest „punktowo”, w odpowiedzi na zapytania akcjonariuszy mniejszościowych i jedynie w tym zakresie, oraz odrębny, niesformalizowany tryb komunikacji z akcjonariuszem większościowym lub innymi znaczącymi akcjonariuszami, którą zarząd podejmuje z własnej inicjatywy.

Próbując ulokować dialog z inwestorami instytucjonalnymi w tej dychotomicznej typologii form komunikacji, można dojść do wniosku, że sytuuje się on gdzieś pomiędzy wskazanymi biegunami tego spektrum. Nie jest na przykład jasne, czy hipotetyczna sytuacja, w której inwestor wystosowuje pismo do zarządu z prośbą o bilateralne spotkanie celem omówienia ogólnie określonych w nim kwestii, na którym to spotkaniu zarząd udziela odpowiednich informacji dotyczących tych kwestii, powinna być traktowana jako przypadek żądania udzielenia informacji na żądanie tego inwestora, czy też jako przyjęcie przez zarząd

²⁹¹ G. Bachmann, *Dialog...*, s. 167.

²⁹² M. Romanowski, *Prawo...*, s. 3–4.

zaproszenia do mniej sformalizowanego dialogu, w ramach którego dochodzi do udzielenia informacji z własnej inicjatywy zarządu.

Taka typologia komunikacji spółki z akcjonariuszami mogłaby potencjalnie dawać podstawę do przyjęcia, że przepisy art. 428 i 429 KSH stosuje się wyłącznie do uzyskiwania informacji przez akcjonariuszy mniejszościowych w drodze skierowania do zarządu żądania o udzielenie informacji, zaś drugi tryb komunikacji nie jest objęty regulacją tych przepisów, a w szczególności że do przekazanych w tym trybie informacji nie ma zastosowania art. 428 § 7 KSH²⁹³. Powyższą koncepcję różnych trybów komunikacji, można próbować dodatkowo uzasadnić argumentując *a rubrica*, że ze względu na umiejscowienie § 7 w art. 428 KSH, który w poprzednich paragrafach reguluje uzyskiwanie informacji „na żądanie” (§ 1) lub „na wniosek” (§ 6) akcjonariusza, znajdować on będzie zastosowanie wyłącznie do tak udzielonych informacji²⁹⁴.

Za szerszym ujęciem zakresu przedmiotowego art. 428 § 7 KSH przemawia jednak literalne brzmienie przepisu który stanowi ogólnie o informacjach udzielonych akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem, *lege non distengente*, czy udostępnienie nastąpiło na wniosek, czy z własnej inicjatywy zarządu. Interpretację tę wspierają również ważne względy natury funkcjonalnej i celowościowej związane z możliwością do wywiedzenia z całości regulacji prawa do informacji w spółce akcyjnej wyraźną preferencją ustawodawcy dla jak najbardziej równego dostępu akcjonariuszy do informacji. W konsekwencji należy uznać, że art. 428 § 7 KSH znajduje zastosowanie do wszelkich informacji udzielanych akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem.

Dostrzega to oczywiście M. Romanowski w przytoczonej wcześniej wypowiedzi, nie odrzucając stosowania art. 428 § 7 KSH do informacji przekazanych głównemu akcjonariuszowi z inicjatywy zarządu, a wskazując jedynie, że zarząd może odmówić ujawnienia tych informacji akcjonariuszom mniejszościowym, jeżeli takie ujawnienie mogłoby wyrządzić spółce szkodę²⁹⁵. Jak jednak słusznie wskazuje A. Opalski, stanowisko to nie ma mocnych podstaw normatywnych. Ani art. 428 § 7 KSH, ani przepisy rozporządzenia w sprawie informacji bieżących i okresowych nie przewidują możliwości odstąpienia przez zarząd od dokonania odpowiednich ujawnień²⁹⁶. Zarząd powinien dokonać oceny możliwości udostępnienia akcjonariuszowi informacji poza walnym zgromadzeniem z punktu widzenia

²⁹³ Podobnie uwagi M. Romanowskiego zdaje się interpretować R. Woźniak, *Badanie...*, s. 186 (uwaga w przyp. 172).

²⁹⁴ Pozornie zbliżony pogląd zdaje się wyrażać A. Opalski, pisząc, że „art. 428 § 7 KSH formułuje obowiązek ujawnienia wyłącznie tych informacji, które zostały przekazane w trybie art. 428 § 5 i 6 KSH, nie zaś wszelkich informacji udostępnianych akcjonariuszowi, np. w związku z występowaniem przez niego w charakterze podmiotu przeprowadzającego *due diligence*. Przepis art. 428 § 7 stanowi bowiem kontynuację unormowań poprzednich paragrafów” – Opalski w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 804. Jednakże z przytoczonej wypowiedzi jest jasne, że autor odnosi się w niej do zaznaczonego już powyżej problemu rozróżnienia na informacje przekazane *causa societatis* i w związku z innym stosunkiem prawnym lub sytuacją faktyczną (konkretnie, w sytuacji prowadzenia badania *due diligence*).

²⁹⁵ Stąd nazywam stanowisko autora „sugestią” raczej niż rzeczywistą propozycją wykładni.

²⁹⁶ Opalski w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 803

możliwości wyrządzenia spółce szkody przed selektywnym udzieleniem danej informacji akcjonariuszowi, biorąc pod uwagę również konieczność następczego ujawnienia tej informacji zgodnie z art. 428 § 7 KSH. W sytuacji gdy informacja została już jednak selektywnie udzielona, w procesie przywracania równowagi informacyjnej pomiędzy akcjonariuszami, czy to w trybie art. 428 § 7 KSH, czy też w trybie art. 429 § 2 zd. 2 KSH, brak jest podstaw do powoływania się na okoliczności wskazane w art. 428 § 2 KSH.

iv) *Zastosowanie art. 428 § 6 i art. 428 § 7 KSH jedynie do informacji koniecznych do oceny spraw objętych porządkiem obrad (koncepcja P. Mazura)*

Inna wykładnia, zmierzająca do „wyjęcia” dialogu inwestorów ze spółką spod zakresu art. 428 § 7 KSH, została w nowszej literaturze zaprezentowana przez P. Mazur²⁹⁷. Zgodnie z poglądem autora, art. 428 § 6 KSH, tak samo jak art. 428 § 1 KSH, ma odnosić się do informacji dotyczących spółki, uzasadnionych dla oceny spraw objętych porządkiem obrad, z tym że takich, których udostępnienia akcjonariusz żąda poza walnym zgromadzeniem, a konkretnie w okresie pomiędzy ogłoszeniem o zwołaniu walnego zgromadzenia a jego odbyciem. Przepis ten ma precyzować, że w takiej sytuacji dopuszczalne jest udzielenie przez zarząd odpowiedzi na piśmie, z następczym ujawnieniem tej informacji na walnym zgromadzeniu zgodnie z art. 428 § 7 KSH. Za taką interpretacją przemawia zdaniem autora umiejscowienie przepisu w oddziale „Walne zgromadzenie” rozdziału 3 przepisów o spółce akcyjnej, pt. „Organy spółki”, co ma sugerować ograniczenie zastosowania wszystkich jednostek redakcyjnych art. 428 KSH (w tym § 6 i 7) do informacji dotyczących spraw w porządku obrad walnego zgromadzenia, a nie prawa akcjonariusza do informacji w ogóle (dla którego lepszym miejscem byłby rozdział 2 przepisów o spółce akcyjnej pt. „Prawa i obowiązki akcjonariuszy”). P. Mazur powołuje się też na argumenty celowościowe, podnosząc, że powszechnie przyjmowana wykładnia art. 428 § 7 KSH stanowi „barierę do rozwoju pożądanej komunikacji między spółką a kluczowymi inwestorami”²⁹⁸ i za jej porzuceniem przemawiają „wymagania praktyki obrotu oraz konieczność dostosowania się do postulatów zintensyfikowania dialogu pomiędzy spółkami publicznymi a ich kluczowymi akcjonariuszami”²⁹⁹.

Przeciwko zaproponowanej wykładni przemawia przede wszystkim samo brzmienie i konstrukcja art. 428 i 429 KSH. Ustawodawca z pewnością inaczej sformułowałby komentowany przepis, gdyby chciał osiągnąć sugerowany przez P. Mazur skutek. W szczególności jeżeli art. 428 § 6 KSH miałby odnosić się również jedynie do „informacji o spółce, których udzielenie uzasadnione jest dla oceny sprawy objętej porządkiem obrad”, ustawodawca powinien także w § 6 posłużyć się tym sformułowaniem. Ponadto gdyby ustawodawca chciał przyznać akcjonariuszom prawo do uzyskania tego typu informacji przed walnym zgromadzeniem, zapewne inaczej sformułowałby już § 1 art. 428 KSH. Konsekwencją takiego rozwiązania powinno być raczej zobowiązanie zarządu do opublikowania odpowiedzi

²⁹⁷ P. Mazur, *Dialog...*, *passim*.

²⁹⁸ P. Mazur, *Dialog...*, s. 294.

²⁹⁹ P. Mazur, *Dialog...*, s. 302.

od razu w sposób umożliwiający zapoznanie się z nią wszystkim akcjonariuszom (np. przez zamieszczenie pytania z odpowiedzią w materiałach dla walnego zgromadzenia opublikowanych na stronie internetowej spółki, w nawiązaniu do danego punktu porządku obrad), a nie umożliwienie uzyskania informacji indywidualnemu akcjonariuszowi w trybie art. 428 § 6 KSH z następczym obowiązkiem jej udostępnienia walnemu zgromadzeniu w trybie art. 428 § 7 KSH³⁰⁰. Wykładnia proponowana przez P. Mazura w znacznym stopniu podważa też sens art. 439 § 2 zd. 2 KSH. Nie bez przyczyny pogląd autora jest odosobniony w doktrynie.

Argument *a rubrica*, z umiejscowienia przepisu w systematyce Kodeksu spółek handlowych, nie wydaje się rozstrzygający. Ustawodawca umieścił art. 428 KSH w przepisach dotyczących walnego zgromadzenia, gdyż prawo akcjonariusza do informacji jest pomocnicze względem prawa głosu i ograniczone przedmiotowo do spraw ujętych w porządku obrad (art. 428 § 1 KSH). Jak się wydaje, z uwagi na związek przedmiotowy, „przy okazji” w art. 428 § 6 i 7 uregulowano aspekty uzyskiwania przez akcjonariusza informacji poza walnym zgromadzeniem, zamiast wprowadzać osobny przepis dotyczący tych kwestii w rozdziale dotyczącym praw akcjonariuszy, co zresztą nie byłoby do końca zasadne, zważywszy, że poza walnym zgromadzeniem prawo do informacji akcjonariuszowi, ściśle rzecz biorąc nie przysługuje.

Argumenty celowościowe podnoszone przez autora z pewnością trafnie opisują one negatywne skutki regulacji art. 428 § 7 KSH dla zaangażowania akcjonariuszy w ład korporacyjny spółki. Pytanie jednak, w jakim stopniu okoliczność ta może rzutować na wykładnię przepisu *de lege lata*. Jak zauważa, wobec podobnych argumentów formułowanych w literaturze niemieckiej na tle § 131 ust. 4 AktG, J. Koch, „to ład korporacyjny powinien mieścić się w granicach obowiązującego prawa, a nie na odwrót”³⁰¹. Oczywiście argumenty natury funkcjonalnej, uwzględniające postulaty dobrego ładu korporacyjnego, są przydatne w procesie wykładni, jednak nie mogą one prowadzić do wykładni *contra legem*. Wobec dość jednoznacznego brzmienia art. 428 § 7 KSH ich moc perswazyjna jest w tym przypadku ograniczona.

v) *Uwagi prawnoporównawcze – stanowisko doktryny niemieckiej wobec celowościowego zawężenia zakresu stosowania § 131 ust. 4 AktG*

Warto w tym miejscu nawiązać szerzej do dorobku niemieckiej doktryny na gruncie § 131 ust. 4 AktG, który obrazuje granice wykładni funkcjonalnej i celowościowej w odniesieniu do przepisu zbliżonego w treści do art. 428 § 7 KSH. Zgodnie z § 131 ust. 4 AktG akcjonariusze mogą żądać od zarządu przedstawienia walnemu zgromadzeniu informacji udostępnianych jednemu z akcjonariuszy z tytułu jego uczestnictwa w spółce, nawet jeżeli nie jest to konieczne dla oceny spraw ujętych w porządku obrad. Przepis § 131 ust. 4 zd. 4 AktG statuuje zaś wyjątek

³⁰⁰ Zresztą w doktrynie postuluje się umożliwienie zadawania pytań w trybie art. 428 § 1 KSH jeszcze przed walnym zgromadzeniem, dzięki czemu zarząd miałby więcej czasu na przygotowanie się do odpowiedzi i nie musiałby korzystać z uprawnienia do odroczenia udzielenia informacji z art. 428 § 5 KSH; zob. A. Gierat, *Korporacyjne...*, s. 231. Zob. też Rozdz. 5, pkt. 5.2.

³⁰¹ J. Koch, *Investorengespräche...*, s. 133.

od tego obowiązku, stanowiąc, że obowiązek ujawnienia informacji przekazanych jednemu z akcjonariuszy poza walnym zgromadzeniem nie ma zastosowania do informacji przekazanych przez spółkę zależną na potrzeby sporządzenia skonsolidowanego sprawozdania przez spółkę dominującą.

Doktryna niemiecka idzie jednak w wykładni § 131 ust. 4 AktG dalej, powszechnie przyjmując, że w odniesieniu do spółek zależnych pozostających w stosunku koncernu (umownego lub faktycznego), wszelkie przekazane spółce dominującej informacje wyjęte są spod zakresu § 131 ust. 4 AktG. Głównym uzasadnieniem dla takiego wniosku jest fakt, że informacje takie nie są, zdaniem większości komentatorów, przekazywane spółce dominującej jedynie jako akcjonariuszowi (*causa societatis*), jak wymaga tego hipoteza normy § 131 ust. 4 AktG, a z innego tytułu, tj. w celu zapewnienia wspólnego zarządzania zgrupowaniem spółek³⁰². Doktryna niemiecka przyjmuje więc tutaj, po części na podstawie wykładni językowej, a po części funkcjonalnej, dalej idące wyłączenie niż wynika to z litery § 131 ust. 4 zd. 4 AktG. W prawie polskim podobne wyłączenie spod reżimu art. 428 KSH dla grup spółek sformułowane jest wprost w art. 21⁶ § 2 KSH, przy czym przepisów o spółce zależnej uczestniczącej w grupie spółek nie stosuje się do spółki publicznej (art. 21¹⁶ § 2 KSH).

Jednocześnie jednak podobnego wyłączenia powszechnie odmawia się informacji udzielanej znaczącemu, a nawet większościowemu akcjonariuszowi, kiedy nie można mówić o relacji koncernowej. Niektórzy autorzy wyrażają pogląd o dopuszczalności wykładni funkcjonalnej § 131 ust. 4 AktG w sposób zbliżony do § 53a AktG (zasada równego traktowania), ze względu na powiązania pomiędzy tymi przepisami, w szczególności ich wspólny cel ochrony mniejszości, która, jak się wskazuje, nie powinna przybierać na gruncie § 131 ust. 4 AktG postaci formalnej równości, odbiegając od wzorca z § 53a AktG³⁰³. Możliwość takiej wykładni jest jednak odrzucana przez zdecydowaną większość komentatorów w obliczu wyraźnego brzmienia § 131 ust. 4 AktG, i to pomimo dostrzegania również przez nich niedogodności, jakie stanowisko to generuje dla dialogu spółki ze znaczącymi akcjonariuszami i inwestorami instytucjonalnymi, promowanego przez DCGK³⁰⁴. Sytuacja jest więc podobna do tej na gruncie art. 428 § 7 KSH – pomimo dostrzeganej przez literaturę surowości normy nakazującej ujawnienie pozostałym akcjonariuszom informacji selektywnie udostępnionej wybranym

³⁰² Decher w: H. Hirte, P. Mülbert, M. Roth (red.) *Aktiengesetz...* (§ 131, Nb. 467–471); Spindler w: *Aktiengesetz...*, § 131, Nb. 99–100; Kubis w: *MüKoAktG*, (§ 131, Nb. 168–169); Poelzig w: *BOGKAktG ...*, (§ 131, Nb. 250).

³⁰³ Możliwość taką rozważa, wskazując na podobny cel § 53a i § 131 ust. 4, ale ostatecznie odrzuca, ze względu na jednoznaczne brzmienie przepisu (poza trzema specjalnymi przypadkami: *due dilligence*, podwyższenie kapitału, *market sounding*), H. Fleischer, *Investor...*, s. 520, 524. Przy poglądzie tym obstają jednak Henze/Notz w: *Aktiengesetz. Grosskommentar*, red. H. Hirte, P. Mülbert, M. Roth, Berlin 2018, § 53a, Nb. 65.

³⁰⁴ Zob. w szczególności Poelzig w: *BOGKAktG* (§ 131, Nb. 242) oraz Decher w: *Aktiengesetz...* (§ 131, Nb. 482), obydwaj w kontekście dialogu z inwestorami oraz relacji pomiędzy § 131 ust. 4 oraz § 53a AktG; zob. również Spindler w: *Aktiengesetz...* (§ 131, Nb. 101); Kubis. w: *MüKoAktG*, (§ 131, Nb. 170).

akcjonariuszom (na gruncie prawa niemieckiego, jedynie na wniosek akcjonariusza), powszechnie wnioskując się o braku podstaw normatywnych do jej niestosowania³⁰⁵.

Podsumowując, przedstawione dotychczas w doktrynie propozycje wykładni art. 428 § 7 KSH w sposób przyjazny dialogowi spółki z akcjonariuszami należy uznać za nieprzekonujące. W konsekwencji należy przyjąć, że wszelkie informacje przekazane przez zarząd spółki giełdowej akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem, w toku bezpośredniego dialogu, będą musiały zostać upublicznione w formie raportu bieżącego niezwłocznie po tym wydarzeniu (§20 ust. 1 pkt 12 r.i.b.o.). Jedynie jednostronna komunikacja od inwestora do spółki (np. komunikowanie oczekiwań lub krytyki wobec działań zarządu) nie będzie wiązać się z ryzykiem konieczności upublicznienia komunikacji.

3.3.7 Ocena regulacji prawa akcjonariusza do informacji oraz postulaty de lege ferenda

3.3.7.1 Ocena regulacji art. 428 § 7 KSH

Wobec negatywnych skutków art. 428 § 7 KSH dla zaangażowania akcjonariuszy w ład korporacyjny konieczne jest dokonanie oceny zasadności obowiązywania tego przepisu w jego obecnej formie. Ocena ta musi obejmować wyważenie negatywnych skutków dla zaangażowania oraz korzyści płynących z niewątpliwie ważkich wartości, jakie przepis ten ma realizować, tj. równości dostępu akcjonariuszy do informacji o spółce.

i) Drugorzędna rola art. 428 § 7 KSH w realizacji postulatu równego dostępu inwestorów i akcjonariuszy do informacji

Równy dostęp do informacji jest niewątpliwie fundamentalną wartością prawa rynku kapitałowego, kluczową dla jego poprawnego funkcjonowania i zapewnienia informacyjnej efektywności rynku kapitałowego³⁰⁶. Ogranicza on ryzyko nadużyć oraz uprzywilejowania jednych inwestorów kosztem innych, a w konsekwencji chroni zaufanie ogółu inwestorów do rynku. Analizując jednak rolę art. 428 § 7 KSH w realizowaniu tej wartości, należy zauważyć, że w spółkach giełdowych wartość ta będzie realizowana przede wszystkim przez przepisy dotyczące obowiązków informacyjnych spółek giełdowych³⁰⁷ oraz przepisy MAR ustanawiające reżim postępowania z informacją poufną (cenotwórczą). Te grupy przepisów nie zakładają konieczności równego dostępu inwestorów do wszystkich informacji o spółce, a jedynie do informacji określonych wprost przez ustawodawcę (w przypadku informacji okresowych bieżących) oraz do informacji poufnych (cenotwórczych), do których selektywny

³⁰⁵ Co interesujące, część doktryny niemieckiej *de lege ferenda* postuluje liberalizację reżimu § 131 ust. 4 AktG, część jednak – wprowadzenie obowiązku natychmiastowego ujawniania informacji przekazanej pozostałym akcjonariuszom poza walnym zgromadzeniem nie na wniosek, a z inicjatywy samego zarządu, co zbliżałoby jej kształt do przepisów obowiązujących w prawie polskim (tak np. *Poelzig* w: BOGKAktG (§ 131, Nb. 243.1)).

³⁰⁶ Zob. ekonomiczną analizę porównawczą egalitarnych i selektywnych form dystrybucji informacji przez spółki giełdowe w M. Bengtzen, *Private investor meetings in public firms: The case for increasing transparency*, Fordham Journal of Corporate and Financial Law nr (22)/2017, s. 100–120.

³⁰⁷ Zob. T. Sójka, *Obowiązki...*, s. 25 i n.; K. Haładyj, *Odpowiedzialność...*, s. 121 i n.; M. Glicz, *Spółka...*, s. 92–96.

dostęp pozwala uzyskać nieuzasadnioną przewagę w obrocie instrumentami finansowymi. Restrykcyjne przepisy przewidujące odpowiedzialność cywilno-, administracyjno- i karnoprawną wobec podmiotów naruszających zasady postępowania z informacjami poufnymi z jednej strony, i negatywne konsekwencje wejścia w posiadanie informacji poufnej z drugiej strony, skłaniają zarówno zarząd spółki jak i inwestorów do powściągliwości i ostrożności w toku dialogu z inwestorami, nawet w odniesieniu do informacji ocenianych przez jego uczestników jako niepoufne, gdyż ocena ta może przecież okazać się niezgodna z zapatrywaniem nadzoru finansowego.

Oceniając wartość regulacji art. 428 § 7 KSH, trzeba więc mieć na uwadze, że inne, o wiele bardziej rozbudowane grupy przepisów realizują cel równouprawnienia informacyjnego w odniesieniu do kluczowych informacji o spółce giełdowej. Wobec ich obowiązywania, istnienie art. 428 § 7 KSH nie jest więc kluczowe – pełni on jedynie uzupełniającą funkcję i znajduje zastosowanie do informacji niecenotwórczych.

ii) *Utrata korzyści, jakie zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych generuje dla ogółu inwestorów zewnętrznych*

Głównym kosztem, który generuje art. 428 § 7 KSH, jest utrata korzyści, jakie aktywne zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w ład korporacyjny, obejmujące monitorowanie spółki i dialog z jej funkcjonariuszami, przedstawia dla ogółu inwestorów zewnętrznych³⁰⁸.

Generalnie, im większy udział kapitałowy danego akcjonariusza, tym większe ma on bodźce ekonomiczne do aktywnego monitorowania funkcjonariuszy spółki³⁰⁹. Bodźce te są największe oczywiście w odniesieniu do kontrolującego akcjonariusza, jednak znaczący akcjonariusze mniejszościowi (*blockholders*), którymi są inwestorzy instytucjonalni, również posiadają bodźce do monitorowania spółki³¹⁰. W kontekście obecności w spółce akcjonariusza dominującego, monitoring funkcjonowania spółki sprawowany przez takich znaczących inwestorów zewnętrznych zmierza do ograniczenia horyzontalnych kosztów agencyjnych (pomiędzy akcjonariuszami mniejszościowymi a obozem korporacyjnych *insiderów*, w którym znajdują się zarówno funkcjonariusze spółki, jak i dominujący akcjonariusz)³¹¹. Badania empiryczne dostarczają dowodów na to, że obecność w akcjonariacie znaczącego inwestora zewnętrznego niepowiązanego z insiderami (*outside blockholder*) zwiększa wartość przedsiębiorstwa³¹².

W skutek obowiązywania art. 428 § 7 KSH, drobni akcjonariusze mniejszościowi są pozbawieni korzyści płynących z lepszego monitorowania spółki przez tę grupę inwestorów,

³⁰⁸ Podobnie H. Fleischer, *Investor...*, s. 523.

³⁰⁹ A. Shleifer, R. W. Vishny, *Large shareholders and corporate control*, Journal of Political Economy nr 3(94)/1986

³¹⁰ Na temat monitorowania spółki przez znaczących akcjonariuszy (*blockholders*) zob. A. Edmans, C. G. Holderness, *Blockholders: a survey of theory and evidence* w: B. Hermalin, M. Weisbach (red.) *The handbook of the economics of corporate governance*, Amsterdam 2017.

³¹¹ K. Kastiel, *Against...*, s. 120.

³¹² Zob. np. przegląd literatury w S. Stepanov, A. Suvorov, *Agency problem and ownership structure: Outside blockholder as a signal*, Journal of Economic Behavior & Organization nr (133)/2017, s. 88.

zyskując w zamian korzyści związane z równym dostępem do informacji o spółce. Jednak wobec ograniczonych zdolności i motywacji drobnych akcjonariuszy do analizowania informacji o spółce wartość informacyjnego równouprawnienia jest dla nich znikoma i – jak zasadnie można zakładać – niższa niż wartość z szerszych możliwości monitorowania spółki przez znaczących akcjonariuszy mniejszościowych, na które pozwalałoby uchylenie art. 428 § 7 KSH³¹³. Drobni akcjonariusze zyskują więc niewiele przez zapewnienie absolutnej równości w dostępie do informacji, a tracą korzyści płynące dla nich z monitoringu sprawowanego przez znaczących akcjonariuszy instytucjonalnych na rzecz wszystkich akcjonariuszy.

Warto też zauważyć, że nawet gdyby drobni akcjonariusze wykazywali chęć i posiadali zasoby konieczne do zapełnienia tej luki w zakresie zaangażowania i dialogu z zarządem, to nie ma gwarancji, że będą w stanie to zrobić, ponieważ – jak wskazano wcześniej – zarząd nie ma obowiązku udzielać im informacji poza walnym zgromadzeniem, a tym bardziej wdawać się w bardziej intensywne formy dialogu. Inwestorzy instytucjonalni, ze względu na większą wartość ich udziałów, ekspertyzę oraz kwestie reputacyjne, są w szczególnej pozycji, jeżeli chodzi o możliwość skłonienia zarządu do wejścia w dialog, co tym bardziej przemawia za stworzeniem ram prawnych to umożliwiających. Warto też zauważyć, że art. 428 § 7 KSH ogranicza skłonność inwestorów do prowadzenia dialogu *ex ante*, w związku z czym informacja podlegająca potencjalnie ujawnieniu w toku dialogu nie podlega w ogóle wytworzeniu.

iii) *Utrwalenie przewagi informacyjnej akcjonariusza większościowego i zwiększenie horyzontalnych kosztów agencyjnych*

Artykuł 428 § 7 KSH ponadto przyczynia się do zwiększania asymetrii informacji pomiędzy korporacyjnymi insiderami, tj. funkcjonariuszami spółki i akcjonariuszem większościowym, a zewnętrznymi inwestorami. To właśnie akcjonariusz większościowy jest z reguły najbardziej uprzywilejowany informacyjnie wobec pozostałych akcjonariuszy. Ze względu na duży stopień zaangażowania kapitałowego zazwyczaj dąży on do uzyskania dodatkowych informacji o spółce, a funkcjonariusze spółki skłonni są ulec jego żądaniom z uwagi na uzależnienie ich mandatu w organach spółki od jego przychylności³¹⁴. Jednocześnie członkowie organów nie muszą się obawiać, że zostaną pociągnięci do odpowiedzialności odszkodowawczej wobec spółki, gdyby ujawnienie informacji dominującemu akcjonariuszowi miało wyrządzić jej szkodę, gdyż kontrolowane przez dominującego akcjonariusza walne zgromadzenie nie podejmie uchwały o dochodzeniu wobec nich roszczeń odszkodowawczych (art. 393 pkt 2 KSH)³¹⁵.

W toku dialogu z dominującym akcjonariuszem nakaz wynikający z art. 428 § 7 KSH może więc być po prostu zignorowany bez obaw o poniesienie odpowiedzialności zarówno organizacyjnej, jak i cywilnoprawnej. Pozostali akcjonariusze będą zaś mieli trudności z

³¹³ Podobnie P.C. Leyens, *System...*, s. 584.

³¹⁴ T. Sójka, *Prawo do...*, s. 143.

³¹⁵ T. Sójka, *Prawo do...*, s. 145.

ustaleniem, że do selektywnej wymiany informacji z dominującym akcjonariuszem w ogóle doszło. Obserwacje te sprawdzają się w praktyce, gdzie – jak się zauważa – przepływ informacji pomiędzy spółką a dominującym akcjonariuszem jest zjawiskiem powszechnym, przy czym można sądzić, że zazwyczaj nie towarzyszy mu realizacja obowiązku z art. 428 § 7 KSH³¹⁶.

Równocześnie funkcjonariusze spółki nie mają analogicznych bodźców do ignorowania normy wynikającej z art. 428 § 7 KSH w odniesieniu do dialogu z zewnętrznymi inwestorami, zwłaszcza jeżeli byłby to dialog, któremu akcjonariusz dominujący byłby nieprzychylny. Funkcjonariusze spółki będą więc niechętni do podjęcia dialogu z naruszeniem normy art. 428 § 7 KSH, a inwestorzy zewnętrzni nie będą zainteresowani dialogiem, którego treść będzie następnie ujawniona pozostałym akcjonariuszom zgodnie z tym przepisem. W ostateczności więc przepis ten nie ograniczy w żadnym razie uprzywilejowania informacyjnego dominującego akcjonariusza, a jedynie powstrzyma dialog z inwestorami zewnętrznymi, wzmacniając horyzontalny konflikt agencyjny.

Pomimo więc, że funkcją art. 428 § 7 KSH jest również ograniczanie horyzontalnego konfliktu agencyjnego³¹⁷, z uwagi na nieefektywność tego przepisu w praktyce, lepiej byłoby urzeczywistniać ten cel zwiększając możliwości monitorowania inwestorów zewnętrznych.

iv) Zmniejszenie bodźców inwestorów do pozyskiwania informacji o spółce w drodze dialogu z jej funkcjonariuszami

Głównym przedmiotem zainteresowania niniejszego artykułu jest dialog prowadzony przez inwestorów nakierowany na ogólne dyscyplinowanie spółki i poprawę jej funkcjonowania, z korzyścią dla wszystkich akcjonariuszy. Należy jednak zauważyć, że inwestorzy mogą też chcieć prowadzić dialog ze spółką, w celu uzyskania informacji pozwalających im na podejmowanie lepszych decyzji inwestycyjnych. Postulat facylitacji takiego dialogu może być kontrowersyjny, gdyż korzyści nie są w takim przypadku odczuwane przez spółkę i ogół akcjonariuszy. Jak zauważa M. Bengtzen, „pojęcie selektywnego ujawniania informacji dotyczy dwóch bardzo różnych aktywności. W ramach pierwszej inwestorzy i analitycy, polegając na swoich zdolnościach, decydują, jakie pytania zadać zarządowi, żeby uzyskać odpowiedzi, które połączone z resztą ich wiedzy o spółce, tworzą informacje istotne dla wyceny. Odbiorcy informacji tworzą w ten sposób mozaiki [informacji] i mają prawo wykorzystać je w obrocie akcjami. Drugim rodzajem jest sytuacja, w której menadżer spółki ujawnia informację, która jest sama w sobie cenotwórcza (*material*)”³¹⁸. Podczas więc gdy próby uzyskania i wykorzystania informacji samoistnie cenotwórczej są formą nieefektywnej

³¹⁶ T. Sójka, *Prawo do...*, s. 144. P. Mazur (*Dialog...*, s. 299) przytacza własne szacunki, z których wynika, że w latach 2018–2021 na GPW opublikowano zaledwie 99 raportów bieżących w wykonaniu obowiązku z art. 428 § 7 KSH

³¹⁷ M. Glicz, *Spółka...*, s. 94

³¹⁸ M. Bengtzen, *Private...*, s. 47–48

ekonomicznie „pogoni za rentą” (*rent-seeking*)³¹⁹, i są niedozwolone na gruncie MAR, zezwolenie inwestorom na uzyskiwanie od spółki informacji poniżej progu cenotwórczości jest ekonomicznie efektywne gdyż zachęca do zwiększania przez nich nakładów na analizę spółek. Późniejsze decyzje inwestycyjne takich inwestorów z jednej strony poprawia informacyjność kursów akcji, a z drugiej mogą też mieć efekt dyscyplinujący wobec spółki³²⁰. Jednak inwestorzy w mniejszym stopniu będą skłonni poświęcać zasoby na analizę spółki i dialog z jej funkcjonariuszami, jeżeli odpowiedzi funkcjonariuszy będą musiały zostać ujawnione wszystkim pozostałym akcjonariuszom, dostarczając im analogiczną informację, bez konieczności ponoszenia kosztów analizy informacji o spółce³²¹. Obowiązywanie art. 428 § 7 KSH ogranicza więc również bodźce dla tego typu aktywności, która, jest ekonomicznie pozytywna i, przy istnieniu odpowiednich regulacji dotyczących informacji poufnej, nie powinna być ograniczana.

3.3.7.2 Postulaty de lege ferenda

Ocena art. 428 § 7 KSH pozwala sądzić, że koszty wynikające z obowiązywania tego przepisu przewyższają korzyści, a nakaz zapewnienia formalnej równości akcjonariuszy w dostępie do wszystkich, nawet niecenotwórczych, informacji jest zbyt daleko idący.

Przeprowadzona analiza pozwala moim zdaniem wnioskować o zasadności uchylenia art. 428 § 7 KSH w jego obecnej postaci, przynajmniej w spółkach giełdowych³²². Istotne jest jednak zapewnienie transparentności w odniesieniu do selektywnego ujawniania informacji inwestorom, a także prowadzenia dialogu z poszanowaniem zasady równego traktowania akcjonariuszy.

W przypadku uchylenia art. 428 § 7 KSH, zasadne byłoby więc moim zdaniem – po pierwsze – doprecyzowanie w art. 428 § 6 *in fine* KSH, że zarząd udziela akcjonariuszowi informacji poza walnym zgromadzeniem, przy uwzględnieniu ograniczeń wynikających z art. 20 KSH. Taka zmiana stanowiłaby oczywiście jedynie klaryfikację obecnego stanu prawnego, zwróciłaby jednak uwagę funkcjonariuszy na konieczność każdorazowej oceny zasadności selektywnego ujawniania informacji. Po drugie, obowiązek udostępniania pozostałym akcjonariuszom treści informacji ujawnionej poza walnym zgromadzeniem jednemu z nich mógłby zostać zastąpiony obowiązkiem informowania o samym fakcie oraz podstawowych

³¹⁹ Zob. M. D. Guttentag, *Avoiding Wasteful Competition: Why Trading on Inside Information Should Be Illegal*, Brooklyn Law Review nr (86)/2020.

³²⁰ M. B. Fox, *Required...*, s. 120; por. jednak M. Bengtzen, *Private...*, s. 63 gdzie w kontekście funkcjonowania amerykańskiej regulacji Fair Disclosure autor zauważa, że dla uniknięcia wpływu na kurs akcji w sposób ograniczający jego własne zyski inwestor będący w wyłącznym posiadaniu określonej informacji może starać się sprzedać akcje poza rynkiem regulowanym, co przełoży się na brak uwzględnienia jej w kursie akcji.

³²¹ Podobnie, w kontekście informacji ujawnianych analitykom rynkowym C. Seibt, *Finanzanalysten im Blickfeld von Aktien- und Kapitalmarktrecht*, ZGR nr 3–4(35)/2006, s. 517–518.

³²² W spółkach niepublicznych realizujących zamknięty model ładu korporacyjnego postuluje się tymczasem zbliżenie regulacji prawa akcjonariusza do informacji do modelu przyjętego w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością; zob. M. Rodzyńkiewicz, *Uprawnienie...*, s. 44.

okolicznościach (data, miejsce, ogólnie określony przedmiot komunikacji) selektywnego ujawnienia informacji określonemu akcjonariuszowi³²³.

Taka regulacja stanowiłaby kompromis pomiędzy postulatem stworzenia otoczenia prawnego sprzyjającego dialogowi spółki z akcjonariuszami oraz konieczności zapewnienia odpowiedniej transparentności w tym obszarze. Objęcie przekazywanych ujawnień reżimem obowiązków informacyjnych spółek gwarantowałoby utrzymanie motywacji do stosowania się do tej regulacji w związku z odpowiedzialnością administracyjną za naruszenie tych obowiązków. Równocześnie brak konieczności ujawniania treści przekazywanych selektywnie informacji zmniejszałby negatywne konsekwencje ujawnień dla uczestników dialogu i tym samym ograniczałby bodźce do ignorowania tego przepisu, nawet w odniesieniu do dialogu z akcjonariuszem większościowym. Przejrzystość w odniesieniu do dialogu z akcjonariuszami pozwoliłaby na monitorowanie praktyk spółek giełdowych w zakresie komunikacji zarówno z akcjonariuszem dominującym, jak i z inwestorami zewnętrznymi. Przedstawiony postulat *de lege ferenda* zmierza do usunięcia tych elementów obecnej regulacji, które działają mrożąco na dialog spółki z inwestorami i znaczącymi akcjonariuszami, przy jednoczesnym zagwarantowaniu minimum transparentności w odniesieniu do praktyk spółek giełdowych w tym zakresie.

4 Postępowanie z informacją poufną na gruncie rozporządzenia MAR

4.1 Uwagi wstępne

Powyżej dokonano analizy dopuszczalności selektywnego ujawniania inwestorom informacji na gruncie przepisów KSH, ukierunkowanych na korporacyjną płaszczyznę obiegu informacji w spółce giełdowej. Nie mniej istotne są przepisy MAR dotyczące postępowania ze szczególnym rodzajem informacji jaką jest informacja poufna, ukierunkowane na sferę rynku regulowanego. Rozporządzenie MAR obowiązuje od i zastąpiło (wraz z aktami drugiego poziomu) poprzedni system unijnych aktów regulujących tę problematykę, tj. dyrektywę MAD (ang. *Market Abuse Directive*) i wydane na jej podstawie akty implementujące³²⁴. Z uwagi na niezmienione w większości brzmienie kluczowych przepisów, orzecznictwo TSUE oraz sądów krajowych, wyjaśnienia europejskich i krajowych organów nadzoru oraz dorobek doktryny wypracowane na gruncie przepisów MAD zachowują w przeważającej mierze aktualność na gruncie MAR.

³²³ Podobną propozycję, choć w kontekście krytyki funkcjonowania amerykańskiej regulacji Fair Disclosure, formułuje M. Bengtzen, *Private...*, s. 125. Decher w: H. Hirte, P. Mülberr, M. Roth (red.) *Aktiengesetz...*, § 131, Nb. 456) proponuje, aby spółki udostępniały informację przekazaną innym akcjonariuszom poza walnym zgromadzeniem „w skróconej formie”.

³²⁴ Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku), Dz.U. UE L 96 z 12.4.2003. Najistotniejszym aktem drugiego poziomu była Dyrektywa Komisji 2003/124/WE z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonująca dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku, Dz.U. UE L 339 z 24.12.2003. W prawie polskim przepisy MAD implementowane były w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi (uchylone art. 154 - 161a u.o.i.f.) oraz ustawie o ofercie publicznej (art. 56 - 57 u.o.p. w poprzednim brzmieniu).

MAR ma na celu zapewnienie integralności rynków finansowych, przekładającej się na ich efektywność informacyjną (motyw 2 MAR). W odróżnieniu od omawianych wcześniej przepisów prawa spółek, MAR jest regulacją o charakterze przede wszystkim publicznoprawnym, a zgodność postępowania uczestników rynku z jego przepisami objęta jest nadzorem KNF. Za naruszenie postanowień MAR przewidziane są dotkliwe sankcje, administracyjnoprawne i karnoprawne. Przykładowo, osoba ujawniająca informację poufną z naruszeniem przepisów MAR podlega grzywnie do 2 mln zł albo karze pozbawienia wolności do lat 4, albo obu tym karom łącznie (art. 180 u.o.i.f.). Wykorzystanie informacji poufnej zagrożone jest z kolei karą grzywny do 5 mln zł albo karą pozbawienia wolności od 3 miesięcy do lat 5, albo obu tym karom łącznie (art. 181 ust. 1 u.o.i.f.). Przepisy MAR nakładają więc na dialog pomiędzy spółką a emitentem o wiele bardziej „twarde” ograniczenia niż analizowane powyżej przepisy prawa spółek³²⁵. W związku z tym z pewnością należy wziąć je pod uwagę rekonstruując dopuszczalne granice tego dialogu³²⁶. Relewantność przepisów MAR dla dialogu z akcjonariuszami dostrzega z resztą sam unijny prawodawca wskazując w motywie 19 MAR³²⁷.

Wpływ przepisów MAR na dialog spółki z inwestorami rozpatrywany będzie z dwóch perspektyw. Po pierwsze, wychodząc od konstatacji, że łączy się ono z zakazem jej wykorzystania, który może znacząco ograniczać swobodę zbywania i nabywania instrumentów finansowych, wejście w posiadanie informacji poufnej ujmowane będzie jako ryzyko dla prowadzenia dialogu; inwestorzy instytucjonalni zasadniczo nie chcą więc wchodzić w posiadanie informacji poufnej. Z tej perspektywy trzy aspekty reżimu MAR – definicja informacji poufnej, obowiązek publikacji informacji poufnej oraz rozwiązania organizacyjne wskazane w art. 9 ust. 1 MAR rozpatrywane będą jako okoliczności ograniczające to ryzyko w pkt. 4.3-4.6. Z drugiej jednak strony w wyjątkowych sytuacjach niektórzy inwestorzy instytucjonalni mogą chcieć lub godzić się na wejście w posiadanie informacji poufnej w toku dialogu ze spółką. Biorąc to pod uwagę, przesłanki zgodności ujawnienia informacji poufnej z prawem zostaną przeanalizowane w pkt. 4.6 i odniesione do dialogu z inwestorami instytucjonalnymi.

4.2 Ryzyko wejścia w posiadanie informacji poufnej

Art. 14 lit. a MAR ustanawia zakaz wykorzystywania informacji poufnych (które potocznie określane jest mianem *insider tradingu*). Jak stanowi art. 8 ust. 1 MAR, wykorzystywanie informacji poufnej ma miejsce wówczas, gdy dana osoba znajduje się w posiadaniu informacji poufnej i wykorzystuje tę informację, nabywając lub zbywając, na własny rachunek lub na rzecz osoby trzeciej, bezpośrednio lub pośrednio, instrumenty finansowe, których informacja

³²⁵ P. C. Leyens, *System...*, s. 578

³²⁶ Przepisy MAR jako kluczowe uwarunkowanie dialogu spółki z inwestorami rozpatrują m.in. G. Strampelli, *Knocking...*; C. Mosca, *Director–Shareholder...*, s. 821; K. J. Hopt, *The dialogue...*, s. 7, L. Klöhn, *Board–Shareholder Engagement and Insider Regulation* w: G. Strampelli, L. Enriques (red.) *Board–Shareholder Dialogue: Policy Debate, Legal Constraints and Best Practices*, Cambridge 2024.

³²⁷ Ws. znaczenia tego motywu MAR zob. pkt. 4.7.7.1 poniżej.

ta dotyczy. Zakaz wykorzystywania informacji poufnej dotyczy każdej osoby (art. 14 lit. a MAR). Inaczej niż w niektórych innych porządkach prawnych, wykorzystywanie informacji poufnej jest na gruncie MAR zakazane niezależnie od związku jaki łączy wykorzystującą je osobę z emitentem ani okoliczności wejścia w jej posiadanie; w szczególności nie musi ona znajdować się wobec emitenta w pozycji szczególnego zaufania (powierniczej), lub wejść w posiadanie informacji w sposób nieuprawniony³²⁸. Artykuł 8 ust. 4 MAR różnicuje co prawda zakres stosowania zakazu wykorzystania informacji poufnej wobec dwóch grup podmiotów: insiderów pierwotnych, do których zalicza się przede wszystkim funkcjonariuszy i pracowników emitenta oraz insiderów wtórnych, którymi są osoby, które weszły w posiadanie informacji poufnych w okolicznościach innych niż te przesądzające o statusie insidera pierwotnego. Zróżnicowanie to polega jednak tylko na tym, że insiderzy wtórni objęci są zakazem wykorzystania informacji poufnej jeżeli wiedzą lub powinni wiedzieć, że są to informacje poufne (art. 8 ust. 4 par. 2 MAR); trudno jednak wyobrazić sobie, żeby ta subiektywna przesłanka wiedzy mogła z sukcesem zostać powołana przez inwestora instytucjonalnego.

TSUE, dokonując wykładni art. 8 MAR w wyroku ws. *Specter Photo Group*, przyjął, że wejście w posiadanie informacji poufnych i bycie w ich posiadaniu w chwili dokonywania zbycia lub nabycia instrumentu finansowego, skutkuje powstaniem obalalnego domniemania zamiaru wykorzystania tych informacji³²⁹. Mimo więc, że osoba w posiadaniu informacji poufnej może bronić się, dowodząc, że dana decyzja inwestycyjna nie stanowiła wykorzystania informacji poufnej, będzie musiała ona obalić domniemanie o przeciwnej treści. Pomimo, iż nie jest to niemożliwe w określonych przypadkach – np. w przypadku funduszy indeksowych, gdy zmiana składu portfela służyła jedynie odwzorowaniu zmian w składzie indeksu - w praktyce najbezpieczniejszą postawą w takiej sytuacji będzie dla inwestora powstrzymanie się od zbywania i nabywania instrumentów finansowych.

Ze względu na powyższe konsekwencje, inwestorzy instytucjonalni zwłaszcza tradycyjni, zasadniczo nie chcą wchodzić w posiadanie informacji poufnych, również w kontekście dialogu ze spółkami portfelowymi³³⁰. Jest tak nawet pomimo tego, że samo wejście w posiadanie informacji poufnej w drodze ujawnienia tej informacji przez emitenta z naruszeniem art. 10 ust. 1 MAR nie pociąga za sobą odpowiedzialności karnoprawnej, ani administracyjnoprawnej dla odbiorcy tak ujawnionej informacji (zob. art. 180 u.o.i.f.). Praktyczna konieczność powstrzymania się od zbywania i nabywania instrumentów

³²⁸ Zapewnienie równego dostępu wszystkich inwestorów do informacji (*parity of information*) stanowi główne założenie MAR, M. Ventoruzzo, S. Mock (red.) *Market abuse regulation: commentary and annotated guide*, Oxford 2017, s. 30–31. Inne podejście, zakładające dodatkowe wymogi co do relacji pomiędzy osobą wykorzystującą informacje poufne a emitentem przyjmuje prawo amerykańskie. Zob. analizę porównawczą w M. Ventoruzzo, *Comparing insider trading in the United States and in the European Union: History and recent developments*, ECFR nr 4(11)/2015. W polskiej literaturze zob. R. Woźniak, *Definicja...*, s. 62–73.

³²⁹ Wyrok ws. *Specter Photo Group NV*, pkt. 38.

³³⁰ L. Klöhn, *Board-shareholder...*, s. 529–530; C. Mosca, *Director–Shareholder...*, s. 812; G. Strampelli, *Knocking...*, s. 206

finansowych ogranicza ich możliwość reakcji na zmiany ich kursu, co może skutkować nie tylko pogorszeniem wyniku inwestycyjnego, ale też – gdyby znaleźli się oni w takiej sytuacji w sposób zawiniony – zarzutem naruszenia obowiązku działania w najlepszym interesie uczestnika funduszu³³¹.

Sytuacje, w których inwestorzy wbrew swojej woli uzyskali informacje poufne były przedmiotem rozstrzygnięć organów nadzoru i sądów w głośnych sprawach – w brytyjskiej sprawie Davida Einhorna, zarządzającego funduszem Greenlight Capital oraz amerykańskiej sprawie Marka Cubana³³². W obydwu tych sytuacjach inwestorzy ci weszli w posiadanie informacji poufnej w toku dialogu z przedstawicielami spółki pomimo oświadczeń, że nie wyrażają zgody na ujawnienie im tego rodzaju informacji, co miało dla nich negatywne konsekwencje³³³.

W konsekwencji, wejście w posiadanie informacji poufnej stanowi ryzyko prawne dla inwestorów instytucjonalnych. W kolejnych punktach niniejszego rozdziału wybrane aspekty reżimu MAR analizowane są z tej perspektywy. Dla określenia stopnia tego ryzyka najistotniejsze znaczenie ma definicja informacji poufnej; określa ona bowiem jaki zakres informacji, których posiadanie aktualizować będzie domniemanie wykorzystania informacji poufnej. Definicja ta rekonstruowana jest w pkt. 4.3. poniżej; wnioski z tej analizy odnoszone są następnie do informacji będących typowym przedmiotem dialogu pomiędzy spółką a inwestorami instytucjonalnymi. W dalszej kolejności z tej perspektywy analizowany jest obowiązek publikacji informacji poufnej (oraz opóźnienie publikacji) (pkt. 4.5) a także rozwiązania i procedury wewnętrzne wskazane w art. 9 ust. 1 MAR (pkt. 4.6.).

4.3 Definicja informacji poufnej

Definicja informacji poufnej – ang. *inside information*, w polskim tłumaczeniu dyrektywy MAD „informacja wewnętrzna” - jest centralnym elementem reżimu rozporządzenia MAR, gdyż to w odniesieniu do tego pojęcia sformułowane są główne obowiązki uczestników rynku wynikające z tego aktu: zarówno obowiązek informacyjny emitentów (art. 17 MAR) jak i zakazy nadużyć na rynku (art. 14 MAR). MAR ustanawia jednostopniowy model informacji poufnej³³⁴, tj. model, w którym jednolita definicja informacji poufnej wykorzystywana jest

³³¹ P. Böckli i in., *Shareholder engagement and identification*, 2015 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2568741, s. 3; C. Mosca, *Director–Shareholder...*, s. 812; G. Strampelli, *Knocking...*, s. 213

³³² *SEC v. Cuban*, 634 F.Supp.2d 713 (N.D. Tex. Nov. 17, 2008) (No. 3-08CV2050-D); FSA, *Final notice to Greenlight Capital Inc.*, 15.02.2012, <https://www.fca.org.uk/publication/final-notice/greenlight-capital.pdf>

³³³ David Einhorn poniósł ostatecznie odpowiedzialność za wykorzystanie informacji poufnej, natomiast Mark Cuban, pomimo wszczęcia postępowania przez SEC ostatecznie nie poniósł odpowiedzialności za insider trading. Ws. porównania tych dwóch spraw zob. P. Henning, *Einhorn Case Highlights Britain's Broader Definition of Insider Trading*, “New York Times”, 31.01.2012. Pomimo wyniku sprawy Cubana i generalnie dość wąskiego zakresu zakazu *insider tradingu* w prawie amerykańskim (w porównaniu do MAR), w amerykańskiej literaturze wskazuje się, że strategiczne ujawnianie informacji poufnych może być wykorzystywane do celowego „skażenia” inwestorów (tzw. *insider tainting*), w celu utrudnienia im sprzedaży akcji, zob. A. Verstein, *Insider tainting: Strategic tipping of material nonpublic information*, Northwestern University Law Review nr (112)/2017.

³³⁴ Zmiany w tym zakresie wprowadzi jednak Listing Act, szerzej zob. pkt. 4.3.5. poniżej.

zarówno w kontekście zakazu nadużyć na rynku jak i w odniesieniu do obowiązków informacyjnych emitentów³³⁵.

Zgodnie z art. 7 ust. 1 lit. a) MAR, informacje poufne stanowią określone w sposób precyzyjny informacje, które nie zostały podane do wiadomości publicznej, dotyczące, bezpośrednio lub pośrednio, jednego lub większej liczby emitentów lub jednego lub większej liczby instrumentów finansowych, a które w przypadku podania ich do wiadomości publicznej miałyby prawdopodobnie znaczący wpływ na ceny tych instrumentów finansowych lub na ceny powiązanych pochodnych instrumentów finansowych. Na podstawie tej definicji można więc wyróżnić cztery cechy charakteryzujące informację poufną, które informacja ta musi kumulatywnie spełniać: 1) niepubliczny charakter; 2) związek z emitentem lub instrumentami finansowymi; 3) precyzyjność; oraz 4) cenotwórczość³³⁶. Badanie spełniania tych kryteriów powinno zasadniczo następować w tej właśnie kolejności, ze względu na fakt, że każda kolejna przesłanka jest przesłanką bardziej szczegółową i oceną, której badania można podjąć się po ustaleniu zachodzenia wcześniejszych przesłanek³³⁷.

4.3.1 Niepubliczny charakter informacji

Informacja niepubliczna to informacja nie podana do publicznej wiadomości. Nie chodzi tu przy tym o podanie do publicznej wiadomości wyłącznie w trybie art. 17 MAR (który dotyczy z resztą jedynie informacji bezpośrednio dotyczących emitenta)³³⁸. Za nie posiadającą niepublicznego charakteru należy uznać każdą informację (potencjalnie) dostępną szerokiemu gronu inwestorów. Dostępność z kolei powinna być oceniana pod kątem nakładu pracy i czasu, jaki ponieść muszą odbiorcy w celu zapoznania się z daną informacją (łatwość zapoznania się z informacją)³³⁹. Nie jest konieczne aby dostęp ten był zupełnie powszechny lub darmowy;

³³⁵ Im szersza definicja informacji poufnej tym szerszy też zakres zakazu wykorzystania takiej informacji. W modelu jednostopniowym oznacza to też jednak większe utrudnienia z punktu widzenia realizacji obowiązków informacyjnych przez emitentów, którzy muszą rozważać konieczność publikacji szerszego zakresu informacji. Przed przyjęciem MAR przepisy unijne były w tym zakresie niejednoznaczne, co skutkowało rozbieżnością podejść w państwach członkowskich, zob. C. Di Noia, M. Gargantini, *The market abuse directive disclosure regime in practice: Some margins for future actions*, 2009 <https://ssrn.com/abstract=1417477>, s. 12–19, J. Lau Hansen, D. Moalem, *The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution*, *Capital Markets Law Journal* nr 3(4)/2009, s. 328–329.

³³⁶ Szerzej zob. R. Woźniak, *Definicja...*, *passim*.

³³⁷ Rypina w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. Tom II.*, Warszawa 2023, s. 1071; A. Stokłosa, S. Syp, *MAR. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku. Komentarz*, Warszawa 2021, s. 150–151.

³³⁸ CESR, *Poziom 3 – drugi zestaw wytycznych i informacji CESR dotyczących jednolitego zastosowania Dyrektywy na rynku*, CESR/06-562b, lipiec 2007, pkt. 1.9. Publicznego charakteru nie będą miały natomiast informacje zamieszczone na mało uczęszczanych, niszowych stronach internetowych, opublikowane wyłącznie w niskonakładowej lub lokalnej prasie, czy też informacje ujawnione w toku spotkania, w którym uczestniczy ograniczone grono inwestorów lub innych osób zainteresowanych (np. na walnym zgromadzeniu), zob. Weber w: J. Dybiński (red.) *Rozporządzenie ws. nadużyć na rynku (MAR). Komentarz.*, Legalis 2023 (art. 7, Nb. 77, 79).

³³⁹ R. Woźniak, *Definicja...*, s. 112, 114 (w kontekście informacji o wyrokach sądowych); podobnie Glicz w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku kapitałowego: komentarz*, Wydawnictwo CH Beck 2014, s. 1237 („Faktyczny dostęp do informacji oznacza sytuację, kiedy zapoznanie się z jej treścią jest nieograniczone i nie wiąże się z koniecznością podjęcia dodatkowych czynności w celu jej pozyskania”). Krytycznie Stokłosa w: A. Stokłosa, S. Syp, *MAR...*, s. 164, wskazując, że kryterium nakładu pracy lub wysiłku to jest zbyt uznaniowe.

publiczny charakter będzie więc miała dystrybucja w serwisach typu Bloomberg lub Reuters, lub mediach branżowych związanych z rynkiem kapitałowym, wykorzystywanych przez szerokie grono inwestorów³⁴⁰. Dostęp do informacji nie powinien się jednak wiązać z nadmiernymi trudnościami lub kosztami. W tym kontekście słusznie wskazuje się na kryterium funkcjonalne jakim jest możliwość inkorporacji danej informacji w cenach akcji – dla publicznego charakteru informacji wystarczy jej dostępność dla szerokiego grona profesjonalnych inwestorów, gdyż to głównie ich decyzje inwestycyjne wywierają wpływ na cenę akcji³⁴¹.

4.3.2 Związek informacji z emitentem lub instrumentem finansowym

Związek informacji z emitentem może być bezpośredni lub pośredni. Rozróżnia się w tym kontekście tzw. informacje korporacyjne, mające swoje źródło wewnątrz organizacji emitenta (informacje o działaniach podjętych przez emitenta, o uzyskanych wynikach finansowych itp.), ale też poza jego organizacją, o ile ma do nich uprzywilejowany dostęp (np. treść orzeczeń sądowych lub decyzji administracyjnych doręczanych emitentowi) oraz tzw. informacje (ogólno)rynkowe, dotyczące zazwyczaj całej gospodarki lub całych sektorów (np. o zmianach w indeksach giełdowych, o zmianach stóp procentowych lub o wejściu w życie przepisów mających wpływ na podmioty z sektora, w którym działa emitent)³⁴². Słusznie jednak zauważa L. Klöhn, że wobec istnienia kryterium precyzyjności i cenotwórczości informacji, kryterium związku z emitentem jest redundantne i nie zawęża zakresu pojęcia informacji poufnej³⁴³.

4.3.3 Precyzyjność informacji

Cecha precyzyjności informacji wymaga już głębszej analizy niż dwie poprzednie cechy. Zgodnie z art. 7 ust. 2 MAR, informacje uznaje się za określone w sposób precyzyjny, jeżeli wskazują one na zbiór okoliczności, które istnieją lub można zasadnie oczekiwać, że zaistnieją, lub na zdarzenie, które miało miejsce lub można zasadnie oczekiwać, że będzie miało miejsce, jeżeli informacje te są w wystarczającym stopniu szczegółowe, aby można było wyciągnąć z nich wnioski co do prawdopodobnego wpływu tego szeregu okoliczności lub zdarzenia na ceny instrumentów finansowych lub powiązanych instrumentów pochodnych. Badanie przesłanki precyzyjności polega więc na przeprowadzeniu dwóch testów: 1) testu realności – w ramach którego konieczne jest ustalenie, czy informacja dotyczy zdarzenia lub okoliczności, które miały miejsce lub można zasadnie oczekiwać, że będą miały miejsce oraz 2) testu szczegółowości – polegającego na ustaleniu, czy treść informacji pozwala wyciągnąć wnioski co do jej prawdopodobnego wpływu na ceny akcji³⁴⁴.

³⁴⁰ Sójka w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2015, s. 1208; CESR, *Drugi zestaw...*, s. 5, przyp 4.

³⁴¹ Tak, w oparciu o doktrynę niemiecką, Sójka w: *Ibid.*; M. Ventrizzo, S. Mock (red.) *Market...*, s. 198.

³⁴² Katalog przykładowych informacji dotyczących emitenta pośrednio i bezpośrednio wskazał CESR, zob. CESR *Drugi zestaw...*, pkt. 1.15 – 1.16.

³⁴³ L. Klöhn, *Board-shareholder...*, s. 549.

³⁴⁴ Sójka w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 1215. Podobnie, co do struktury badania precyzyjności, choć używając innej nomenklatury Weber w: J. Dybiński (red.) *Rozporządzenie...* (7, Nb. 37 – 39).

Test realności polega na zbadaniu czy zbiór okoliczności lub zdarzenie, których informacja dotyczy istnieją lub można zasadnie oczekiwać ich zaistnienia. W doktrynie słusznie wskazuje się, że do rozróżnienia na zbiór okoliczności oraz zdarzenie nie należy przywiązywać zbyt dużej wagi, a wskazanie wydarzeń i okoliczności jako przedmiotu (treści) informacji poufnej ma na celu objęcie jej definicją jak najszerszego zbioru, obejmującego każdy proces dostępny dla percepcji poznawczej³⁴⁵.

Test realności może przysparzać trudności przede wszystkim w przypadku przede wszystkim w kontekście oceny tego, czy informacja dotyczy zdarzeń lub okoliczności przyszłych, których wystąpienia można zasadnie oczekiwać. Wykładni tego pojęcia dokonał TSUE w wyroku w sprawie *Geltl vs. Daimler*. Trybunał orzekł, że żeby uznać, że danego zdarzenia lub okoliczności można zasadnie oczekiwać, nie jest konieczny wysoki stopień prawdopodobieństwa jego wystąpienia, a wystarczy, że na podstawie całościowej oceny dostępnych już elementów wydaje się, iż występuje rzeczywista perspektywa, że zaistnieją one lub będą miały miejsce³⁴⁶. Nie jest więc konieczne aby prawdopodobieństwo ich wystąpienia było wysokie, ale za informacje dokładne nie mogą być uważane informacje dotyczące okoliczności i wydarzeń, których wystąpienie nie jest prawdopodobne³⁴⁷. W doktrynie w tym kontekście wskazuje się, że wystąpienie zdarzenia lub okoliczności musi być przeważająco prawdopodobne, a więc, że zdarzenie musi być bardziej prawdopodobne niż nieprawdopodobne³⁴⁸. Formalnie więc można powiedzieć, że prawdopodobieństwo jego wystąpienia powinno wynosić więcej niż 50%³⁴⁹, choć przydatność odwołania do takiego progu ilościowego ograniczona wobec trudności z precyzyjnym ustaleniem prawdopodobieństwa przyszłych zdarzeń. Trybunał w cytowanym wyroku odrzucił przy tym wprost stosowany w orzecznictwie Stanów Zjednoczonych dotyczącym *insider tradingu*, tzw. *probability/magnitude test*, a więc dopuszczalność kompensowania niskiego prawdopodobieństwa wystąpienia przyszłych zdarzeń ich potencjalnie wysokim wpływem na emitenta³⁵⁰. Zasadniczo test realności przechodzić będą raczej zdarzenia, których wystąpienie spodziewane jest w relatywnie krótkim okresie czasowym, gdyż to przede wszystkim takich wydarzeń można „zasadnie oczekiwać”³⁵¹.

Test szczegółowości polega z kolei na badaniu, czy informacje są w wystarczającym stopniu szczegółowe, aby można było wyciągnąć z nich wnioski co do prawdopodobnego ich wpływu na ceny instrumentów finansowych. Szczegółowości informacji nie należy więc utożsamiać z

³⁴⁵ Sójka w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 1209; Weber w: J. Dybiński (red.) *Rozporządzenie...* (art. 7, Nb. 32).

³⁴⁶ Wyr. TSUE z 28.06.2012 r. ws. C-19/11, *Geltl v. Daimler*, ECLI:EU:C:2012:397, pkt. 49.

³⁴⁷ Ibid, pkt. 46, 48.

³⁴⁸ Glicz w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...* (wyd. 2014), s. 1233; Weber w: J. Dybiński (red.) *Rozporządzenie...* (Art. 7, Nb. 43).

³⁴⁹ Sójka w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 1217; M. Ventoruzzo, S. Mock (red.) *Market...*, s. 192

³⁵⁰ Wyrok ws. *Geltl v. Daimler*, pkt. 50.

³⁵¹ Stokłosa w: A. Stokłosa, S. Syp, *MAR...*, s. 171; Rypina w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...*, s. 1081;

dużą ilością detali w treści danej informacji lub rozbudowaną treścią³⁵². Szczegółowość (ang. *specificity*) powinno rozumieć się raczej jako „określoność” czy „konkretność” danej informacji. Kryterium to pełni funkcję delimitującą, nakazując rozróżnić informacje, które pozwalają dokonać oceny ich wpływu na cenę akcji, od informacji niedookreślonych i nie do końca skonkretyzowanych, a także od pogłosek, spekulacji, i subiektywnych opinii osób trzecich, których racjonalny inwestor nie powinien uwzględniać przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych³⁵³. Jednak nie należy apriorycznie, tylko ze względu na przynależność rodzajową danej informacji do plotek, prognoz czy sądów ocennych odmawiać jej cechy precyzyjności³⁵⁴. Plotki zazwyczaj nie będą cechować się dostateczną precyzyjnością, jednak w określonych przypadkach, ze względu na ich treść albo na wiarygodne źródło pochodzenia mogą być uznane za dostatecznie szczegółowe³⁵⁵.

Przedmiot informacji precyzyjnych nie musi ograniczać się do faktów, a więc intersubiektywnie weryfikowalnych zdarzeń czy okoliczności. W konsekwencji również stany psychiczne takie jak np. sam zamiar określonego działania przez daną osobę mogą stanowić przedmiot informacji poufnej i, jak się wydaje mogą być precyzyjne³⁵⁶. Przykładowo, wyrażenie przez członka zarządu pesymistycznego nastawienia co do dalszego rozwoju spółki wydaje się spełniać kryterium szczegółowości, nawet jeżeli nie towarzyszy mu wskazanie faktycznych podstaw wyrażanej opinii, ze względu na sam fakt, że członkowie zarządów zazwyczaj nie wygłaszają bezpodstawnie negatywnych opinii o działalności ich własnych spółek³⁵⁷.

W wyroku ws. *Lafonta*, TSUE orzekł, że aby informacja spełniała przesłankę precyzyjności nie jest konieczne aby umożliwiała ona ustalenie, w jaki sposób (w jakim kierunku) zmieni się cena danych instrumentów finansowych lub powiązanych z nimi finansowych instrumentów pochodnych³⁵⁸. Trybunał podkreślił, że wymóg precyzyjności wyklucza z zakresu pojęcia informacji poufnej tylko informacje niejasne lub ogólne, które nie pozwalają na wyciągnięcie żadnego wniosku co do ich możliwego wpływu na ceny danych instrumentów finansowych, wskazując w uzasadnieniu, że coraz większa złożoność rynków finansowych sprawia, że dokonanie dokładnej oceny sposobu, w jakim mogą ulec zmianie ceny instrumentów

³⁵² Stokłosa w: A. Stokłosa, S. Syp, *MAR...*, s. 166

³⁵³ K. Oplustil, *Informacje...*, s. 909; Weber w: J. Dybiński (red.) *Rozporządzenie...* (art. 7, Nb. 45).

³⁵⁴ Tak w kontekście artykułu prasowego relacjonującego pogłoski rynkowe TSUE w wyroku z dnia 15 marca 2022 r. w sprawie C-302/20, *Mr. A v. AMF*, ECLI:EU:C:2022:190, pkt. 42. Według wytycznych CESR, „aby stwierdzić czy wystąpiły okoliczności lub zaszło wydarzenie, kluczową kwestią o tym decydująca jest fakt, czy istnieje mocny oraz obiektywny dowód na to, a nie tylko i wyłącznie plotki i spekulacje”, CESR, *Drugi zestaw...*, s. 4. CESR rozważał więc kwestię precyzyjności plotek w kontekście testu rzeczywistości zdarzenia.

³⁵⁵ Wyrok *Mr. A v. AMF*, pkt. 49 – 50 (w odniesieniu do szczegółowości pogłoski), pkt. 51 (w odniesieniu do renomy źródła pogłoski).

³⁵⁶ R. Veil (red.) *European...*, s. 203; A. Rycerski, *Własny zamiar wywołania cenotwórczego zdarzenia w świetle definicji informacji poufnej*, PPH nr 1/2018. Odmienne Sójka w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 1210. Szczególnym przypadkiem jest własny zamiar nabycia instrumentu finansowego (art. 9 ust. 5 MAR).

³⁵⁷ Ten przykład jest odwróceniem przykładu, który podaje Sójka w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 1210, odnośnie pozytywnych lub entuzjastycznych ocen wyrażanych przez członków organów spółki, które racjonalny inwestor zazwyczaj zbagatelizuje jako zwykłe marketingowe „puste slogany” (*puffery*).

³⁵⁸ Wyrok TSUE z dnia 11 marca 2015 r., ws. C-628/13 *Lafonta v. AMF*, ECLI:EU:C:2015:162, pkt. 30.

finansowych, staje się szczególnie trudne, w związku z czym zawężenie przesłanki precyzyjności do takiego rozumienia stworzyłoby zbyt duży zakres swobody dla wykorzystania cenotwórczych informacji przez osoby będące w ich posiadaniu kosztem innych uczestników rynku³⁵⁹. Takie stanowisko może *prima facie* budzić wątpliwości³⁶⁰. Jak TSUE wskazał we wcześniejszym orzeczeniu ws. *Specter Photo Group NV*, informacja zapewnia insiderowi przewagę gdy pozwala mu oczekiwać, gdy działa on w sposób z nią zgodny, dokonując transakcji rynkowej, że będzie czerpać z niej korzyść gospodarczą bez ponoszenia przy tym ryzyka takiego jak inne podmioty działające na rynku³⁶¹. W przypadku braku możliwości przewidzenia kierunku tego wpływu ciężko mówić o braku ryzyka. Jednak należy zauważyć, że nawet w takim przypadku insiderzy mogą uzyskiwać korzyści z posiadania informacji poufnej³⁶². Interpretacja przyjęta przez TSUE jest też zgodna z praktyką obrotu, w której ta sama informacja bywa różnie interpretowana przez uczestników rynku³⁶³. Przyjęcie odmiennego stanowiska wiązałoby się z dodatkowymi utrudnieniami po stronie organów nadzoru, które musiałyby być w stanie wykazać, że również kierunek reakcji rynku możliwy był do przewidzenia.

Jak wskazano, dialog inwestorów ze spółką często dotyczyć będzie kwestii strategicznych i planów rozwoju spółki. Szczególnie istotne jest więc ocena strategicznych planów spółki pod kątem możliwości spełniania przesłanki precyzyjności³⁶⁴. W tym kontekście relewatywne wydają się wytyczne CESR, informacja „nie musi być kompletna żeby była uznana za określoną w sposób precyzyjny. (...) Podobnie, informację można uznać za określoną w sposób precyzyjny nawet jeśli odnosi się do alternatywnych zagadnień lub wydarzeń”³⁶⁵.

W doktrynie wskazuje się w odniesieniu do planów, że „nie można uznać za precyzyjną informacji o charakterze spekulatywnym na temat nieskonkretyzowanych planów” i że „wszelkie plany lub projekcje muszą jednak przyjąć jakąś konkretną i namacalną postać, aby mogły być uznane za informację precyzyjną”³⁶⁶. Zgodzić się należy z pewnością, że podjęcie

³⁵⁹ Ibid., pkt. 31, 36.

³⁶⁰ M. Ventruruzzo, S. Mock (red.) *Market...*, s. 194; Szeroko krytycznie L. Klöhn, *Inside information without an incentive to trade? What's at stake in 'Lafonta v AMF'*, *Capital Markets Law Journal* nr 2(10)/2015.

³⁶¹ Wyrok TSUE z 23.12.2009, ws. C-45/08, *Specter Photo Group NV*, pkt. 52. Wcześniej, w podobny, choć nieco szerszy sposób, przesłankę precyzyjności scharakteryzował CESR *Drugi zestaw...*, s. 5, wskazując, że z precyzyjnością można mieć o czynienia w dwóch sytuacjach: kiedy informacja pozwoliłaby racjonalnemu inwestorowi na podjęcie decyzji inwestycyjnej bez, lub przy bardzo niskim ryzyku finansowym - tzn. inwestor mógłby ocenić z pewnością, w jaki sposób informacja, wpłynęłaby na cenę instrumentów finansowych (np. wiedza o planowanej ofercie przejęcia dająca pewność, że cena akcji emitenta wzrośnie) albo wtedy kiedy, jest prawdopodobne, że informacja zostałaaby natychmiast wykorzystana na rynku - tzn. jak tylko informacja stałaby się powszechnie znana, uczestnicy rynku dokonywaliby transakcji na jej podstawie.

³⁶² Np. poprzez instrumenty pochodne pozwalające czerpać korzyści ze zwiększenia zmienności cen danego instrumentu, M. Ventruruzzo, S. Mock (red.) *Market...*, s. 194.

³⁶³ E. Kandel, N. D. Pearson, *Differential interpretation of public signals and trade in speculative markets*, *Journal of Political Economy* nr 4(103)/1995.

³⁶⁴ Od planów spółki należy odróżnić mające inną naturę prognozy czy szacunki wyników finansowych lub operacyjnych spółki. Tego typu informacje, o ile nie powstają wyłącznie w oparciu o informacje publiczne (por. motyw 28 MAR) uznaje się za precyzyjne. K. Oplustil, *Informacje...*, s. 915; A. Stokłosa, S. Syp, *MAR...*, s. 170.

³⁶⁵ CESR, *Drugi zestaw wytycznych...*, s. 5.

³⁶⁶ *Rypina* w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...*, s. 1081–82.

działań w celu implementacji planów lub strategii będzie wzmacniać prawdopodobieństwo ich realizacji, jednak wydaje się, że nie należy *a limine* wykluczać, że sama deklaracja określonego działania ze strony zarządu może stanowić informację precyzyjną. Przykładowo, jeżeli w toku dialogu z inwestorami kilku członków zarządu zadeklaruje determinację obrania określonego kierunku działania spółki i określonej aktualizacji jej strategii, to racjonalnym wydaje się przyjęcie, że spółka taki właśnie kierunek wybierze, i uznania tej informacji za precyzyjnie określoną. Należy jednak mieć na względzie, że precyzyjna może być w takiej sytuacji jedynie informacja o samej zmianie strategii, a niekoniecznie o poszczególnych działaniach w ramach tej strategii, jeżeli są to działania na tyle odległe czasowo i kauzalnie, że ich wystąpienia nie można się jeszcze zasadnie spodziewać. Jak słusznie wskazuje się w literaturze, informowanie przez emitentów o niepewnych zdarzeniach i spekulacyjnych planach w ramach raportowania informacji poufnych negatywnie wpływałoby na efektywność informacyjną rynku oraz mogłoby potencjalnie w skrajnych przypadkach nosić znamiona manipulacji³⁶⁷. Strategie zazwyczaj wskazują plany spółki na kilka lat do przodu, w związku z czym wiążą się z silną niepewnością. Wydaje się jednak, że sama informacja o obraniu danej strategii, niezależnie od perspektyw realizacji poszczególnych przewidzianych w niej działań, może być precyzyjna³⁶⁸.

Wnioski będą oczywiście uzależnione od okoliczności konkretnego przypadku, ale wydaje się, że można stwierdzić, że emitenci powinni zachować ostrożność komunikując inwestorom w toku dialogu korporacyjnych planów i strategii, gdyż informacje o nich nie są w sposób kategoryczny wyłączone z zakresu definicji informacji poufnej. Mniejsze ryzyko ujawnienia informacji poufnej wystąpi w przypadku konsultowania z inwestorami potencjalnych strategii i działań spółki, rozważanych w sposób hipotetyczny, niż w przypadku informowania o podjętych już przez zarząd decyzjach co do przyszłych kroków.

4.3.4 Cenotwórczość informacji

Cenotwórczość jest najważniejszą cechą informacji poufnej. Informacje cenotwórcze to takie, które w przypadku podania ich do wiadomości publicznej miałyby prawdopodobnie znaczący wpływ na ceny tych instrumentów finansowych lub na ceny powiązanych pochodnych instrumentów finansowych (art. 7 ust. 1 lit. a MAR). Jak precyzuje art. 7 ust. 4 MAR, informacje mające prawdopodobnie znaczący wpływ na cenę instrumentów finansowych, oznaczają informacje które racjonalny inwestor prawdopodobnie wykorzystałby, opierając się na nich w części przy podejmowaniu swych decyzji inwestycyjnych. Przepis ten statuuje tzw. test racjonalnego inwestora³⁶⁹.

Badanie cenotwórczości informacji przeprowadzane jest *ex ante*, z uwzględnieniem informacji dostępnych na chwilę jego przeprowadzania. Z tego powodu ocenie podlega wpływ potencjalny, czyli prawdopodobieństwo wpływu danej informacji na cenę instrumentu

³⁶⁷ Rypina w: *ibid*; C. Di Noia, M. Gargantini, *The market...*, s. 10.

³⁶⁸ Sójka w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 1220.

³⁶⁹ CESR *Drugi zestaw wytycznych...*, s. 5, pkt. 1.1.; W formule monograficznej o teście racjonalnego inwestora zob. A. Rycerski, *Test...*

finansowego. Sama zaledwie możliwość, iż informacja będzie miała istotny wpływ na cenę nie jest wystarczająca do uznania jej za informację poufną, ale z drugiej strony, nie jest wymagane, aby stopień prawdopodobieństwa był bliski pewności³⁷⁰. Dokonywania oceny *ex ante* oznacza też, że rzeczywista reakcja rynku po upublicznieniu danej informacji nie rozstrzyga o jej kwalifikacji jako informacji poufnej, choć z pewnością stanowi ważną wskazówkę co do możliwości jej uznania za poufną (zob. motyw 15 MAR)³⁷¹.

Z brzmienia art. 7 ust. 4 MAR wynika, że wystarczające jest aby racjonalny inwestor mógł oprzeć swoje decyzje inwestycyjne na wskazanej informacji w części. A zatem daną informację należy rozważyć w kontekście całości informacji dostępnych na rynku w chwili dokonywania oceny. Za orzecznictwem amerykańskim przyjmuje się więc, że istotne jest jak dana informacja wpływa na całokształt dostępnych informacji o emitencie³⁷². Według wytycznych CESR należy w tym kontekście uwzględnić okoliczności takie jak: i) spodziewana waga wspomnianej sprawy lub zdarzenia w kontekście ogółu działań spółki; ii) znaczenie informacji w kontekście głównych czynników determinujących cenę instrumentu finansowego; iii) wiarygodność źródła; iv) zmienne rynkowe, które wpływają na cenę danego instrumentu finansowego (takie jak ceny, rentowność, zmienność, płynność, wzajemne relacje cenowe instrumentów finansowych, wolumen, popyt, podaż itd.)³⁷³. CESR wskazał ponadto, że na cenotwórczość informacji mogą wskazywać też następujące okoliczności: informacja jest tego samego typu co informacja która w przeszłości miała istotny wpływ na cenę; raporty analityczne i opinie opracowane przed publikacją informacji wskazują, że ten rodzaj informacji ma wpływ na cenę; sama spółka uznała już podobne zdarzenia za informację poufną³⁷⁴.

Kryterium cenotwórczości wiąże się z kwalifikowanym typem wpływu na cenę instrumentów finansowych, tj. z wpływem znaczącym. Nie należy jednak znaczącego wpływu oceniać z odwołaniem do sztywnych progów ilościowych zmiany ceny instrumentu finansowego³⁷⁵. W tym zakresie należy polegać na funkcjonalnym kryterium tego, czy dana informacja stwarza bodźce do określonej decyzji inwestycyjnej (ang. *incentive to trade*; niem. *Anreiz-test*); nie powinny więc być uznane za wywołujące znaczący wpływ informacje, których wykorzystanie - uwzględniając koszty transakcyjne, ryzyko inwestycji np. ryzyko związane z płynnością

³⁷⁰ CESR, *Drugi zestaw wytycznych...*, s. 6, pkt. 1.12.

³⁷¹ Zmiana ceny akcji po upublicznieniu informacji powinna być uznana za silną wskazówkę, że dana informacja była cenotwórcza *ex ante*, choć emitent może starać się wykazać, że było inaczej (gdyż np. reakcja rynku jest irracjonalna lub wyolbrzymiona, wynika z innych okoliczności itp.). Wydaje się, że brak reakcji rynku powinien jednak zawsze wskazywać na brak cenotwórczego charakteru informacji – jeżeli rynek ostatecznie nie przypisuje wagi do danej informacji, wywodzenie innych wniosków przez sąd czy organ nadzoru wydaje się nieuprawnione. Odmienne, z powołaniem na orzecznictwo francuskie Hössl-Neumann, Torggler w: S. Kalss i in. (red.) *EU Market Abuse Regulation: A Commentary on Regulation (EU) No 596/2014*, Cheltenham 2021, s. 72

³⁷² „Musi istnieć znaczne prawdopodobieństwo, że ujawnienie zatajonego faktu byłoby przez racjonalnego inwestora postrzegane jako znacząco zmieniające „całościowy miks” (*total mix*) dostępnych informacji”, *TSC Industries, Inc v Northway, Inc.*, 426 US 438, 449 (1976).

³⁷³ CESR, *Drugi zestaw wytycznych...*, s. 6, pkt. 1.13.

³⁷⁴ CESR *ibid.*

³⁷⁵ CESR, *ibid.*

instrumentu itp. - dawałoby jedynie nieznaczące korzyści³⁷⁶. Z drugiej strony wpływ znaczący nie oznacza jakiegoś nadzwyczajnego, szczególnie dużego wpływu na cenę akcji emitenta; wymóg znaczącego charakteru wpływu służy przede wszystkim odfiltrowaniu informacji bagatelnych³⁷⁷. Jednocześnie, z koniecznością badania „prawdopodobnie znaczącego” wpływu danej informacji na cenę akcji oznacza, że na potrzeby badania cenotwórczości należy dopuścić współzależność pomiędzy prawdopodobieństwem a wielkością wpływu danej informacji, o ile informacja spełnia równocześnie kryterium precyzyjności³⁷⁸, co szczególnie znaczenie będzie mieć w przypadku procesów rozciągniętych w czasie. Należy też zauważyć, że wpływ danej informacji na cenę instrumentu może nie przejawiać się w jej zmianie (wzroście, spadku), a również w podtrzymaniu ceny informacji (np. w przypadku informacji potwierdzającej realizację przez emitenta prognozowanych wyników finansowych)³⁷⁹. Badanie wpływu na cenę powinno więc odbywać się metodą dyferencyjną, poprzez ustalenie hipotetycznego poziomu ceny akcji przy braku publikacji danej informacji, lub publikacji informacji o innej treści.

Test racjonalnego inwestora polega na uprzedniej ocenie reakcji rynku na daną informację z perspektywy pewnego normatywnego wzorca zachowań. Racjonalność inwestora rozumie się przede wszystkim w ten sposób, że działa on na rynku finansowym jak *homo economicus*, kierując się maksymalizacją zysków (minimalizacją strat)³⁸⁰. W literaturze powszechnie też przyjmuje się, że inwestor racjonalny podejmuje decyzje inwestycyjne przede wszystkim w oparciu o informacje mające wpływ na fundamentalną wartość instrumentu finansowego, nie kierując się emocjami i nie poddając się irracjonalnym zjawiskom obserwowanym na rynku finansowym, takim jak zachowania stadne, reakcje przesadnie optymistyczne lub pesymistyczne³⁸¹. Jest to więc pewnego rodzaju zobiektywizowany, normatywny wzorzec inwestora, którego działanie należy oczyścić z elementów nieracjonalnych; tak rozumianą figurę racjonalnego inwestora przeciwstawia się figurze spekulanta, podejmującego nadmierne ryzyko, w oparciu o niedostateczne informacje³⁸².

Takie podejście jest jednak o tyle ograniczające, że potencjalnie umożliwia insiderom wykorzystanie informacji nie spełniających tak rozumianych kryteriów „ściślej racjonalności”, które jednak mogą być cenotwórcze, przynajmniej w krótkim okresie. Klasa tego typu informacji jest całkiem szeroka, zwłaszcza zważywszy na dostępne na rynku strategie

³⁷⁶ Sójka w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 1213; Weber w: J. Dybiński (red.) *Rozporządzenie...* (7, Nb. 93 – 95); K. Oplustil, *Informacje...*, s. 910.; Weber w: J. Dybiński (red.) *Rozporządzenie...* (7, Nb. 93-94); Rypina w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...*, s. 1084–85.

³⁷⁷ Sójka w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 1213.

³⁷⁸ Wyrok TSUE ws. *Geltl*, pkt. 55; Sójka w: *Ibid.*, s. 1219; Gerner-Beuerle w: M. Lehmann, C. Kumpan (red.) *European financial services law: article-by-article commentary*, Nomos Verlag 2019, s. 681, 688–689.

³⁷⁹ M. Ventrizzo, S. Mock (red.) *Market...*, s. 192.

³⁸⁰ Sójka w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 1213; Hössl-Neumann, Torggler w: S. Kalss i in. (red.) *EU...*, s. 73

³⁸¹ Tak R. Veil (red.) *European...*, s. 208; T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 1213; Weber w: J. Dybiński (red.) *Rozporządzenie...* (7, Nb. 89 – 90). Ws. przeglądu błędów poznawczych na rynku finansowym zob. A. Rycerski, *Test...*, s. 105–114.

³⁸² K. Oplustil, *Informacje...*, s. 910

inwestycyjne, które ograniczają ryzyko związane z bardziej agresywną spekulacją³⁸³. Rozróżnienie pomiędzy spekulacją a fundamentalnym inwestowaniem jest też nieprecyzyjne, przynajmniej jeżeli kryterium różnicującym miałyby być racjonalność zachowania³⁸⁴. W konsekwencji, należałoby się opowiedzieć za interpretacyjnym włączeniem mniej „fundamentalnych”, bardziej „spekulacyjnych” informacji w zakres informacji cenotwórczych, w rozsądnych granicach³⁸⁵. Większość doktryny odrzuca tę możliwość, wskazując, że test racjonalnego inwestora straciłby w takiej sytuacji swoją delimitującą funkcję, a dodatkowo wiązałby się z utrudnieniami dla emitentów, którzy musieliby publikować szerszy zakres informacji³⁸⁶.

Wątpliwości może również budzić powszechny w literaturze i orzecznictwie pogląd o tym, że modelowy racjonalny inwestor, nie jest inwestorem profesjonalnym, a raczej przeciętnym uczestnikiem rynku kapitałowego charakteryzującym się podstawową wiedzą na temat funkcjonowania rynków kapitałowych, ale nie posiadającym wiedzy specjalistycznej z zakresu księgowości, metod wyceny instrumentów finansowych czy ekonometrii³⁸⁷. Przyjęcie takiego założenia zawęży krąg informacji poufnych do takich, które są zrozumiałe dla takiego inwestora, wykluczając z niego informacje o większym poziomie techniczności i skomplikowania np. informacje o zmianie księgowego ujęcia określonych pozycji w rachunkowości spółki, istotne dla jej wyniku finansowego. Jednocześnie tego typu informacje zostaną z pewnością uwzględnione przez dysponujących większą wiedzą i możliwościami analitycznymi inwestorów profesjonalnych, i znajdą odzwierciedlenie w cenie akcji. W konsekwencji należy opowiedzieć się raczej za pojmowaniem racjonalnego inwestora jako inwestora profesjonalnego, lub o inwestora zbliżonym do inwestora profesjonalnego poziomie wiedzy i umiejętności interpretacji informacji finansowych³⁸⁸.

4.3.5 Procesy rozciągnięte w czasie

Szczególnych problemów w kontekście oceny przesłanek precyzyjności oraz cenotwórczości przysparzają informacje o zdarzeniach lub okolicznościach stanowiących etapy pośrednie procesów rozciągniętych w czasie.

³⁸³ A. Rycerski, *Test...*, s. 141 i n.

³⁸⁴ Zob. podobnie już *SEC v Texas Gulf Sulphur Co*, 401 F.2d (2d Cir 1968) 833, 849: „spekulatorzy i chartyści z Wall Street i Bay Street są również „racjonalnymi” inwestorami, uprawnionymi do tej samej ochrony prawnej, która przysługuje konserwatywnym *traderom*”. Chartysta oznacza inwestora stosującego tzw. analizę techniczną.

³⁸⁵ Tak *Hössl-Neumann, Torggler* w: S. Kalss i in. (red.) *EU...*, s. 74; podobnie *Assmann* w: H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbert (red.) *Wertpapierhandelsrecht. Kommentar*, wyd. 7, Köln 2019, s. 1597, ze wskazaniem na wyrok ws. *Lafonta* (konieczność uwzględnienia informacji nie wskazujących na kierunek zmiany kursu, które mogą wykorzystywać spekulanci), w polskiej literaturze obszernie A. Rycerski, *Test...*, s. 172 i n.; autor postuluje przyjęcie szerszej definicji racjonalnego inwestora na potrzeby zakazu nadużyć na rynku, bez obowiązku publikacji tego typu informacji przez emitenta.

³⁸⁶ M. Ventrizzo, S. Mock (red.) *Market...*, s. 201

³⁸⁷ Tak *Sójka* w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 1214; *Rypina* w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...*, s. 1085.

³⁸⁸ M. Ventrizzo, S. Mock (red.) *Market...*, s. 202

Zagadnienie to było przedmiotem orzeczenia TSUE w sprawie *Geltl*, dotyczącej jednego z typowych przykładów procesów rozciągniętych w czasie, tj. rezygnacji członka organu spółki³⁸⁹. Zgodnie z wyrokiem TSUE, w przypadku procesów rozciągniętych w czasie, informacja może stać się precyzyjna przed zakończeniem tego procesu, tj. precyzyjna może być również informacja o jego etapach pośrednich³⁹⁰. Stanowisko to znajduje obecnie bezpośredni wyraz w art. 7 ust. 2 zd. 2 MAR, który stanowi, że w przypadku rozciągniętego w czasie procesu, którego celem lub wynikiem jest zaistnienie szczególnych okoliczności lub szczególnego wydarzenia, za informacje określone w sposób precyzyjny można uznać te przyszłe okoliczności lub to przyszłe wydarzenie (spełniające kryterium precyzyjności), ale także etapy pośrednie tego procesu, związane z zaistnieniem lub spowodowaniem tych przyszłych okoliczności lub tego przyszłego wydarzenia³⁹¹. Artykuł 7 ust. 3 MAR podkreśla z kolei, że etap pośredni rozciągniętego w czasie procesu jest uznany za informację poufną, jeżeli sam w sobie spełnia kryteria informacji poufnej, a więc poza kryterium precyzyjności, również kryterium cenotwórczości (zob. też motyw 16 MAR). Jako przykłady procesów rozciągniętych w czasie, wskazuje się procesy w których niezbędne jest uzyskanie zgód korporacyjnych innych organów, negocjacje (w tym w odniesieniu do transakcji M&A) oraz postępowania sądowe i administracyjne (zob. motyw 17 MAR).

Uznanie etapów pośrednich za informacje poufne ma dla emitentów ten negatywny skutek, że również one mogą zostać uznane za precyzyjne już wtedy kiedy ich wystąpienia można się zasadnie spodziewać, a więc jeszcze przed zaistnieniem etapu pośredniego, co wiąże się z koniecznością antycypowania rozwoju wydarzeń z dużym wyprzedzeniem³⁹². Wprowadza to dużą niepewność co do realizacji obowiązku publikacji informacji poufnej. Chcąc zwiększyć pewność prawną w tym zakresie unijny prawodawca zmodyfikował art. 17 MAR, wyłączając informacje poufne dot. etapów pośrednich procesów rozciągniętych w czasie spod obowiązku informacyjnego (art. 2 pkt. 6 a) Listing Act); zmiany te wchodzą w życie 5.06.2026 r.. Komisja Europejska została dodatkowo upoważniona do przyjęcia wytycznych zawierających otwarty katalog zdarzeń końcowych procesów rozciągniętych w czasie uzasadniających publikację informacji na podstawie art. 17 MAR³⁹³.

³⁸⁹ W stanie faktycznym sprawy prezes spółki DaimlerChrysler AG zakomunikował chęć przewodniczącemu rady nadzorczej zamiar rezygnacji ze stanowiska 17 maja, a dwóm kolejnym członkom rady 1 czerwca 2005 r. Spółka opublikowała stosowany raport dopiero po podjęciu przez radę nadzorczą uchwały w tej sprawie, na posiedzeniu 28 lipca 2005 r.

³⁹⁰ Wyrok ws. *Geltl*, pkt. 38.

³⁹¹ Polskie tłumaczenie tego przepisu posługujące się wyrażeniem „szczególne okoliczności” może wprowadzać w błąd. Nie chodzi tutaj o jakieś nadzwyczajne okoliczności czy zdarzenie a o „określone”, „konkretne”, „dane” (*particular*) zdarzenie.

³⁹² Wyrok ws. *Geltl*, pkt. 38 zd. 2; M. Ventoruzzo, S. Mock (red.) *Market...*, s. 195.

³⁹³ Zob. projekt aktu delegowanego przygotowany przez ESMA, *Technical advice concerning MAR and MiFID II SME GM*, ESMA74-1103241886-1086, 7.05.2025, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-delivers-technical-advice-market-abuse-and-sme-growth-markets-part>

4.3.6 Posumowanie - definicja informacji poufnej a dialog z inwestorami

Odnosząc powyższe ustalenia dotyczące definicji informacji poufnej do dialogu z inwestorami należy stwierdzić, że ryzyko, że informacje przekazywane w toku dialogu stanowią będą informacje poufne będzie w typowym przypadku umiarkowane. Jest tak dlatego, że dialog z inwestorami dotyczy zazwyczaj informacji o dużym poziomie ogólności³⁹⁴, gdy tymczasem jedną z konstytutywnych cech informacji poufnej jest jej precyzyjność. Wniosek ten znajduje potwierdzenie w motywie 19 MAR, zgodnie z którym „celem rozporządzenia nie jest wprowadzenie zakazu prowadzenia przez akcjonariuszy i kierownictwo rozmów o charakterze ogólnym na temat danego emitenta, dotyczących działalności i sytuacji na rynku. Tego typu stosunki mają zasadnicze znaczenie dla skutecznego funkcjonowania rynków i nie powinny być zakazane w drodze niniejszego rozporządzenia”³⁹⁵.

Jak jednak wskazano powyżej w ramach oceny precyzyjności informacji o planach i strategiach, definicja informacji poufnej nie wyklucza apriorycznie żadnego rodzaju informacji, w związku z czym informacje o przyszłych działaniach spółki o charakterze strategicznym również mogą stanowić informacje poufne. Stosownej oceny należy zawsze dokonywać *ad casum*, uwzględniając konkretne okoliczności przypadku.

4.4 Publikacja informacji poufnej

4.4.1 Tryb i sposób publikacji informacji poufnej

Zgodnie z art. 17 ust. 1 MAR, emitent podaje niezwłocznie do wiadomości publicznej informacje poufne bezpośrednio go dotyczące. Obowiązek podania informacji poufnych do wiadomości publicznej realizuje dwa zasadnicze cele: z jednej strony, jak już wskazano wyżej, obowiązki informacyjne spółek giełdowych są wyrazem ale i gwarancją informacyjnego równouprawnienia inwestorów (a tym samym akcjonariuszy) i umożliwiają informacyjną efektywność rynków publicznych³⁹⁶; z drugiej strony w kontekście MAR publikacja informacji poufnych jest instrumentem zwalczania nadużyć na rynku, gdyż pozbawienie informacji cechy niepublicznego charakteru uniemożliwia jej wykorzystanie i bezprawne ujawnienie przez insiderów kosztem pozostałych uczestników rynku³⁹⁷. Artykuł 17 MAR wyznacza jedyny zgodny z prawem sposób podawania informacji poufnych do publicznej wiadomości przez emitentów. Upublicznienie ich w inny sposób – np. wyłącznie na stronie internetowej lub też w wypowiedzi funkcjonariuszy spółki dla mediów – stanowić będzie naruszenie tego obowiązku.

³⁹⁴ Zob. Rozdz. 1 pkt. 4.3.

³⁹⁵ Tak też L. Klöhn, *Board-shareholder...*, s. 544. Ws. krytyki wywodzenia dalej idących wniosków z tego motywu zob. pkt. 4.7.7.1 poniżej.

³⁹⁶ Szerzej zob. pkt. 2.1.1. powyżej.

³⁹⁷ Motyw 49 zd. 1 MAR. Na podwójny cel obowiązku informacyjnego z art. 17 MAR wskazują też R. Veil (red.) *European...*, s. 343–344; M. Ventoruzzo, S. Mock (red.) *Market...*, s. 52–53; K. Oplustil, *Informacje...*, s. 904., s. 904.

Obowiązek publikacyjny dotyczy tylko informacji bezpośrednio dotyczących emitenta. W polskim orzecznictwie przyjmuje się, że za takie informacje należy również zasadniczo uznać informacje o spółkach zależnych emitenta, których wyniki wpływają bezpośrednio na skonsolidowany wynik całej grupy kapitałowej³⁹⁸.

Upublicznienie informacji poufnej powinno nastąpić „niezwłocznie”. Niezwłoczności publikacji nie należy rozumieć jako natychmiastowej publikacji, lecz jako publikację bez zbędnej zwłoki, bez podejmowania niepotrzebnych czynności, w pierwszym możliwym terminie w danych okolicznościach faktycznych, uwzględniając okoliczności miejsca i czasu³⁹⁹. Oceniając, czy doszło do zbędnej zwłoki należy uwzględnić czas niezbędny do ustalenia przez emitenta, czy informacja spełnia warunki uznania ją za poufną oraz na przygotowanie odpowiedniego raportu. Im bardziej złożona dana informacja, tym więcej czasu może być konieczne na przeprowadzenie takiej oceny. Emitent powinien jednak ustanowić odpowiednie procedury wewnętrzne w celu sprawnej realizacji obowiązku informacyjnego i antycypować konieczność dokonywania ujawnień, zwłaszcza tych informacji które powstają z jego inicjatywy⁴⁰⁰. Bez znaczenia dla czasu dokonania ujawnień są godziny sesji notowań na danym rynku. Emitent może dokonać ujawnień również w dni niesesyjne, a także w niedziele i święta, jednak standardowe godziny pracy (w tym istnienie dni wolnych od pracy) powinno być uwzględnione przy ocenie tego, czy publikacja nastąpiła we właściwym czasie⁴⁰¹.

W odniesieniu do treści publikowanych informacji należy wskazać, że publikacji podlega każda indywidualna informacja poufna; emitenci w szczególności nie powinni „kompensować” informacji poufnych między sobą, uznając, że wpływ jeden informacji

³⁹⁸ Zob. wyr. WSA w Warszawie z 16.12.2009 r. VI SA/Wa 1466/09, Stokłosa w: A. Stokłosa, S. Syp, *MAR*..., s. 152–153. W orzecznictwie przyjęto przy tym, że informacja poufna powstaje w chwili powzięcia o niej wiedzy przez podmiot zależny, w związku z czym konieczne jest ustanowienie odpowiednich procedur, zapewniających przepływ informacji w grupie kapitałowej umożliwiający efektywną realizację obowiązku informacyjnego przez spółkę dominującą, zob. wyrok NSA z 21.11.2013 r., sygn. II GSK 931/12 oraz wyrok NSA z 18.1.2012 r., sygn. II GSK 1926/11. Stanowisko to nie jest jednak pozbawione kontrowersji. P. Moskała wskazuje, że, w odniesieniu do spółek zależnych objętych zakresem MAR, brak jest bezpośredniej podstawy prawnej dla pozyskiwania informacji poufnych od spółek zależnych, zob. P. Moskała, *Prawne*..., s. 398–402. Zob. też UKNF, *Rozporządzenie MAR. Pytania i odpowiedzi* („Informacja poufna”, pyt. 6), https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/Informacje_dla_podmiotow_nadzorowanych/mar/Informacja_poufna_qa?articleId=47301&p_id=18.

³⁹⁹ Tak NSA w wyroku z 1.07.2014 r., sygn. II GSK 656/13, aprobuje przytaczając wyjaśnienia KNF w zaskarżonej decyzji administracyjnej. Stan faktyczny tego wyroku warty jest uwagi – informacją poufną stanowiła w tej sprawie informacja o podpisaniu przez spółkę listu intencyjnego, co miało miejsce ok. godziny 10:00. Po podpisaniu listu intencyjnego Prezes spółki uczestniczył w spotkaniach biznesowych, przez co zlecił publikację raportu ok. godziny 14:00, zaś sama publikacja nastąpiła ok. godziny 19:00. Według stanowiska KNF, podzielonego przez WSA i NSA, postępowanie emitenta stanowiło rażące naruszenie obowiązku publikacji informacji poufnej.

⁴⁰⁰ Tak, z powołaniem się na wytyczne niemieckiego urzędu organu nadzoru BaFin, Weber w: J. Dybiński (red.) *Rozporządzenie*... (art. 17, Nb. 49).

⁴⁰¹ Zbyt radykalny wydaje się być pogląd przetwarzany przez Weber (*Ibid.*, art. 17, Nb. 53) za doktryną niemiecką, że „informacja musi być podana do wiadomości publicznej o każdej porze dnia i nocy”. Na marginesie, należy zauważyć, że organy nadzoru w niektórych państwach zalecają publikację informacji poufnych poza godzinami sesji giełdowej, w celu minimalizacji zmienności kursów akcji i ograniczenia zjawiska tzw. „announcement trading” (tak np. brytyjska FCA - <https://www.fca.org.uk/markets/best-practice-note-identifying-controlling-and-disclosing-inside-information>), zob. też M. Ventoruzzo, S. Mock (red.) *Market*..., s. 362.

poufnej znosi wpływ innej informacji i tym samym nie podlegają one upublicznieniu⁴⁰². Zgodnie z art. 17 ust. 1 zd. 3 MAR, emitent nie może też łączyć podawania informacji poufnych do wiadomości publicznej z reklamowaniem własnej działalności, co służy zapewnieniu aby informacje poufne nie „tonęły” w innych, nieistotnych informacjach o charakterze marketingowym czy PR-owym.

W odniesieniu do technicznego trybu przekazywania informacji poufnych do wiadomości publicznej zob. uwagi w pkt. 2.2. powyżej.

4.4.2 Opóźnienie publikacji informacji poufnej

MAR dopuszcza opóźnienie publikacji przez emitentów informacji poufnej. Jest to wyraz kompromisu, pomiędzy celem zapewnienia jak najszerszego dostępu do informacji poufnych inwestorom, a interesami emitentów, które mogą zostać zagrożone na skutek szerokiego zakresu obowiązku informacyjnego przewidzianego w MAR⁴⁰³. Publikacja informacji o etapach pośrednich procesów rozciągniętych w czasie niejednokrotnie mogłaby stanowić zagrożenie dla uporządkowanego przebiegu tego typu procesów. Wymogi praktyczne i realia obrotu nakazują więc dopuścić odroczenie publikacji w tego typu przypadkach. Zgodnie z art. 17 ust. 4 MAR emitent może opóźnić podanie informacji poufnej do wiadomości publicznej na własną odpowiedzialność. Oznacza to, że dla opóźnienia w tym trybie nie jest konieczna uprzednia zgoda organu nadzoru, ani nawet jego powiadomienie na etapie podejmowania decyzji o opóźnieniu. Z drugiej strony oznacza to, że emitent ponosi ryzyko błędnej oceny dopuszczalności opóźnienia⁴⁰⁴.

Opóźnienie jest dopuszczalne jeżeli łącznie, i przez cały okres jego trwania spełnione są trzy warunki: a) niezwłoczne ujawnienie informacji mogłoby naruszyć prawnie uzasadnione interesy emitenta lub uczestnika rynku handlu uprawnieniami do emisji; b) opóźnienie podania do wiadomości informacji prawdopodobnie nie wprowadzi w błąd opinii publicznej; c) emitent lub uczestnik rynku uprawnień do emisji jest w stanie zapewnić poufność takich informacji.

Pojęcie prawnie uzasadnionych interesów emitenta, nie jest zdefiniowane w tekście MAR. Powinien to być interes obiektywnie uzasadniony i niesprzeczny z przepisami prawa, przy czym niekoniecznie musi on mieć charakter majątkowy⁴⁰⁵. Motyw 50 MAR, a także wytyczne ESMA wskazują na przykładowy katalog sytuacji, w których może dojść do zagrożenia interesu emitenta wskazując m.in. na toczące się negocjacje (np. dotyczące np. przejęcia emitenta lub podpisania ważnego kontraktu), których pozytywny wynik mógłby być zagrożony

⁴⁰² R. Veil (red.) *European...*, s. 353, przytaczając decyzję brytyjskiego nadzorcy FSA (poprzednika FCA) w sprawie *Wolfson Microelectronics plc.*, zob. https://www.fca.org.uk/publication/final-notices/wolfson_20jan09.pdf

⁴⁰³ K. Oplustil, *Informacje...*, s. 919; R. Veil (red.) *European...*, s. 355

⁴⁰⁴ Nie oznacza to jednak obiektywizacji odpowiedzialności cywilnoprawnej emitenta za szkody wynikłe z bezprawnego opóźnienia publikacji informacji, która jest oparta na zasadzie winy; K. Oplustil, *Informacje...*, s. 921.

⁴⁰⁵ Ibid., s. 921; T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 293.

przez dokonanie ujawnienia⁴⁰⁶. Przesłanka braku wprowadzenia opinii w błąd przez opóźnienie publikacji również nie została zdefiniowana w tekście MAR. Co oczywiste, nie można rozumieć wprowadzenia w błąd opinii publicznej jako stanu, w którym cena akcji nie uwzględnia nieopublikowanej informacji, inaczej opóźnienie nie byłoby w ogóle możliwe⁴⁰⁷. Wytyczne ESMA wskazują, w przykładowym katalogu, że do wprowadzenia w błąd może dojść gdy informacje poufne, których ujawnienie emitent zamierza opóźnić: i) różnią się znacząco od wcześniejszego publicznego ogłoszenia emitenta w danej sprawie; ii) dotyczą możliwości nieosiągnięcia celów finansowych emitenta, jeżeli te zostały wcześniej podane do wiadomości publicznej; lub ii) kontrastują z oczekiwaniami rynku, które opierają się na sygnałach, wysłanych wcześniej przez emitenta, np. wywiadach, prezentacjach lub innych działaniach komunikacyjnych zorganizowanych przez emitenta⁴⁰⁸. Wymóg zdolności zapewnienia poufności informacji w czasie opóźnienia w aspekcie materialnym oznacza konieczność zapewniania realnej poufności informacji; emitent powinien ocenić taką możliwość *ex ante*, biorąc pod wagę okoliczności opóźnienia (np. ile osób ma mieć do niej dostęp w czasie opóźnienia)⁴⁰⁹. Aspekt formalny opóźnienia, łączy się natomiast z dodatkowymi wymogami w zakresie dokumentacji okoliczności opóźnienia informacji oraz ustanowienia odpowiednich środków organizacyjnych zapewniających poufność informacji oraz sporządzenia dokumentacji opóźnienia, przekazywanej organowi nadzoru po upublicznieniu informacji⁴¹⁰.

Jeżeli ujawnienie informacji poufnych zostało opóźnione, a ich poufność nie jest już dłużej gwarantowana, emitent lub uczestnik rynku uprawnień do emisji niezwłocznie podaje te informacje poufne do wiadomości publicznej, co obejmuje w szczególności sytuacje, w których plotka wyraźnie dotyczy opóźnionej informacji poufnej i dostatecznie wyraźnie wskazuje, że poufność tych informacji nie jest dłużej zapewniona (art. 17 ust. 7 MAR). MAR nie przewiduje maksymalnego czasu, przez który może trwać opóźnienie. W przypadku utraty

⁴⁰⁶ ESMA Wytyczne dotyczące rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku. Opóźnienie ujawnienia informacji poufnych i interakcje z nadzorem ostrożnościowym, 13.04.2022, ESMA70-159-4966 PL, s. 5–6, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/esma70-156-4966_mar_gls-delay_in_the_disclosure_of_inside_information_pl_78596.pdf

⁴⁰⁷ Weber w: J. Dybiński (red.) *Rozporządzenie...* (17, Nb. 84).

⁴⁰⁸ ESMA Wytyczne..., s. 7. Zmiany w tym zakresie przesłanki braku wprowadzania opinii publicznej w błąd wprowadza Listing Act (art. 2 pkt. 6 lit. c). Zgodnie z nowym brzmieniem art. 17 ust. 4 lit. b), opóźnienie publikacji informacji poufnej jest dopuszczalne jeżeli informacje poufne, będące przedmiotem opóźnienia, nie są sprzeczne z ostatnim publicznym ogłoszeniem lub innego rodzaju komunikatem emitenta, które to ogłoszenie lub komunikat dotyczą tej samej kwestii co informacje poufne.

⁴⁰⁹ K. Oplustil, *Informacje...*, s. 921.

⁴¹⁰ Wymogi te ustanawia rozporządzenie wykonawcze 2016/1055. Celem tych formalnych wymogów jest przede wszystkim udokumentowanie okoliczności opóźnienia informacji (zob. motyw 3 rozporządzenia 2016/1055), wydaje się więc, że nie można, w przypadku ich naruszenia mówić automatycznie o bezprawności opóźnienia; dla oceny bezprawności właściwe są wyłącznie kryteria z art. 17 ust. 4 MAR. Odmienne R. Veil (red.) *European...*, s. 361 i - z powołaniem na tego autora - Weber w: J. Dybiński (red.) *Rozporządzenie...* (art. 17, Nb. 88). W przypadku w którym o opóźnionej informacji poufnej wie bardzo wąskie grono osób (np. tylko członkowie zarządu), wprowadzanie dodatkowych rozwiązań organizacyjnych („chińskich murów”) może nie być konieczne, Assmann w: H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbart (red.) *Wertpapierhandelsrecht...*, s. 1917 (Nb. 128).

przez opóźnianą informację charakteru informacji poufnej (np. ze względu na nieziszczenie się procesu rozciągniętego w czasie) do publikacji danej informacji może w ogóle nie dojść⁴¹¹.

4.5 Rozwiązania i procedury wewnętrzne stanowiące uprawnione zachowanie (art. 9 ust. 1 MAR)

Przepisem, który ogranicza ryzyko narażenia się inwestora na zarzut wykorzystania informacji poufnej ustanawiając swoistą „bezpieczną przystań”, jest art. 9 ust. 1 MAR, wskazujący na określone rozwiązania i procedury wewnętrzne wdrażane przez osoby prawne.

Zgodnie z art. 9 ust. 1 MAR, fakt, że dana osoba prawna jest lub była w posiadaniu informacji poufnych, nie oznacza, że posłużyła się ona tymi informacjami i w ten sposób dopuściła się wykorzystania informacji poufnych dokonując na ich podstawie nabycia lub zbycia, jeżeli ta osoba prawna: a) ustanowiła, wdrożyła i utrzymywała odpowiednie i skuteczne rozwiązania i procedury wewnętrzne skutecznie zapewniające, aby ani osoba fizyczna, która podjęła w jej imieniu decyzję o nabyciu lub zbyciu instrumentów finansowych, których dotyczą dane informacje, ani żadna inna osoba fizyczna, która mogła wpływać na podejmowanie tej decyzji, nie była w posiadaniu informacji poufnych; oraz b) nie zachęcała, nie udzielała rekomendacji, nie nakłaniała ani nie wywierała w inny sposób wpływu na osobę fizyczną, która w imieniu osoby prawnej nabyła lub zbyła instrumenty finansowe, których dotyczą dane informacje.

Organizacyjne oddzielenie komórki inwestora instytucjonalnego odpowiedzialnej za obszar dialogu ze spółkami portfelowymi od osób podejmujących decyzje inwestycyjne (zarządzających portfelami) poprzez ustanowienie odpowiednich „chińskich murów”, sprawi więc, że osoba prawna będzie mogła skorzystać z ustanawianego przez ten przepis wyłączenia zastosowania art. 8 ust. 2 MAR, chroniąc się przed domniemaniem wynikającym z wyr. ws. *Spector*⁴¹². Warto zauważyć, że w praktyce większość dużych inwestorów instytucjonalnych posiada odrębne zespoły zajmujące się zaangażowaniem i innymi działaniami z zakresu ładu korporacyjnego (określane często mianem *stewardship team*)⁴¹³. Ustanowienie rozwiązań organizacyjnych zgodnych z art. 9 ust. 1 MAR nie powinno więc w praktyce przysparzać problemów.

4.6 Podsumowanie – ryzyko wejścia w posiadanie informacji poufnej a reżim MAR

Z powyższych rozważań wynika, że ogólna „architektura” reżimu MAR ogranicza ryzyko wejścia przez inwestora w posiadanie informacji poufnej w toku dialogu ze spółką. Po pierwsze, jak już podkreślano powyżej (pkt. 4.3.6.), informacje stanowiące zazwyczaj przedmiot dialogu inwestorów ze spółką nie spełniać będą cech informacji poufnej. Dodatkowo, obowiązek niezwłocznego upublicznienia informacji poufnej sprawia, że zakres informacji tego rodzaju znajdujących się w organizacji emitenta jest ograniczony. W praktyce

⁴¹¹ Niekiedy samo niedojście procesu rozciągniętego w czasie do skutku, np. w przypadku niekonkluzywnego zakończenia istotnych negocjacji, *Weber* w: J. Dybiński (red.) *Rozporządzenie...* (art. 17, Nb. 102).

⁴¹² *Gerner-Beuerle* w: M. Lehmann, C. Kumpan (red.) *European...*, s. 707; M. Ventoruzzo, S. Mock (red.) *Market...*, s. 260–261.

⁴¹³ J. Fisch, A. Hamdani, S. D. Solomon, *The new...*, s. 43–51.

ryzyko to dotyczy informacji, których upublicznienie zostało przez emitenta opóźnione. Wreszcie, odpowiednie ustrukturyzowanie wewnętrznej struktury organizacyjnej emitenta zgodnie z wymogami art. 9 ust. 1 MAR, poprzez rozgraniczenie zaangażowania i decyzji inwestycyjnych pozwala ograniczyć ryzyko narażenia się na zarzut wykorzystania informacji poufnej.

4.7 Dopuszczalność ujawnienia informacji poufnej w toku dialogu z inwestorami

W poprzedniej sekcji wejście w posiadanie informacji poufnej analizowane było jako ryzyko dialogu inwestorów ze spółką. Jak podkreślano, inwestorzy instytucjonalni zasadniczo nie chcą wchodzić w posiadanie informacji poufnych. Jednak w wyjątkowych sytuacjach, niektórzy inwestorzy instytucjonalni, mogą chcieć, lub przynajmniej godzić się na wejście w posiadanie informacji poufnej w toku dialogu. Wydaje się to w szczególności prawdopodobne w odniesieniu do pogłębionego, skupionego na strategii danej spółki (*firm-specific*) dialogu prowadzonego przez aktywistyczne fundusze hedgingowe.

W tym kontekście warto przywołać fragment UK Stewardship Code 2012, zgodnie z którym „inwestorzy instytucjonalni mogą chcieć lub nie chcieć zostać insiderami spółki. Inwestor instytucjonalny, który może chcieć zostać insiderem powinien zaznaczyć to w swojej polityce zaangażowania, wraz ze wskazaniem mechanizmów, na podstawie których mogłoby to mieć miejsce”. Wbrew jednak temu co mogłaby sugerować ta dość niefrasobliwie sformułowana rekomendacja, uzyskanie dostępu do informacji poufnej w żadnym wypadku nie zależy wyłącznie od preferencji inwestora instytucjonalnego. Jest ono dopuszczalne jedynie jeżeli spełnione są ściśle określone warunki.

Analiza w niniejszej sekcji ma na celu rekonstrukcję warunków dopuszczalności ujawnienia informacji poufnej na gruncie MAR oraz odniesienie tych warunków do praktyki dialogu spółki z inwestorami instytucjonalnymi, w celu odpowiedzi na pytanie czy, a jeżeli tak to pod jakimi warunkami, ujawnianie informacji poufnej może być uznane za dopuszczalne w toku tego rodzaju dialog.

4.7.1 Zakaz ujawniania informacji poufnej

Zgodnie z art. 14 lit. c) MAR zabrania się każdej osobie bezprawnego ujawniania informacji poufnych. Artykuł 10 ust. 1 MAR precyzuje z kolei, że bezprawne ujawnienie informacji poufnych ma miejsce wówczas, gdy osoba znajduje się w posiadaniu informacji poufnych i ujawnia te informacje innej osobie, z wyjątkiem przypadków, gdy ujawnienie to odbywa się w normalnym trybie wykonywania czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków. Z art. 17 ust. 8 MAR wynika ponadto, że nawet dozwolone na gruncie art. 10 ust. 1 MAR ujawnienie informacji poufnej będzie wiązać się z obowiązkiem jej upublicznienia informacji w trybie art. 17 ust. 1 MAR, o ile jej odbiorca nie jest zobowiązany do zachowania jej w poufności na mocy przepisów ustawowych, wykonawczych, umowy spółki lub innej umowy.

Z drugiej strony, sam fakt, że odbiorca informacji zobowiązany jest do zachowania jej w poufności jest irrelevantny dla zgodności samego ujawnienia z prawem⁴¹⁴.

Zakaz ujawniania informacji poufnych ma na celu minimalizację ryzyka wykorzystania tych informacji poprzez zawężenie kręgu osób, które mają do nich dostęp. Zakaz ten ma zastosowanie do osób wskazanych w art. 8 ust. 4 MAR, a więc zarówno insiderów pierwotnych jak i wtórnych (tj. osób, które wiedzą lub powinny wiedzieć, że ujawniania informacja jest informacja poufną). Ujawnienie informacji poufnej, w sytuacji nie odpowiadającej warunkom z art. 10 ust. 1 MAR jest zawsze bezprawne. Nieistotne jest przy tym, czy osoba, która dokonuje ujawnienia uzyskuje z tytułu korzyść materialną, czy odbiorca wykorzysta ujawnioną bezprawnie informację (z naruszeniem zakazu z art. 14 lit. a w zw. z art. 8 ust. 1 MAR)⁴¹⁵ ani to czy emitent poniósł szkodę na skutek jej ujawnienia.

Ujawnienie może zostać dokonane w dowolnej formie – zarówno ustnie, pisemnie jak i poprzez przekazanie fizycznego nośnika informacji. Ujawnienie może też przybrać formę bierną, polegającą na uczynieniu informacji dostępnej dla odbiorcy (np. poprzez usunięcie zabezpieczeń utrudniających dostęp do informacji). Ujawnienie z naruszeniem art. 10 ust. 1 MAR może być dokonane zarówno umyślnie jak i nieumyślnie⁴¹⁶, a więc może też polegać na ujawnieniu przypadkowym lub wynikającym z niedochowania należytej staranności w zabezpieczeniu informacji poufnej⁴¹⁷.

4.7.2 Ujawnienie informacji w normalnym trybie wykonywania czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków

Zakaz ujawniania informacji poufnych nie ma charakteru absolutnego. Dla zapewnienia normalnego funkcjonowania zarówno emitentów, jak i wszelkich podmiotów trzecich, które mogą wejść w posiadanie lub samemu wytworzyć informacje poufną, konieczne jest, aby ujawnianie tej informacji było dopuszczalne w rozsądnym zakresie. Z tego względu art. 10 ust. 1 MAR stanowi, że ujawnienie nie jest bezprawne, jeżeli odbywa się w normalnym trybie wykonywania czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków.

Przepis ten był przedmiotem wykładni TSUE w wyroku w sprawie C-384/02 *Knud Grongaard v. Kobenhavns Byret*⁴¹⁸. W wyroku tym TSUE wskazał, że aby zastosowanie znajdował

⁴¹⁴ Błędny jest więc pogląd, że „jeżeli inwestorzy instytucjonalni zgadzają się zachować otrzymane informacje w poufności i nie dokonywać zbycia lub nabycia instrumentów finansowych na ich podstawie, dyrektorzy mogą swobodnie wchodzić z nimi w dialog i ujawniać informacje poufne”, tak G. Strampelli, *Knocking...*, s. 215. Por. krytycznie L. Klöhn, *Board-shareholder...*, s. 547.

⁴¹⁵ Na niewykorzystywanie ujawnionej informacji poufnej jako przesłanki dopuszczalności ujawnienia wskazuje błędnie M. Romanowski, zob. M. Romanowski, *Akcjonariusz spółki publicznej jako insider pierwotny*, PPH nr (3)/2025, s. 7 („Tak długo jak informacje poufne nie są wykorzystywane przez insiderów w sposób sprzeczny z celem, dla którego weszły w ich posiadanie, nie dochodzi do zagrożenia wartości chronionych przez przepisy dotyczące równego dostępu do informacji przez inwestorów giełdowych”). M. Romanowski, *Prawo zarządu...*, s. 6.

⁴¹⁶ Choć sankcja prawna z art. 180 u.o.i.f. penalizuje jedynie umyślne ujawnienie informacji poufnej, zob. Zawłocki w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 1115.

⁴¹⁷ Weber w: J. Dybiński (red.) *Rozporządzenie...* (Art. 7, Nb. 6-12); T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 1230;

⁴¹⁸ Wyr. TSUE z 22.11.2005 r. w sprawie C-384/02, *Knud Grongaard i in. przeciwko Kobenhavns Byret*,

wyjątek od zakazu ujawniania informacji poufnej, konieczny jest ścisły związek między ujawnieniem a wykonywaniem czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków służbowych⁴¹⁹. Trybunał podkreślił, że ujawnienie informacji poufnej jest usprawiedliwione jedynie wówczas, gdy jest ono bezwzględnie konieczne do wykonywania zatrudnienia, zawodu lub obowiązków służbowych i następuje z poszanowaniem zasady proporcjonalności⁴²⁰. Celem określenia, czy ujawnienie jest usprawiedliwione w danym przypadku, należy mieć na uwadze stopień poufności danych informacji oraz fakt, że każde kolejne ujawnienie może zwiększyć ryzyko wykorzystania informacji poufnych, a szczególna ostrożność jest wymagana w przypadku ujawnienia informacji poufnych, które w oczywisty sposób mogą w istotnym stopniu wpłynąć na kurs danych papierów wartościowych (jak np. informacje o planowanym połączeniu spółek)⁴²¹. Ponadto, Trybunał wskazał, że wyjątek od zakazu ujawniania informacji poufnych „powinien być oceniany przy uwzględnieniu odmienności występujących we właściwym prawie krajowym, gdyż co należy uznać za należące do normalnego trybu wykonywania zatrudnienia, zawodu lub obowiązków służbowych, w znacznym stopniu zależy, w braku harmonizacji w danej dziedzinie, od przepisów regulujących te kwestie w poszczególnych systemach prawa krajowego⁴²².

W konsekwencji, „żeby w pełni ustalić zakres art. 10 MAR (...) konieczne jest odwołanie się do prawa narodowego”⁴²³. Jednak prawo narodowe ma w tym kontekście ograniczoną rolę. Ustawodawcy mogą kształtować rolę poszczególnych organów w ramach ładu korporacyjnego i w ten sposób wpływać przede wszystkim na przesłankę ścisłego związku ujawnienia z czynnościami. Nie mogą oni jednak autonomicznie zmieniać interpretacji art. 10 ust. 1 MAR (zwłaszcza w odniesieniu do wymogu konieczności i proporcjonalności ujawnienia)⁴²⁴.

Przed wydaniem przez TSUE wyroku ws. *Grongaard* doktryna w niektórych państwach członkowskich uznawała dość szeroki zakres selektywnego ujawniania informacji za spełniający standard „normalności”⁴²⁵. Wyrok TSUE ws. *Grongaard* w istocie zaostriął warunki dopuszczalności ujawniania informacji poufnej w normalnym trybie wykonywania czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków, w stosunku do tego jak warunek ten można było rozumieć w oparciu o literalne brzmienie poprzednika art. 10 ust. 1 MAR.

⁴¹⁹ Wyrok ws. *Grongaard*, pkt. 31.

⁴²⁰ Wyrok ws. *Grongaard*, pkt. 34. W odniesieniu do tego wymogu zob. uwagi w L. Klöhn, *Financial journalism, unlawful disclosure of inside information and freedom of press: Mr A v. Autorité des marchés financiers*, Common Market Law Review nr 2(60)/2023, s. 566–568. Autor wskazuje, że nie ma różnicy pomiędzy „koniecznym” a „bezwzględnie koniecznym” ujawnieniem a TSUE używa tych pojęć zamiennie dokonując wykładni art. 10 ust. 1 MAR w wyr. ws. *Mr. A v. AMF*.

⁴²¹ Wyrok ws. *Grongaard*, pkt. 38.

⁴²² Wyrok ws. *Grongaard*, pkt. 39 – 40.

⁴²³ J. L. Hansen, *Market Abuse Case Law—Where Do We Stand With MAR?*, ECFR nr 2(14)/2017, s. 376; R. Veil (red.) *European...s.* 216 „przedmiotowe doktryny prawne w krajowym prawie pracy i spółek powinny być wzięte pod uwagę w celu ustalenia czy członek zarządu (...) był uprawniony do przekazania informacji poufnej znaczącemu akcjonariuszowi”.

⁴²⁴ L. Klöhn, *Board-shareholder...*, s. 545.

⁴²⁵ Tak w odniesieniu do doktryny niemieckiej i austriackiej Hössl-Neumann/Torggler w: S. Kalss i in. (red.) *EU...*, s. 143.

Posługując się wykładnią celowościową, Trybunał wywiódł z brzmienia przepisu trzy dodatkowe kryteria dopuszczalności ujawnienia informacji poufnej⁴²⁶: (i) związek pomiędzy ujawnieniem a czynnościami w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków powinien być ścisły; (ii) ujawnienie musi być bezwzględnie konieczne dla wykonywania tych czynności; (iii) ujawnianie musi być proporcjonalne, co oznacza, że ryzyko dla wartości chronionych przez przepisy regulujące informację poufną musi być uzasadnione z uwagi na korzyści płynące z ich ujawnienia.

Na podstawie wyroku ws. *Grongaard* można zaproponować następujący, trzyetapowy test zgodności ujawnienia z art. 10 ust 1 MAR. W pierwszej kolejności należy dokonać *badania ścisłości*, czyli ustalić, w oparciu o odpowiednie przepisy prawa oraz treść umów łączących strony⁴²⁷, zakres czynności związanych z wykonywaniem zatrudnienia, zawodu lub obowiązków i określić, czy ujawnianie pozostaje z nimi w ścisłym związku. Ścisły związek ujawnienia informacji poufnej z czynnościami powinien istnieć zarówno po stronie *insidera* przekazującego informacje, jak i po stronie jej odbiorcy⁴²⁸. W drugiej kolejności należy dokonać *badania konieczności* ujawnienia – a więc należy ocenić czy ujawnienie jest bezwzględnie konieczne dla wykonania czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków, w tym sensie, że jego brak wiązałby się z niewspółmiernymi trudnościami w wykonaniu tych czynności. Po trzecie należy dokonać *badania proporcjonalności* ujawnienia, czyli zbadać, czy ryzyka dla utrzymania danej informacji poufnej w poufności są proporcjonalne do celów realizowanych przez ujawnienie. Przy ocenie proporcjonalności należy wziąć pod uwagę okoliczności takie jak środki przewidziane w celu zapewnienia poufności ujawnianej informacji i to jak liczny ma być krąg jej odbiorców.

Po wyroku ws. *Grongaard* jasne jest więc że nie jest wystarczające aby ujawnienie było zaledwie przydatne czy też korzystne dla dokonania danych czynności lub służyło zaledwie ich efektywniejszej realizacji⁴²⁹. Zgodnie z jednym stanowiskiem ustanowiony przez TSUE warunek (bezwzględnej) konieczności można rozumieć w ten sposób, że ujawnienie powinno być nieodzowne, stanowić warunek, bez którego realizacja czynności nie byłaby możliwa, a w konsekwencji być niedopuszczalne jeżeli daną czynność można z większym trudem lub w bardziej ograniczonym zakresie zrealizować bez ujawnienia⁴³⁰. Tak restrykcyjna interpretacja jest jednak krytykowana, m.in. w literaturze niemieckiej, zwłaszcza w odniesieniu do

⁴²⁶ Gerner-Beuerle w: M. Lehmann, C. Kumpan (red.) *European...*, s. 714

⁴²⁷ Oczywiście nie oznacza to, że strony mogą dowolnie umownie kształtować umowne podstawy przekazania informacji poufnej. Takie działanie stanowiłoby obejście art. 10 ust. 1 MAR.

⁴²⁸ Weber w: J. Dybiński (red.) *Rozporządzenie...* (art. 10, Nb. 20).

⁴²⁹ „Względny praktyczny (*Zweckmäßigkeitserwägungen*) nie są wystarczające” - Assmann w: H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbart (red.) *Wertpapierhandelsrecht...*, s. 1653 (Nb. 33); „osiągnięcie korzyści z ujawnienia informacji poufnej nie rozstrzyga o dopuszczalności ujawnienia”, Weber w: J. Dybiński (red.) *Rozporządzenie...* (art. 10 MAR, Nb. 19).

⁴³⁰ Hössl-Neumann/Torggler w: S. Kalss i in. (red.) *EU...*, s. 143.

ujawnienia informacji wewnątrz organizacji emitenta⁴³¹. Wydaje się jednak, że wymaganie, aby dokonanie ujawnienia było ściśle rozumianym warunkiem *sine qua non* dokonania danej czynności jest zbyt rygorystyczne, nawet w świetle orzeczenia ws. *Grongaard*. Wystarczy, że dokonanie danej czynności bez ujawnienia informacji poufnej wiązałoby się z nadmiernymi, nieuzasadnionymi trudnościami, których tolerowania przez dysponenta oraz potencjalnego odbiorcę danej informacji poufnej nie można zasadnie oczekiwać. Należy więc rozważyć, czy czynności można dokonać bez ujawnienia, a jeżeli tak, to czy z ujawnieniem wiąże się uzasadnione korzyści dla realizacji tej czynności, których nie można w inny sposób osiągnąć⁴³². Bezwzględna konieczność ujawnienia odnosić się ma bowiem nie do samej możliwości wykonania określonych czynności w ramach zatrudnienia (w lepszy lub gorszy sposób) a do uzyskania korzyści płynących z ujawnienia informacji poufnej.

4.7.3 Specyfika badania ścisłości związku ujawnienia z wykonywanymi czynnościami w odniesieniu do czynności członków zarządu

Odnosząc powyższe ustalenia do ujawnień dokonywanych przez zarząd wobec akcjonariuszy (lub inwestorów) należy w pierwszej kolejności wskazać na specyfikę stosowania badania ścisłości ujawnienia z czynnościami w ramach zatrudnienia, zawodu i obowiązków (badania ścisłości) do czynności podejmowanych przez zarząd. Badanie ścisłości nie powinno nastroczać większych trudności w przypadku ujawniania informacji poufnej dla ściśle określonych celów, osobom których zakres obowiązków jest dość precyzyjnie sformułowany w opisach ich stanowisk lub w umowach, które łączą te osoby z emitentem, takich jak pracownicy emitenta. Przykładowo, ujawnienie informacji poufnej szefowi działu prawnego emitenta w celu przeprowadzenia analizy kwestii prawnych związanych z przedmiotem ujawnianej informacji w sposób oczywisty spełnia kryterium ścisłości. Podobnie ujawnienie tej informacji zewnętrznej kancelarii prawnej, która miałaby świadczyć pomoc prawną w danym zakresie również nie nastrocza problemów z punktu widzenia badania ścisłości.

W przypadku czynności zarządu jednak takie precyzyjne zidentyfikowanie zakresu obowiązków nie jest jednak możliwe. W zakres obowiązków członków zarządu wchodzi prowadzenie spraw spółki akcyjnej, przy dochowaniu należytej staranności wynikającej z zawodowego charakteru działalności oraz dochowaniu lojalności wobec spółki (art. 368 § 1

⁴³¹ Zob. *Gerner-Beuerle* w: M. Lehmann, C. Kumpan (red.) *European...*, s. 714-715. Z pewnością inaczej należy oceniać ujawnienia wewnątrz oraz na zewnątrz organizacji emitenta z punktu widzenia kryterium proporcjonalności.

⁴³² „Cel ujawnienia nie może zostać osiągnięty w inny sposób” tak za doktryną niemiecką *Weber* w: J. Dybiński (red.) *Rozporządzenie...*, (art. 10, Nb. 19), podobnie *Gerner-Beuerle* w: M. Lehmann, C. Kumpan (red.) *European...*, s. 715 - „relevantne cele operacyjne nie mogą być osiągnięte bez ujawnienia”; *Rypina* w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...*, s. 1097 - „znajomość informacji poufnej jest niezbędną przesłanką prawidłowego wykonywania przez daną osobę powierzonych jej czynności oraz efektywnej realizacji powierzonych jej zadań”; *Hössl-Neumann/Torggler* w: S. Kalss i in. (red.) *EU...*, s. 145 wskazują, że wymóg niezbędności „nie zakłada, że ujawnienie musi być nieuniknione; wystarczy że ujawnienie służy optymalnemu wykonaniu czynności (...) należy rozważyć, czy dostępne są mniej dotkliwe środki, w szczególności czy czynności można wykonać z mniejszym zakresem ujawnienia”.

KSH w zw. z art. 3771 § 1 KSH), a więc szeroko pojęte działanie w interesie spółki⁴³³. W dodatku koncepcja biznesowej oceny sytuacji zakłada, że o ile członek zarządu dochował należytej staranności zgodnie z art. 483 § 3 KSH, należy pozostawić mu margines oceny co do wyboru sposobu urzeczywistniania interesu spółki akcyjnej w określonej sytuacji.

W konsekwencji katalog czynności członków zarządu, które będą spełniać test ścisłości będzie zasadniczo otwarty, o ile tylko członek zarządu będzie w stanie wykazać, że działał w interesie spółki według biznesowej oceny zarządu⁴³⁴. Jest to również zgodne z podkreślaną przez TSUE koniecznością uwzględnienia krajowych norm prawa spółek, w kontekście oceny dopuszczalności ujawnienia informacji poufnej w kontekście korporacyjnym. Wydaje się jednak, że w kontekście działań podejmowanych przez członków zarządu na znaczeniu zyskiwać powinno badanie konieczności danego ujawnienia dla osiągnięcia określonych korzyści, a badanie ścisłości związku z czynnościami ma drugorzędne znaczenie. Badanie konieczności ujawnienia zapewnia przy tym, że nawet mimo specyfiki badania ścisłości, otwarty katalog czynności, które członkowie zarządu podejmują w związku ze swoimi obowiązkami nie generuje ryzyka dowolnego decydowania przez nich o dopuszczalności ujawnienia, w granicach biznesowej oceny sytuacji. Badanie konieczności ma bowiem charakter obiektywny.

4.7.4 Sytuacje, w których ujawnienie informacji poufnej akcjonariuszowi uznaje się za dopuszczalne

Przed odniesieniem powyższych ustaleń do przypadku dialogu spółki z inwestorami zasadne jest przedstawienie zidentyfikowanych w doktrynie typowych przypadków dopuszczalnego ujawnienia informacji poufnej akcjonariuszom spółki oraz inwestorom.

i) Ujawnienie informacji poufnej w związku z transakcją M&A

Jako pierwszą grupę przypadków, w której ujawnienie informacji poufnej przez zarząd inwestorom, w tym akcjonariuszom spółki, uznaje się za uzasadnione należy wskazać transakcje M&A (rozumiane szeroko jako obejmujące łączenie się spółek w trybie kodeksowym, przejścia w trybie ogłaszania dobrowolnego lub obowiązkowego wezwania na akcje spółki, a także pakietową sprzedaż akcji przez jednego z akcjonariuszy)⁴³⁵. Transakcje tego typu wiążą się z zazwyczaj – poza wrogimi przejściami - z przeprowadzaniem

⁴³³ K. Oplustil, M. Hotel, *Zasady postępowania z informacjami poufnymi na rynku kapitałowym w przypadku transakcji M&A*, Transformacje Prawa Prywatnego nr 3/2015, s. 56

⁴³⁴ Tak w szczególności, z powołaniem na doktrynę niemiecką, Hössl-Neumann/Torggler w: S. Kalss i in. (red.) *EU...*, s. 144 („wystarczy, że ujawnienie mieści się w zakresie uznania przyznanym przez normę kompetencyjną, w szczególności przez tzw. zasadę oceny biznesowej, w odniesieniu do obowiązków zarządców”).

⁴³⁵ Zob. ogólnie K. Oplustil, M. Hotel, *Zasady...*, s. 38. W tym kontekście można też rozważać transakcje sprzedaży znacznych składników majątku spółki (przedsiębiorstwa lub jego części) (tzw. *asset deal*). W zależności od struktury transakcji (połączenie w trybie kodeksowym, w którym wiodącą rolę odgrywają zarządy łączących się spółek, czy też sprzedaż akcji bezpośrednio pomiędzy akcjonariuszami, w tym w trybie wezwania z u.o.p.), informacja poufna będzie przekazywana przez zarząd bezpośrednio potencjalnemu nabywcy (który też niekiedy może być akcjonariuszem) lub dotychczasowemu akcjonariuszowi (sprzedającemu).

finansowego i prawnego badania *due diligence*, w celu pozyskania informacji o spółce umożliwiających jej wycenę.

Badanie *due diligence* nie musi z konieczności wiązać się z ujawnieniem informacji poufnych. Jak słusznie podkreśla T. Sójka nabywca znacznego lub kontrolnego pakietu akcji jest zainteresowany dostępem do informacji pozwalających na bardziej ogólną ocenę przedsiębiorstwa spółki na poziomie strategicznym, które zazwyczaj nie będą spełniać kryterium precyzyjności i samoistnej cenotwórczości⁴³⁶. Jednak proces badania *due diligence*, nawet jeżeli nie jest nakierowany na pozyskiwanie informacji poufnych to generuje ryzyko ich ujawnienia. Normatywnym potwierdzeniem możliwości ujawnienia informacji poufnych w toku badania *due diligence* jest art. 9 ust. 4 MAR. Przepis ten nie statuuje blankietowego upoważnienia do ujawniania informacji poufnych w toku badania *due diligence*, a jedynie modyfikuje stosowanie art. 8 MAR w tym kontekście⁴³⁷. Konieczna jest więc odrębna analiza dopuszczalności tego rodzaju ujawnienia w kontekście art. 10 MAR.

W doktrynie powszechnie przyjmuje się, że ujawnienie informacji w związku z planowaną transakcją M&A jest działaniem dopuszczalnym⁴³⁸, przy zastrzeżeniu, że zarząd powinien ocenić, czy ujawnienie to jest zgodne z interesem spółki⁴³⁹, a także, czy spełniony jest warunek niezbędności ujawnienia (co z uwagi na praktykę dokonywania tego typu transakcji będzie regułą)⁴⁴⁰. Ujawnienie informacji poufnej w celu umożliwienia akcjonariuszowi sprzedaży znaczącego pakietu akcji również powinno być uznane za dopuszczalne, jeżeli zarząd uzna je za zgodne z interesem spółki, co może mieć miejsce w szczególności jeżeli pozyskanie nabywającego jako akcjonariusza wiąże się z perspektywą dalszego dokapitalizowania przez niego spółki⁴⁴¹. Nawet jednak bez takich planów wskazuje się, że skoro interes spółki definiowany jest jako wypadkowa interesów jej wspólników, to zarząd ma obowiązek umożliwiania poszczególnym wspólnikom realizacji ich partykularnych interesów (w sprzedaży znacznego pakietu akcji), jeżeli nie stoi to w sprzeczności z interesem spółki⁴⁴².

ii) Ujawnianie informacji poufnej w grupie spółek

⁴³⁶ Sójka w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 1237.

⁴³⁷ Odmienne, zbyt liberalnie M. Romanowski, *Akcjonariusz...*, s. 8.

⁴³⁸ Assmann w: H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbert (red.) *Wertpapierhandelsrecht...*, s. 1662 (Nb. 56); Veil w: R. Veil (red.) *European...*, s. 216; K. Oplustil, *Informacje...*, s. 923; K. Oplustil, M. Hotel, *Zasady...*, *passim*. Odmienne Sójka w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 1236–1237, odrzucający dopuszczalność ujawnienia w ramach *due diligence*.

⁴³⁹ K. Oplustil, M. Hotel, *Zasady...*, s. 62.

⁴⁴⁰ „Nie można racjonalnie oczekiwać od nabywcy dokonania transakcji bez uzyskania informacji poufnych” Gerner-Beuerle w: M. Lehmann, C. Kumpan (red.) *European...*, s. 716. Odmienne praktyka dotyczy jedynie wrogich przejęć.

⁴⁴¹ Kumpan/Griitz w: E. Schwark, D. Zimmer (red.) *Kapitalmarktrechts - Kommentar*, wyd. 5, beck-online 2020 (art. 10 MAR, Nb. 86); K. Oplustil, M. Hotel, *Zasady...*, s. 62. Odmowa ujawnienia informacji poufnej w ramach *due diligence* mogłaby też godzić w interes spółki poprzez ograniczanie płynności jej akcji.

⁴⁴² Tak K. Oplustil, M. Hotel, *Zasady...*, s. 62 Dalej jeszcze wydają się iść (nieaktualne już) wytyczne BaFin dla emitentów z 2013 r.: „w przypadku nabycia akcji skutkującego przekroczeniem ustawowych progów notyfikacji, zarówno interes emitenta jak i interes nabywcy uzasadniają większą przejrzystość ze strony emitenta”, BaFin *Emittentenleitfaden*, s. 41, (III.2.2.2.1).

Drugą grupą przypadków dozwolonego ujawniania informacji poufnej akcjonariuszowi stanowią ujawnienia dokonywane w grupie spółek (ujawnianie informacji przez spółkę zależną spółce dominującej). Ujawnienia w tej sytuacji uznaje się za dopuszczalne po pierwsze, jeżeli są konieczne dla realizacji obowiązków publicznoprawnych ciążyących na spółce dominującej, w szczególności związanych z prowadzeniem skonsolidowanej rachunkowości i sprawozdawczości finansowej⁴⁴³, szczególnych obowiązków w przypadku spółek prowadzących działalność regulowaną⁴⁴⁴, czy też realizacji przez spółkę dominującą obowiązku informacyjnego z art. 17 ust. 1 MAR⁴⁴⁵. Po drugie, i co już bardziej kontrowersyjne, ujawnienie uznaje się za dopuszczalne o ile jest konieczne dla zarządzania zgrupowaniem spółek⁴⁴⁶, lub realizacji umów międzygrupowych (jak np. umowa cashpoolingowa)⁴⁴⁷. W każdym z tych wypadków uznanie dopuszczalność przekazania informacji opiera się na przyjęciu, że przekazanie nie następuje *causa societatis*, a w odrębnym, szczególnym celu (np. zarządzania zgrupowaniem spółek)⁴⁴⁸. Przepisy KSH regulujące zgrupowanie spółek przyznają co prawda spółce dominującej nieograniczony dostęp do ksiąg, dokumentów i informacji spółki zależnej (art. 21⁶ § 1 KSH), jednak spoza zakresu tej regulacji wyłączone są spółki publiczne będące spółkami zależnymi (art. 21¹⁶ § 2 pkt 1 KSH).

iii) *Ujawnianie informacji poufnej znaczącemu akcjonariuszowi*

Więcej rozbieżności w doktrynie budzi ujawnianie informacji znaczącemu (w szczególności większościowemu) akcjonariuszowi, niebędącemu spółką dominującą w ramach grupy kapitałowej. Zdaniem niektórych autorów takie ujawnienie należy uznać za co do zasady niedopuszczalne na gruncie art. 10 ust. 1 MAR⁴⁴⁹. Nie podzielając tak kategorycznego stanowiska, wypada zgodzić się, że nie można przyjąć istnienia generalnego, nieskrępowanego i swobodnego dostępu akcjonariusza większościowego do informacji poufnych⁴⁵⁰, choć w polskiej doktrynie pojawiają się również mniejszościowe opinie za przyznaniem

⁴⁴³ Szerzej zob. P. Moskała, *Prawne...*, s. 395–396

⁴⁴⁴ Art. 141k ust. 1 Prawa bankowego; art. 410 ust. 1 u.d.u.r.; art. 11 ust. 1 Rozporządzenia 575/2013 (CRR).

⁴⁴⁵ Pomimo braku jasnej podstawy normatywnej do przekazywania informacji w tym celu, zob. pkt. 4.3.1. powyżej.

⁴⁴⁶ Tak M. Glicz, w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku... (wyd. 2014)...*, s. 1254 („przepływ informacji poufnych w ramach struktury powiązanej kapitałowo można uznać za dopuszczalny tylko wtedy gdy przekazanie informacji należy do normalnego trybu wykonywania czynności w ramach obowiązków związanych z realizacją interesów grupy”). Odmienne, przeciwko dopuszczalności takiego ujawnienia T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 1232-1233. W literaturze niemieckiej wskazuje się, że dostęp taki jest uprawniony z uwagi na realizację interesu grupy i wspólne zarządzanie zgrupowaniem, z zastrzeżeniem, że ujawnienie powinno być proporcjonalne i niezbędne do realizacji tego celu. H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbert (red.) *Wertpapierhandelsrecht...*, s. 1657 (Nb. 43); Kumpan/Grütze w: E. Schwark, D. Zimmer (red.) *Kapitalmarktrechts...* (art. 10 MAR, Nb. 64).

⁴⁴⁷ Przy czym nie może to być „umowa o przekazywanie informacji” co, w zakresie w jakim dotyczyłoby informacji poufnej stanowiłoby czynność nieważną, jako zmierzającą do obejścia prawnych ograniczeń przekazywania informacji poufnych, Moskała, *Prawne instrumenty...*, s. 405.

⁴⁴⁸ Ogólnie na temat podstaw uzyskiwania informacji o spółce zależnej przez spółkę dominującą zob. P. Moskała, *Prawne...*, s. 402–407.

⁴⁴⁹ Sójka w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 1232; Kumpan/Grütze w: E. Schwark, D. Zimmer (red.) *Kapitalmarktrechts...* (art. 10 MAR, Nb. 52).

⁴⁵⁰ Assmann w: H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbert (red.) *Wertpapierhandelsrecht...*, s. 1656 (Nb. 41).

akcjonariuszowi większościowemu szerokiego dostępu do informacji o spółce, w tym informacji poufnych⁴⁵¹.

W doktrynie można też znaleźć wypowiedzi uznające dopuszczalność ujawnienie informacji poufnej na rzecz znaczącego akcjonariusza w konkretnych przypadkach. W szczególności wskazuje się na zasadność poinformowania takiego akcjonariusza o planowanym przez zarząd przedłożeniu walnemu zgromadzeniu projektów istotnych uchwał – powszechnie podawanym w tym kontekście przykładem są uchwały dotyczące podwyższenia kapitału zakładowego - celem uzyskania informacji co do możliwości ich przyjęcia, lub o innych planach zarządu, dla których powodzenia konieczne jest współdziałanie ze strony znaczącego akcjonariusza⁴⁵².

4.7.5 Ujawnianie informacji poufnych w toku dialogu z inwestorami instytucjonalnymi

Powyższe ustalenia co do wykładni art. 10 ust. 1 MAR pozwalają na odniesienie jej do sytuacji dialogu spółki z inwestorami instytucjonalnymi. Co do zasady ujawnienie informacji poufnej w toku takiego dialogu nie będzie mieścić się w normalnym trybie wykonywania czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków, z uwzględnieniem wymogu bezwzględnej konieczności i proporcjonalności.

W odniesieniu do wymogu niezbędności należy przyjąć, że cele dialogu z inwestorami mogą być zazwyczaj osiągnięte bez ujawniania informacji poufnych. Podobnie analiza takich ujawnień pod kątem wymogu proporcjonalności musi prowadzić do wniosku, że zwiększenie zaangażowania akcjonariuszy w ład korporacyjny spółki i dialog z inwestorami, mimo że są ważnymi wartościami, promowanymi przez przepisy prawa spółek i rynku kapitałowego, nie są bardziej istotne niż zasada równego dostępu inwestorów do informacji poufnej i ochrony tej informacji przed upublicznieniem, która doznawałaby istotnej relatywizacji w przypadku przyjęcia, że ujawnianie informacji w toku dialogu z inwestorami jest dopuszczalne. Z pewnością do poprawnego funkcjonowania ładu korporacyjnego w wystarczający sposób może się przyczyniać dialog prowadzony w oparciu o informacje niemające charakteru poufnego. Charakter tematów będących zazwyczaj przedmiotem takiego dialogu nie uzasadnia konieczności ujawniania informacji poufnych. Zazwyczaj będą one miały charakter „rozmów o charakterze ogólnym na temat danego emitenta, dotyczących działalności i sytuacji na rynku” wzmiankowanych w motywie 19 MAR. Rozmowy takie nie wymagają na ogół ujawniania informacji poufnych, ani też nie wiążą się zazwyczaj z uzyskaniem jakichś istotnych korzyści dla spółki, poza ogólnym zapewnieniem „dobrych relacji inwestorskich”, które słusznie odrzucane są jako niewystarczające uzasadnienie dla ujawniania informacji poufnych⁴⁵³.

⁴⁵¹ Tak w szczególności M. Romanowski, *Prawo zarządu...*, s. 5. Do argumentacji autora dotyczącej ujęcia akcjonariusza w katalogu insiderów pierwotnych odnoszę się szczegółowo w pkt. 4.7.7.2. poniżej.

⁴⁵² Tak Veil w: R. Veil (red.) *European...*, s. 216; M. Venturuzzo, S. Mock (red.) *Market...*, s. 290; Kumpan/Grütze w: E. Schwark, D. Zimmer (red.) *Kapitalmarktrechts...* (art. 10 MAR, Nb. 53); Gerner-Beuerle w: M. Lehmann, C. Kumpan (red.) *European...*, s. 715. Odmienne: Sójka w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 1232.

⁴⁵³ Assmann w: H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mühlbert (red.) *Wertpapierhandelsrecht...*, s. 1652 (Nb. 31); aprobowo Sójka w T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 1232;

Warto odnotować jednak istnienie bardziej liberalnych – choć słabo uzasadnionych - stanowisk w literaturze międzynarodowej⁴⁵⁴.

Powyższe stanowiska znajdują potwierdzenie w decyzji FCA wobec Sir Christophera Genta. Gent, będąc niewykonawczym dyrektorem spółki i przewodniczącym jej rady, ujawnił informacje o planowanej rezygnacji jej CEO i planowanej rewizji prognoz finansowych spółki trzem jej znaczącym akcjonariuszom. Uzasadniając swoje postępowanie wskazał, że nie chciał zaskakiwać ważnych akcjonariuszy spółki planowanymi ogłoszeniami. FCA wskazała w uzasadnieniu, że „nie jest to wystarczający powód dla dokonania ujawnień. Pomimo iż urząd jest świadom, że zaangażowanie z akcjonariuszami i budowanie z nimi dobrych relacji były częścią obowiązków Sir Christophera jako przewodniczącego rady, urząd uważa, że ujawnianie informacji poufnych w tych celach nie jest zgodne z MAR”⁴⁵⁵.

Nie ma znaczenia wskazywana niekiedy jako argument za zezwoleniem na szerszy przepływ informacji pomiędzy spółką a inwestorami okoliczność, że inwestor, który znajdzie się w jej posiadaniu objęty jest zakazem jej wykorzystania (art. 8 ust. 1 MAR)⁴⁵⁶. Jak już wskazano, dla bezprawności ujawnienia informacji na gruncie art. 10 ust. 1 MAR wykorzystanie jej przez odbiorcę informacji jest irrelewantne. Okoliczności tej nie można też brać pod uwagę przy ocenie proporcjonalności ujawnienia bo zakaz wykorzystania informacji ma zastosowanie w każdej sytuacji. Jest to więc element *ceteris paribus* regulacji MAR, którego ustawodawca (ani TSUE w wyroku ws. *Grongaard*) nie uznał za istotny dla oceny dopuszczalności ujawnienia na gruncie art. 10 ust. 1 MAR.

Wniosku o generalnej niedopuszczalności ujawnienia informacji poufnej w toku dialogu z inwestorami nie można jednak absolutyzować. Pewne argumenty przemawiające za zasadnością ujawnienia informacji poufnej można sobie wyobrazić zwłaszcza w kontekście działań aktywistycznie nastawionych inwestorów takich jak fundusze hedgingowe, których interwencje zazwyczaj nie sprowadzają się do ogólnego dialogu ze spółką, ale łączą się z konkretną tezą inwestycyjną co do modelu biznesowego spółki i w konsekwencji z analizą

⁴⁵⁴Przykładowo G. Strampelli, *Knocking...*, s. 215, dopuszcza ujawnienia informacji poufnej w kontekście ogólnego dialogu z inwestorami instytucjonalnymi (m.in. z powołaniem na motyw 19 MAR; zob. krytykę w pkt. 4.7.7.1. poniżej); podobnie C. Mosca, *Director-Shareholder Dialogues...*, s. 831, wskazuje na zasadność ujawnienia informacji poufnej „aby ułatwić monitorowanie przez inwestorów, w celu dialogu na temat strategii lub żeby uniknąć skarg na zarządców ex post”. J. L. Hansen, *Market...*, s. 375, w tym kontekście podkreśla, że „zbyt wąska interpretacja wyłączenia z art. 10 MAR rodzi ryzyko uniemożliwienia aktywnego zaangażowania akcjonariuszy i powinna być unikana, jeżeli selektywne ujawnienie jest uzasadnione (*reasonable*) i dokonywane w uporządkowany sposób, przez co krąg odbiorców jest znany”. W tym kontekście warto też zwrócić uwagę, że brytyjski nadzorca rynkowy FCA posługuje się terminem „uzasadnionego” (*reasonable*) ujawnienia w normalnym trybie wykonywania czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków, co stanowi jak się wydaje niższy standard niż ten wywiedziony przez TSUE w wyroku ws. *Grongaard*, zob. <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/MAR/1/?view=chapter>, Sekcja MAR 1.4.5. Na tę rozbieżność terminologiczną zwraca *obiter* uwagę wyrok Upper Tribunal ws. *Hannam v Financial Conduct Authority* [2014] UKUT 233 (TCC) [2014] Lloyd's Rep FC 704, pkt. 136 – 137.

⁴⁵⁵ FCA, *Final Notice to Sir Christopher Gent*, 5.08.2022 (<https://www.fca.org.uk/publication/final-notices/sir-christopher-gent-2022.pdf>), s. 25.

⁴⁵⁶M. Romanowski, *Prawo zarządu...*, s. 6; podobnie G. Strampelli, *Knocking...*, s. 215, C. Mosca, *Director-Shareholder...*, s. 830.

dużej ilości szczegółowych (*firm-specific*) informacji. Wydaje się, że w większości przypadków również tego typu dialog powinien być możliwy, przynajmniej w początkowej fazie bez udostępniania informacji poufnych. Podobnie jak w przypadku badania *due dilligence*, interwencje aktywistycznych inwestorów zazwyczaj mają związek z fundamentalnymi kwestiami strategicznymi, a nie dostępem do jakichś konkretnych, indywidualnych informacji poufnych.

Możliwe jednak, że w określonym kontekście ujawnienie aktywistycznemu inwestorowi informacji poufnej będzie uzasadnione, a przynajmniej że zakres udostępnianych takiemu inwestorowi informacji generować będzie ryzyko wejścia w posiadanie informacji poufnych. Ocena tej okoliczności wiąże się z zasygnalizowanym już nieokreślonym i otwartym charakterem obowiązków członków zarządu, które sprowadzają się zasadniczo do działania z należytą starannością w najlepszym interesie spółki. Ten standard postępowania obejmuje z pewnością korzystanie z pomocy profesjonalnych doradców zewnętrznych, a jak wskazano powyżej wartość dialogu z inwestorami z punktu widzenia spółki sprowadza się w dużej mierze do korzyści z uzyskania ich opinii jako profesjonalnych inwestorów⁴⁵⁷. Zarząd spółki, zwłaszcza jeżeli znajduje się ona w trudnej sytuacji biznesowej⁴⁵⁸, może więc dojść do przekonania, że w interesie spółki leży podjęcie dialogu z wiarygodnym akcjonariuszem, w którego propozycjach zarząd dostrzeże wartość⁴⁵⁹. Jeżeli w toku takiego dialogu zarząd dojdzie do przekonania, że aby przyniósł on oczekiwane korzyści dla spółki uzasadnione jest ujawnienie określonych informacji poufnych, to – przy zachowaniu kryteriów niezbędności i proporcjonalności ujawnienia – należy uznać takie ujawnienie za dopuszczalne jako mieszczące się w normalnym trybie wykonywania czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków w rozumieniu art. 10 ust. 1 MAR⁴⁶⁰. Wniosek ten powinien stanowić wyjątek raczej niż regułę i będzie mocno uzależniony od okoliczności faktycznych konkretnego przypadku, ale z pewnością nie wydaje się wykluczony.

Abstrahując od samej dopuszczalności ujawnienia informacji poufnej w toku dialogu z inwestorami należy wskazać, że powinny towarzyszyć mu odpowiednie środki i procedury

⁴⁵⁷ Zob. pkt. 3.2.2. powyżej.

⁴⁵⁸ Mam tu na myśli problemy natury strategicznej i operacyjnej, takie jak spadające wyniki finansowe czy utrata udziału w rynku, a nie problemy finansowe zagrażające wypłacalności spółki.

⁴⁵⁹ Jako przykład warto tutaj przywołać inwestycję funduszu ValueAct w Microsoft. W czasie obejmowania udziałów przez ValueAct wyniki spółki były w tendencji spadkowej z uwagi na malejący rynek komputerów PC. Główną tezą funduszu była konieczność zmniejszenia wagi oprogramowania dla komputerów w strategii Microsoftu i zwiększenia roli usług dla biznesu opartych o rozwiązania chmurowe. Fundusz publicznie udostępniał swoje analizy i prezentacje na temat spółki i jego działania spotkały się z przychylnością zarządu, który – na mocy podpisanej umowy – udzielił mu szerokiego dostępu do informacji o spółce (w tym w drodze spotkań z jej menadżerami). (Zob. O. Walker, *Barbarians...*, s. 147–152). Po nieco ponad roku od początku interwencji funduszu, w którym to czasie Microsoft obrał w dużej mierze sugerowany przez aktywistycznego inwestora kierunek, wyniki spółki poprawiły się, a cena jej akcji wzrosła niemal dwukrotnie. Przykład ten pokazuje, że współpraca spółki z aktywistycznymi inwestorami może być dla niej niezwykle korzystna, a wymiana informacji, w tym poufnych może być warunkiem sprawnego przebiegu tej współpracy.

⁴⁶⁰ Podobnie, w kontekście aktywizmu akcjonariuszy S. P. Link, *Shareholder und Investor Activism–Rechtsfragen der aktuellen Praxis*, ZGR nr 6(50)/2021, s. 921.

zmierzające do zabezpieczenia poufności informacji poufnej (konieczne również przez wzgląd na art. 17 ust. 8 MAR).

4.7.6 Badanie rynku jako szczególny przypadek dopuszczalnego ujawnienia informacji poufnej inwestorom - wzmianka

W kontekście dialogu spółki z inwestorami obejmującego ujawnianie informacji poufnych warto zwrócić uwagę na treść art. 11 MAR, regulującego procedurę badania rynku (*market sounding*). Zgodnie z definicją z art. 11 ust. 1 badanie rynku obejmuje przekazanie informacji – przed ogłoszeniem transakcji – w celu oceny zainteresowania potencjalnych inwestorów ewentualną transakcją i jej warunkami, takimi jak ewentualna wielkość i cena, przynajmniej jednemu potencjalnemu inwestorowi⁴⁶¹.

Motyw 32 MAR podkreśla, że badania rynku są niezwykle cennym narzędziem poznawania opinii potencjalnych inwestorów, intensyfikacji dialogu z akcjonariuszami oraz uzgadniania stanowisk emitentów, dotychczasowych akcjonariuszy i potencjalnych nowych inwestorów. W praktyce obrotu inwestorzy instytucjonalni będą z pewnością grupą, która najczęściej będzie zaangażowana w badanie rynku⁴⁶², jako odbiorcy przekazywanych informacji. Podmiotem przekazujący informacje w ramach badania rynku, określanym w art. 11 ust. 1 MAR jako uczestnik rynku ujawniający informacje („ujawniający”, ang. *disclosing market participant*) będzie w typowej sytuacji emitent⁴⁶³.

Badanie rynku jest instytucją wprowadzoną przez MAR, nieznaną na gruncie dyrektywy MAD, jednak w poprzednim stanie prawnym stanowiły one powszechną praktykę na rynkach finansowych w wielu państwach członkowskich (zwłaszcza w UK), gdzie tego typu ujawnienia uznawano za mieszczące się w normalnym trybie wykonywania czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków⁴⁶⁴. Unijny ustawodawca doszedł jednak do wniosku, że należy zagwarantować bezpośrednie umocowanie normatywne tego typu praktykom i stworzyć dla nich „bezpieczną przystań” regulacyjną (*safe harbour*), w celu zwiększenia prawnej pewności dla uczestników obrotu. W konsekwencji, art. 11 ust. 4 MAR stanowi, że do celów art. 10 ust. 1 uznaje się, że ujawnienie informacji poufnych w toku badania rynku nastąpiło w normalnym trybie wykonywania czynności w ramach zatrudnienia, zawodu lub obowiązków danej osoby, jeżeli uczestnik rynku ujawniający informacje wypełnił obowiązki

⁴⁶¹ Ws. typów transakcji uzasadniających badanie rynku zob. R. Woźniak, *Badanie...*, s. 233–244.

⁴⁶² Podkreśla to również dodany na podstawie nowelizacji MAR z 2021 r. art. 11 ust. 1a, zgodnie z którym przekazanie informacji inwestorom kwalifikowanym w celu negocjowania warunków umownych emisji obligacji, których oferta skierowana jest wyłącznie do takich inwestorów, mimo że nie jest objęte zakresem definicji badania rynku, to stanowi dopuszczalne na gruncie art. 10 ust. 1 MAR ujawnienie informacji poufnych. Inwestorami kwalifikowanymi są podmioty wskazane w sekcji I pkt 1–4 załącznika II do dyrektywy MIFID II.

⁴⁶³ Art. 11 ust. 1 i 2 MAR wskazuje też na inne podmioty mogące pełnić rolę ujawniającego w ramach badania rynku.

⁴⁶⁴ R. Woźniak, *Badanie...*, s. 6–7

określone w ust. 3 i 5 art. 11 MAR. Konieczność wypełnienia tych obowiązków stanowi o wysoce sformalizowanym charakterze badania rynku⁴⁶⁵.

Obowiązki związane z badaniem rynku można podzielić na trzy grupy: (1) obowiązek dokonania oceny charakteru przekazywanych informacji przez ujawniającego (art. 11 ust. 3 MAR); (2) obowiązki informacyjne ujawniającego wobec odbiorcy badania rynku (art. 11 ust. 5 par. 1 MAR); (3) obowiązek sporządzenia i przechowywania przez ujawniającego zapisów informacji ujawnionych w toku badania rynku (art. 11 ust. 5 par. 2 MAR)⁴⁶⁶. Badanie rynku może, ale nie musi wiązać się z ujawnieniem informacji poufnych. Art. 11 ust. 3 MAR zobowiązuje ujawniającego do szczegółowego rozważenia przed przeprowadzeniem badania rynku, czy będzie się ono wiązać z ujawnieniem informacji poufnych oraz dokonania pisemnego zapisu swoich wniosków i ich uzasadnienia. Pomimo tego, osoba, do której adresowane jest badanie rynku, ma obowiązek samodzielnego ocenienia, czy jest w posiadaniu informacji poufnych lub to kiedy przestaje być w ich posiadaniu (art. 11 ust. 7 MAR) i w przypadku uznania, że informacje te jednak stanowią informacje poufne, powinna zastosować się do odpowiednich przepisów MAR. Jeżeli badanie rynku wiąże się w ocenie ujawniającego z ujawnieniem informacji poufnej, art. 11 ust. 5 MAR nakłada obowiązek uzyskania zgody odbiorcy na otrzymanie informacji poufnej, a także obowiązek poinformowania go o podleganiu zakazom z MAR.

Jak wskazano powyżej badanie rynku jest procesem wysoce sformalizowanym⁴⁶⁷, który może być przeprowadzany jedynie w konkretnie wskazanym w art. 11 ust. 1 i 2 MAR celu. Badanie rynku nie jest więc narzędziem zwiększenia ogólnego dialogu spółek z inwestorami i nie może być wykorzystywane do przekazywania innych, niezwiązanych z planowaną transakcją informacji; jak całość regulacji MAR, przepisy dot. badania rynku nakierowane są na cel zapewnienia właściwego funkcjonowania rynków finansowych (motyw 32), a nie poprawę ładu korporacyjnego⁴⁶⁸. Nakładane na jego uczestników obowiązki, w szczególności informacyjne, potwierdzają jednak, że wejście w posiadanie informacji poufnej stanowi dla inwestorów ryzyko, na które nie powinni być narażani bez swojej zgody. Jako, że wymogi dotyczące badania rynku oparte są w dużej mierze na praktykach *wall-crossingu*

⁴⁶⁵ Rypina w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...*, s. 1106; R. Woźniak, *Badanie...*, s. 220.

⁴⁶⁶ Dodatkowo, wytyczne ESMA nakładają obowiązki związane z prowadzeniem odpowiedniej dokumentacji na odbiorców badania rynku, ESMA *Wytyczne dotyczące rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku. Osoby, do których są adresowane badania rynku*, ESMA/2016/1477 PL, 10.11.2016. Szczegółowe obowiązki związane z badaniem rynku doprecyzowuje Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2016/960 z dnia 17 maja 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych służących określeniu właściwych rozwiązań, systemów i procedur obowiązujących uczestników rynku ujawniających informacje w trakcie badań rynku, C/2016/2859, OJ L 160, 17.6.2016, p. 29–33.

⁴⁶⁷ Według L. Klöhn, z uwagi na ten formalizm badania rynku zazwyczaj nie dokonują sami emitenci, a raczej firmy inwestycyjne pośredniczące w emisji instrumentów finansowych lub innych transakcjach, L. Klöhn, *Board-shareholder...*, s. 554.

⁴⁶⁸ J. Payne, *Market Soundings Rules: The Challenges and Opportunities for Board-Shareholder Engagement*, 2022 <https://ssrn.com/abstract=4301214>, s. 4, 13–14.

wykształconych na rynku brytyjskim jeszcze przed wejściem w życie MAR, mogą one stanowić jednak model co do postępowania w zakresie ujawnienia informacji inwestorom również w kontekście dialogu nie stanowiącego elementu badania rynku⁴⁶⁹.

4.7.7 Okoliczności nie stanowiące podstawy prawnej dla dopuszczalności ujawnienia informacji poufnej akcjonariuszowi

Powyższa analiza przedstawiła podstawy prawne dopuszczalnego ujawnienia informacji poufnej akcjonariuszowi w toku dialogu. Jednak w doktrynie zarówno polskiej jak i międzynarodowej wskazywane są również błędnie inne przepisy, nie stanowiące o dopuszczalności ujawnienia.

4.7.7.1 Motyw 19 MAR

Zgodnie z przywoływanym już motywem 19 MAR, celem MAR nie jest wprowadzenie zakazu prowadzenia przez akcjonariuszy i kierownictwo rozmów o charakterze ogólnym na temat danego emitenta, dotyczących działalności i sytuacji na rynku. Tego typu stosunki mają zasadnicze znaczenie dla skutecznego funkcjonowania rynków i nie powinny być zakazane w drodze niniejszego rozporządzenia.

Część autorów wywodzi z tego motywu coś na kształt zasady życzliwego podejścia do ujawniania informacji poufnej akcjonariuszom. *G.Strampelli* wskazuje, że „interpretując wyjątek [od zakazu ujawnienia informacji poufnej w art. 10 ust. 1 MAR], należy wziąć pod uwagę, że motyw 19 MAR w sposób jasny wspiera dialog pomiędzy akcjonariuszami a dyrektorami”⁴⁷⁰. Takie podejście jest jednak błędne. Motyw 19 należy, jak już wskazano, interpretować w ten sposób, iż rozpoznaje on, że dialog z akcjonariuszami w typowym przypadku nie obejmuje ujawnienia informacji poufnych. Ponadto, wspieranie zaangażowania akcjonariuszy, pomimo że jest istotną wartością unijnego prawa spółek, nie jest aksjologicznie ważniejsze niż względy ochrony równego dostępu do informacji, zapewniającego integralność rynków finansowych, które realizuje MAR.

Na poprawność takiej interpretacji motywu 19 wskazuje uzasadnienie decyzji brytyjskiego nadzorca, FCA, wobec Sir Christophera Genta. FCA podkreśliła w uzasadnieniu, że „pomimo że motyw 19 stanowi, że rozmowy o charakterze ogólnym (...) są dozwolone pomiędzy akcjonariuszami i zarządcami emitentów, ujawnienie przez Sir Christophera informacji poufnych nie mieściło się w zakresie tego typu rozmów”⁴⁷¹.

4.7.7.2 Ujęcie akcjonariuszy w katalogu insiderów pierwotnych

MAR wyróżnia, jak już wspomniano, dwie kategorie osób, do których zastosowanie ma zakaz wykorzystania informacji poufnej, tj. insiderów pierwotnych i wtórnych. Insiderzy pierwotni, których katalog zamieszczony jest w art. 8 ust. 4 akapit 1 lit. a) – d) MAR, wchodzi w posiadanie

⁴⁶⁹ G. Strampelli, *Knocking...*, s. 219

⁴⁷⁰ Ibid., s. 215.

⁴⁷¹ FCA, *Notice to Sir...*, s. 25. Zob. też L. Klöhn, *Board-shareholder...*, s. 544.

informacji poufnej z racji określonej relacji łączącej ich z emitentem. Do insiderów pierwotnych art. 8 ust. 4 akapit 1 lit. b) MAR zalicza również osoby posiadające informację poufną z racji posiadania udziałów w kapitale emitenta, czyli akcjonariusze emitenta. Część komentatorów wywodzi z tego faktu określone wnioski co do dopuszczalności ujawniania informacji poufnej akcjonariuszom, w szczególności większościowym. Jak wskazuje *M. Romanowski*:

Zarząd spółki publicznej jest uprawniony do przekazywania akcjonariuszowi dominującemu informacji poufnych w rozumieniu art. 7 rozporządzenia MAR przed podaniem ich do wiadomości publicznej. Powyższe wynika z faktu, że akcjonariusz dominujący jest insiderem w rozumieniu art. 8 ust. 4 rozporządzenia MAR, czyli osobą, która z racji szczególnej pozycji i funkcji pełnionej w strukturach spółki może i powinna mieć zapewnioną możliwość dostępu do informacji poufnych w normalnym trybie wykonywania czynności zgodnie z art. 10 ust. 1 rozporządzenia MAR⁴⁷².

We wcześniejszych wypowiedziach autor w podobnym tonie podkreślał, że wśród „wyjątków, które dopuszczają lub rozpoznają naturalny fakt uprzywilejowanego dostępu do informacji o spółce, w tym informacji poufnych (...) kluczowe znaczenie” ma „fakt rozpoznania i zaakceptowania przez ustawodawcę istnienia tzw. insiderów pierwotnych”⁴⁷³. Jak wynika z wyżej przytoczonych wypowiedzi, autor w fakcie umieszczenia akcjonariuszy w katalogu insiderów pierwotnych upatruje normatywną podstawę dopuszczalności ujawniania akcjonariuszowi większościowemu informacji poufnych. Autor podkreśla, że z uwagi na pozycję insidera pierwotnego akcjonariusz większościowy „może i powinien mieć zapewnioną możliwość dostępu do informacji poufnych w normalnym trybie wykonywania czynności zgodnie z art. 10 ust. 1 MAR”. W sugestii autora, status insidera pierwotnego ma więc rzutować na stosowanie do akcjonariusza większościowego art. 10 MAR.

Taka interpretacja uwzględnienia akcjonariuszy w katalogu insiderów pierwotnych nie jest jednak poprawna.

Przystępując do analizy konsekwencji zamieszczenia akcjonariuszy w katalogu insiderów pierwotnych należy w pierwszej kolejności ogólnie zauważyć, że art. 8 ust. 4 akapit 1 lit. a) MAR nie wskazuje żadnego minimalnego progu udziałowego, od którego można uznać akcjonariusza za insidera pierwotnego. Co prawda w doktrynie jako typowy przykład akcjonariusza-insidera wskazuje się akcjonariusza większościowego, z uwagi na występujące często w praktyce uprzywilejowanie tego akcjonariusza w dostępie do informacji o spółce⁴⁷⁴.

⁴⁷² M. Romanowski, *Akcjonariusz...*, s. 9

⁴⁷³ M. Romanowski, *Prawo zarządu...*, s. 5

⁴⁷⁴ Wypowiedzi doktryny są w tym kontekście nieścisłe. Zob. *M. Glicz* w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...* (wyd. 2014)..., s. 1245 („Kryterium związku przyczynowego między pozyskaniem informacji, a posiadaniem statusu akcjonariusza pozwala jednak ograniczyć zakres podmiotowy przepisu do akcjonariuszy posiadających odpowiednio duży udział w kapitale zakładowym”), aprobując *Rypina* w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...*, s. 1091. Uwagę tę należy ocenić krytycznie, gdyż wydaje się, że autor sugeruje iż MAR przyznaje „apriorycznie” status insidera pierwotnego znaczącym akcjonariuszom, co nie jest prawidłowym stanowiskiem: nie dzieje się to ani apriorycznie, ani też nie ma podstaw do zawężania zakresu podmiotowego definicji akcjonariusza-insidera. Por. *A. Stokłosa*: „są to osoby, których udział w kapitale jest na tyle duży, że osoby te w zwykłym toku czynności, bez podejmowania szczególnych

Nie oznacza to jednak, że za insiderem pierwotnym nie może stać się akcjonariusz mniejszościowy⁴⁷⁵, w tym zaangażowany w dialog ze spółką inwestor instytucjonalny⁴⁷⁶. Z tego powodu rozważania co do ujęcia akcjonariuszy w komentowanym przepisie odnoszą się również do dialogu z akcjonariuszami mniejszościowymi.

Co jednak istotne, akcjonariusz stanie się insiderem pierwotnym jedynie jeżeli uzyska daną informację z racji (ang. *as a result of*) bycia akcjonariuszem, a nie z jakiegokolwiek innego tytułu. Status insidera pierwotnego zależy więc od związku przyczynowego pomiędzy relacją łączącą insidera z emitentem a uzyskaniem przez niego informacji poufnej⁴⁷⁷. W konsekwencji, pomimo więc ogólnego wskazania akcjonariuszy w katalogu insiderów pierwotnych, kwalifikacja akcjonariusza, nawet znaczącego, jako insidera pierwotnego nie jest automatyczna czy aprioryczna - musi być ona dokonywana *ad casum* i bazować na konkretnych okolicznościach faktycznych danego ujawnienia informacji⁴⁷⁸.

Z obserwacji tej płynie ważny wniosek: kategoryzacja jako insidera pierwotnego jest następczą wobec ujawnienia danemu podmiotowi informacji poufnej i zależna od okoliczności ujawnienia. Samo ujawnienie natomiast musi być zgodne z wymogami wynikającymi z art. 10 ust. 1 MAR. Komentatorzy zarówno w literaturze polskiej jak i zagranicznej trafnie wskazują, że ujęcie akcjonariusza w katalogu insiderów pierwotnych stanowi „rozpoznanie faktu, że dialog pomiędzy dyrektorami i akcjonariuszami, jest zjawiskiem występującym w świecie spółek publicznych”⁴⁷⁹. Jednak „rozpoznanie” przez art. 8 ust. 4 MAR, że akcjonariuszowi może w określonej sytuacji zostać ujawniona informacja publiczna z uwagi na jego status, nie jest równoznaczne ze ustanowieniem przez ten przepis generalnej podstawy prawnej dla

starą w tym przedmiocie, mają dostęp do informacji poufnych” w: A. Stokłosa, S. Syp, *MAR...*, s. 202 – jeżeli uwaga ta ma być opisem typowych stanów faktycznych „objętych” zakresem normy należy ją ocenić aprobująco; Zob. też M. Ventoruzzo, S. Mock (red.) *Market...*, s. 290–291.

⁴⁷⁵ K. Oplustil, P. Wiórek, *Europejskie i polskie regulacje dotyczące informacji poufnych na rynku kapitałowym*, Prawo Spółek nr 2/2005, s. 6.

⁴⁷⁶ Tak np. N. Moloney, *EU...*, s. 723, podająca jako przykład „dużych instytucjonalnych akcjonariuszy, ze względu na ich relację ze spółką, kształtowaną w oparciu o siłę głosu” lub uzyskanie informacji „w toku biriefingów kierowanych do inwestorów instytucjonalnych”; podobnie Gerner-Beuerle w: M. Lehmann, C. Kumpan (red.) *European...*, s. 702, który wskazuje na przykład „aktywistycznego akcjonariusza instytucjonalnego”.

⁴⁷⁷ Glicz w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...* (wyd. 2014)..., s. 1245. Warto też zauważyć, że akcjonariusze mogą też być *insiderami* pierwotnymi w jakimś własnym działaniu kreują informacje poufne (np. w odniesieniu do treści uchwał podjętych przez WZA), P. Moskała, *Prawne...*, s. 210.

⁴⁷⁸ Gerner-Beuerle w: M. Lehmann, C. Kumpan (red.) *European...*, s. 702

⁴⁷⁹ M. Ventoruzzo, S. Mock (red.) *Market...*, s. 290. Podobnym sformułowaniem z resztą posługuje się sam M. Romanowski, zob. M. Romanowski, *Akcjonariusz...*, *passim*.

ujawniania informacji poufnych (większościowemu) akcjonariuszowi⁴⁸⁰. Ta okoliczność każdorazowo oceniana powinna być z perspektywy art. 10 ust. 1 MAR⁴⁸¹.

Podsumowując kwalifikacja akcjonariusza jako insidera pierwotnego jest następcza, i stanowi jedynie konsekwencję ujawnienia mu informacji poufnej w danych okolicznościach, a nie samoistną podstawę dopuszczalności ujawnienia; tę należy oceniać na podstawie art. 10 ust. 1 MAR.

4.8 Prawo spółki do identyfikacji akcjonariuszy jako instrument wzmocnienia dialogu z akcjonariuszami

4.8.1 Uwagi wprowadzające

Artykuł 68j u.o.i.f., dodany do ustawy o obrocie w 2019 r. w wyniku implementacji do prawa polskiego przepisów SRD II⁴⁸², przyznaje spółkom giełdowym prawo do identyfikacji ich akcjonariuszy. Warto odnotować, że przyjęcie tej regulacji zbiegło się czasowo z wprowadzeniem przez ustawodawcę ustawą z dnia 30.08.2019 r.⁴⁸³, powszechnej dematerializacji akcji, również w spółkach niepublicznych, która skutkowałą utratą anonimowości ich akcjonariatu wobec spółki oraz pozostałych akcjonariuszy⁴⁸⁴. W wyniku tych dwóch zmian, nastąpiła więc powszechna niemal utrata anonimowości (wobec spółki albo wobec spółki i pozostałych akcjonariuszy, w zależności od typu) przez akcjonariuszy spółek akcyjnych, co stanowiło istotne odstępstwo od historycznego modelu konstrukcyjnego *société anonyme*⁴⁸⁵. Pomimo wspólnego kierunku tych zmian i deklaracji ustawodawcy o zamiarze

⁴⁸⁰ Nie jest więc, jak argumentuje M. Romanowski, *Akcjonariusz...*, s. 6, tak, że „przepis art. 8 ust. 4 MAR rozpoznaje jako naturalną sytuację, w której akcjonariusz ma dostęp do informacji poufnych”. Przepis ten rozpoznaje jedynie tyle, że akcjonariusz *może* uzyskać taki dostęp (i stać się insiderem pierwotnym) w określonych przypadkach.

⁴⁸¹ M. Romanowski odnosi się do kwestii normalności ujawnienia informacji poufnej akcjonariuszowi większościowemu na gruncie art. 10 ust. 1 MAR, jednak konkluzje autora, że „w tym zakresie nie występuje systemowa różnica między ujawnieniem informacji poufnej akcjonariuszowi (w tym dominującemu) czy członkowi rady nadzorczej, pracownikowi lub doradcy spółki”, (*Akcjonariusz...*, s. 8), jest zbyt daleko idąca. Ponadto, z wypowiedzi przytoczonych powyżej wynika, że autor uznaje, iż ujęcie akcjonariuszy w katalogu insiderów pierwotnych w art. 8 ust. 4 MAR powinno rzutować na analizę normalności ujawnienia na podstawie art. 10 ust. 1 MAR, co jest wątpliwe.

⁴⁸² 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. 2019 poz. 2217.

⁴⁸³ Ustawa z dnia 30 sierpnia 2019 r. o zmianie ustawy - Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. 2019 poz. 1798. Zmiany te dotknęły też bezpośrednio spółki publiczne, w ten sposób, że objęte nią zostały również dotychczas niezdematerializowane akcje spółek publicznych.

⁴⁸⁴ Zdematerializowane akcje w spółkach niepublicznych co do zasady ewidencjonowane są w rejestrze akcjonariuszy, prowadzonym przez firmy inwestycyjne (art. 328¹ § 1 KSH). Rejestr jest jawny zarówno dla samej spółki jak i każdego z jej akcjonariuszy (art. 328⁵ § 1 KSH). Alternatywnie, akcji spółki niepublicznej mogą być zdematerializowane w depozycie papierów wartościowych (art. 328¹¹ § 1 KSH), w której to sytuacji spółce i akcjonariuszowi przysługuje prawo żądania udostępnienia informacji o tożsamości akcjonariuszy (art. 328¹³ § 1 KSH), na zasadach analogicznych do tych przewidzianych dla spółek giełdowych.

⁴⁸⁵ Zacharzewski w: *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi*, red. J. Dybiński, Legalis 2023 (art. 68j, Nb. 1); J. Dąbrowska, *Identyfikacja akcjonariuszy w spółkach akcyjnych*, PPH nr 02/2021; szeroko, krytycznie - M. Michalski, *Uwagi krytyczne w zakresie zniesienia anonimowości jako cechy konstytutywnej spółki akcyjnej*, PPH nr 3/2020. Należy jednak pamiętać, że anonimowość akcjonariatu była raczej funkcjonalnym następstwem

ujednoczenia kwestii przejrzystości składu akcjonariatu w spółkach akcyjnych⁴⁸⁶, ostatecznie reżim dostępu do informacji różni się w zależności od typu spółki⁴⁸⁷. Inny jest też zadeklarowany przez ustawodawcę cel wprowadzonych rozwiązań: obowiązek powszechnej dematerializacji akcji uzasadniamy jest przez wzgląd na ograniczenie unikania opodatkowania oraz prania pieniędzy⁴⁸⁸, podczas gdy przepisy dotyczące spółek giełdowych realizują, zgodnie z preambułą SRD II cele związane z poprawą ładu korporacyjnego⁴⁸⁹.

Przed wprowadzeniem uprawnienia do identyfikacji akcjonariuszy, dostęp spółki do informacji o składzie jej akcjonariatu był ograniczony. Mogła ona polegać w tym zakresie na informacjach wynikających z realizacji obowiązków notyfikacyjnych nabywców znacznych pakietów akcji (art. 69 ust. 1, art. 70 pkt. 1 u.o.p.)⁴⁹⁰. Ponadto spółce (oraz innym zainteresowanym akcjonariuszom) znana była tożsamość akcjonariuszy uprawnionych z akcji imiennych, wpisanych do księgi akcyjnej (zob. uchylony art. 341 § 7 KSH)⁴⁹¹. Poza tym, identyfikacji w związku z walnym zgromadzeniem podlegali – i w dalszym ciągu podlegają - akcjonariusze, którzy wyrazili chęć udziału w zgromadzeniu, ujętych w liście uprawnionych do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu (art. 407 KSH).

4.8.2 Cele i istota prawa spółki do identyfikacji akcjonariuszy w dyrektywie SRD II

Nadrzędnym celem SRD II jest zachęcanie akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania, i jemu też ma służyć przyznanie spółkom prawa do identyfikacji akcjonariuszy.

Motyw 4 SRD II podkreśla, że w posiadaniu akcji spółek notowanych na rynku regulowanym często pośredniczą skomplikowane łańcuchy pośredników, które utrudniają wykonywanie praw akcjonariuszy i mogą stanowić przeszkodę w zaangażowaniu akcjonariuszy. Identyfikacja akcjonariuszy stanowi warunek konieczny bezpośredniej komunikacji między akcjonariuszem a spółką i jako taka ma podstawowe znaczenie dla ułatwienia wykonywania praw akcjonariuszy i dla ich zaangażowania, szczególnie w sytuacjach transgranicznych. W konsekwencji, spółki notowane na rynku regulowanym powinny mieć zatem prawo do

obiegowości akcji na okaziciela jako papieru wartościowego a nie konstytutywną cechą spółki akcyjnej samą w sobie. Określenie *anonyme* w nazwie tego typu spółki funkcjonującej we frankofońskich porządkach prawnych odnosi się do faktu, że spółka nie jest identyfikowana przez tożsamość jej wspólników, jak to ma miejsce w spółkach osobowych, M. Lutter, W. Bayer, J. Schmidt, *Europäisches Unternehmens-und Kapitalmarktrecht*, de Gruyter 2017, s. 1178.

⁴⁸⁶ *Uzasadnienie...*, druk nr 3541, s. 23.

⁴⁸⁷ Zob. krytyczne uwagi w J. Dąbrowska, *Identyfikacja...*, s. 23.

⁴⁸⁸ Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy - Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, Druk nr 3541, Sejm VIII kadencji, s. 1.

⁴⁸⁹ Warto jednak zauważyć, że wraz z dodaniem przepisów o identyfikacji akcjonariuszy, ustawa z 16.10.2019 dodała do u.o.i.f. również art. 8b, przyznający prawo do żądania informacji o tożsamości akcjonariuszy również KNF oraz Generalnemu Inspektorowi Informacji Finansowej.

⁴⁹⁰ Szerzej zob. Rozdz. 3, pkt. 2.1.

⁴⁹¹ Akcjonariusz nabywający akcje imienne usiał powiadomić spółkę o nabyciu akcji aby jego uprawnienia były skuteczne wobec spółki (por. art. 343 § 1 KSH w poprzednim brzmieniu). Z oczywistych względów znajomość tożsamości akcjonariuszy wpisanych do księgi akcyjnej miała nikłe znaczenie dla identyfikacji rozproszonego akcjonariatu spółki giełdowej.

identyfikacji swoich akcjonariuszy, aby móc komunikować się z nimi bezpośrednio, a pośrednicy powinni być zobowiązani przekazywać spółce, na jej wniosek, informacje dotyczące tożsamości akcjonariuszy. Transgraniczne posiadanie papierów wartościowych może generować szczególne trudności w zakresie identyfikacji akcjonariusza, gdyż wiąże się z oddzieleniem emitenta od ostatecznego inwestora (akcjonariusza w sensie ekonomicznym) długimi, kaskadowymi łańcuchami pośredników, którzy najczęściej zapisują papiery wartościowe dla podmiotów na rzecz których prowadzą rachunki papierów wartościowych na kontach zbiorczych (*omnibus accounts*)⁴⁹². Zgodnie z art. 8a ust. 2 u.o.i.f., posiadaczem rachunku zbiorczego może być zagraniczny pośrednik, którego nie uznaje się za osobę uprawnioną z zapisanych na nim papierów wartościowych (art. 8a ust. 3 u.o.i.f.). Za takie osoby uznaje się osoby, wskazane przez posiadacza rachunku zbiorczego, na rzecz których prowadzi on rachunki papierów wartościowych (art. 8a ust. 4 u.o.i.f.). Ewentualna możliwość identyfikacji przez spółkę ostatecznych akcjonariuszy zależy więc w dużej mierze od współpracy pośredników finansowych i przekazywania przez nich odpowiednich informacji⁴⁹³.

W tym kontekście, art. 3a ust. 1 SRD II zobowiązuje państwa członkowskie do zapewnienia, aby spółki miały prawo do identyfikacji swoich akcjonariuszy. Państwa członkowskie mogą postanowić, że spółki posiadające siedzibę statutową na ich terytorium mają prawo żądać identyfikacji jedynie akcjonariuszy posiadających więcej niż określony odsetek akcji lub praw głosu, nie wyższy niż 0,5 %. Zakres informacji dotyczących tożsamości akcjonariusza, obejmuje, zgodnie z art. 2 lit. j) SRD m.in. nazwę lub imię i nazwisko akcjonariusza oraz jego dane kontaktowe (w tym dokładny adres i, o ile jest on dostępny, adres poczty elektronicznej), liczbę akcji będących w posiadaniu akcjonariusza; oraz kategorie lub rodzaj posiadanych akcji lub datę objęcia akcji w posiadanie.

Artykuł 3a ust. 4 SRD II precyzuje, że dane osobowe akcjonariuszy mogą być przetwarzane tylko w celu umożliwienia spółce identyfikacji swoich aktualnych akcjonariuszy, aby zapewnić z nimi bezpośrednią komunikację, z myślą o ułatwieniu wykonywania praw akcjonariuszy oraz zaangażowania w sprawy spółki. Pośrednicy zobowiązani są usunąć dane akcjonariusza w terminie 12 miesięcy od powzięcia informacji, że dana osoba przestała być akcjonariuszem. Postanowienia SRD II w tym obszarze uzupełniają przepisy Rozporządzenia 2018/1212, ustanawiające minimalne wymogi w odniesieniu do identyfikacji akcjonariuszy.

⁴⁹² T. Sójka, J. Stranz, *Najnowsze...*, s. 299, s. 299; S. Stefaniak, *Rola pośredników tworzących system depozytowy w relacji pomiędzy spółką giełdową a jej akcjonariuszami po implementacji dyrektywy 2017/828*, PPH nr 2/2023, s. 44; M. Gargantini, *Barriers to shareholder identification and entitlement* w: H. Birkmose, K. Sergakis (red.) *Enforcing Shareholders' Duties*, Cheltenham 2019

⁴⁹³ Ws. problemów jakie transgraniczne łańcuchy pośredników i niektóre modele dematerializacji papierów wartościowych generują dla wykonywania uprawnień akcjonariuszy zob. Rozdz. 5, pkt. 3.2.2.1 i 6.4.2.

4.8.3 Prawo do identyfikacji akcjonariuszy w prawie polskim

4.8.3.1 Tryb i warunki identyfikacji akcjonariuszy przez spółkę

Przepisy SRD II dot. identyfikacji akcjonariuszy implementowane zostały w dziale IIIa u.o.i.f. pt. „Identyfikacja akcjonariuszy, przekazywanie informacji akcjonariuszom i ułatwianie wykonywania praw akcjonariuszy”.

Artykuł 68k u.o.i.f. definiuje podstawowe pojęcia, którymi posługują się przepisy tego działu. Stosownie do niego przez „pośrednika” należy rozumieć: KDPW; spółkę, której KDPW przekazał wykonywanie czynności z zakresu prowadzenia depozytu papierów wartościowych; centralny depozyt papierów wartościowych oraz podmioty świadczące usługę prowadzenia rachunków papierów wartościowych, o której mowa w art. 69 ust. 4 pkt. 1 u.o.i.f. (firmę inwestycyjną, bank państwowy prowadzący działalność maklerską, bank, o którym mowa w art. 70 ust. 2 u.o.i.f. albo bank powierniczy). Za kolejną spółką giełdową jest spółką z siedzibą na terytorium państwa członkowskiego, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym lub na zagranicznym rynku regulowanym. Brzmienie tego przepisu wskazuje na chęć zapewnienia transgranicznej skuteczności przepisów przez ustawodawcę, zgodnie z celami SRD II.

Artykuł 69j u.o.i.f. przyznaje spółce lub osobie upoważnionej przez spółkę⁴⁹⁴ prawo do zwrócenia się do pośrednika z żądaniem udostępnienia informacji umożliwiających identyfikację akcjonariuszy oraz liczby wyemitowanych przez nią akcji, posiadanych przez każdego z nich, według stanu na wskazany w tym żądaniu dzień, przypadający nie wcześniej niż na dzień jego złożenia. Polski ustawodawca, podobnie jak zdecydowana większość prawodawców w innych państwach członkowskich⁴⁹⁵, nie zdecydował się na wprowadzenie progu wielkości posiadanego udziału od którego możliwa jest identyfikacja akcjonariusza⁴⁹⁶. W uzasadnieniu ustawy wskazano, że spółki giełdowe są niejednokrotnie bardzo dużymi spółkami, w których nawet 0,5% akcji stanowi istotną liczbę. Ponadto, drobni akcjonariusze, których udziały nie przekraczają poziomu 0,5% akcji, po zsumowaniu ich udziałów mogą stanowić istotną część całości akcjonariatu danej spółki, zatem niemożność ich identyfikacji

⁴⁹⁴ Sformułowanie to jest o tyle niejasne, że oczywiste jest, że spółka może składać żądanie identyfikacji poprzez członków zarządu reprezentujących ją lub pełnomocników, *Stranz w: T. Sójka (red.) Obrót instrumentami finansowymi. Komentarz.*, Warszawa 2022, s. 420.

⁴⁹⁵ ESMA, *National thresholds for shareholder identification under the Revised Shareholder Rights Directive*, ESMA32-380-143-REV, 14.12.2021.

⁴⁹⁶ Należy zauważyć, że wprowadzenie takiego progu istotnie komplikuje proces identyfikacji akcjonariuszy w trybie skierowania żądania do pośrednika innego niż KDPW. Pośrednik ten nie wie bowiem czy akcjonariusze którzy posiadają akcje emitenta zapisane na prowadzonych przez niego rachunkach nie posiadają też akcji emitenta na rachunkach prowadzonych przez innych pośredników, w liczbie skutkującej przekroczeniem określonego progu. M. Gargantini, *Article 3a: identification of shareholders w: H. Birkmose, K. Sergakis (red.) The Shareholder Rights Directive II. A commentary.*, Cheltenham 2021, s. 60. Państwa, które wprowadziły próg identyfikacji w różny sposób podeszły do tego problemu. W prawie austriackim akcjonariusz zobowiązany jest poinformować wszystkich pośredników prowadzących jego rachunki papierów wartościowych, jeżeli akcje posiadane przez niego na tych rachunkach skutkują przekroczeniem progu (§179(2) Börsengesetz). W prawie włoskim i holenderskim przekroczenie progu ocenia się w odniesieniu do akcji zapisanych na rachunku prowadzonym przez danego pośrednika a nie wszystkich rachunkach.

pozbawiałaby spółkę dostępu do całościowej informacji o akcjonariacie⁴⁹⁷. Identyfikacji podlega więc już akcjonariusz uprawniony z jednej akcji. Co istotne, akcjonariuszom nie przysługuje prawo odmowy bycia zidentyfikowanym⁴⁹⁸.

Artykuł 69 u.o.i.f. przewiduje zasadniczo dwa tryby zwrócenia się przez spółkę z żądaniem. Po pierwsze, spółka może zwrócić się z nim do któregośkolwiek z pośredników prowadzących rachunki papierów wartościowych lub rachunki zbiorcze. W takim wypadku uzyska informacje jedynie o tych swoich akcjonariuszach, którzy są klientami danego pośrednika, lub klientami kolejnego pośrednika w łańcuchu, jeżeli żądanie zawiera dyspozycję przekazania. Drugą możliwością jest scentralizowane zebranie przez spółkę informacji o tożsamości jej akcjonariuszy za pośrednictwem KDPW (art. 69j ust. 3 u.o.i.f.). W takim przypadku spółka zwraca się z żądaniem do KDPW, które powinno wskazywać KDPW jako upoważnionego odbiorcę informacji oraz zawierać dyspozycję jego dalszego przekazywania. KDPW niezwłocznie przekazuje żądanie do pośredników w dole łańcucha pośredników (art. 68j ust. 4 u.o.i.f.) i udostępnia spółce informacje otrzymane od pośredników w dniu roboczym przypadającym po dniu emitenta wskazanych w żądaniu spółki (art. 69j ust. 6 u.o.i.f.). W każdym przypadku, jeżeli akcje, których dotyczy żądanie spółki są rejestrowane na rachunku zbiorczym, pośrednik prowadzący ten rachunek niezwłocznie przekazuje to żądanie pośrednikowi będącemu posiadaczem rachunku, chyba że żądanie nie zawiera takiej dyspozycji (art. 68j ust. 5 u.o.i.f.).

Przepis art. 68k ust. 2 stanowi, że do żądania spółki oraz do odpowiedzi pośredników zastosowanie mają przepisy rozporządzenia 2018/1212. Rozporządzenie to reguluje techniczne szczegóły procesu identyfikacji akcjonariusza takie jak terminy przekazywania informacji pomiędzy pośrednikami. Ponadto określa ono wzór żądania spółki (Tabela 1 Załącznika) oraz odpowiedzi pośrednika (Tabela 2 Załącznika). Z Tabeli 2 Załącznika wynika, że emitent może również żądać wskazania początkowej daty posiadania akcji przez akcjonariusza. Rozporządzenie 2018/1212 nie stanowi jednak wyczerpującej regulacji tej materii. Ustawodawca unijny dostrzega, że podmioty zaangażowane w działalność depozytowo-rozrachunkowo-rozliczeniową, wypracowały własne, międzynarodowe sektorowe standardy postępowania (zob. motywy 11 i 3 Rozporządzenia 2018/1212). W związku z tym rozporządzenie ustanawia jedynie minimalne wymogi, zachęcając równocześnie pośredników do wypracowywania dalszych standardów (motyw 3). Takie standardy dla wdrożenia wynikających z SRD II rozwiązań zostały wypracowane przez organizacje zrzeszające pośredników⁴⁹⁹. Ważną rolę mają tu w szczególności centralne depozyty papierów

⁴⁹⁷ Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw, Druk 3755, Sejm VIII kadencji, s. 77.

⁴⁹⁸ M. Gargantini, *Article...*, s. 61; Cahn w: BOGKAktG, (§ 67d, Nb. 15).

⁴⁹⁹ Zob. Association of Global Custodians, *Market Standards for Shareholder Identification*, grudzień 2020, <http://www.theagc.com/Market%20Standards%20for%20Shareholder%20identification%20final%20December%202020.pdf> oraz stanowiący część wypracowanego przez Society for Worldwide Interbank Financial

wartościowych, które mogą w drodze własnych regulaminów zobowiązywać uczestników bezpośrednich systemu depozytowego do stosowania danych reguł. W praktyce więc, pomimo że nie stanowią one przepisów prawa powszechnie obowiązującego, akty wewnętrzne KDPW stanowią istotną formę „implementacji” przepisów o identyfikacji akcjonariuszy. Procedura identyfikacji akcjonariuszy została szczegółowo uregulowana w Szczegółowych Zasadach Działania (SZD) KDPW, które uzupełniają rozwiązania ustawowe⁵⁰⁰.

Zgodnie z art. 68n ust. 1 u.o.i.f., dane osobowe akcjonariuszy przetwarzane na podstawie przepisów działu IIIa ustawy 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. Implementacja odbiega w tym miejscu nieznacznie, lecz w sposób potencjalnie istotny, od brzmienia art. 3a ust. 4 SRD II, zgodnie z którym dane osobowe akcjonariuszy przetwarzane są w celu umożliwienia spółce identyfikacji swoich aktualnych akcjonariuszy, aby zapewnić z nimi bezpośrednią komunikację, z myślą o ułatwieniu wykonywania praw akcjonariuszy oraz zaangażowania w sprawy spółki. Zdaniem części literatury brzmienie art. 3a ust. 4 SRD II ogranicza możliwość identyfikacji do dwóch celów: ułatwienia wykonywania praw akcjonariuszy oraz zwiększenia ich zaangażowania w sprawy spółki, a nie jakichkolwiek innych celów, które spółka mogłaby realizować poprzez identyfikację swoich akcjonariuszy⁵⁰¹. Tymczasem art. 68n ust. 1 u.o.i.f. rezygnuje ze skomplikowanej składni użytej w art. 3a ust. 4 SRD II („w celu [...], aby [...], z myślą [...]”) na rzecz prostego wyliczenia i w konsekwencji wprost wymienia identyfikację akcjonariuszy jako autonomiczny cel przetwarzania danych⁵⁰². Niezależnie od tego, czy uznać te różnice językowe za znaczące, z praktycznego punktu widzenia kwestia rzeczywistego celu przetwarzania przez emitenta danych akcjonariuszy uzyskanych w wyniku identyfikacji nie jest istotna, gdyż emitent nie ma obowiązku wskazania pośrednikom celu identyfikacji akcjonariuszy, a ci nie mają też możliwości jego weryfikacji.

4.8.3.2 Ocena uprawnienia do identyfikacji akcjonariuszy przez spółkę

Ocena regulacji uprawnienia spółek do identyfikacji akcjonariuszy jest niejednoznaczna. Nie jest oczywiste na ile efektywnie uprawnienie to rzeczywiście przyczynia się do realizacji celów dyrektywy SRD II, wzięwszy pod uwagę koszty związane z jego urzeczywistnieniem. Więksi akcjonariusze z którymi dialog jest najbardziej istotny dla spółki zazwyczaj są jej znani, i sami

Telecommunication (SWIFT) standardu komunikacji międzybankowej ISO 20022, standard SWIFT *Shareholder Identification Disclosure*, November 2023, https://www2.swift.com/knowledgecentre/rest/v1/publications/stdsmx_shldr_idfi_disclr_mdrs/4.0/SR2023_MX_ShareholdersIdentificationDisclosure_MDR1_Standards.pdf?logDownload=true.

⁵⁰⁰ Przykładowo, ani przepisy u.o.i.f., ani przepisy rozporządzenia 2018/1212 nie wskazują precyzyjnie jak należy określać termin emitenta na przekazanie informacji o tożsamości akcjonariuszy. Natomiast z §190d ust. 4 SZD KDPW wynika, że termin emitenta powinien zostać wyznaczony tak, aby przypadał on nie wcześniej, niż 10 dnia po dniu złożenia żądania, a zarazem nie wcześniej, niż 3 dnia po dniu, na który mają zostać zidentyfikowani akcjonariusze (*record date*).

⁵⁰¹ M. Gargantini, *Article...*, s. 46.

⁵⁰² Podobnie, w kontekście niemieckiej implementacji, gdzie ustawodawca zastosował analogiczny zabieg legislacyjny, Cahn w: BOGKAktG (§ 67e, Nb. 3).

często inicjacją kontakt. Z kolei inicjacja kontaktu z drobnymi akcjonariuszami zidentyfikowanymi dzięki procedurze z art. 68j u.o.i.f. w praktyce może nie przynieść pozytywnych rezultatów z uwagi na ich apatię⁵⁰³.

Ponadto inne przepisy SRD II przewidujące np. obowiązek przekazywania akcjonariuszom przez pośredników zawiadomienia o walnym zgromadzeniu i możliwość oddania za ich pośrednictwem głosu w dużej mierze realizują już cele ułatwiania dialogu i ułatwienia wykonywania praw akcjonariuszy, bez konieczności deanonimizacji wszystkich akcjonariuszy wobec spółki⁵⁰⁴. UKNF oraz KDPW sugerowały, że emitenci mogą wdrażać programy lojalnościowe dla akcjonariuszy w oparciu o możliwość ich identyfikacji⁵⁰⁵, co wydaje się jednak mało realistyczną perspektywą. Dane rynkowe pokazują, że powszechność korzystania przez spółki z uprawnienia do identyfikacji akcjonariuszy jest mocno zróżnicowana w zależności od stopnia rozwoju rynku kapitałowego w danym państwie członkowskim, jednak na poziomie całej UE w 2022 roku z procedury identyfikacji skorzystało jedynie 17% spółek giełdowych⁵⁰⁶.

Co więcej, możliwość identyfikacji akcjonariuszy może mieć nawet skutki odwrotne do zamierzonych przez unijnego prawodawcę. Dzięki możliwości śledzenia zmian w swoim akcjonariacie spółki będą mogły identyfikować potencjalnych aktywistycznie nastawionych akcjonariuszy lub ich grupy i wyprzedzać ich działania⁵⁰⁷. To samo odnosi się do możliwości wczesnej identyfikacji konsolidacji pakietów akcji (*stakebuilding*) przez inwestorów zainteresowanych przejęciem spółki. Asymetria informacji zmniejsza się więc na korzyść spółek, a równocześnie sami akcjonariusze pozbawieni są możliwości skorzystania z identyfikacji na potrzeby komunikacji między sobą i koordynacji swoich działań.

Ponadto, SRD II nie usunęła wszystkich barier wynikających z funkcjonowania łańcuchów pośredników pomiędzy spółką a jej końcowym akcjonariuszem. W systemach prawnych, które uznają podział na właściciela prawnego (*legal owner*) i właściciela rzeczywistego (*beneficial owner*) w procedurze identyfikacji nadal wskazany jako akcjonariusz może zostać *legal owner*, czyli właściciel formalny, będący w istocie pośrednikiem⁵⁰⁸. Z tego powodu Komisja

⁵⁰³ P. Böckli i in., *Shareholder...*, s. 7; M. Gargantini, *Article...*, s. 47.

⁵⁰⁴ P. Böckli i in., *Shareholder...*, s. 9 (postulatywnie); M. Gargantini, *Article...*, s. 49.

⁵⁰⁵ UKNF, *Umożliwienie emitentom prowadzenia programów lojalnościowych dla inwestorów*, 31.01.2022, https://www.knf.gov.pl/aktualnosci?articleId=77004&p_id=18; M. Stępniewski, *Po co robić programy lojalnościowe?*, „Parkiet”, 12.06.2022.

⁵⁰⁶ W 2022 roku jedynie 863 spośród ok. 5 tys. (17%) spółek giełdowych z 22 państw członkowskich skorzystało z procedury identyfikacji akcjonariuszy, generując 2052 żądań identyfikacji akcjonariuszy (średnio 2,4 żądania na spółkę). Jednak w państwach takich jak Niemcy, Francja czy Holandia odsetek ten oscylował koło 50%. Przy tym spółki z 7 państw członkowskich odpowiadały za 86% wszystkich żądań. Euronext, *Proximity Shareholder identification: how listed companies across Europe use the benefit of the Shareholders Right Directive*, grudzień 2023.

⁵⁰⁷ T. Sójka, J. Stranz, *Najnowsze...*, s. 307; J. Dąbrowska, *Identyfikacja...*, s. 24; M. Gargantini, *Article...*, s. 50.

⁵⁰⁸ ESMA, *Report on shareholder identification and communication systems*, ESMA31-54-435, 5.04.2017, s. 10; Association of Global Custodians, *Shareholder Rights Directive II Position Paper*, 4.08.2020, <http://www.theagc.com/EFC%20SRD%20II%20Position%20Paper%20004-08-20%20FINAL.pdf>, s. 6 i n.; Ws. implementacji w prawie angielskim zob. D. Turing, *Clearing and Settlement*, Bloomsbury Publishing 2021, s. 642–643.

Europejska w Planie Działania z 2020 r. zapowiedziała wprowadzenie zharmonizowanej definicji akcjonariusza na poziomie Unii na potrzeby zapewnienia rzeczywistej efektywności rozwiązań wprowadzonych przez SRD II⁵⁰⁹.

4.8.3.3 Dopuszczalność udostępnienia danych dotyczących tożsamości akcjonariuszy pozostałym akcjonariuszom

Dostęp do informacji o tożsamości akcjonariuszy jest wartościowy nie tylko dla spółki, ale też dla samych akcjonariuszy. Dostęp do takich informacji mógłby pomóc akcjonariuszom kooperować pomiędzy sobą albo ocenić szanse powodzenia składanych przez nich projektów uchwał na walnym zgromadzeniu. Art. 68j u.o.i.f. (zgodnie z jego unijnym wzorcem normatywnym w art. 3a ust. 1 SRD) zezwala na identyfikację akcjonariuszy jedynie samej spółce. Jednocześnie jednak art. 3a ust. 4 akapit 3 SRD stanowi, że Państwa członkowskie mogą ustanowić przepisy dotyczące przetwarzania danych osobowych akcjonariuszy do innych celów. Prawodawca europejski sam więc nie tworzy podstawy prawnej dostępu akcjonariuszy do informacji o tożsamości akcjonariatu uzyskanych przez spółkę, dopuszczając jednak ustanowienie jej przez państwa członkowskie, mając na względzie fakt, że tego typu rozwiązania funkcjonują w wybranych państwach członkowskich⁵¹⁰.

Dokonując implementacji SRD II, polski ustawodawca nie zdecydował się na wprowadzenie wyraźnego uprawnienia akcjonariuszy do identyfikacji akcjonariuszy. W tym kontekście pojawia się pytanie, czy pomimo tego, przepisy zezwalają na udostępnienie przez spółkę danych uzyskanych w procedurze identyfikacji akcjonariuszy, jednemu z nich.

i) Brak obowiązku udostępnienia danych o tożsamości akcjonariuszy przez spółkę

W pierwszej kolejności należy zauważyć, że spółka z pewnością nie ma obowiązku udostępnienia danych o tożsamości akcjonariuszy pozyskanych w procedurze identyfikacji akcjonariuszy ustanowionej w art. 68j u.o.i.f., z uwagi na generalny brak przysługiwania akcjonariuszowi uprawnienia do informacji poza walnym zgromadzeniem⁵¹¹.

⁵⁰⁹ KE, *Unia rynków kapitałowych dla obywateli i przedsiębiorstw – nowy plan działania*, COM(2020) 590 final, Bruksela, dnia 24.9.2020, działanie 12.

⁵¹⁰ Przykładowo, zgodnie z sek. 793 Companies Act 2006, spółka może zwrócić się z żądaniem ujawnienia uprawnień do akcji (*interest in shares*) do osób, co do których spółka może przypuszczać, że tego typu uprawnienia im przysługują, w tym żądać ujawnienia innych uprawnień, których osoby te są świadome (ustęp 4 sekcji 793). Z żądaniem przeprowadzenia tej procedury mogą się zwrócić do spółki również akcjonariusze, przy czym spółka zobowiązana jest je uwzględnić jeżeli akcjonariusze występujący z żądaniem reprezentują co najmniej 10% jej kapitału zakładowego (Seksja 803). Informacje pozyskane w trybie Sekcji 793 spółka ujmuje w rejestrze ujawnionych uprawnień (*Register of interests disclosed*), który jest powszechnie dostępny (w tym dla osób trzecich) które żądają dostępu do niego w uzasadnionym celu (*proper purpose*) (Seksja 811, 812 CA). Podobną regulację przewiduje art. 83-XII włoskiej ustawy Testo unico della finanza (TUF), który uprawnia do wystąpienia z żądaniem identyfikacji akcjonariuszy również samych akcjonariuszy, reprezentujących co najmniej połowę udziału wymaganego dla zgłoszenia przez akcjonariuszy listy dyrektorów w procedurze *voto di lista* (art. 147-III TUF; Szerzej nt. instytucji *voto di lista* w prawie włoskim zob. Rozdział IV, pkt. 3.2.1.). Niezależnie od tego, czy identyfikacja akcjonariuszy nastąpiła z inicjatywy samej spółki czy mniejszości akcjonariatu, spółka podaje fakt przeprowadzenia identyfikacji akcjonariuszy do wiadomości publicznej i udostępnia zebrane w tym trybie informacje wszystkim akcjonariuszom (art. 83-XII ust. 5 TUF).

⁵¹¹ Szerzej zob. pkt. 3.3.1 powyżej.

ii) Kwestia ochrony danych osobowych

Przepisy SRD dotyczące identyfikacji akcjonariuszy i implementujące je postanowienia prawa polskiego w zakresie w jakim odnoszą się do danych akcjonariuszy, dotyczą danych *osobowych*, a więc danych osób fizycznych. Pytanie o to, czy dane osobowe akcjonariuszy mogłyby być udostępnione jednemu z nich celem komunikacji z pozostałymi akcjonariuszami jest niewątpliwie ważne, jednak wykracza poza zakres przedmiotowy niniejszego opracowania. Z praktycznego punktu widzenia, w rozpatrywanej sytuacji spółka mogłaby ograniczyć się do podania akcjonariuszowi danych o tożsamości jej akcjonariuszy będących osobami prawnymi (jedyną daną osobową w tym kontekście mogłyby być dane kontaktowe przedstawicieli spółki, o ile wskazany został imienny adres e-mail lub numer telefonu komórkowego, jednak dane te mogłyby zostać zanonimizowane).

iii) Możliwość udostępnienia danych akcjonariuszy w świetle innych przepisów

Należy więc rozważyć, czy istnieją ograniczenia prawne dla udostępnienia przez spółkę danych akcjonariuszy niestanowiących danych osobowych. Wydaje się, że głównym źródłem ryzyka i kontrowersji w tym obszarze jest fakt, że, w szczególności gdyby dane obejmowały dokładne wskazanie liczby akcji posiadanych przez akcjonariusza, mogłoby to prowadzić do udostępnienia tajemnicy przedsiębiorstwa akcjonariusza będącego inwestorem instytucjonalnym i ewentualnego wyrządzenia w ten sposób przez spółkę szkody lub popełnienia deliktu z zakresu prawa ochrony konkurencji (art. 11 u.z.n.k.).

Ryzyko to mogłoby jednak zostać ograniczone w drodze zabiegów praktycznych. Spółka mogłaby udostępniać (nieosobowe) dane akcjonariuszy bez wskazania liczby posiadanych przez poszczególnych akcjonariuszy akcji. Dane tego typu miałyby jednak ograniczoną przydatność, zwłaszcza gdyby udostępniona lista akcjonariuszy była obszerna. W zamiast tego, spółka mogłaby jednak np. ograniczyć się jedynie do udostępnienia danych akcjonariuszy posiadających więcej niż określony próg akcji (np. 0,5% lub 1%), szeregując akcjonariuszy na liście od posiadającego największą liczbę akcji.

Niezależnie od praktycznych sposobów minimalizacji wskazanych ryzyk należy rozważyć dopuszczalność udostępnienia danych przez spółkę z perspektywy systemowej.

Po pierwsze, można by podnosić, że jeżeli ustawodawca chciałby przyznać dostęp akcjonariuszom do informacji o składzie akcjonariatu, uczyniłby to wprost, tak jak w przepisach art. 328⁵ § 1 i 328¹³ § 1 KSH. Argument ten byłby jednak chybiony, gdyż istnienie podmiotowego uprawnienia do dostępu do danych o składzie akcjonariatu jest kwestią odrębną od możliwości wtórnego udostępnienia danych akcjonariuszy przez samą spółkę. Brak przyjęcia pierwszego rozwiązania przez ustawodawcę nie musi automatycznie oznaczać przekreślenia dopuszczalności tej drugiej opcji.

Po drugie, można rozważać, czy akceptacja ujawnienia tożsamości akcjonariusza wobec jednego z pozostałych akcjonariuszy w trybie udostępnienia informacji przez spółkę jest systemowo spójna z regulacją notyfikacji znacznych pakietów akcji (art. 69 u.o.p). Można

argumentować, że wobec obowiązywania obowiązku notyfikacyjnego, akcjonariusz powinien mieć prawo oczekiwać, że pozostanie anonimowy poniżej wskazanych w art. 69 u.o.p. progów. Jednak należy zauważyć, że notyfikacja skutkuje ujawnieniem tożsamości akcjonariusza wobec całego rynku. Natomiast udostępnienie danych akcjonariusza przez spółkę innemu akcjonariuszowi dokonywane byłoby wobec jednego lub kilku innych akcjonariuszy.

Po trzecie, z punktu widzenia prawa spółek analizowany problem wydaje się zasadniczo obojętny. Można jednak rozważać, czy z obowiązku lojalności akcjonariusza wobec pozostałych akcjonariuszy, mającego źródło w nakazie dążenia do wspólnego celu nie wynika obowiązek nie można wywieść dyrektyw. Skoro w wyjątkowych sytuacjach z obowiązku lojalności wywodzi się nawet obowiązki pozytywnego działania akcjonariusza, tolerowanie kontaktu ze strony innych akcjonariuszy, nie wydaje się daleko idącym wymogiem. Potwierdzać to zdaje się przyznanie przez ustawodawcę dostępu do rejestru akcjonariuszy, prowadzonego w spółkach giełdowych, wszystkim akcjonariuszom (art. 328⁵ § 1, art. 328¹³ § 1 KSH KSH).

iv) Zastosowanie art. 428 § 7 KSH do udostępnienia danych o tożsamości akcjonariuszy wybranym akcjonariuszom

Oceniając dopuszczalność ujawnienia przez spółkę danych o tożsamości akcjonariuszy należy wziąć pod omawiane już powyżej uwagę pozostałe przepisy dotyczące selektywnego udostępniania informacji wybranym akcjonariuszom. Przede wszystkim uwzględnić należy więc art. 428 § 7 KSH w zw. z §20 ust. 1 pkt. 12 r.i.b.o., który znalazłby, *lege non distengente*, zastosowanie również do tych informacji. Ma to istotne konsekwencje dla powyższej analizy, gdyż w istocie, w następstwie stosowania tych przepisów, dochodziłoby do upublicznienia danych o tożsamości akcjonariuszy, a nie jedynie udostępnienia ich wybranym pozostałym akcjonariuszom. Wydaje się, że okoliczność ta zmienia wynik powyższej analizy, na niekorzyść ujawnienia wniosku o dopuszczalności ujawnienia danych o tożsamości akcjonariuszy pozostałym akcjonariuszom, a przynajmniej z praktycznego punktu widzenia, że zdecydowanie się przez spółkę na taki krok będzie mało prawdopodobne, gdyż sygnalizowane powyżej ryzyko co do naruszenia ewentualnych interesów akcjonariusza w pozostaniu anonimowym będą w takim scenariuszu istotnie zamplifikowane.

v) Bodźce spółki do udostępnienia akcjonariuszom danych o akcjonariacie

Wreszcie należy zauważyć, że w zawiązku z faktem, że spółka nie jest zobowiązana do udostępnienia akcjonariuszowi informacji o składzie akcjonariatu, akcjonariusz będzie zdany w tym zakresie na dobrą wolę jej zarządców. Jednak co oczywiste, nie jest w interesie zarządców (ani akcjonariusza większościowego) umożliwianie akcjonariuszom mniejszościowym współpracy i komunikacji. W konsekwencji wydaje się zasadne, aby *de lege ferenda* ustawodawca przyznał akcjonariuszom spółek giełdowych uprawnienie do dostępu do danych o tożsamości akcjonariatu.

5 Podsumowanie rozdziału

W niniejszym rozdziale przeanalizowano potencjalne bariery dla bezpośredniego dialogu spółki z inwestorami, związane przede wszystkim z dopuszczalnością selektywnego ujawniania informacji przez spółkę w toku takiego dialogu.

Przepisy KSH formułujące standardy postępowania, takie jak obowiązek zachowania poufności przez funkcjonariuszy spółki (art. 377¹ § 2 KSH) oraz nakaz równego traktowania akcjonariuszy (art. 20 KSH), choć muszą być wzięte pod uwagę w jego toku, nie stanowią zasadniczo przeszkody dla dialogu. Sелеktywne ujawnianie informacji jest dopuszczalne na gruncie każdego z tych obowiązków, o ile jest to uzasadnione interesem spółki. Dialog z inwestorami zasadniczo wiąże się z korzyściami dla spółki, uzasadniającymi przyjęcie, iż jest on w interesie spółki. Jednak art. 428 § 7 KSH ustanawia wymóg zapewnienia formalnej równości akcjonariuszy w dostępie do informacji; nakaz ujawnienia pozostałym akcjonariuszom i całemu rynkowi (§20 ust. 1 pkt. 12 r.i.b.o.) informacji selektywnie ujawnionych jednemu z nich nie ulega relatywizacji w oparciu o interes spółki. Nakaz ten niweczy w praktyce możliwość prowadzenia dialogu z inwestorami, zarówno bowiem spółce jak i inwestorom zależy na jego poufności. Korzyści dla drobnych akcjonariuszy płynące z równego dostępu do informacji zapewnianego przez art. 428 § 7 KSH są przy tym iluzoryczne i mniej wartościowe niż korzyści płynące dla mniejszości z aktywnego monitorowania spółki przez inwestorów instytucjonalnych. W konsekwencji zasadne jest uchylenie art. 428 § 7 KSH.

Kolejną grupę przepisów silnie wpływających na dialog spółki z inwestorami są przepisy Rozporządzenia MAR. Inwestorzy instytucjonalni zasadniczo nie chcą wejść w posiadanie informacji poufnej, z uwagi na jego skutek w postaci ograniczenia możliwości zbywania i nabywania akcji spółki (art. 8 ust. 1 w zw. z art. 14 lit. a MAR). Ryzyko to jest jednak ograniczane przez szereg elementów reżimu MAR. Po pierwsze, z definicji informacji poufnej wynika, że informacja ta musi mieć cechy precyzyjności i cenotwórczości (art. 7 ust. MAR). Natomiast dialog z inwestorami dotyczy zasadniczo bardziej ogólnych kwestii, które nie stanowią informacji poufnej; dostrzega to motyw 19 MAR. Po drugie, wymóg niezwłocznej publikacji informacji poufnej (art. 17 ust. 1 MAR) minimalizuje informacje poufne znajdujące się w spółce, które mogłyby zostać ujawnione w toku dialogu z inwestorem. Po trzecie, inwestorzy mogą ograniczyć ryzyko prawne dialogu ze spółką zapewniając organizacyjne oddzielenie funkcji podejmowania decyzji inwestycyjnych od prowadzenia dialogu ze spółką, w oparciu o art. 9 ust. 1 MAR.

Jednak w wyjątkowych przypadkach, inwestorzy instytucjonalni mogą chcieć lub godzić się na uzyskanie informacji poufnych. Co do zasady rutynowy dialog z inwestorami nie jest okolicznością upoważniającą spółkę do ujawnienia informacji poufnej. Analiza w niniejszym rozdziale wykazała jednak, że specyfika badania ścisłości ujawnienia w odniesieniu do obowiązków członków zarządu, może przemawiać za dopuszczalnością ujawnienia informacji poufnej w toku dialogu z inwestorami na gruncie art. 10 ust. 1 MAR, o ile z takim ujawnieniem

wiążą się wyjątkowe korzyści dla spółki, których osiągnięcie byłoby niemożliwe bez ujawnienia informacji poufnej (przesłanka niezbędności).

Ostatnią instytucją prawną analizowaną w niniejszym rozdziale jest uprawnienie spółki giełdowej do identyfikacji akcjonariuszy (art. 68j u.o.i.f.). Jak wskazano, rola tego uprawnienia we wzmacnianiu dialogu pomiędzy spółką a akcjonariuszami jest trudna do określenia. Jednocześnie w rozdziale podjęto próbę odpowiedzi na pytanie czy prawnie dopuszczalne byłoby ujawnienie przez spółkę listy akcjonariuszy jednemu z nich, w celu umożliwienia nawiązania kontaktu z pozostałymi akcjonariuszami. Przyjęto generalny wniosek o dopuszczalności takiego działania, który jednak podważany jest przez przyjęcie, że do informacji o tożsamości akcjonariuszy należałoby stosować art. 428 § 7 KSH.

Rozdział 3 – Ograniczenia dla współdziałania akcjonariuszy wynikające z obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji

1. Uwagi wstępne

Jedną z form zaangażowania akcjonariuszy zidentyfikowaną w Rozdziale 1 jest ich współdziałanie. Współdziałanie inwestorów w związku z zaangażowaniem jest istotne, gdyż pozwala na obniżenie kosztów zaangażowania i zwiększa jego skuteczność. W szczególności w spółkach kontrolowanych, gdzie zaangażowanie opiera się w dużej mierze na wywieraniu presji na zarządzających spółką, sformułowanie wspólnego stanowiska może skłonić insiderów do uwzględnienia pozycji inwestorów zewnętrznych. Wagę współdziałania akcjonariuszy podkreślają też standardy ładu korporacyjnego⁵¹².

Skłonność inwestorów do współpracy jest jednak ograniczona przez przepisy dotyczące działania w porozumieniu (ang. *acting in concert*), które w literaturze wskazywane jest jako jedna z głównych barier prawnych dla zwiększenia zaangażowania akcjonariuszy⁵¹³. Z badań polskiego rynku wynika, że również inwestorzy na krajowi uznają przepisy o działaniu w porozumieniu za ograniczenie dla skuteczności zaangażowania⁵¹⁴.

Uznanie, że współdziałający inwestorzy instytucjonalni działają w porozumieniu wiązać się będzie z aktualizacją wobec nich obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji: obowiązku notyfikacji osiągnięcia lub przekroczenia określonego progu głosowego w spółce (art. 69 u.o.p.), a w skrajnym przypadku również obowiązku ogłoszenia wezwania na wszystkie pozostałe akcje spółki (art. 73 u.o.p.), lub też sankcji za ich niedopełnienie. Jednocześnie jednak treść przepisów o działaniu w porozumieniu budzi szereg wątpliwości interpretacyjnych, wzmacniających ryzyko prawne wynikające z tej instytucji.

W konsekwencji, celem niniejszego rozdziału jest analiza instytucji działania w porozumieniu, celem określenia, czy typowe współdziałanie inwestorów instytucjonalnych w toku zaangażowania będzie, stanowić działanie w porozumieniu i w konsekwencji generować ryzyko powstania obowiązku realizacji obowiązków notyfikacyjnych lub też aktualizacji

⁵¹² Szerzej zob. Rozdz. 1, pkt. 4.2.3.

⁵¹³ Zob. m.in. P. Santella i in., *Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in the EU and in the US*, European Business Law Review nr 2(23)/2012, s. 279; W.-G. Ringe, *Shareholder Activism: a Renaissance* w: J. Gordon, W.-G. Ringe (red.) *Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford 2015; D. Katelouzou, *Worldwide...*, s. 816; Mataczyński w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 482; T. Sójka, *Czy akcjonariusze spółek publicznych mogą współpracować? Pomiędzy aktywizmem akcjonariuszy a „działaniem w porozumieniu”* w: J. Haberkro, J. Grykiel, K. Mularski (red.) *Ius civile vigilantibus scriptum est. Księga jubileuszowa Profesora Adama Olejniczaka*, Warszawa 2022, G. Balp, G. Strampelli, *Institutional...*

⁵¹⁴ D. Bosek-Rak, prowadząca pogłębione wywiady z przedstawicielami inwestorów instytucjonalnych działającymi na polskim rynku wskazuje, że „rozmówcy są przekonani, że mogliby osiągnąć dużo więcej, gdyby grupa inwestorów była bardziej „zgrana”. Działanie we wspólnie obranym kierunku, byłoby korzystne zarówno dla spółki, która otrzymywałaby komunikat od rynku, jak i dla inwestorów (...) Przeszkodę stanowi obawa inwestorów o posądzenie o zмовę”, D. Bosek-Rak, *Zaangażowanie...*, s. 189; Zob. też A. Sołdek, *Aktywność Otwartych Funduszy Emerytalnych w nadzorze korporacyjnym*, Studia Prawno-Ekonomiczne nr (99)/2016, s. 358 („Ostrożność funduszy przy wspólnych działaniach wynika z obawy zgłoszenia pod ich adresem zarzutu o działanie w porozumieniu i konsekwencji z tym związanych”).

sankcji za ich niewykonanie. W pierwszej kolejności przedstawiam pokrótce dwa główne obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji – obowiązek notyfikacyjny oraz obowiązek ogłoszenia wezwania – do których odnosi się instytucja działania w porozumieniu. Sama definicja działania w porozumieniu jest przedmiotem wykładni oraz krytycznej analizy w pkt. 3. Punkt 4 obejmuje omówienie form akomodacji współpracy akcjonariuszy w kontekście regulacji działania w porozumieniu, występujących zarówno w prawie polskim, jak i przybliżenie tego typu rozwiązań obecnych w wybranych innych porządkach prawnych. W pkt. 5, omawiam z kolei aspekty cywilnoprawnej sankcji zakazu wykonywania prawa głosu, powstającej w wyniku naruszenia obowiązków notyfikacyjnych, w szczególności problem dopuszczalności samodzielnego stosowania tej sankcji przez samą spółkę, poprzez nieuwzględnianie głosów akcjonariusza oddanych na walnym zgromadzeniu.

2. Obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji

2.1. Obowiązek notyfikacyjny

Przepisy ustanawiające obowiązek notyfikacyjny nabywców znacznych pakietów akcji zawarte w ustawie o ofercie stanowią implementację art. 9 (i następnych) dyrektywy o przejrzystości. Zgodnie z art. 69 ust. 1 pkt. 1 u.o.p., kto osiągnął lub przekroczył 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33⅓%, 50%, 75% albo 90% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej – jest obowiązany niezwłocznie zawiadomić o tym Komisję oraz spółkę, nie później niż w terminie 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, a w przypadku zmiany wynikającej z nabycia lub zbycia akcji spółki publicznej w transakcji zawartej na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu – nie później niż w terminie 6 dni sesyjnych od dnia zawarcia transakcji. Obowiązek zawiadomienia powstaje również na skutek spadku udziału w ogólnej liczbie głosów poniżej tych progów (art. 69 ust. 1 pkt. 2), a także w przypadku: (i) zmiany dotychczas posiadanego udziału ponad 10% ogólnej liczby głosów o co najmniej 2% ogólnej liczby głosów⁵¹⁵ oraz (ii) zmiany dotychczas posiadanego udziału ponad 33% ogólnej liczby głosów o co najmniej 1% ogólnej liczby głosów (art. 69 ust. 2 pkt. 1 i 2 u.o.p.). Treść zawiadomienia szczegółowo reguluje art. 69 ust. 4 u.o.p.; obejmuje ona m.in. informacje o dacie i rodzaju zdarzenia powodującego zmianę udziału, oraz liczbie i procentowanym udziale zarówno w ogólnej liczbie akcji jak i głosów w spółce przed i po zdarzeniem skutkującym zmianą udziału.

Zgodnie z art. 70 pkt. 1 u.o.p., spółka publiczna jest obowiązana do niezwłocznego przekazywania informacji, w zakresie określonym w art. 69, równocześnie do publicznej

⁵¹⁵ Przepis ten (art. 69 ust. 2 pkt. 1 lit. a u.o.p.) dotyczy spółki publicznej, której akcje dopuszczone są do obrotu na rynku oficjalnych notowań. Zgodnie z art. 69 ust. 2 pkt. 1 lit. b u.o.p., w spółce publicznej, której akcje są dopuszczone do obrotu na innym rynku regulowanym niż określony w lit. a lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu obowiązek powstaje w wyniku zmiany o co najmniej 5% ogólnej liczby głosów. Rynkiem oficjalnych notowań (w rozumieniu art. 16 u.o.i.f.) jest rynek główny GPW, przy czym GPW nie prowadzi innego rynku regulowanego; do wszystkich spółek giełdowych zastosowanie znajdować będzie więc art. 69 ust. 2 pkt. 1 lit. a u.o.p.).

wiadomości, KNF oraz spółce prowadzącej rynek regulowany (lub ASO), w którym są notowane te akcje. Spółka przekazuje te informacje za pośrednictwem systemu ESPI.

Obowiązek notyfikacyjny, rozpatrywany w oderwaniu od instytucji działania w porozumieniu, ma generalnie pozytywny wpływ na zaangażowanie akcjonariuszy. Stanowi on podstawowy instrument zapewnienia przejrzystości w odniesieniu do składu akcjonariatu spółki, przynajmniej w zakresie podmiotów posiadających znaczący pakiet akcji, co pozwala na ocenę „rozkładu sił” i prawdopodobnych wyników głosowań na walnym zgromadzeniu (zob. motyw 18 TD). Na podstawie ujawnianych informacji inwestorzy mogą też identyfikować innych znaczących akcjonariuszy spółki i nawiązywać z nimi kontakt, a w następstwie wchodzić w dialog dotyczący spółki i organizować wspólne działania. W tym kontekście szczególnie istotny jest najniższy próg głosowy skutkujący obowiązkiem dokonania zawiadomienia, przez polskiego ustawodawcę ustalony na poziomie 5%, zgodnie z wzorcem unijnym. Przepisy niektórych państw europejskich przewidują niższe progi, np. 2% we Włoszech lub 3% w UK i Niemczech⁵¹⁶. Mimo, że próg 5% głosów jest progiem relatywnie wysokim, inwestorzy instytucjonalni nierzadko będą go przekraczać, zwłaszcza w spółkach o mniejszej kapitalizacji⁵¹⁷. Obowiązek notyfikacyjny może stanowić przeszkodę dla szczególnego typu zaangażowania, tj. dla aktywizmu funduszy hedgingowych, gdyż dla powodzenia aktywizmu jako strategii inwestycyjnej istotna jest możliwość utrzymania w poufności faktu zaangażowania kapitałowego aktywisty w spółce⁵¹⁸.

2.2. Obowiązek ogłoszenia wezwania

Obowiązek ogłaszania wezwania do zapisywania się na nabycie lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki, również stanowi implementację postanowień prawa unijnego, a konkretnie przepisów dyrektywy o przejęciach⁵¹⁹. Artykuł 5 ust. 1 ToD stanowi dość ogólnie, że państwa członkowskie zobowiązują osobę, która w wyniku nabycia, posiada akcje dające jej kontrolę nad spółką, do złożenia wszystkim posiadaczom akcji oferty nabycia akcji po cenie godziwej „jako środka ochrony mniejszości”; oferta powinna być składana w najszybszym możliwym terminie. Istotą obowiązku wezwaniowego jest umożliwienie wszystkim pozostałym akcjonariuszom „wyjścia” ze spółki, w przypadku jej uzyskania przez dany podmiot kontroli nad spółką lub zmiany podmiotu kontrolującego, w drodze jej sprzedaży przejmującemu kontrolę⁵²⁰.

⁵¹⁶ Komisja Europejska, *Commission Staff Working Document. The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues. SEC(2009) 611.*, 2010, s. 63.

⁵¹⁷ Zob. statystyki w Rozdz. 1, pkt. 6.3.

⁵¹⁸ Zob. Rozdz. 1, pkt. 4.4.

⁵¹⁹ Jednak obowiązek ogłoszenia wezwania w prawie polskim wprowadzono już w 1991 r; szerzej na temat historycznej ewolucji przepisów o wezwaniu, zob. *Mataczyński* w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 345.

⁵²⁰ Literatura dotycząca ekonomicznego uzasadnienia i funkcji obowiązku wezwaniowego jest bardzo obszerna. Ws. przeglądu formułowanych w niej stanowisk zob. A. Puchalski, *Funkcje i konstrukcja prawna wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej w prawie polskim i europejskim*, Warszawa 2016, s. 37–48.

Dyrektywa o przejęciach, oparta jest na minimalnym standardzie harmonizacji (art. 3 ust. 3 lit. b ToD) i nie reguluje realizacji obowiązku wezwaniowego w sposób szczegółowy. Przykładowo, doprecyzowanie pojęcia kontroli jest pozostawione swobodzie państw członkowskich (art. 5 ust. 4 ToD). W konsekwencji, państwa członkowskie mają dużą swobodę w kształtowaniu rozwiązań krajowych.

Dość rozbudową i nietypową na tle innych państw europejskich regulację przewidywały przepisy polskiej ustawy o ofercie przed nowelizacją ustawą z 7.04.2022 r.⁵²¹. Nowelizacja ta znacznie uprościła przepisy regulujące ogłaszanie wezwań, jednocześnie podwyższając najniższy udział w ogólnej liczbie głosów, którego osiągnięcie aktualizuje obowiązek wezwaniowy, z 33% do 50% ogólnej liczby głosów. Zgodnie z obecnym brzmieniem art. 73 ust. 1 u.o.p., w przypadku osiągnięcia progu 50% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, akcjonariusz lub podmiot, który pośrednio nabył akcje, jest obowiązany, w terminie trzech miesięcy od przekroczenia tego progu, do ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji tej spółki. Z art. 73 ust. 2 u.o.p. wynika, że podmiot, który osiągnął próg 50% głosów nie może zwolnić się z obowiązku ogłoszenia wezwania poprzez zbycie akcji skutkujące spadkiem udziału głosów poniżej tego progu. Minimalna cena, jaką ogłaszający wezwanie musi zaproponować w ogłoszeniu jest szczegółowo uregulowana w art. 79 u.o.p.

Z uwagi na dość wysoki próg aktualizujący obowiązek wezwaniowy inwestorzy instytucjonalni nie ponoszą ryzyka jego przekroczenia indywidualnie. Co więcej, po podniesieniu progu głosowego aktualizującego obowiązek wezwaniowy z 33% do 50%, ryzyko aktualizacji tego obowiązku przez działanie w porozumieniu jest jednak niższe. Z perspektywy prawnoporównawczej jednak o wiele powszechniejsze, a zarazem bardziej uzasadnione merytorycznie, jest ustanowienie tego progu w okolicach 1/3 wszystkich głosów w spółce. Nie należy więc wykluczyć jego obniżenia przez polskiego ustawodawcę w przyszłości.

Tradycyjny inwestorzy instytucjonalni zasadniczo nie dążą do przejmowania kontroli nad spółkami giełdowymi, zarówno z uwagi na ich model biznesowy, wymogi dywersyfikacji, jak

⁵²¹ Ustawa z dnia 7 kwietnia 2022 r. o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. 2022 poz. 872. *De lege derogata*, ustawa przewidywała dwa progi: próg 33% głosów, którego przekroczenie zobowiązywało do ogłoszenia wezwania na akcje dające 66% głosów w spółce (art. 73 u.o.p.) oraz próg 66% głosów, którego przekroczenie zobowiązywało do ogłoszenia wezwania na wszystkie pozostałe akcje spółki (art. 74 u.o.p.). Ustawa rozróżniała przy tym uprzedni bądź następczy obowiązek ogłoszenia wezwania, w zależności od zdarzenia powodującego osiągnięcie odpowiednich progów; przekroczenie ich w drodze nabywania akcji mogło nastąpić jedynie w wyniku (uprzedniego) ogłoszenia wezwania. Ws. ogólnego przedstawienia tych przepisów zob. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne skutki naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, Warszawa 2011, s. 25–30. Poprzedni kształt przepisów o wezwaniu wzbudzał zasadnicze wątpliwości pod kątem zgodności z art. 5 ust. 1 ToD, gdyż obowiązek ogłoszenia wezwania na wszystkie akcje wiązał się na jego gruncie z osiągnięciem bardzo wysokiego progu 66% głosów. Zob. analizę krytyczną z dowodami empirycznymi, T. Regucki, *Polish Takeover Regulation: The Recent Chapter in the Long Story of Flawed Rules, Legislative Hesitation and Policy Mistakes*, EBOR nr (25)/2023. W konsekwencji, zmiany wprowadzone ustawą z 7.04.2022 r. oceniane są w doktrynie zasadniczo pozytywnie, zob. Śliwa-Wajda w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...*, s. 229–230.

i prawny zakaz uzyskiwania kontroli nad spółkami, w które inwestują (art. 104 u.f.i.). W przypadku (niezamierzonej) aktualizacji obowiązku wezwaniowego zazwyczaj nie ogłaszają więc wezwania, narażając się na dotkliwe sankcje administracyjne i korporacyjne⁵²².

2.3. Sankcje za naruszenie obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji

Naruszenie przepisów o obowiązkach nabywców znacznych pakietów akcji zagrożone jest dotkliwymi sankcjami administracyjnymi. KNF może nałożyć na osoby prawne naruszające obowiązki notyfikacyjne karę pieniężną do wysokości 5 mln zł albo 5% całkowitego rocznego przychodu, jeżeli wartość ta jest wyższa (art. 97 ust. 1a u.o.p.), a w przypadku naruszenia obowiązków związanych z wezwaniem do 10 mln zł (art. 97 ust. 1 u.o.p.). W przypadku rażącego naruszenia któregośkolwiek z tych obowiązków, KNF może też nałożyć karę do 1 mln zł na członków zarządu naruszającej osoby prawnej lub zarządu TFI w przypadku funduszu (art. 97 ust. 6 i 7 u.o.p.). Dodatkowo, przepisy przewidują cywilnoprawną sankcję wyłączenia prawa głosu akcjonariuszy, którzy nie dopełnili obowiązków notyfikacyjnych (art. 89 u.o.p.).

Ze względu na te dotkliwe sankcje oraz niepewność prawną co do zakresu działań objętych definicją działania w porozumieniu, akcjonariusze mogą z ostrożności dążyć do ograniczenia współpracy, ze szkodą dla efektywności ich zaangażowania.

3. Działanie w porozumieniu (*acting in concert*)

Zaktualizowanie się obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji jest powiązane z osiągnięciem określonego udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce, co w typowym przypadku następuje na skutek nabycia akcji, dających odpowiedni ułamek głosów, przez określoną osobę. Aby zapewnić efektywność tych obowiązków, art. 87 u.o.p. rozszerza przedmiotowy zakres ich stosowania na inne sytuacje, w których, z uwagi na cele realizowane przez obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji – a więc, w odniesieniu do obowiązku notyfikacyjnego, cel zapewnienia przejrzystości co do struktury akcjonariatu spółki i możliwości wywierania wpływu na spółkę - uzasadnione jest zobowiązanie określonych osób do realizacji tych obowiązków, mimo że nie przekroczyły one samodzielnie wskazanych progów głosowych w wyniku nabycia akcji.

Następuje to w wyniku przypisania im głosów związanych z akcjami, które formalnie należą do innych osób. Katalog sytuacji tego typu, zawarty w art. 87 u.o.p. jest zróżnicowany. Obejmuje on m.in. posiadanie akcji przez podmiot dominujący oraz podmioty zależne (art. 87

⁵²² W kontekście potencjalnego naruszenia obowiązku wezwaniowego przez inwestorów instytucjonalnych, warto też odnotować, że na podstawie art. 97 ust. 4 u.o.p., KNF w decyzji nakładającej karę pieniężną za naruszenie przepisów u.o.p., KNF może wyznaczyć termin ponownego wykonania obowiązku lub dokonania czynności wymaganej przepisami, których naruszenie było podstawą nałożenia kary pieniężnej. Wyznaczenie takiego terminu zależy od uznania KNF. W razie bezskutecznego upływu tego terminu Komisja może powtórnie wydać decyzję o nałożeniu kary pieniężnej. KNF może próbować egzekwować obowiązek wykonania czynności wskazanej w decyzji na drodze postępowania egzekucyjnego w administracji. *Wajda* w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...*, s. 557. Wydaje się jednak, że jest mało prawdopodobne, aby KNF próbowała wymusić ogłoszenie wezwania przez TFI lub PTE zważywszy na ustawowy zakaz osiągania kontroli nad spółkami publicznymi przez te podmioty i zarządzane przez nich fundusze (por. art. 104 u.f.i.).

ust. 5 pkt. 1 u.o.p.); posiadanie akcji przez fundusze inwestycyjne lub emerytalne zarządzane przez ten sam podmiot (art. 87 ust. 1 pkt. 2 u.o.p.) czy też posiadanie akcji przez osobę trzecią w imieniu własnym, lecz na zlecenie lub na rzecz innego podmiotu (tzw. „parkowanie akcji” (art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. a u.o.p.) i wreszcie, działanie w porozumieniu. Nie przechodząc jeszcze do jej pogłębionej analizy, warto już w tym miejscu przytoczyć definicję działania w porozumieniu zawartą w art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p., która mówi o podmiotach, które łączy pisemne lub ustne porozumienie dotyczące nabywania bezpośrednio lub pośrednio, lub obejmowania w wyniku oferty niebędącej ofertą publiczną przez te podmioty lub przez osobę trzecią, akcji spółki publicznej, lub zgodnego głosowania na walnym zgromadzeniu lub prowadzenia trwałej polityki wobec spółki.

Inaczej więc niż w większości pozostałych przypadków wskazanych w art. 87 u.o.p., instytucja działania w porozumieniu nie jest oparta na założeniu o konieczności rozszerzenia podmiotowego obowiązków notyfikacyjnych z uwagi na powiązania strukturalne (w tym kapitałowe) lub osobowe, istniejące pomiędzy określonymi podmiotami. O działaniu w porozumieniu nie można zatem mówić w przypadku prób prostego obejścia obowiązku notyfikacyjnego poprzez działania takie jak „dystrybucja” akcji pomiędzy podmioty powiązane w jakiś sposób z osobą chcącą uniknąć realizacji obowiązku notyfikacyjnego; tego typu działania mogą odpowiadać innym elementom katalogu ustanowionego w art. 87 u.o.p.

Natomiast modelowy stan faktyczny, wypełniający hipotezę normy przepisu ustanawiającego instytucję działania w porozumieniu, dotyczyć będzie działań podmiotów zasadniczo niezależnych od siebie, jednak uzgadniających w jakichś sposób swoje zachowania wobec spółki⁵²³. Często koordynacja ta związana będzie z jakimś stosunkiem prawnym istniejącym między nimi – np. jako element umowy inwestycyjnej, regulującej prawa i obowiązki współinwestorów lub umowy akcjonariuszy regulującej sprawowanie kontroli nad spółką - lub też niesformalizowanym prawnie wzorcem zachowań wobec siebie nawzajem lub spółki, który wyczerpywać będzie przesłanki definicji działania w porozumieniu. Z tego powodu nie wydaje mi się szczególnie przydatne zaproponowane w literaturze rozróżnienie na współdziałanie w celu monitorowania spółki (*monitoring cooperation*) i współdziałanie w celu obejścia obowiązków notyfikacyjnych i/lub wezwaniowych (*circumventing cooperation*)⁵²⁴. Jak się wydaje w przypadku działania w porozumieniu z tą drugą będziemy mieć nad wyraz rzadko do czynienia. Problem dotyczy raczej delimitacji tych zachowań, nakierowanych na monitorowanie, czy też raczej na wywieranie wpływu na spółkę, które należałoby uznać za

⁵²³ Co prawda polski ustawodawca wprowadza domniemanie działania w porozumieniu w odniesieniu do osób fizycznych, których łączą określone więzi rodzinne i życiowe oraz jednostek powiązanych w rozumieniu ustawy o rachunkowości (zob. art. 87 ust. 4 u.o.p.). Jest to jednak jedynie specyficzna technika legislacyjna, dotycząca pewnych szczególnych przypadków. Przedmiotem zainteresowania w niniejszym rozdziale jest natomiast podstawowa definicja działania w porozumieniu.

⁵²⁴ R. Ghetti, *Acting in concert in EU company law: how safe harbours can reduce interference with the exercise of shareholder rights*, ECFR nr 4(11)/2015, s. 596–598.

działanie w porozumieniu oraz takich, które należy uznać za dozwoloną współpracę akcjonariuszy, pożądaną i uzasadnioną na gruncie ich członkostwa w spółce.

Jednak z uwagi na posługiwanie się przez definicję działania w porozumieniu zwrotami nieokreślonymi, zadanie to jest utrudnione. Poniższa analiza ma więc na celu rekonstrukcję norm wynikających z przepisów ustawy o ofercie publicznej regulujących działanie w porozumieniu, ze szczególnym uwzględnieniem tego, jak normy te odnoszą się do różnych form współdziałania akcjonariuszy w ramach ich zaangażowania w ład korporacyjny spółki.

3.1. Działanie w porozumieniu w prawie unijnym

Przepisy ustawy o ofercie ustanawiające definicję działania w porozumieniu stanowią implementację dwóch aktów unijnych: Dyrektywy o przejęciach (2004/25/WE) oraz Dyrektywy o przejrzystości (2004/109/WE). Ich analiza musi więc uwzględniać brzmienie implementowanych przepisów prawa unijnego i cele, realizowane przez te dyrektywy. Należy przy tym na wstępie zauważyć, że prawodawca unijny ustanowił odmienną definicję działania w porozumieniu w każdej z dyrektyw, natomiast prawodawca polski – jak wielu prawodawców w innych państwach członkowskich – wprowadził jedną definicję na potrzeby obowiązku ogłaszania wezwań i obowiązków notyfikacyjnych.

Działanie w porozumieniu w dyrektywie o przejęciach. Zgodnie z art. 5 ust. 1 dyrektywy o przejęciach, obowiązek ogłoszenia wezwania na akcje powstaje „w sytuacji, gdy osoba fizyczna lub prawna, w wyniku nabycia przez nią lub przez osoby działające z nią w porozumieniu, posiada papiery wartościowe spółki (...), które dodane do posiadanych przez nią papierów wartościowych i do papierów wartościowych posiadanych przez osoby działające z nią w porozumieniu, dają jej bezpośrednio lub pośrednio określony udział w ogólnej liczbie głosów w tej spółce, dający jej kontrolę nad tą spółką”. Zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. d ToD, "osoby działające w porozumieniu" oznaczają osoby fizyczne lub prawne współpracujące z oferentem lub spółką będącą przedmiotem oferty na zasadzie porozumienia, wyraźnego lub cichego, ustnego lub pisemnego, którego celem jest przejęcie kontroli nad spółką będącą przedmiotem oferty lub zakłócenie pomyślnego wyniku oferty.

Działanie w porozumieniu w dyrektywie o przejrzystości. Inaczej została sformułowana definicja działania w porozumieniu w dyrektywie o przejrzystości. Zgodnie z art. 10 lit. a TD, wymagania dotyczące zawiadamiania o znacznych pakietach akcji (określone w art. 9 TD), mają zastosowanie również wobec osoby fizycznej lub prawnej w zakresie, w jakim osoba taka uprawniona jest do nabywania, zbywania lub wykonywania praw głosu jeżeli prawa głosu są w posiadaniu osoby trzeciej, z którą ta osoba fizyczna lub prawna podpisała umowę (ang. *concluded an agreement*) zobowiązującą (ang. *obliges to adopt*) do przyjęcia, poprzez wspólne i zgodne wykonanie praw głosu będących w ich posiadaniu, długoterminowej wspólnej polityki dotyczącej zarządzania danym emitentem.

Przedstawione powyżej definicje istotnie się różnią. Po pierwsze inaczej określone zostały przesłanki (podstawy) zawarcia porozumienia. Zakres definicji z ustawy o przejęciach, która

odnosi się do „współpracy (..) na zasadzie porozumienia, wyraźnego lub cichego” zdaje się obejmować jakiegokolwiek, również tylko dorozumiane lub niewiążące uzgodnienia, zmierzające do wywołania określonego celu (przejęcia kontroli lub zakłócenia wyniku wezwania). Natomiast dyrektywa o przejrzystości odnosi się do „umowy”, która w dodatku ma „zobowiązywać” strony do określonego działania, co sugeruje, że hipotezą przepisu objęty jest węższy zakres podstaw porozumienia. Polskie tłumaczenie dyrektywy o przejrzystości, mówiące o „podpisaniu umowy” wydaje się przy tym błędne, gdyż chodzi w istocie o *zawarcie* (*conclude*) umowy, co może nastąpić nie tylko w formie pisemnej. Jednak brzmienie tej definicji nie rozstrzyga definitywnie, czy poprzez umowę, o której mowa w art. 10 lit. a TD należy rozumieć wyłącznie wiążącą umowę prawa cywilnego. Wskazuje się, że z art. 2 ust. 1 lit. q TD, definiującego „formalną umowę” (o której mowa w art. 13 TD) jako umowę wiążącą zgodnie z mającymi zastosowanie przepisami, wywieść można *a contrario*, że umowa o której mowa w art. 10 a TD nie oznacza wyłącznie umowy cywilnoprawnej⁵²⁵. Warto jednak zauważyć, że choć art. 13 TD posługiwał się pojęciem formalnej umowy już wcześniej, to definicja z art. 2 ust. 1 lit. q TD dodana została w wyniku nowelizacji dyrektywy z 2013 roku. Nie jest jasne na ile unijny prawodawca, w wyniku tej nowelizacji chciał świadomie zróżnicować pojęcia umowy i formalnej umowy. Z drugiej jednak strony, za zawężeniem hipotezy normy art. 10 a TD przemawia element definicji mówiący o zobowiązaniu stron przez umowę do działania w porozumieniu⁵²⁶. W międzynarodowej literaturze prezentowane są w tym zakresie różne stanowiska⁵²⁷. Przyjęcie, że podstawą porozumienia na gruncie ToD może być jakiegokolwiek działanie, natomiast, na gruncie TD konieczna jest wiążąca umowa byłoby zasadne z uwagi na interesy chronione przez obydwie dyrektywy - obowiązek ogłoszenia wezwania chroni bezpośrednio indywidualne interesy majątkowe akcjonariuszy mniejszościowych w sytuacjach przejęcia kontroli, co uzasadnia bardziej restrykcyjną regulację i objęcie szerszego zakresu działań definicją porozumienia. Natomiast obowiązki notyfikacyjne chronią mniej doniosłą wartość transparentności rynku, istotną przede wszystkim z punktu widzenia interesu publicznego. Niewątpliwie ostatecznie przesadzają o tym przepisy prawa krajowego implementujące wskazane definicje.

Drugim obszarem, na którym uwidaczniają się różnice pomiędzy przywołanymi definicjami jest przedmiot (cel) porozumienia. Definicja z ToD odnosi się wąsko, do celu uzyskania kontroli lub zakłócenia pomyślnego przebiegu oferty, przy czym uzyskanie kontroli oznacza uzyskanie określonej siły głosu w spółce. Z kolei definicja z TD, odnosi się do przyjęcia długoterminowej wspólnej polityki dotyczącej zarządzania danym emitentem poprzez wspólne i zgodne wykonanie praw głosu. Taka polityka może, ale nie musi być instrumentem sprawowania kontroli; zasadniczo więc zakres przedmiotowy definicji porozumienia dotyczącego polityki, o której mowa w definicji w dyrektywie o przejrzystości jest szerszy od

⁵²⁵ Ringe w: M. Lehmann, C. Kumpan (red.) *European...*, s. 1150.

⁵²⁶ R. Ghetti, *Acting...*, s. 602.

⁵²⁷ Przykładowo, R. Veil twierdzi, że porozumienie powinno mieć charakter umowy („*contractual agreement*”), R. Veil (red.) *European...*, s. 388

definicji z dyrektywy o przejęciach dotyczącej wyłącznie kontroli⁵²⁸. Jest to spójne z różnymi celami regulacji – obowiązek notyfikacji nabywców znacznych pakietów akcji ma dostarczać informacji nie tylko o kontroli, ale też o potencjalnym *wpływie* na spółkę wywieranym również przez znaczących choć mniejszościowych akcjonariuszy poprzez wspólne i zgodne wykonywanie praw głosu⁵²⁹. Jednocześnie pojęcie „długoterminowej wspólnej polityki dotyczącej zarządzania danym emitentem” przysparza więcej problemów interpretacyjnych niż pojęcie kontroli. Już w przygotowanym na zlecenie KE raporcie dot. stosowania TD z 2009 r. w UE, wskazywano, że niejasne jest czy wymóg aby polityka była „długoterminowa” odnosi się do czasu prowadzenia polityki wobec emitenta, czy może też odnosić się do długoterminowych (*a fortiori* nieodwracalnych) skutków działań objętych polityką, choćby same działania były krótkotrwałe lub jednorazowe⁵³⁰. Podobnie nie jest jasne co wchodzi w zakres „zarządzania” emitentem.

Oczywiście powyższych wątpliwości nie można rozstrzygnąć abstrahując od ostatecznego kształtu przepisów implementujących powyższe definicje w prawie krajowym. Minimalny standard harmonizacji przyjęty początkowo na gruncie obu dyrektyw przyczynił się do znaczących rozbieżności w tym zakresie w poszczególnych państwach członkowskich⁵³¹.

3.2. Uwagi historyczne - działanie w porozumieniu na gruncie prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi

Przed przedstawieniem obecnych przepisów ustawy o ofercie regulujących działanie w porozumieniu, zasadne jest przedstawienie stanu prawnego obowiązującego ustawy na gruncie Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, regulującej te zagadnienia przed uchwaleniem u.o.p. Jak się bowiem okaże, współczesny kształt tej regulacji jest wynikiem historycznej ewolucji tych przepisów, w tym powielenia ich w sposób nieprzemyślany przez ustawodawcę w ustawie o ofercie, a zarazem źródłem większości problemów interpretacyjnych generowanych przez ich współczesne brzmienie. Wydaje się, że jest to typowy przykład tzw. zależności od obranej ścieżki (*path dependency*)⁵³², choć nie jest jasne na ile można mówić w odniesieniu do tych przepisów o ścieżce świadomie obranej.

Instytucja działania w porozumieniu została wprowadzona do przepisów p.p.o.p.w. w 2001 roku⁵³³. Dodany art. 158a ust. 3 pkt. 1, stanowił, iż obowiązki określone w przepisach rozdziału

⁵²⁸ European Securities Markets Expert Group, *Preliminary views on The definition of „acting in concert” between the Transparency Directive and the Takeover Bids Directive*, 17.11.2008, s. 4; R. Ghetti, *Acting...*, s. 612.

⁵²⁹ European Securities Markets Expert Group, *Preliminary...*, s. 2; R. Ghetti, *Acting...*, s. 611

⁵³⁰ Mazars, *Transparency Directive Assessment Report*, 2009, s. 109.

⁵³¹ Zob. przegląd porównawczy w *Veil* w: R. Veil (red.) *European...*, s. 388–392.

⁵³² J. Dąbrowska, *Path dependence, proces konwergencji i inne teorie wyjaśniające korporacyjny model spółki akcyjnej* w: M. Michalski (red.) *Kształtowanie się spółki akcyjnej a doświadczenia polskie*, Warszawa 2020.

⁵³³ Ustawą z dnia 8 grudnia 2000 r. o zmianie ustawy o postępowaniu egzekucyjnym w administracji, ustawy o podatkach i opłatach lokalnych, ustawy o dopłatach do oprocentowania niektórych kredytów bankowych, ustawy - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, ustawy - Ordynacja podatkowa, ustawy o finansach publicznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych - w związku z dostosowaniem do prawa Unii Europejskiej, Dz.U. 2000 nr 122 poz. 1315.

9 p.p.o.p.w. spoczywają również łącznie na wszystkich podmiotach, które łączy pisemne lub ustne porozumienie dotyczące: a) wspólnego nabywania akcji tej spółki publicznej lub wystawionych w związku z tymi akcjami kwitów depozytowych, lub b) zgodnego głosowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy tej spółki dotyczącego istotnych spraw spółki, lub c) prowadzenia trwałej i wspólnej polityki w zakresie zarządzania tą spółką - chociażby tylko jeden z tych podmiotów podjął lub zamierzał podjąć czynności powodujące powstanie tych obowiązków; obowiązki te wykonywane są przez jedną ze stron porozumienia, wskazaną przez strony porozumienia.

Na gruncie tego przepisu powstały kontrowersje co do tego jaki stan faktyczny wyczerpuje hipotezę zawartą w nim normy, a w szczególności czy obejmuje ona samo zawarcie porozumienia, przez podmioty posiadające już w chwili jego zawierania łącznie akcje dające głosy w liczbie ponad relewantne progi, jeżeli żaden nie nabędzie następnie akcji spółki. Zgodnie z poglądem przeważającym w doktrynie taka sytuacja nie była objęta przepisem o działaniu w porozumieniu, jako że art. 147 ust. 1 p.p.o.p.w. (i inne przepisy o znacznych pakietach akcji) uzależniały powstanie obowiązków od „nabycia” akcji, a samo zawarcie porozumienia, nawet przy stanie posiadania jego stron zapewniającym przekroczenie relewantnych progów głosowych nie stanowi nabycia (przykładowo, art. 147 ust. 1 p.p.o.p.w. *ab initio* brzmiał: „kto w wyniku nabycia akcji spółki publicznej osiągnął albo przekroczył 5% albo 10% ogólnej liczby głosów...”). Jak wskazywał *M. Wierzbowski*, „przepisy rozdziału 9 [p.p.o.p.w.] wiążą wszelkie obowiązki z faktem nabywania akcji nie zaś z faktem zawarcia porozumienia. (...) Zawarcie porozumienia nie powoduje, że ktokolwiek nabywa akcje”⁵³⁴. Argumentowano też, że *a contrario* do regulacji posiadania akcji przez podmiot zależny i dominujący (art. 158a ust. 1 pkt. 1 p.p.o.p.w.), przepisy o działaniu w porozumieniu nie przypisują stanu posiadania jednego podmiotu innym stronom porozumienia i w związku z tym samo wejście w porozumienie nie prowadzi do fikcyjnego zwiększenia stanu posiadania akcji jego stron⁵³⁵. Choć do podobnych wniosków można by zapewne dojść i bez tego, z uwagi na samą konstrukcję przepisów rozdziału 9 p.p.o.p.w., to z pewnością takiej wykładni sprzyjało posłużenie się przez ustawodawcę w omawianym przepisie zwrotem „chociażby tylko jeden z tych podmiotów podjął lub zamierzał podjąć czynności powodujące powstanie tych obowiązków”, który potwierdzał, że nawet w przypadku zawarcia porozumienia konieczne było dodatkowo podjęcie czynności powodujących powstanie obowiązków związanych ze znacznymi pakietami akcji. Jak wskazywał *M. Romanowski*, „zawarcie porozumienia jest prawnie doniosłe o ile już po jego zawarciu, którakolwiek ze stron podjęła lub zamierza podjąć

⁵³⁴ *M. Wierzbowski, Zależności oraz porozumienia akcjonariuszy w prawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, PPH nr (5)/2002, s. 5. Podobnie *M. Michalski, Porozumienia w spółkach publicznych a obowiązki z tytułu nabywania znacznych pakietów akcji*, PPW nr (6)/2001, s. 12 - „w art. 147, 149 i 151 u.p.p.o.p.w. ustawodawca akcentuje okoliczność nabycia prawa, będącą zawsze skutkiem jakiegoś zdarzenia. Zawarcie porozumienia nie powoduje natomiast przysporzenia praw po stronie jego uczestników”.

⁵³⁵ *M. Michalski, Porozumienia...*, s. 12. Dodatkowym argumentem przywołanych autorów był fakt, że art. 149 p.p.o.p.w. przewidywał wydanie zgody przez KGiPW na nabycie akcji w liczbie wiążących się z osiągnięciem określonego progu głosów, a brak było podstaw do wydawania przez KGiPW zgody na osiągnięcie określonego progu głosów w drodze zawarcia porozumienia, *M. Wierzbowski, Zależności...*, s. 5.

czynności powodujące taką zmianę stanu liczby głosów przypadających na akcje posiadane łącznie przez wszystkie strony porozumienia, która „uruchamia” powstanie przedmiotowych obowiązków. Rozstrzygnięcia zatem wymaga o jakiego rodzaju czynnościach mowa w art. 158a ust. 3 pkt. 1. (...) Analiza taka (...) prowadzi do wniosku, że chodzi tu o czynność nabycia akcji (art. 147 ust. 1 pkt. 1, ust. 2 i 4, art. 154)”⁵³⁶. Autor wskazywał, że z art. 158a ust. 3 pkt. 1 p.p.o.p.w. można wyczytać nie tylko normę ustanawiającą obowiązek zliczania siły głosu stron porozumienia, co było zasadniczo niekontestowane przez strony spory doktrynalnego, ale też, że przepis ten „określa przesłankę, od spełnienia której zależy powstanie obowiązków określonych w przepisach rozdziału 9 p.p.o.p.w., ciążyących łącznie na stronach porozumienia”⁵³⁷. Wykładnię tę podzielił SN⁵³⁸, odrzucając pogląd mniejszościowy reprezentowany przez A. Chłopeckiego⁵³⁹.

Konieczność umieszczenia przez ustawodawcę zastrzeżenia „choćby tylko jeden z tych podmiotów podjął lub zamierzał podjąć czynności powodujące powstanie tych obowiązków” w art. 158a ust. 3 pkt. 1 p.p.o.p.w., nie jest dla mnie oczywista. Wydaje się, że fakt, że łączne przekroczenie odpowiedniego progu głosów przez strony porozumienia może (ostatecznie) nastąpić na skutek nabycia akcji przez tylko jedną z jego stron wynika z samej istoty reguły „sumowania” głosów podmiotów, które porozumienie łączy⁵⁴⁰. Nawet jeżeli merytorycznie fragment ten nie przesądzał sprawy, gdyż za podobnymi wnioskami mogła przemawiać sama konstrukcja art. 147, 149, 151 i 154 p.p.o.p.w., to z pewnością stylistycznie fragment ten służył podkreśleniu w oczach interpretatorów powiązania aktualizacji obowiązków pakietowych z czynnością nabycia akcji i przyczynił się do opisanych powyżej problemów interpretacyjnych. Wydaje się więc, że ustawodawca, dodając rzeczony fragment do art. 158a ust. 3 pkt. 1 p.p.o.p.w. chciał poszerzyć hipotezę wynikającej z niego normy prawnej, ale ostatecznie zawęził ją, wprowadzając w istocie dodatkowy warunek aktualizacji wyrażonych w nim obowiązków⁵⁴¹.

Aby załatać tę lukę prawną ustawodawca dodał w 2004 r.⁵⁴² art. 158 ust. 3 pkt. 4 p.p.o.p.w., zgodnie z którym obowiązki z rozdziału 9 p.p.o.p.w. spoczywają też na podmiotach, które zawierają porozumienie, o którym mowa w pkt 1 tego przepisu, posiadając akcje spółki

⁵³⁶ M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz.*, Warszawa 2003, s. 900. Podobnie na s. 892: „Obowiązek zawiadomienia, z art. 147 ust. 1 pkt. 1, ust. 2 i 2 powstaje jeżeli kryterium ilościowe wskazane w tych przepisach zostało spełnione na skutek nabycia akcji spółki publicznej. Wynika stąd, że formą działania, o której mowa w art. 158a ust. 3 pkt. 1 jest dokonanie czynności prawnej nabycia akcji”.

⁵³⁷ Ibid., s. 901.

⁵³⁸ Uchwała SN z 27.03.2003 r. I KZP 6/03.

⁵³⁹ A. Chłopecki, *Jeszcze o porozumieniach w spółkach publicznych*, PPW nr 12/2001.

⁵⁴⁰ Możliwe, że chodziło tu o podkreślenie, że prawnie relewantna jest również sytuacja zawarcia porozumienia pomiędzy akcjonariuszem (akcjonariuszami), a podmiotami nieposiadającymi tego statusu, nawet jeżeli nie prowadzi to do zmiany ogólnej liczby posiadanych przez nich akcji, zob. przykład wskazywany w A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 572.

⁵⁴¹ W tym duchu M. Romanowski, *Prawo o...*, s. 906 - „wtedy i tylko wtedy, gdy chociażby jedna ze stron porozumienia podjęła lub zamierzała podjąć czynności powodujące powstanie tych obowiązków (argumentum z art. 158a ust. 3 pkt. 1 p.p.o.p.w. *in fine*)”.

⁵⁴² Ustawą z dnia 12 marca 2004 r. (Dz.U. 2004 Nr. 64 poz. 594), zmieniającą p.p.o.p.w. z dniem 1 maja 2004 r.

publicznej w liczbie zapewniającej łącznie osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów określonego w przepisach tego rozdziału. Pomimo nowelizacji niezmienione pozostało brzmienie art. 147 i pozostałych rozdziału 9 p.p.o.p.w., które nadal aktualizację odpowiednich obowiązków wiązały z nabyciem akcji. W konsekwencji, zdaniem *M. Romanowskiego* nowelizacja nie uzupełniła skutecznie zidentyfikowanej luki prawnej, jako że dodany przepis również „nie określa chwili powstania obowiązków związanych z osiągnięciem lub przekroczeniem oznaczonego progu ogólnej liczby głosów (...) a wyłącznie krąg adresatów takich obowiązków” ulegający poszerzeniu w wyniku sumowania ich głosów, co było w doktrynie bezsporne⁵⁴³. Zdaniem cytowanego autora redakcja normy powinna była być ukierunkowana bezpośrednio na stworzenie fikcji prawnej, iż zawarcie porozumienia jest równoznaczne z czynnością nabycia akcji na potrzeby stosowania przepisów rozdziału 9 p.p.o.p.w., z czym mielibyśmy do czynienia gdyby norma stanowiła, np. że „zawarcie porozumienia, w wyniku którego jego strony łącznie osiągną lub przekroczą którykolwiek z progów głosów wskazany w art. 147, 149 lub 154 powoduje powstanie obowiązków wskazanych w tych przepisach”⁵⁴⁴.

3.3. Zakres podmiotowy regulacji działania w porozumieniu

5.1.1 Uwagi ogólne – struktura przepisów definiujących działanie w porozumieniu

Obecnie definicja działania w porozumieniu uregulowana jest w art. 87 ust. 1 pkt. i 6 ustawy o ofercie. Zgodnie z art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p., z zastrzeżeniem wyjątków, obowiązki określone w rozdziale 4 u.o.p. – czyli obowiązki notyfikacyjne nabywców znacznych pakietów akcji oraz obowiązki związane z ogłaszaniem wezwań - odpowiadają również łącznie na wszystkich podmiotach, które łączy pisemne lub ustne porozumienie dotyczące nabywania bezpośrednio lub pośrednio, lub obejmowania w wyniku oferty niebędącej ofertą publiczną przez te podmioty lub przez osobę trzecią, akcji spółki publicznej, 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 obowiązków. Z kolei zgodnie z art. 87 ust. 1 pkt. 6 u.o.p. obowiązki te ciąży również na podmiotach, które zawierają porozumienie, o którym mowa w pkt 5, posiadając akcje spółki publicznej, w liczbie zapewniającej łącznie osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów określonego w tych przepisach.

Jak wynika z porównania brzmienia art. 87 ust. 1 pkt. 5 i 6 u.o.p oraz art. 158a ust. 3 pkt. 1 i 4 p.p.o.p.w., ustawodawca powtórzył w ustawie o ofercie przepisy p.p.o.p.w. nie wprowadzając żadnych zmian w ich brzmieniu oraz utrzymując ich dychotomiczną strukturę. Tę dychotomiczną strukturę interpretuje się obecnie w doktrynie w ten sposób, że art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. odnosi się do „podmiotów niebędących akcjonariuszami spółki bądź, co prawda, nimi będących, jednak posiadających łącznie akcje w liczbie niższej niż jeden z progów

⁵⁴³ M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Suplement.*, Warszawa 2004, s. 164.

⁵⁴⁴ Ibid.

głosowych, których osiągnięcie lub przekroczenie aktualizuje obowiązki określone w rozdziale 4 u.o.p.”⁵⁴⁵. Artykuł 87 ust. 1 pkt. 6 u.o.p. z kolei ma się odnosić do akcjonariuszy spółki.

To rozróżnienie należy jednak w świetle przeprowadzonej powyżej analizy historycznej opatrzyć pewnym zastrzeżeniem. Jak wynika z odtworzonej powyżej ewolucji przepisów p.p.o.p.w., intencją ustawodawcy nie było ustanawianie odrębnego reżimu działania w porozumieniu dla akcjonariuszy i nie-akcjonariuszy. W pierwotnym założeniu, odpowiednik obecnego art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. miał obejmować wszystkie przypadki działania w porozumieniu, co, jak wykazała powyższa analiza historyczna, nie zostało osiągnięte ze względu na powiązanie powstania obowiązków z nabyciem akcji w treści przepisu. Poprzednik art. 87 ust. 1 pkt. 6 u.o.p. miał na celu jedynie załatwienie tej luki prawnej. Przejęcie regulacji działania w porozumieniu w dwóch jednostkach redakcyjnych do ustawy o ofercie jest wynikiem nieprzemyślanego powielenia poprzednich przepisów, nieuzgodnionego w dodatku ze zmianami w treści przepisów ustanawiających obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji (zob. niżej). Oczywiście dokonując wykładni obecnych przepisów ustawy o ofercie nie można całkowicie abstrahować od ich literalnego brzmienia i struktury, którym w procesie wykładni należy nadać jakiś sens. Jednak warto mieć na uwadze, że dychotomiczna struktura regulacji działania w porozumieniu w art. 87 ust. 1 pkt. 5 i 6 u.o.p. nie jest w pełni przemyślanym a na pewno nie w pełni udanym zabiegiem legislacyjnym. Świadomość ta pozwala dostrzec źródła omawianych poniżej problemów interpretacyjnych powstających przede wszystkim na gruncie art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p.; z kolei bezkrytyczne przyjęcie poglądu, że dwie jednostki redakcyjne na które rozbita jest podstawowa regulacja działania w porozumieniu ustanawiają dwa zróżnicowane zakresy podmiotowe, obejmujące akcjonariuszy i nie-akcjonariuszy, rodzi ryzyko przyjęcia nieakceptowalnej wykładni art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p., prowadzącej do oderwania jego zastosowania od relevantnych progów głosu. Problemy te omawiane są szczegółowo poniżej.

5.1.2 Artykuł 87 ust. 1 pkt. 6 u.o.p.

Analizę dwóch przepisów regulujących działanie w porozumieniu należy rozpocząć od art. 87 ust. 1 pkt. 6 u.o.p., który rodzi mniej problemów interpretacyjnych, ale którego przeważająca interpretacja, wynikająca z wymuszonego strukturą omawianych przepisów przyjęcia ich dychotomicznego zakresu podmiotowego, również jest w mojej ocenie błędna.

Jak już wskazano, zazwyczaj przyjmuje się, że zakres podmiotowy tego przepisu ogranicza się do akcjonariuszy, co wywodzone jest z faktu, że przepis ten mówi o podmiotach, które zawierają porozumienie „posiadając akcje” spółki. Moim zdaniem nie jest to jednak jedyne możliwe odczytanie tego przepisu. Istotne jest też jego dalsze brzmienie: „posiadając akcje spółki publicznej, w liczbie zapewniającej *łącznie* osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów”. Z uwagi na odniesienie do posiadania akcji w wysokości

⁵⁴⁵ K. Oplustil, M. Sas, *Działanie w porozumieniu (acting in concert) a wykonywanie praw korporacyjnych w spółkach publicznych*, PPH nr 5 (273)/2015, s. 15

zapewniającej łączne osiągnięcie progów, możliwe jest moim zdaniem przyjęcie, że hipoteza normy wyrażonej w tym przepisie aktualizuje się, jeżeli porozumienie zostanie zawarte przez podmioty – nie „akcjonariuszy” – które *łącznie* posiadają akcje w odpowiedniej liczbie; natomiast brak wymogu aby każdy z podmiotów będących stroną porozumienia z osobna posiadał akcje spółki (choć niewątpliwie zazwyczaj tak będzie). Przykładowo jeżeli A posiada akcje dające 3% głosów, B posiada akcje dające 2% głosów, a C nie posiada żadnej akcji spółki, i wszyscy troje działają w porozumieniu, to mamy do czynienia ze spełnieniem hipotezy normy z art. 87 ust. 1 pkt. 6 u.o.p. w odniesieniu do wszystkich trzech podmiotów (A, B i C). Artykuł 87 ust. 1 pkt. 6 u.o.p. obejmuje więc zarówno akcjonariuszy, jak i podmioty niebędące akcjonariuszami, jeżeli tylko łączna liczba akcji posiadanych przez wszystkie strony porozumienia przekroczy odpowiednie progi.

Przy przyjęciu powyższej wykładni wydaje się, że wątpliwa jest konieczność odrębnej, dedykowanej regulacji działania w porozumieniu dla podmiotów innych niż akcjonariusze, którą ma stanowić art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p., zwłaszcza zważywszy na poważne problemy interpretacyjne, które wynikają z „przeklejenia” tego przepisu w jego brzmieniu z p.p.o.p.w., analizowane poniżej.

5.1.3 Artkuł 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p.

Zgodnie z art. 87 ust. 1 pkt. 5 ustawy o ofercie, obowiązki określone w rozdziale 4 u.o.p. odpowiednio spoczywają również łącznie na wszystkich podmiotach, które łączy pisemne lub ustne porozumienie (...) chociażby tylko jeden z tych podmiotów podjął lub zamierzał podjąć czynności powodujące powstanie tych obowiązków. Jak już wskazano, jest to powtórzenie *verbatim* brzmienia art. 158a ust. 3 pkt. 1 p.p.o.p.w. Dokonując tego powtórzenia ustawodawca nie uwzględnił jednak faktu, że w ustawie o ofercie zmianie uległy jednak podstawowe przepisy ustanawiające obowiązki notyfikacyjne i wezwaniowe, co prowadzi do szeregu trudności interpretacyjnych.

i) Zakres podmiotowy art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p.

Problemy powstają w tym kontekście z uwagi na pozostawienie w przepisie fragmentu „chociażby tylko jeden z tych podmiotów podjął lub zamierzał podjąć czynności powodujące powstanie tych obowiązków”. Oczywiście dla mnie w świetle struktury i literalnego brzmienia przepisu jest, że „powstanie tych obowiązków” odnosi się do powstania „obowiązków określonych w rozdziale 4 u.o.p.”, a więc chodzi o „czynności powodujące powstanie obowiązków notyfikacyjnych”. Jednak przepisy rozdziału 4 u.o.p. wiążą obecnie powstanie obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji nie z „nabyciem akcji” jak na gruncie p.p.o.p.w., a z osiągnięciem lub przekroczeniem określonego progu głosów, o czym trudno mówić w kategoriach „czynności” (choć niewątpliwie zazwyczaj następuje to w następstwie czynności, przede wszystkim nabycia akcji). Są to raczej okoliczności. Na gruncie art. 158a ust. 3 pkt. 1 p.p.o.p.w. desygnat pojęcia „czynności”, użytego w komentowanym fragmencie był dla interpretatorów łatwo identyfikowany jako czynność nabycia akcji, o której była mowa

w art. 147 p.p.o.p.w. i pozostałych przepisach rozdziału 9 p.p.o.p.w. Natomiast na gruncie u.o.p. ustawodawca zmienił kształt tych przepisów, utrzymując równocześnie w art. 87 ust. 1 pkt. 4 u.o.p. odesłanie do „czynności”, które jednak straciło swój oczywisty desygnat.

Odniesienie do „czynności” ma mniej sensu w kontekście obecnego brzmienia przepisów ustanawiających obowiązki związane ze znacznymi pakietami, które mówią ogólnie o osiągnięciu lub przekroczeniu progów. Wobec tego, interpretatorzy art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. zmuszeni są do poszukiwania innego desygnatu tego określenia, za które co najmniej przez część doktryny, uznawane są same przesłanki czy też (zapożyczając nomenklaturę karnistyczną) „znamiona czasownikowe” działania w porozumieniu, wskazane w tym przepisie. Interpretacja ta nie wynika moim zdaniem naturalnie ze składni art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. – gdyby ustawodawca, mówiąc o „czynnościach, powodujących powstanie tych obowiązków” miał na myśli czynności, które mogą być przedmiotem porozumienia, końcówka przepisu powinna brzmieć „choćby tylko jeden z tych podmiotów podjął lub zamierzał podjąć *te czynności*”. Starając się jednak nadać sens niejasno sformułowanemu przepisowi, komentatorzy powszechnie przyjmują, że pod pojęciem „czynności powodujących powstanie tych obowiązków” kryją się właśnie same znamiona czasownikowe działania w porozumieniu wyszczególnione we wcześniejszej części przepisu⁵⁴⁶.

Przyjęcie, że zakres podmiotowy art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. obejmuje nie-akcjonariuszy (lub akcjonariuszy posiadających głosy poniżej relewantnych progów) przy równoczesnym przyjęciu, że do aktualizacji obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji wystarczy podjęcie czynności stanowiących przedmiot działania w porozumieniu, może jednak prowadzić do zgubnych rezultatów interpretacyjnych, tj. do oderwania tych obowiązków od odpowiednich progów głosowych. Przy jej przyjęciu należałoby uznać za objęte obowiązkami notyfikacyjnymi na skutek działania w porozumieniu np. podmioty niebędące akcjonariuszami, zawierające porozumienie w sprawie nabycia akcji w liczbie dającej 3% głosów w spółce, albo akcjonariuszy posiadających akcje dające łącznie 3% głosów, zawierających porozumienie co do zgodnego głosowania⁵⁴⁷.

⁵⁴⁶ „Dla ziszczenia się hipotezy art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. wystarczający jest zamiar co najmniej jednego z uczestników porozumienia podjęcia czynności stanowiącej realizację jednej z ustawowych przesłanek acting in concert” - Ibid., s. 15–16 (ale w dalszej części wypowiedzi zawężenie do przypadku czynności nabycia akcji w liczbie dającej określony próg głosów, zob. przyp. poniżej); „Wystarczający jest już sam zamiar co najmniej jednego z uczestników porozumienia co do podjęcia *czynności stanowiącej realizację którejkolwiek z ustawowych przesłanek działania w porozumieniu*” - P. Błaszczyk, *Nabywanie akcji spółki publicznej a regulacja prawna działania w porozumieniu*, PPH nr 8/2017, s. 25; „Regulacja ustawy dość nieprecyzyjnie wskazuje, że obowiązki związane z zawarciem porozumienia powstają w momencie gdy choćby jedna ze stron podjęła *czynności związane z jego realizacją* lub ma taki zamiar” – Jakszuk/Róg-Dyrda w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...*, s. 326.

⁵⁴⁷ Ryzyko takiej interpretacji dostrzega P. Szelenbaum, *Działanie w porozumieniu w spółce publicznej*, Monitor Prawa Bankowego nr 4/2016, s. 55–56, odrzucając ją i wskazując na konieczny związek z osiągnięciem odpowiedniego progu głosów. Z kolei dopuszczają ją, jak się wydaje Jakszuk/Róg-Dyrda w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...*, s. 326, którzy piszą: „Pojawia się owszem również problem, czy *stronami porozumienia mogą być tylko i wyłącznie podmioty nieposiadające akcji*. Wydaje się, że tak i dotyczy to przypadku, w którym chociaż nie mamy do czynienia z akcjonariuszem, to mamy do czynienia z podmiotem

Taka interpretacja byłaby moim zdaniem nieakceptowalna, zarówno z punktu widzenia brzmienia i konstrukcji przepisu jak i jego funkcji. Po pierwsze, pkt. 5 przepisu art. 87 ust. 1 należy czytać łącznie z początkowym fragmentem tego przepisu, który ustanawia podmiotowe rozszerzenie obowiązków z rozdziału 4 u.o.p. i wprost odsyła do tych przepisów. Przepisy te wiążą powstanie obowiązków z przekroczeniem określonych progów głosów, od czego nie można abstrahować przy wykładni art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. Mimo, że ustawodawca w art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. nie odwołuje się wprost do odpowiednich progów (jak czyni to w pkt. 6 tego przepisu) to jednak odwołanie to wymusza odesłanie do „obowiązków przewidzianych w przepisach niniejszego rozdziału” w pierwszej części przepisu. Po drugie, przyjęcie innej interpretacji wypaczałoby sens instytucji działania w porozumieniu, która służy zapewnieniu efektywności podstawowych obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji poprzez rozszerzenie ich zakresu podmiotowego na sytuacje zbliżone do uzyskania danego progu głosów przez jeden podmiot, a nie obniżaniu progu głosowego od którego obowiązki te powstają niejako tylnymi drzwiami, i różnicowania w ten sposób progów dla podmiotu działającego indywidualnie i dla podmiotów działających w porozumieniu (dla tych drugich do zera). Nie ma żadnych argumentów funkcjonalnych, przemawiających za tym, żeby indywidualny akcjonariusz dokonywał notyfikacji od przekroczenia progu 5% głosów, a podmioty działające w porozumieniu w oderwaniu od tego progu.

Co więcej, krytykowana interpretacja rodzi tę trudność, że w odniesieniu do nie-akcjonariuszy – ale już nie w odniesieniu do akcjonariuszy posiadających akcje dających głosy w liczbie mniejszej niż relewantne progi głosowe - ciężko wyobrazić sobie jej zastosowanie do czynności innych niż nabywanie akcji, tj. do „zgodnego głosowania” (co jest oczywiście niemożliwe bez posiadania akcji) lub prowadzenia wspólnej polityki wobec spółki (co jest teoretycznie możliwe bez akcji, ale w praktyce raczej pozbawione sensu)⁵⁴⁸.

Trudności te powodują zapewne to, że, jak już wskazano powyżej, większość doktryny, rozważając przesłanki aktualizacji obowiązków związanych z pakietami akcji na tle art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. ogranicza się do rozpatrywania przypadku czynności nabycia akcji, przy czym większość głosów w doktrynie przyjmuje przy tym, że porozumienie dotyczące nabywania

posiadającym uprawnienia osobiste, wchodzącym w porozumienie”. Nie jest jasne czy w podanym przykładzie uprawnienia osobiste mają stanowić substytut dysponowania głosami w określonej liczbie (np. uprawnienie do powołania jednego z pięciu członków rady nadzorczej substytut 20% głosów), czy też mają być przykładem sytuacji, w której można sensownie mówić o podmiotach nieposiadających w ogóle akcji zawierających porozumienie co do czynności innej niż nabywanie akcji (głosowania, prowadzenia wspólnej polityki wobec spółki) i inne wypowiedzi autorów zdają się przeczyć dopuszczaniu przez nich zupełnego oderwania zakresu art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. od progów głosowych.

⁵⁴⁸ W przywołanej powyżej wypowiedzi *Jakuszek/Róg-Dyrda* wskazują, jak się wydaje, na przykład zawarcia porozumienia przez podmioty posiadające uprawnienia osobiste w spółce (np. do mianowania członków organów), jako przykład prowadzenia wspólnej polityki wobec spółki przez podmioty nieposiadające akcji spółki. Jednak w momencie, w którym przyjmujemy, że na gruncie art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. możemy zupełnie abstrahować od progów głosów i stosować ten przepis również do podmiotów w ogóle nieposiadających akcji spółki, pojawia się pytanie dlaczego mielibyśmy poprzestać na podmiotach posiadających uprawnienia osobiste. Czy w takiej sytuacji przypadków prowadzenia polityki wobec spółki – aktualizujących obowiązki notyfikacyjne - nie stanowiłyby np. próby oddziaływania na spółkę przez niebędących jej akcjonariuszami polityków, aktywistów, działaczy związkowych czy lokalną społeczność?

akcji aktualizować będzie obowiązki notyfikacyjne, jedynie o ile przewiduje nabycie ich w liczbie zapewniającej osiągnięcie relewantnego progu głosowego⁵⁴⁹. W dominującej wykładni powiązanie z progami głosowymi pozostaje więc utrzymane.

Moim zdaniem taka wykładnia jest akceptowalną próbą nadania sensu komentowanemu przepisowi, a to przede wszystkim ze względu na odniesienie w tym przepisie również do *zamiaru* podjęcia czynności powodujących powstanie obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji. Skoro art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. uzależnia powstanie obowiązków z rozdz. 4 u.o.p. wobec podmiotów działających w porozumieniu już od zamiaru podjęcia czynności aktualizujących te obowiązki, to zawarcie porozumienia dotyczącego nabycia akcji (równoznaczne z takim zamiarem, zob. niżej) wypełnia hipotezę wyrażanej w tym przepisie normy, o ile tylko porozumieniem (i w skutek tego zamiarem) objęte jest nabycie akcji w liczbie prowadzącej do osiągnięcia określonych progów głosowych.

ii) *Chwila aktualizacji obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji na gruncie art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p.*

Dalszych problemów - nawet przy zawężeniu zakresu stosowania art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. do nie-akcjonariuszy do przypadków porozumień obejmujących nabycie akcji w liczbie skutkującej przekroczeniem odpowiednich progów - dostarcza kwestia ustalenia chwili od której aktualizują się odpowiednie obowiązki (zwłaszcza obowiązek notyfikacyjny). Przepis art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. wskazuje tu na dwie przesłanki: a) *podjęcie* czynności powodujących powstanie tych obowiązków [obowiązków z rozdziału 4 u.o.p.] b) *zamiar* podjęcia czynności powodujących powstanie tych obowiązków [obowiązków z rozdziału 4 u.o.p.].

W odniesieniu do pkt. a) pytanie czy może tu chodzić o nabycie akcji w jakiejkolwiek liczbie przez strony porozumienia (o ile tylko samo porozumienie zakłada przekroczenie relewantnych progów głosowych), czy też obowiązek powstawał będzie w chwili nabycie akcji w liczbie skutkującej przekroczeniem tych progów. Druga interpretacja wydaje się bardziej zasadna w kontekście językowej konstrukcji art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p., ale prowadziłaby do utożsamienia tego przepisu z treścią art. 87 ust. 1 pkt. 6 u.o.p. (przynajmniej w zaprezentowanej powyżej wykładni).

⁵⁴⁹ K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 15–16 - „dla ziszczenia się hipotezy art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. wystarczający jest zamiar (...) podjęcia czynności stanowiącej realizację jednej z ustawowych przesłanek acting in concert, a w praktyce – nabycia akcji w liczbie skutkującej przekroczeniem jednego z ustawowych progów głosowych”; P. Błaszczuk, *Nabywanie...*, s. 25 - „wystarczający jest sam zamiar nabycia akcji spółki pub licznej w liczbie, która łącznie z pozostałymi uczestnikami porozumienia spowoduje przekroczenie progów określonych w art. 69 lub art. 73–74 u.o.p.”; Jakszuk/Róg-Dyrda w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...*, s. 325 - „obowiązki będą się aktualizować w momencie podjęcia czynności przez którąkolwiek ze stron porozumienia, jeżeli czynności te będą wpływały na osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów”; K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009, s. 502 - „jeżeli w porozumieniu zawarte zostały jakiekolwiek postanowienia szczegółowe określające zasady nabywania akcji w zakresie mogącym powodować podległość obowiązkom określonym w rozdziale 4 *OfertaPublU*, należy wówczas uznać, iż przesłanka istnienia zamiaru podjęcia czynności powodujących powstanie tych obowiązków została spełniona.”

Wydaje się jednak, że analizę pkt. a) można pominąć, jako że zamiar podjęcia czynności w sensie logicznym i chronologicznym poprzedza podjęcie czynności, stąd bardziej istotne jest ustalenie kiedy możemy mówić o zamiarze ich podjęcia. W tym zakresie prezentowane są w doktrynie dwa stanowiska: według pierwszego, o zamiarze możemy mówić już w momencie zawarcia porozumienia, zakładając, że racjonalnie działające podmioty mają zamiar jego wykonania już w chwili jego zawarcia⁵⁵⁰; zgodnie z drugim stanowiskiem, z zamiarem mamy do czynienia dopiero wtedy, gdy jedna ze stron porozumienia podejmie czynności skutkujące nabywaniem akcji⁵⁵¹. Osobiście skłaniam się ku temu pierwszemu pogładowi (chyba, że porozumienie dotyczące nabywania akcji jest zawarte pod warunkiem zawieszającym, w której to sytuacji miarodajne dla powstania zamiaru wydaje się spełnienie warunku).

Podsumowując, art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. wyraża normę zgodnie z którą, obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji powstają również wobec podmiotów niebędących akcjonariuszami, lub będących nimi, ale nieposiadających akcji w liczbie zapewniającej osiągnięcie relewantnych progów głosowych, w sytuacji zawarcia porozumienia obejmującego nabycie akcji w liczbie prowadzącej do osiągnięcia odpowiedniego progu głosów, w chwili postania zamiaru nabycia tych akcji (w chwili zawarcia porozumienia). Przepis ten, w stosunku do art. art. 87 ust. 1 pkt. 6 u.o.p., wprowadza tak naprawdę nie tyle rozszerzenie zakresu podmiotowego definicji porozumienia, co raczej przesunięcie chronologiczne powstania obowiązków – w wyniku realizacji porozumienia akcjonariusze i tak byliby uznani za działających w porozumieniu na podstawie art. art. 87 ust. 1 pkt. 6 u.o.p.

5.1.4 Krytyka art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p.

Zrekonstruowaną powyżej treść normy wynikającej z art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. należy ocenić zdecydowanie krytycznie. Zasadność utrzymania tego przepisu w jego obecnej postaci jest wątpliwa.

Po pierwsze, powiązanie obowiązku notyfikacyjnego z samym tylko zamiarem nabycia akcji skutkuje obowiązkiem dokonywania notyfikacji przez podmioty niebędące jeszcze w ogóle akcjonariuszami spółki, co może wprowadzać rynek w błąd. Realizacja porozumienia i rzeczywiste nabycie akcji w liczbie skutkujących osiągnięciem danego progu jest wszak niepewne, lub też może zająć sporo czasu⁵⁵².

⁵⁵⁰ Na uzasadnienie to wskazują K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 16, choć autorzy ci ostatecznie odrzucają, ze względów celowościowych, przyjęcie, że samo zawarcie porozumienia świadczy o zamiarze; podobnie *Mataczyński* w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 486. Za uznaniem, iż samo zawarcie porozumienia świadczy o zaistnieniu zamiaru - K. Haładyj, *Ustawa...*, s. 5 (z zastrzeżeniem, że będzie tak, jeżeli porozumienie określa dostatecznie szczegółowo zasady nabywania akcji); P. Szelenbaum, *Działanie...*, s. 57 (choć dość niekonsekwentnie, gdyż później autor, abstrahując od elementu zamiaru wskazuje, że należy odróżnić sam moment zawarcia porozumienia od momentu, w którym dla jego stron materializują się obowiązki z rozdziału 4 u.o.p.).

⁵⁵¹ *Michalski* w: M. Michalski (red.) *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz.*, Warszawa 2014, s. 531; P. Błaszczuk, *Nabywanie...*, s. 26; K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 16; T. Sójka, *Czy...*, s. 683, s. 683.

⁵⁵² K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 16; P. Błaszczuk, *Nabywanie...*, s. 26.

Po drugie, klóci się to również z konstrukcją przepisów ustanawiających obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji; obowiązki te są zasadniczo obowiązkami następczymi, powiązanymi z dokonaniem osiągnięciem lub przekroczeniem określonego progu głosów⁵⁵³.

Funkcjonalnie nakaz ujawniania samego *zamiaru* osiągnięcia określonego progu głosów skutkuje też obniżeniem progu od którego akcjonariusze zobowiązani są dokonywać notyfikacji spółki zasadniczo do zera (*in casu* do takiego progu głosów, którymi strony porozumienia dysponowały w chwili powzięcia zamiaru jego wykonania). Wiąże się to nie tylko z negatywnymi konsekwencjami dla interesu publicznego (potencjalne obniżenie przejrzystości rynku), ale przede wszystkim z daleko idącymi negatywnymi następstwami dla samych akcjonariuszy objętych regulacją. Ogłoszenie, przed przystąpieniem do nabycia 5% akcji, zamiaru nabycia takiego udziału zwiększy kurs akcji, a tym samym sprawi, że osiągnięcie tego udziału będzie bardziej kosztowne. Jeszcze dalej idące konsekwencje występują w kontekście obowiązku wezwaniowego – ze względu na aktualizację obowiązku wezwaniowego już przez sam zamiar nabycia akcji dających 50% głosów, który przecież często powstaje przy znacznie niższym poziomie posiadania, inwestorzy działający w porozumieniu nie będą mogli w praktyce dokonywać *stakebuildingu*. W konsekwencji będą zmuszeni wykupić znacznie więcej akcji w ramach wezwania, po wyższej cenie.

Należy zauważyć, że takie chronologiczne przesunięcie aktualizacji obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych powstaje tylko w kontekście działania w porozumieniu. Dla indywidualnie działających inwestorów obowiązki te mają charakter następczy. Takie zróżnicowanie nie odpowiada istocie instytucji działania w porozumieniu, która ma zapewnić że obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji nie będą obchodzone, poprzez traktowanie akcjonariuszy działających w porozumieniu tak samo jak jednego akcjonariusza, a nie powinna mieć takiego skutku, że akcjonariusze działający w porozumieniu traktowani są bardziej surowo. Taki stan rzeczy rodzi zasadnicze pytania o zgodność omawianego przepisu z konstytucyjną zasadą równego traktowania.

W kontekście zaangażowania akcjonariuszy taki kształt regulacji również wywierać będzie zasadniczo negatywne skutki. Pomimo iż zaangażowanie akcjonariuszy w zdecydowanej większości przypadku nie wypełnia w ogóle definicji działania w porozumieniu, to - jak argumentuje poniżej – część strategii aktywistycznych, zwłaszcza praktykowanych przez fundusze hedgingowe może wypełniać znamiona działania w porozumieniu. Z uwagi na fakt, że ujawnienie się tego typu inwestorów w akcjonariacie spółki powoduje pozytywną reakcję kursu ceny akcji⁵⁵⁴, obowiązek dokonania notyfikacji już w chwili powstania *zamiaru* nabycia akcji prowadzącego do przekroczenia progu głosowego sprawi, że osiągnięcie tego udziału będzie dla nich bardziej kosztowne. Norma wynikając z art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. może więc znacząco negatywnie oddziaływać na aktywizm w spółkach publicznych, nie tylko poprzez - co zazwyczaj zauważa się w doktrynie - potencjalne objęcie zbyt szerokiego zakresu

⁵⁵³ K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 16; P. Błaszczuk, *Nabywanie...*, s. 26.

⁵⁵⁴ Zob. szerzej Rozdz. 1 pkt. 4.4.

współdziałania akcjonariuszy jej hipotezą, ale również przez chronologiczne przesunięcie dokonania obowiązków notyfikacyjnych już na moment powstania zamiaru osiągnięcia 5% głosów w spółce.

W świetle przeprowadzonej powyższej krytyki zasadna wydaje się zmiana obecnego brzmienia art. 87 ust. 1 pkt. 5 i 6 u.o.p, przede wszystkim po pierwsze przez usunięcie sztucznego rozbicia regulacji działania w porozumieniu na dwa przepisy. Po drugie, jak wynika z uwag krytycznych powyżej, powiązanie obowiązków notyfikacyjnych z samym zamiarem nabycia akcji jest nieuzasadnione i powinno zostać usunięte z regulacji instytucji działania w porozumieniu.

W konsekwencji instytucja działania w porozumieniu mogłaby zostać uregulowana w przepisie bazującym na obecnym art. 87 ust. 1 pkt. 6 u.o.p., poddanym jedynie nieznacznej modyfikacji, w celu podkreślenia, że odnosi się on zarówno do akcjonariuszy jak i innych podmiotów, np. poprzez wskazanie, że „obowiązki te ciąży również na podmiotach, które łączy odpowiednie porozumienie, i które *łącznie* posiadają akcje spółki publicznej, w liczbie zapewniającej osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów określonego w tych przepisach”.

3.4. Pojęcie „porozumienia”

Ustawa o ofercie nie określa tego, jak należy rozumieć porozumienie o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p.. Mimo, że część doktryny uznaje, że porozumienie powinno przyjąć charakter wiążącej umowy prawa cywilnego, a wyłączone spod jego zakresu powinny być wszelkie innego rodzaju niewiążące czy niestanowcze ustalenia, których nie można dochodzić na drodze sądowej (tzw. *gentlemen's agreements*)⁵⁵⁵, przekonujący wydaje się pogląd przeciwny⁵⁵⁶. Wydaje się, że gdyby ustawodawcy chodziło o umowę w rozumieniu prawa cywilnego, to posłużyłby się tym pojęciem wprost. Również wykładnia celowościowa prowadzi do wniosku, że ograniczenie rozumienia porozumienia do umowy cywilnoprawnej mogłoby prowadzić do łatwego obejścia przepisów o działaniu w porozumieniu, w sposób sprzeczny z celami regulacji. Pewnych argumentów dostarcza też pomocnicze odwołanie się do definicji porozumienia na gruncie ustawy o ochronie konkurencji, gdzie umowy stanowią podzbiór porozumień, obejmujących również niebędące umowami „uzgodnienia dokonane w jakiegokolwiek formie” (art. 4 ust. 5 u.o.k.i.k.).

W doktrynie jednogłośnie wskazuje się, że porozumienie musi mieć charakter kwalifikowany, tj. posiadać określone cechy, niewskazane co prawda wprost w treści przepisu, ale możliwe do wywiedzenia w drodze jego teleologicznej redukcji, które przesądzają o jego doniosłości

⁵⁵⁵ Tak na gruncie p.p.o.p.w. M. Michalski, *Porozumienia...*, s. 7; M. Wierzbowski, *Zależności...*, s. 5; M. Romanowski, *Prawo o...*, s. 876. Aprobując T. Sójka, *Czy...*, s. 682.

⁵⁵⁶ Takie stanowisko zajmują A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, s. 571; K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 21; P. Szelenbaum, *Działanie...*, s. 54–55. Pogląd ten znalazł też uznanie w orzecznictwie SN, zob. wyr. SN z 22.02.2023 r. II CSKP 1007/22.

prawnej na gruncie art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p.⁵⁵⁷. W innym wypadku każdy przejaw współdziałania akcjonariuszy mógłby być uznany za porozumienie, co prowadziłoby do absurdalnych wniosków, stojących w sprzeczności nie tylko z postulatem wzmacniania zaangażowania akcjonariuszy, ale z samą istotną spółki handlowej (art. 3 KSH)⁵⁵⁸.

Przed wszystkim powszechnie podzielany jest pogląd, że porozumienie w rozumieniu art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. musi cechować się trwałością (stałością). Porozumienie musi kształtować współpracę akcjonariuszy w sposób ciągły i zorganizowany, i być narzędziem zorganizowanego, korporacyjnego oddziaływania na spółkę z myślą o osiągnięciu określonego celu⁵⁵⁹. Z zakresu pojęcia porozumienia wyłączone są więc wszelkie ustalenia dokonywane *ad hoc*, w odniesieniu do bieżących, konkretnych spraw dotyczących spółki, w szczególności wszelkie ustalenia dokonane przez akcjonariuszy bezpośrednio przed lub w trakcie walnego zgromadzenia⁵⁶⁰. W mojej opinii ustaleń czy współdziałania „*ad hoc*” nie należy jednak utożsamiać, jak czyni to przeważająca część doktryny, przede wszystkim z jednorazowością czy krótkotrwałością działania – jak argumentuję poniżej, porozumienie może dotyczyć również np. jednorazowego głosowania na walnym zgromadzeniu – a raczej z ich doraźnością, incydentalnością, nakierowaniem na konkretną decyzję korporacyjną lub działaniem reaktywnym, w obliczu konieczności ustosunkowania się do propozycji organów spółki lub innych akcjonariuszy, i w oderwaniu od szerszego, uzgodnionego planu działania wobec spółki. Trwałość porozumienia należałoby raczej oceniać przez pryzmat sposobu i stopnia koordynacji działań pomiędzy akcjonariuszami, a nie wyłącznie w odniesieniu do aspektu czasowego, który ma też charakter względny w zależności od kontekstu⁵⁶¹.

O istnieniu porozumienia nie powinien przesądzać sam fakt prowadzenia przez akcjonariuszy dialogu, wymiany informacji i stanowisk⁵⁶², czy nawet przekonywania innych akcjonariuszy do własnego stanowiska, np. w odniesieniu do spraw, które mają być przedmiotem uchwał na najbliższym walnym zgromadzeniu⁵⁶³. Zgodne działanie nie może być jedynie incydentalne, i nie wystarczy, że wynika np. z podobnych ocen, przekonań czy wizji poszczególnych

⁵⁵⁷ Pogląd ten zakwestionował SN w wyroku z 16.09.2016, sygn. V CSK 748/15, (dotyczącym, co istotne, porozumienia ws. nabywania akcji), że ustawa nie przewiduje dodatkowych przesłanek ocennych, takich jak trwałość porozumienia, wpływ na funkcjonowanie spółki, działanie na niekorzyść spółki i akcjonariuszy, subiektywny cel części podmiotów, uzyskanie nieuzasadnionych korzyści kosztem innych, osiągnięcie skutku w postaci wpływu na funkcjonowanie spółki w sferze korporacyjnej lub działalności gospodarczej”. Jednocześnie SN podzielił jednak pogląd, że „umowy doraźne, podejmowane dla osiągnięcia jednorazowego krótkofalowego celu” nie będą spełniać przesłanek porozumienia.

⁵⁵⁸ Zamiast wielu zob. Mataczyński w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 486.

⁵⁵⁹ K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 18; K. Haładyj, *Ustawa...*, s. 500 Jakszuk/Róg-Dyrda w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...*, s. 326. Cytowani autorzy wskazują też jednak na konieczność długotrwałego oddziaływania na spółkę wobec czego zgłaszam zastrzeżenia.

⁵⁶⁰ A. Chłopecki, *Jeszcze...*, s. 5; *tenże* w: A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, s. 571; M. Wierzbowski, *Zależności...*, s. 5; M. Mataczyński w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 485.

⁵⁶¹ Podkreślając względność trwałości rozumianej czysto czasowo, M. Romanowski, *Prawo o...*, s. 875

⁵⁶² K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 22.

⁵⁶³ Odwołując się do rozwiązań w innych porządkach prawnych należy przyjąć, że próby uzyskania poparcia innych akcjonariuszy dla propozycji już publicznie ogłoszonych, nie będą stanowić przejawów zawarcia porozumienia, zob. wyłączenia przyjęte w UK i we Włoszech opisywane w pkt. 4.2.1 i 4.2.2. poniżej.

inwestorów co do właściwego kierunku rozwoju spółki, choćby będących przedmiotem dyskusji pomiędzy akcjonariuszami, albo wzajemnego przekonywania ale musi być wynikiem wyraźnej koordynacji zachowań poszczególnych akcjonariuszy, uzgodnionej w ramach porozumienia⁵⁶⁴. Innymi słowy, porozumienie nie dochodzi do skutku na drodze deliberacji i wzajemnego przekonywania się akcjonariuszy do swoich racji.

Cechą charakterystyczną porozumienia jest to, że jego strony zobowiązują się wobec siebie – choćby w sposób prawnie niewiążący, nieformalny lub dorozumiany – że będą postępować w określony sposób. Aby można było przyjąć istnienie porozumienia konieczne jest istnienie pomiędzy jego stronami uzasadnionego oczekiwania, że zachowają się one w określony sposób, które to oczekiwanie wynika z interesów stron porozumienia. „Porozumienie” nie oznacza więc dojścia do wspólnego stanowiska w drodze perswazji, a uzgodnione współdziałanie w celu realizacji celów wspólnych stronom porozumienia. W konsekwencji, wymiana pomiędzy akcjonariuszami informacji, stanowisk i opinii, połączona nawet z przekonywaniem innych akcjonariuszy do swoich racji i głosowania w określony sposób nie prowadzi do zawarcia porozumienia. Na podobne aspekty koordynacji zachowań stron porozumienia i konieczność istnienia pewnej wyłączności w zakresie grona podmiotów nim objętych wskazał też SN podkreślając, że „koordynacja, uzgodniony zakres podziału praw i obowiązków, powiązania wzajemne i wyłączenie innych potencjalnych inwestorów potwierdzają realizowanie uzgodnionego dalekosiężnego celu. Zaangażowane podmioty uzyskały w ten sposób niejawni, nieznany i niedostępny innym akcjonariuszom, wpływ także na bieżącą działalność spółki”⁵⁶⁵.

Spektrum form zaangażowania inwestorów instytucjonalnych przedstawione w rozdziale 1 może stanowić tu pewien punkt odniesienia. Kampanie aktywistycznych funduszy hedgingowych czy innych inwestorów alternatywnych, obejmujące skoordynowane nabywanie akcji przez kilka podmiotów (*wolf pack*) w celu wzmocnienia ich pozycji przetargowej w spółce, nawet jeżeli zakładają jednorazowe działania (określoną zmianę osobową w składzie spółki, znaczną wypłatę dywidendy, podjęcie decyzji strukturalnej o połączeniu, przejęciu czy *spin off*ie aktywów), mogą moim zdaniem, w określonych sytuacjach realizować znamiona działania w porozumieniu (choć do wszelkich uogólnień w tym zakresie należy podchodzić ostrożnie, z uwagi na bogactwo możliwych stanów faktycznych).

Natomiast współpraca niepowiązanych i nie realizujących wspólnej strategii inwestycyjnej tradycyjnych inwestorów instytucjonalnych, np. w celu wyboru członków niezależnych, w mniejszy sposób zdaje się odpowiadać modelowi działania w porozumieniu. Przykłady te podkreślają, że niepozbawione istotności jest w tym kontekście działania w porozumieniu to, na ile współpraca akcjonariuszy stanowi realizację partykularnej, uzgodnionej strategii określonej grupy akcjonariuszy, a na ile wynik oczekiwanego w normalnym toku działalności spółki, i promowanego przez prawodawcę aktywnego zaangażowania akcjonariuszy w ład

⁵⁶⁴ T. Sójka, *Czy...*, s. 684.

⁵⁶⁵ Zob. cyt. powyżej wyr. SN o sygn. V CSK 748/15.

korporacyjny spółki, którego przejawem jest ich wspólna deliberacja, konsultacje i ucierania się stanowisk, prowadzące do wypracowania wspólnego stanowiska stron, niemającego jednak postaci porozumienia.

Ustawa nie zastrzega żadnej formy dla porozumienia. Szczególnych problemów dowodowych mogą dostarczać porozumienia zawarte w formie ustnej. Dla wykazania istnienia takiego porozumienia konieczne będzie zazwyczaj oparcie się na okolicznościach faktycznych. W doktrynie słusznie wskazuje się, że niemożliwe jest określenie w sposób jednoznaczny i wyczerpujący okoliczności, których wystąpienie prowadzić będzie do uznania, iż określone podmioty działały w ramach porozumienia; sam fakt zgodnego głosowania, o ile może uprawdopodobniać istnienie porozumienia to sam w sobie nie jest wystarczający dla automatycznego uznania jego istnienia⁵⁶⁶.

3.5. Przedmiot porozumienia

Ustawa wskazuje na trzy obszary aktywności, których może dotyczyć porozumienie: (i) nabywanie akcji spółki, (ii) zgodne głosowanie na walnym zgromadzeniu, (iii) prowadzenie trwałej polityki wobec spółki. Ze względu na fakt, że art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. stanowi przepis prawa publicznego ograniczający swobodę działalności gospodarczej, należy interpretować go ściśle. Porozumienia dotyczące wszelkich innych obszarów są więc wyłączone z zakresu regulacji. Porozumienie może dotyczyć co najmniej jednego z tych obszarów lub też dowolnej ich kombinacji.

5.1.5 Nabywanie akcji

Pierwszym przedmiotem porozumienia, o którym wspomina art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. jest nabywanie akcji, bezpośrednio lub pośrednio, lub obejmowanie akcji w wyniku oferty niebędącej ofertą publiczną, w tym przez osobę trzecią, o której mowa w art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. a u.o.p.. Przed nowelizacją u.o.p. ustawą z 16.10.2019 r. przepis mówił tylko o nabywaniu akcji⁵⁶⁷.

W doktrynie panuje zgodność co do tego, że z uwagi na konieczność ścisłej wykładni przepisu, porozumienie może dotyczyć wyłącznie nabycia akcji, a już nie ich zbycia. Zasadniczo porozumienie dotyczące nabywania akcji odnosi się też do skoordynowanego nabycia akcji równolegle przez strony porozumienia, a nie do umów sprzedaży akcji pomiędzy dwoma podmiotami (gdzie strony umowy miałyby być uznane za strony porozumienia w rozumieniu art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p.) Za nieobjęte zakresem tego przepisu uznaje się więc umowy lub klauzule umowne opcji, *drag along* i *tag along*, prawa pierwszeństwa i pierwokupu akcji czy klauzule typu *lock up* lub *standstill*⁵⁶⁸.

⁵⁶⁶ K. Haładyj, *Ustawa...*, s. 502; M. Michalski (red.) *Ustawa...*, s. 532.

⁵⁶⁷ 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. 2019 poz. 2217.

⁵⁶⁸ P. Błaszczuk, *Nabywanie...*, s. 24; Jakszuk/Róg-Dyrda w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...*, s. 326.

5.1.6 Zgodne głosowanie na walnym zgromadzeniu

Kolejną czynnością, którą objęte może być porozumienie jest zgodne zgłoszenie na walnym zgromadzeniu. Za zgodne głosowanie należy rozumieć nie tylko głosowanie w *ten sam* sposób, ale też w sposób odmienny, o ile został on uzgodniony pomiędzy stronami porozumienia⁵⁶⁹. Brak wymogu *stricte* tożsameskiego głosowania jest o tyle zasadny, że w związku z koniecznością uzyskania bezwzględnej większości głosów w celu przyjęcia uchwały walnego zgromadzenia, głos wstrzymujący się jest funkcjonalnie głosem przeciwko uchwale (art. 4 § 1 pkt. 10 w zw. z art. 414 KSH).

Fragment art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. dotyczący zgodnego głosowania został znówelizowany ustawą z 4.09.2008⁵⁷⁰, która usunęła z przepisu wymóg, aby zgodne głosowanie dotyczyło „istotnych spraw spółki”. Zmianę tę można poczytywać za intencję ustawodawcy rozszerzenia katalogu spraw objętych przepisem; polegając więc na obecnym brzmieniu przepisu można by przyjąć, że odnosi się on do, *lege non distingente*, do każdego przypadku zgodnego głosowania, niezależnie od przedmiotu uchwały walnego zgromadzenia.

Taki pogląd jest jednak odrzucany ze względów celowościowych w literaturze⁵⁷¹. Dla wykładni tego przepisu nie jest też, jak się wydaje, obojętne, że polski ustawodawca rozbił jednolitą przesłankę „przyjęcia długoterminowej wspólnej polityki dotyczącej zarządzania danym emitentem poprzez wspólne i zgodne wykonanie praw głosu” (art. TD) na dwa osobne znamiona czasownikowe, w konsekwencji czego czynność zgodnego głosowania nie jest, na poziomie literalnym powiązana z realizacją długoterminowej polityki. Nakaz prounijnej interpretacji przepisów implementujących dyrektywy przemawia jednak za przyjęciem kwalifikowanego zakresu spraw, których dotyczyć musi dane porozumienie, aby wyczerpywało ono hipotezę normy z art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p.

W tym kontekście w *K. Oplustil* i *M. Sas* stawiają tezę, zgodnie z którą aby mogło zostać uznane za prawnie relewantne na gruncie art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p., porozumienie ws. zgodnego głosowania powinno spełniać łącznie kryteria ilościowe – dotyczyć głosowania na więcej niż jednym walnym gromadzeniu oraz kryteria jakościowe – dotyczyć głosowania w sprawach istotnych z punktu widzenia spółki spraw⁵⁷². Zaproponowane kryteria stanowią przydatną wskazówkę i z pewnością, jeżeli przedmiot uzgodnień co do głosowania spełnia obydwa warunki, to z większym prawdopodobieństwem można będzie uznać je za porozumienie, choć nie można przyjąć ich bezkrytycznie.

⁵⁶⁹ M. Michalski (red.) *Ustawa...*, s. 531; K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 18; T. Sójka, *Czy...*, s. 684. Odmiennie na tle p.p.o.p.w. M. Romanowski, *Prawo o...*, s. 883, z powołaniem na konieczność ścisłej interpretacji przepisów publicznych.

⁵⁷⁰ Ustawa z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz o zmianie innych ustaw, Dz.U. 2008 nr 231 poz. 1547.

⁵⁷¹ *Mataczyński* w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 485 (wskazując, że nowelizacja z 2008 r. nie poszerzyła zakresu przedmiotowego); K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 18.

⁵⁷² K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 18.

W odniesieniu do kryterium jakościowego wpływu na spółkę, wypada się z nim zgodzić. Z pewnością, prounijna wykładnia tego przepisu – uwzględniająca fakt, że art. 10 lit. a TD wiąże głosowanie z prowadzeniem trwałej wspólnej polityki wobec emitenta - przemawia za przyjęciem kwalifikowanego jakościowego charakteru głosowania; za nieobjęte zakresem tego przepisu należałoby więc uznać głosowanie w sprawach dotyczących jedynie wycinku działalności spółki i nie mających fundamentalnego wpływu na jej funkcjonowanie. Jednak podawane przez autorów przykłady spraw, które można uznać za istotne i tych, którym należy odmówić takiej kwalifikacji budzą pewne zastrzeżenia. W katalogu pozytywnym istotnych spraw objętych porozumieniem autorzy wskazują na uchwały w sprawach z art. 415 § 1 KSH (zmiany statutu, w tym zmiany kapitału zakładowego), uchwały dotyczące zmian strukturalnych spółki (łączenie, podział, przekształcenie) czy zezwalające na dysponowanie składnikami majątku o istotnym znaczeniu⁵⁷³. Jednocześnie autorzy wskazują, że „nie będzie przejawem *acting in concert* jednorazowe uzgodnienie głosowania nad uchwałami niemającymi charakteru strukturalnego, np. w sprawie dystrybucji rocznego zysku spółki, odmowy udzielenia absolutorium członkom rady nadzorczej lub zarządu, odwołania lub powołania określonych osób do tych organów”⁵⁷⁴.

Takie ujęcie przedmiotowe prawnie relewantnych porozumień należy jednak ocenić jako zbyt wąskie. Proponowany przez autorów katalog pozytywny zawiera z pewnością istotne sprawy, których może dotyczyć porozumienie akcjonariuszy ws. zgodnego głosowania (choć równocześnie jego treść pozostaje w sprzeczności z wymogiem wielokrotności głosowania, zob. niżej). Niemniej jednak trudno uznać, aby był to katalog wyczerpujący. Przeciwnie, szereg spraw wskazanych przez autorów w negatywnym katalogu, takich jak zmiany osobowe w składzie organów spółki czy uchwały w sprawie podziału zysku, to również sprawy, co do których głosowanie wywiera znaczący wpływ na spółkę.

Większe jednak wątpliwości budzi zaproponowane przez autorów, wysoce sformalizowane kryterium ilościowe głosowania na więcej niż jednym walnym zgromadzeniu. Dla takiego warunku brak wyraźnej podstawy normatywnej, w moim przekonaniu nawet przy przyjęciu, że porozumienie powinno się charakteryzować trwałością. Za odrzuceniem tego wymogu przemawia moim zdaniem przede wszystkim fakt, że szereg istotnych rozstrzygnięć korporacyjnych, które powinny prowadzić do uznania istnienia prawnie relewantnego porozumienia akcjonariuszy, jest ze swej natury jednorazowych i z konieczności nie może spełnić zaproponowanego przez autorów kryterium ilościowego. Widać zresztą w przytoczonym powyżej, zaproponowanym przez autorów katalogu spraw o istotnym wpływie na działalność spółki (zmiany statutu, przekształcenia strukturalne), choć również istotne uchwały niemające charakteru strukturalnego mają często charakter jednorazowy (zmiany osobowe).

⁵⁷³ Ibid., s. 19.

⁵⁷⁴ Ibid.

Jak się wydaje problem ten powiązany jest z wymogiem trwałości porozumienia. O ile fakt, że porozumienie obejmuje wielokrotnie głosowanie na walnym zgromadzeniu przemawia za uznaniem jego trwałości, to nie należy moim zdaniem wyciągać wniosku przeciwnego, o tym, że jednorazowy charakter głosowania nad daną sprawą *a limine* przesądza o braku możliwości uznania porozumienia za trwałe – co z resztą jak argumentowałem powyżej nie powinny być rozumiane wyłącznie przez pryzmat czasowy. Wydaje się, że utożsamianie *trwałości* samego porozumienia z *wielokrotnością* głosowania na walnym zgromadzeniu w określonym przedmiocie jest błędne. Jednorazowe głosowanie nad poszczególnymi kwestiami może być z pewnością elementem realizacji trwałego porozumienia, którego charakter odpowiada cechom wskazanym w pkt. 3.4. powyżej.

Na poparcie tej argumentacji można odwołać się do dyskusji w doktrynie niemieckiej. Zgodnie z § 34 ust. 2 WpHG, obowiązki notyfikacyjne mają zastosowanie również do osoby, która koordynuje swoje działanie w odniesieniu do emitenta na podstawie porozumienia lub w inny sposób; *z wyłączeniem porozumień w jednostkowych sprawach*. Interpretacja tego wyłączenia wzbudzała kontrowersje w doktrynie. Część doktryny przyjmowała podejście formalne, zgodnie z którym porozumienie zawierane jest w jednostkowej sprawie, jeżeli dotyczy np. jednostkowego aktu głosowania, bez względu na obszar, którego głosowanie dotyczy. Zgodnie z przeciwnym stanowiskiem, porozumienie nie dotyczy jednostkowej sprawy, nawet jeżeli dotyczy pojedynczego aktu działania w stosunku do spółki, jeżeli dotyczy istotnych kwestii, które mogą wywrzeć znaczący i długotrwały (a tym bardziej nieodwracalny) wpływ na emitenta (podejście materialne)⁵⁷⁵. Wskazywano w tym kontekście m.in. na oportunistyczne działania w kontekstach fuzji i przejęć, która mają ze swej natury charakter jednorazowy, a które powinny, w opinii niektórych komentatorów być objęte zakresem definicji działania w porozumieniu⁵⁷⁶. Podejście materialne przyjmował BaFin. BaFin rozróżniał współdziałanie nakierowane na „wywieranie selektywnego wpływu”, które zdaniem nadzorcy objęte było zakresem wyłączenia dla porozumień w jednostkowych sprawach, nawet jeżeli dotyczyło kilku uchwał walnego zgromadzenia w różnym przedmiocie oraz współdziałanie nakierowane na zmianę „długoterminowej strategii” emitenta, które nie może korzystać ze wskazanego wyłączenia, przy czym bez znaczenia było zdaniem BaFin to, czy taka strategiczna zmiana ma dokonać się w wyniku głosowania na jedynym walnym zgromadzeniu lub nawet nad jedną uchwałą⁵⁷⁷. Kontrowersję tę zakończyło orzeczenie BGH z 2018 r.⁵⁷⁸, w którym BGH opowiedział się za podejściem formalnym (jednostkowość działania jako kryterium przesądzające), wskazując na konieczność zapewnienia pewności prawnej oraz prymat

⁵⁷⁵ Zob. Schneider w: H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbert (red.) *Wertpapierhandelsrecht*..., s. 451–452 (Nb. 167 – 170).

⁵⁷⁶ Tak von Hein w: E. Schwark, D. Zimmer (red.) *Kapitalmarktrechts*... (§34 WpHG, Nb. 33).

⁵⁷⁷ BaFin, *Issuer Guidelines. Modul B.*, 2018, s. 29 (pkt. I.2.5.10.2); C. Hoppe, M. Marion, *Acting in concert in the version of the Risk Reduction Act*, BaFin Quarterly, nr Q2/10/2010, s. 10.

⁵⁷⁸ BGH v. 25.09.2018 - II ZR 190/17, BKR 2019, 46.

wykładni literalnej norm publicznoprawnych⁵⁷⁹. Jednak argumenty za podejściem materialnym podnoszone w niemieckiej doktrynie, wskazują, że istnieją ważne względy celowościowe w objęciu zakresem działania w porozumieniu również porozumień, których przedmiotem jest jednorazowe głosowanie na walnym zgromadzeniu, gdyż nawet jednorazowe głosowanie może wyrzucić skutek o charakterze strategicznym.

Taki wniosek jest tym silniejszy na gruncie ustawy o ofercie, gdzie brak analogicznego wyłączenia w samym tekście definicji działania w porozumieniu. Zamiast upraszczającego kryterium ilościowego liczby głosowań, czy liczby walnych zgromadzeń, na których akcjonariuszy głosują w sposób uzgodniony należy raczej posługiwać się – niestety bardziej ocennym i niejednoznacznym – kryterium wpływu danego głosowania na spółkę (oczywiście w połączeniu z uwzględniającą aspekty przedstawione w pkt. 3.4. analizą tego, czy zgodne głosowanie można w ogóle uznać za wynik porozumienia, czy też jedynie dopuszczalnego uzgodnienia wspólnego stanowiska przez akcjonariuszy *ad hoc*).

Szczególnych problemów może przysparzać głosowanie nad odwołaniem lub powołaniem osób w skład organów spółki. Do głosowania w tego typu kwestiach również należy zastosować kryterium wpływu na spółkę i jej funkcjonowanie. W tym kontekście K. Oplustil i M. Sas słusznie wskazują, że „należy odróżnić sytuację, w której inwestorzy instytucjonalni wysuwają na kolejnych zgromadzeniach uzgodnionego kandydata do rady nadzorczej, który ma zostać wybrany jako jej niezależny członek, od przypadków, w których kilku znaczących akcjonariuszy porozumiewa się co do podziału mandatów i wpływów w radzie nadzorczej lub zarządzie spółki bądź zawiera porozumienie zmierzające do zdominowania któregoś z tych organów spółki przez wybór większości jego członków”⁵⁸⁰. Dla oceny głosowania – ale też innych działań, takiej jak przedkładanie propozycji uchwał z kandydaturami członków organów - pomocne mogą być przedstawiane w pkt. 4.2. poniżej rozwiązania w odniesieniu do wyborów członków organów, przyjęte w innych jurysdykcjach. Należy z pewnością w tym kontekście uwzględnić liczbę powoływanych lub odwoływanych członków organu, kwestię ich niezależności od akcjonariuszy proponujących ich kandydatury czy wpływ zmian osobowych na funkcjonowanie organu spółki.

Podsumowując, pomimo więc, że generalnie podzielam poglądy doktryny o tym, że sprawy objęte uzgodnionym głosowaniem powinny być istotne, to, wobec ocennego charakteru tej przesłanki próby budowania w tym zakresie sztywnych kryteriów uważam za ryzykowne. W szczególności zaś wymóg uzgodnionego głosowania na więcej niż jednym walnym zgromadzeniu wydaje się zbyt formalistyczny i nieuzasadniony. Jak wskazano wyżej, szereg bardzo istotnych rozstrzygnięć korporacyjnych ma inherentnie jednorazowy charakter. Przymiot trwałości powinien być odnoszony do samego porozumienia, jego celów i skutków działań objętych porozumieniem, a nie powtarzalności samego aktu głosowania, lub liczby

⁵⁷⁹ Zob. omówienie wyroku w M. Brellochs, *Konkretisierung des Acting in Concert durch den BGH-Kommentar zu BGH v. 25.9. 2018–II ZR 190/17, AG 2018, 37, AG nr 1–2(64)/2019.*

⁵⁸⁰ K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 19.

walnych zgromadzeń, na których zgodne głosowanie miało miejsce. Wniosek taki jest oczywiście o tyle niesatysfakcjonujący, że uzależnia uznanie współpracy akcjonariuszy za działanie w porozumieniu od wysoce nieostrych i ocennych kryteriów, jednak jak się wydaje nie sposób od tego uciec. Pewnym rozwiązaniem mogłoby być zaproponowanie przez ustawodawcę lub chociażby KNF katalogu spraw, które nie powinny być co do zasady uznawane za istotne, ze względu na ich przedmiot.

5.1.7 Prowadzenie trwałej polityki wobec spółki

Kolejną czynnością, której może dotyczyć porozumienie jest prowadzenie trwałej polityki wobec spółki. Jak już wspomniano polski ustawodawca, odmiennie od ustawodawcy unijnego, zdecydował się ująć tę czynnością jako osobną, niezależną od zgodnego głosowania na walnym zgromadzeniu przesłankę działania w porozumieniu. Wykładnia prounijna komentowanego przepisu nie powinna prowadzić do jego wykładni *contra legem*, w związku z czym należy uznać niezależność tej przesłanki⁵⁸¹, przyjmując, że prowadzenie takiej polityki może polegać zarówno na zgodnym głosowaniu stron porozumienia na walnym zgromadzeniu (w tej sytuacji występować będzie zbieg z przesłanką zgodnego głosowania), ale też w innym sposób, np. – co szczególnie istotne w kontekście zaangażowania inwestorów instytucjonalnych – poprzez bezpośredni wpływ na radę nadzorczą lub zarząd⁵⁸².

Przy wykładni tej przesłanki należy uwzględnić fakt, że akcjonariusze (zwłaszcza mniejszościowi) nie dysponują narzędziami prawnymi pozwalającymi im bezpośrednio i w sposób wiążący prowadzić politykę wobec spółki, np. poprzez wydawanie wiążących poleceń członkom organów. Należy wobec tego uznać, że sama próba wywarcia wpływu na spółkę – w tym charakterystyczne dla aktywizmu akcjonariuszy działania takie jak bezpośredni dialog z funkcjonariuszami spółki „kampanie” medialne - mogą stanowić przejaw prowadzenia polityki wobec spółki (o ile spełniają przymiot trwałości). Prowadzeniem polityki będzie też wywieranie wpływu na członków organów, z którymi łączą akcjonariuszy określone powiązania, lub którym zawdzięczają oni swój wybór. W konsekwencji nie jest istotne czy prowadzenie takiej polityki będzie ostatecznie zakończone sukcesem, wystarczą same próby jej prowadzenia. Należy jednak podkreślić, że wskazane formy zaangażowania akcjonariuszy mają być *przedmiotem* porozumienia, natomiast nie stanowią same w sobie wystarczającej podstawy do przyjęcia, że akcjonariusze działają w porozumieniu – dla stwierdzenia tego faktu należy zbadać czy rzeczywiście miało miejsce zawarcie pomiędzy nimi porozumienia, uwzględniając kwestie wskazane w pkt. 3.4. powyżej.

Słusznie podkreśla się, że polityka, której dotyczyć ma porozumienie, podobnie jak zgodne głosowanie, musi dotyczyć spraw, które charakteryzują się określoną doniosłością z

⁵⁸¹ Ibid.

⁵⁸² Ustawodawca niemiecki w 2008 r. w podobny sposób rozszerzył zakres działania w porozumieniu, poza zgodnym głosowaniem również na innego rodzaju współpracę nakierowaną na osiągnięcie trwałej i znaczącej zmiany strategii biznesowej emitenta (§34 ust. 2 zd. 2 *in fine* WpHG, dodany ustawą Risikoreduzierungsgesetz z 2008 r.).

perspektywy całości funkcjonowania spółki. Za politykę nie powinny być więc uznane próby oddziaływania na spółkę, które dotyczą jedynie ograniczonego wycinka jej działalności, np. polityki wynagrodzeń lub polityki środowiskowej czy odpowiedzialności społecznej⁵⁸³.

Ten ostatni aspekt jest szczególnie istotny wobec upowszechnienia się na rynku, ale też w wymogach regulacyjnych, zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do kwestii klimatycznych czy ESG. Należy jednak wskazać, że nie niekiedy zagadnienia te mogą mieć szersze oddziaływanie na spółkę. Jak słusznie wskazuje BaFin w swoich wytycznych dot. działania w porozumieniu w kontekście ESG, „decyzja o przejściu na energię odnawialną, jako jednostkowe zagadnienie ESG, może być irrelevantna dla strategii biznesowej zdywersyfikowanej grupy. Jednak jeżeli spółka energetyczna decyduje się na dyskontynuację korzystania z energii jądrowej lub paliw kopalnych, może to stanowić trwałą i istotną zmianę strategii biznesowej”⁵⁸⁴. Konieczna jest więc każdorazowa ocena w konkretnym przypadku.

4. Instrumenty akomodacji współpracy akcjonariuszy w ramach regulacji działania w porozumieniu

4.1. Instrumenty akomodacji współpracy akcjonariuszy w prawie polskim

5.1.8 Wylączenia z art. 90 ust. 2 u.o.p.

W art. 90 u.o.p. ustawodawca ustanawia katalog wyłączeń spod zakresu przepisów ustanawiających obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji. Zgodnie z art. 90 ust. 2 u.o.p, przepisów rozdziału 4 ustawy o ofercie, z wyjątkiem art. 69-69b, art. 70, art. 87 ust. 1 pkt 6 i art. 89 ust. 1 pkt 1 w zakresie dotyczącym art. 69, nie stosuje się również w przypadku porozumień, o których mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5, zawieranych dla ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych, w celu wspólnego wykonywania przez nich uprawnień określonych w art. 84 i art. 85 u.o.p. (powołanie rewidenta do spraw szczególnych) oraz w art. 385 § 3 (wybór rady nadzorczej grupami), art. 400 § 1 (zwołanie walnego zgromadzenia i umieszczenia spraw w jego porządku obrad), art. 422 i art. 425 (powództwa o uchylenie i stwierdzenie nieważności uchwały walnego zgromadzenia) oraz art. 429 § 1 (wniosek do sądu o zobowiązanie zarządu do ujawnienia informacji udzielonej akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem) KSH. Artykuł 90 ust. 2 u.o.p. uzależnia więc wyłączenie od dwóch przesłanek, po pierwsze celu porozumienia, jakim jest ochrona praw akcjonariuszy mniejszościowych, a po drugie, wspólnego wykonywania jednego z praw mniejszości wskazanych w przepisie⁵⁸⁵. Przepis ten pomija część praw mniejszości – np. z art. 401 § 1 i § 4, art. 410 § 2 KSH – co jednak, jak się wydaje jest wynikiem przeoczenia ustawodawcy i braku odpowiedniej jego nowelizacji po nowelizacji KSH ustawą z 2008 r. W konsekwencji,

⁵⁸³ K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 20.

⁵⁸⁴ BaFin, *Collaborative engagement and the attribution of voting rights: When can things get tricky?*, 30.05.2023 (https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2023/fa_bj_2303_Collaborative_Engagement_en.html).

⁵⁸⁵ K. Haładaj, *Ustawa...*, s. 521; Jakszuk/Róg-Dyrda w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...*, s. 340.

w odniesieniu do nieujętych w nim praw mniejszości należy raczej stosować wykładnię, *a simile* a nie *a contrario*⁵⁸⁶. Uzależnienie wyłączenia od dodatkowej przesłanki „ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych” należy ocenić krytycznie – jej ocenny charakter generuje ryzyko prawne, że porozumienie nie będzie mogło zostać uznane za objęte wyłączeniem z art. 90 ust. 2 u.o.p. Ponadto prawa mniejszości ze swej natury służą ochronie interesów mniejszości, zbędne wydaje się więc dodatkowe ocenianie celu w kontekście wyłączenia; przed ewentualnymi nadużyciami wyłączenia z art. 90 ust. 2 u.o.p. emitentów mógłby bronić się podnosząc zarzut nadużycia prawa (art. 5 KC).

Wyłączenie z art. 90 ust. 2 u.o.p. ma jednak wysoce ograniczony zakres, gdyż odnosi się jedynie do obowiązków związanych z wezwaniem, nie dotyczy natomiast obowiązku notyfikacyjnego, najbardziej istotnego z punktu widzenia współdziałania akcjonariuszy mniejszościowych. W konsekwencji, nawet dla akcjonariuszy mniejszościowych zawierających porozumienie w celu realizacji któregoś ze wskazanych uprawnień obowiązek ten – i ryzyko sankcji wyłączenia prawa głosu – pozostają aktualne. Wyłączanie współdziałania w celu realizacji praw mniejszości z zakresu objęcia obowiązkiem wezwań mogło mieć sens w poprzednim stanie prawnym, w którym obowiązek ogłaszania wezwania aktualizował się już przy osiągnięciu 33% procent głosów w spółce, przy obecnym progu 50% przepis ten jak się wydaje pozbawiony jest większego praktycznego znaczenia (jeżeli działający w porozumieniu akcjonariusze posiadają łącznie więcej niż 50% głosów to nie muszą co do zasady korzystać z praw mniejszości).

K. Oplustil i M. Sas oceniają komentowane wyłączenie krytycznie, z uwagi na fakt, że „u jego podstaw leży bowiem błędne rozumienie *acting in concert*, jako każdego, także incydentalnego, porozumienia akcjonariuszy dotyczącego wykonywania uprawnień korporacyjnych”, w związku z czym przy właściwym ujęciu zakresu przedmiotowego działania w porozumieniu stanowi *superfluum*⁵⁸⁷. Z krytyką tą należy się po części zgodzić, dostrzegając jednak, że przepis ten w założeniu ustawodawcy miał mieć, jak się wydaje, charakter „bezpiecznej przystani” i jako taki należy go uznać za przejaw wspierania przez ustawodawcę współpracy akcjonariuszy. Jednocześnie technika legislacyjna zastosowana w tym przepisie wspiera krytykę przywołanych autorów. Należy bowiem zauważyć, że art. 90 ust. 2 u.o.p. nie stanowi, że współpraca akcjonariuszy w odniesieniu do wykonywania w tym przepisie praw mniejszości nie stanowi porozumienia, a przeciwnie mówi o „porozumieniach, o których mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5” dotyczących tych uprawnień, wyłączając je jednak z zakresu stosowania wybranych przepisów. Jest to podejście odmienne niż to, przyjmowane w wyłączeniach o charakterze „bezpiecznej przystani” w prawach obcych, które zazwyczaj wprost wyłączają daną aktywność z zakresu pojęcia porozumienia. Co istotne, z tak sformułowanego brzmienia art. 90 ust. 2 u.o.p. nie można jednak wyciągać wniosku, że każde współdziałanie akcjonariuszy w celu wykonania jednego ze wskazanych w nim uprawnień

⁵⁸⁶ K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 21.

⁵⁸⁷ *Ibid.*

mniejszości przesądza o istnieniu między nimi porozumienia w rozumieniu art. 87 ust. 1 pkt. 5⁵⁸⁸. W tym zakresie konieczne jest dokonanie każdorazowo odpowiednich ustaleń z uwzględnieniem wszystkich przesłanek działania w porozumieniu.

5.1.9 Biała lista ESMA

Rozbieżności w implementacji definicji działania w porozumieniu w poszczególnych państwach członkowskich UE i wynikająca stąd niepewność prawna dla inwestorów, mogąca skutkować ograniczeniem współpracy pomiędzy akcjonariuszami a co za tym idzie ich zaangażowania w ład korporacyjny zostały dostrzeżone przez Komisję Europejską w raporcie Komisji dot. stosowania dyrektywy o przejęciach⁵⁸⁹. W konsekwencji, w Planie Działania dot. prawa spółek z 2012 roku, Komisja wskazała na zasadność dalszego wyjaśnienia, podkreślając, że "w braku takiego wyjaśnienia, akcjonariusze mogą unikać kooperacji, co z kolei może wpływać negatywnie na potencjał do długoterminowego zaangażowani akcjonariuszy w ramach którego efektywnie rozliczają oni radę z jej funkcjonowania"⁵⁹⁰.

W wykonaniu tej rekomendacji ESMA opublikowała w 2014 roku stanowisko („*public statement*”) zawierające tzw. białą listę (*white list*) zachowań akcjonariuszy, które zdaniem ESMA nie powinny same w sobie świadczyć o tym, że akcjonariusze działają w porozumieniu⁵⁹¹.

W swoim stanowisku ESMA rozróżniła działania związane z kształtowaniem składu osobowego organów spółki i pozostałe.

W odniesieniu do tej drugiej grupy, za automatycznym uznaniem, że akcjonariusze działają w porozumieniu nie powinny według ESMA świadczyć następujące działania:

- (a) prowadzenie dyskusji dotyczącej tematów do podniesienia wobec organów spółki;
- (b) kierowanie do organów spółki oświadczeń dotyczących polityk, praktyk lub konkretnych działań, których powzięcie spółka mogłaby rozważyć;
- (c) wykonywanie ustawowych uprawnień akcjonariuszy do: (i) dodawania punktów do porządku obrad walnego zgromadzenia, (ii) zgłaszania projektów uchwał dotyczących spraw w porządku obrad walnego zgromadzenia, (iii) zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia – jeżeli nie dotyczą one powoływania członków organów spółki;
- (d) uzgodnienia co do wspólnego głosowania w sprawie uchwały przedłożonej walnemu zgromadzeniu dotyczącej, na przykład: (A) zatwierdzenia lub odrzucenia: (i) propozycji dotyczącej wynagrodzenia członków organów, (ii) nabycia lub zbycia

⁵⁸⁸ Tak trafnie Michalski w: M. Michalski (red.), *Ustawa...*, s. 552, z powołaniem na niepublikowane postanowienie Sądu Apelacyjnego w Warszawie z 13.12.2002, I Acz 2225/02.

⁵⁸⁹ KE, *Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*, COM(2012) 347 final., Bruksela 2012, s. 6.

⁵⁹⁰ KE, *Plan działania: Europejskie prawo spółek i ład korporacyjny – nowoczesne ramy prawne na rzecz bardziej zaangażowanych udziałowców i zrównoważonych przedsiębiorstw*. COM(2012) 740 final, Strasburg 2012, s. 12.

⁵⁹¹ ESMA, *Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive*, ESMA/2014/677-REV, 2014.

aktywów, (iii) zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia, (iv) obniżenia kapitału zakładowego, (v) wypłaty dywidendy, (vi) powołania, odwołania lub wynagrodzenia biegłego rewidenta, (vii) powołania rewidenta do spraw szczególnych, (viii) sprawozdań spółki, (ix) polityki spółki w odniesieniu do spraw środowiskowych, odpowiedzialności społecznej lub zgodności z uznanymi standardami lub kodeksami praktyk, lub; (B) odmowy zatwierdzenia transakcji z podmiotami powiązanymi – jeżeli nie dotyczą one powoływania członków organów spółki.

W odniesieniu do działań dotyczących powoływania członków organów spółki, ESMA zwraca uwagę, że są one szczególnie wrażliwe w kontekście obowiązku ogłaszania wezwań, gdyż mogą wiązać się z uzyskaniem wpływu na działalność operacyjną spółki. Z tego powodu, jak również ze względu na zróżnicowaną regulację w tym obszarze w państwach członkowskich, działania te nie zostały ujęte w białej liście. ESMA zaznaczyła równocześnie, że oceniając, czy tego typu działania stanowią przejaw działania w porozumieniu, właściwe organy nadzoru w państwach członkowskich powinny wziąć pod uwagę następujące okoliczności:

- (a) charakter relacji pomiędzy akcjonariuszami oraz proponowanymi członkami organów spółki;
- (b) liczbę proponowanych członków organów spółki objętych porozumieniem akcjonariuszy co do głosowania;
- (c) to, czy akcjonariusze współpracowali w odniesieniu do powoływania członków organów wielokrotnie;
- (d) to, czy akcjonariusze nie tylko zgodnie zgłoszą za danymi kandydatami do organów spółki, ale też razem wysuwają kandydatury osób do powołania w skład organów;
- (e) to, czy powołanie proponowanych kandydatów doprowadzi do zmiany układu władzy (*shift in the balance of power*) w organie spółki⁵⁹².

ESMA podkreśla, że czynności nie ujęte na liście nie powinny być automatycznie uznawane za przejaw działania w porozumieniu. Jednocześnie jednak unijny nadzorca zaznacza też, że czynności ujęte w białej liście nie powinny być uznawane za działanie w porozumieniu same w sobie, ale mogą być jego przejawem w zależności od innych relewantnych okoliczności. W tym kontekście ESMA wskazała, że „mogą wystąpić okoliczności dotyczące relacji pomiędzy akcjonariuszami, ich celami, działaniami albo skutkami ich działań, które sugerują, że ich kooperacja co do działania ujętego na białej liście nie jest jedynie wyrazem ich wspólnego podejścia co do określonej materii, ale elementem szerszego uzgodnienia (*agreement*) lub porozumienia (*understanding*) w celu uzyskania lub wykonywania kontroli nad spółką”⁵⁹³. W konsekwencji, należy zgodzić się z komentatorami wskazującymi, że lista ESMA nie ma charakteru „bezpiecznej przystani”, a raczej ustanawia domniemania co do charakteru danych

⁵⁹² Jak się wydaje kryteria te są częściowo inspirowane podobnymi kryteriami sformułowanymi w kontekście propozycji akcjonariuszy dotyczących składu osobowego organów spółki przez UK Takeover Panel, szerzej zob. pkt. 4.2.1. poniżej.

⁵⁹³ ESMA, *Information...*, s. 4 (pkt. 3.3.).

form współpracy akcjonariuszy, które jednak mogą być obalone, jeżeli inne okoliczności przemawiać będą za uznaniem je za działanie w porozumieniu w konkretny przypadku⁵⁹⁴.

Oceniając znaczenie stanowiska ESMA należy po pierwsze podkreślić, że nie ma ono wiążącego charakteru, a więc w ograniczony sposób może gwarantować pewność prawną. Jest to jednak nieuniknione z uwagi na ograniczone kompetencje ESMA w odniesieniu do dyrektywy o przejęciach a także przyjętego na gruncie tej dyrektywy standardu minimalnej harmonizacji⁵⁹⁵. W obliczu różnorodnych definicji działania w porozumieniu przyjętych przez poszczególne państwa członkowskie, ocena każdego stanu faktycznego musi odbywać się z uwzględnieniem prawa krajowego; w konsekwencji stanowisko ESMA zachęca do konsultacji z krajowymi organami nadzoru. Wreszcie, należy podkreślić, że biała lista ESMA została sformułowana w kontekście definicji działania w porozumieniu z dyrektywy o przejęciach, która odnosi się do przejęcia kontroli nad spółką. Listę tę można w dużej mierze odnieść do definicji z dyrektywy o przejrzystości, ale wydaje się, że próg uznania określonych form współpracy akcjonariuszy za „przyjęcie długoterminowej wspólnej polityki dotyczącej zarządzania danym emitentem” (art. 10 lit. a TD) jest niższy niż próg uznania tych samych działań za przejęcie kontroli. Tym bardziej ma to zastosowanie do definicji w prawie polskim, która – pomimo słusznej redukcji teleologicznej w doktrynie – w dalszym stopniu autonomizuje przesłanki działania w porozumieniu potencjalnie rozszerzając zakres przedmiotowy działań objętych hipotezą ustanawianej normy.

5.1.10 Argumenty aksjologiczne za interpretacją przepisów o działaniu w porozumieniu w sposób przychylny współpracy akcjonariuszy

Wreszcie, względy aksjologiczne przemawiają za przyjęciem ogólnej reguły interpretacyjnej wykładania przepisów o działaniu w porozumieniu w sposób przyjazny współdziałaniu akcjonariuszy i ich aktywnemu zaangażowaniu w ład korporacyjny spółki⁵⁹⁶. Jak wielokrotnie podkreślano w niniejszej pracy, aktywny nadzór akcjonariuszy nad działaniem spółki stanowi powszechnie uznaną dobrą praktykę ładu korporacyjnego, a z szeregu aktów prawnych, w tym przede wszystkim SRD i SRD II, da się odcodować generalną preferencję unijnego, a w ślad za nim krajowego, prawodawcy dla tego zjawiska⁵⁹⁷. Na przeszkodzie takiej konkluzji nie stoi okoliczność, że akty te zostały przyjęte później niż unijne przepisy o działaniu w porozumieniu – wykładnia prawa ma bowiem charakter dynamiczny i powinna uwzględniać zmieniające się preferencje społeczne, znajdujące odzwierciedlenie w decyzjach legislacyjnych. W przypadku więc wątpliwości, których nie da się wyjaśnić opierając się na wykładni literalnej i prounijnej wykładni celowościowej przepisów o działaniu w porozumieniu, należy wątpliwości te rozstrzygać na korzyść współdziałania akcjonariuszy.

⁵⁹⁴ M. Winner, *Active shareholders and European takeover regulation*, ECFR nr 3(11)/2014, s. 383.

⁵⁹⁵ Ibid., s. 378–379.

⁵⁹⁶ Podobnie T. Sójka, *Czy..., passim*.

⁵⁹⁷ Zob. w szczególności motyw 3 SRD.

4.2. Uwagi prawnoporównawcze – współpraca akcjonariuszy dotycząca kształtowanie składu osobowego organów spółki a działanie w porozumieniu

Jak zaznaczono powyżej, uchwały zmierzające do odwołania lub powołania członków organów spółki, są szczególnie wrażliwe w kontekście regulacji działania w porozumieniu, przede wszystkim na potrzeby obowiązku ogłaszania wezwania. Obowiązek wezwaniowy wiąże się bowiem inherentnie z zagadnieniem przejęcia kontroli nad spółką, a kształtowanie składu osobowego organów jest podstawowym przejawem sprawowania kontroli korporacyjnej. Za każdym więc razem, gdy współdziałanie akcjonariuszy zmierza do kształtowania składu osobowego organów spółki, pojawiają się pytania o kwestie uzyskania kontroli i aktualizację obowiązku wyznaniowego. Z tego powodu część jurysdykcji odrębnie i szczegółowo reguluje uchwały w sprawach osobowych w kontekście działania w porozumieniu.

5.1.11 Zjednoczone Królestwo

W Zjednoczonym Królestwie funkcjonują odrębne definicje działania w porozumieniu na potrzeby obowiązku notyfikacyjnego oraz obowiązku ogłoszenia wezwania.

i) *Disclosure and Transparency Rules*

Sekcja 5.2.1. Disclosure and Transparency Rules przyjętych przez FCA definiuje osobę działającą w porozumieniu w akcjonariuszem jako osobę, z którą akcjonariusz zawarł umowę zobowiązującą do przyjęcia, poprzez wspólne i zgodne wykonanie praw głosu będących w ich posiadaniu, długoterminowej wspólnej polityki dotyczącej zarządzania danym emitentem. Definicja z DTR 5.2.1. stanowi więc zasadniczo powtórzenie definicji z art. 10 lit. a TD. Na tle DTR brak jest szczególnych rozwiązań dotyczących zaangażowania akcjonariuszy. W publicznym liście FSA (poprzedniczki FCA) z 2009 r., w odniesieniu do definicji z STR 5.2.1. organ wskazał, że „definicja działania w porozumieniu raczej nie obejmuje tego rodzaju dyskusji i uzgodnień *ad hoc*, które mogą zostać powzięte pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi w odniesieniu do określonych kwestii czy zdarzeń korporacyjnych”. Organ podkreślił, że „nie uważamy, aby nasze wymogi regulacyjne stały na przeszkodzie kolektywnemu zaangażowaniu inwestorów instytucjonalnych, zmierzającemu do wyrażenia uzasadnianych zastrzeżeń co do konkretnych korporacyjnych kwestii, wydarzeń lub obszarów zarządzania wobec zarządców spółek portfelowych. Dyskusje i porozumienia ad tego typu nie aktualizują ograniczeń lub obowiązków informacyjnych nakładanych przez nasze regulacje”⁵⁹⁸.

ii) *The City Code on Takeovers and Mergers*

⁵⁹⁸ FSA, *Shareholder engagement and the current regulatory regime*, 19.08.2009 (https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/ukgwa/20090903065311mp_/http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/shareholder_engagement.pdf).

Na potrzeby niniejszych rozważań bardziej relewantna jest Definicja działania w porozumieniu na potrzeby obowiązku ogłaszania wezwania w kontekście przejęć, zawarta jest w The City Code on Takeovers and Mergers (The Takeover Code; TC) przyjętym przez The Panel on Takeovers and Mergers (The Takeover Panel). Zgodnie z Rule 9.1. TC, obowiązek ogłoszenia wezwania ciąży na (a) osobie, która nabywa, również w drodze serii transakcji, akcje dające (łącznie z akcjami osób działających z nią w porozumieniu) 30% lub więcej głosów w spółce lub (b) osobie, która łącznie z osobami działającymi z nią w porozumieniu posiada akcje dające łącznie nie mniej niż 30% ale nie więcej niż 50% głosów, jeżeli osoba ta lub osoba działająca z nią w porozumieniu nabywa jakiejkolwiek dalsze akcje zwiększające jej prawo głosu. Z kolei zgodnie z definicją, osoby działające w porozumieniu oznaczają osoby, które na podstawie porozumienia lub uzgodnienia (*agreement or understanding*) (zarówno formalnego jak i nieformalnego), współpracują w celu uzyskania lub skonsolidowania kontroli nad spółką albo zakłócenia pomyślnego wyniku oferty (TC, s. C1). Dalsza część definicji zawiera katalog sytuacji, których wiąże się z domniemaniem działania w porozumieniu. Definicja ta w dużej mierze odpowiada więc definicji z art. 2 ust. 1 lit. d ToD i skupia się na kwestii kontroli nad spółką.

Jak wynika z brzmienia Rule 9 - i co potwierdza 9.1.1. TC (*Note 1*) – aktualizacja obowiązku wezwaniowego uzależniona jest albo od przekroczenia progu 30% głosów, albo też od nabycia akcji, w przypadku posiadania pomiędzy 30 a 50% głosów. W konsekwencji samo zawarcie porozumienia przez akcjonariuszy posiadających łącznie więcej niż 30% głosów nie będzie aktualizować obowiązku ogłoszenia wezwania, o ile któraś ze stron porozumienia nie nabędzie następnie akcji z prawem głosu.

Postanowienie 9.1.2. TC (*Note 2*) zawiera rozbudowaną regulację dotyczącą współpracy akcjonariuszy dotyczącej decyzji osobowych w kontekście definicji działania w porozumieniu. Postanowienie to zostało dodane do TC już w 2002 r., po konsultacjach przeprowadzonych przez Panel⁵⁹⁹. Dalszych wyjaśnień co do stosowania postanowienia 9.1.2. TC Panel dostarczył w stanowisku z 2009 r. (dalej cytowane w tekście jako „PS”)⁶⁰⁰.

Kluczową kwestią w tym kontekście jest to, czy propozycja akcjonariuszy stanowi propozycję zmierzającą do uzyskania kontroli (*board-control seeking proposal*). Za tego typu propozycje akcjonariuszy Panel uznaje przede wszystkim propozycje dotyczące zmiany składu rady dyrektorów spółki. TC nakazuje stosować wielostopniowy test weryfikujący, czy dana propozycja osobowa stanowi zmierzającą do uzyskania kontroli.

Niezależność. W pierwszej kolejności należy ocenić czy proponowani dyrektorzy są niezależni od akcjonariuszy wysuwających lub popierających (co do poparcia zob. niżej) ich kandydatury (TC 9.1.2.(a)). Oceniając tę przesłankę Panel bierze pod uwagę: (i) czy istnieje lub istniał jakikolwiek związek pomiędzy dyrektorami a akcjonariuszami; (ii) czy istnieją jakiejkolwiek

⁵⁹⁹ The Panel on Takeovers and Mergers, *Shareholder activism and acting in concert. Revision proposals relating to Note 2 on Rule 9.1 of the Takeover Code*, 14.03.2002.

⁶⁰⁰ The Panel on Takeovers and Mergers, *Practice Statement 26. Shareholder Activism*, 9.09.2009.

umowy, ustalenia lub porozumienia pomiędzy akcjonariuszami a proponowanymi dyrektorami dotyczące ich powołania; (iii) czy proponowani dyrektorzy będą w jakikolwiek sposób wynagradzani przez akcjonariuszy proponujących ich kandydatury w wyniku lub w następstwie ich powołania.

Jeżeli w oparciu o te kryteria można stwierdzić niezależność dyrektorów od wysuwających ich akcjonariuszy – tj. jeżeli brak pomiędzy nimi powyższych powiązań lub *powiązania te są nieistotne* (TC 9.1.2.(a) akapit drugi) - brak jest działania w porozumieniu. Co za tym idzie, działający w porozumieniu akcjonariusze mogą przedłożyć i głosować za uchwałami zmierzającymi do wymiany całego nawet składu rady dyrektorów, o ile tylko proponowani przez nich kandydaci są niezależni w powyższym rozumieniu. Jeżeli w oparciu o powyższe kryteria należy przyjąć brak niezależności przynajmniej niektórych z proponowanych kandydatów, konieczne jest przeanalizowanie dodatkowych kryteriów, dotyczących wpływu powoływanych kandydatów na radę dyrektorów.

Kryteria ilościowe. Postanowienie TC 9.1.2.(b) ustanawia następujące dwie zasady. Po pierwsze, propozycja powołania jednego dyrektora nie będzie *normalnie* uznana za zmierzającą do osiągnięcia kontroli. Panel podkreśla, że zasada ta będzie znajdować zastosowanie nawet w odniesieniu do zastąpienia CEO, i to również dyrektorem powiązanym z proponującymi zmiany akcjonariuszami. Równocześnie Panel zastrzega jednak, że od tej zasady mogą istnieć wyjątki, np. wymiana wykonawczego przewodniczącego rady (*executive chair*) w przypadku małej rady dyrektorów (PS, p. 3.4). Po drugie, propozycja powołania wszystkich lub większości członków rady dyrektorów będzie *normalnie* uznana za zmierzającą do osiągnięcia kontroli.

Dodatkowe kryteria przy nominacji mniejszości dyrektorów. Jeżeli propozycja zmierza do powołania mniejszości dyrektorów w radzie, to normalnie nie będzie uznana za zmierzającą do osiągnięcia kontroli, chyba, że co innego wynika z analizy, z uwzględnieniem następujących okoliczności:

(c) pozycji w radzie piastowanych przez dyrektorów podlegających wymianie oraz przez proponowanych dyrektorów. Wyjaśniając to kryterium Panel wskazał, że propozycje dotyczące dyrektorów niewykonawczych nie powinny być uznane za zmierzające do osiągnięcia kontroli, jednak dotyczące wyboru lub zmiany dwóch lub więcej dyrektorów spośród przewodniczącego rady, głównego dyrektora operacyjnego i dyrektora finansowego, mogą być za takie uznane (PS, p. 3.7).

(d) charakteru mandatu proponowanych dyrektorów, jeżeli ma to zastosowanie. Wyjaśniając to kryterium Panel wskazał, że wymiana lub powołanie nowych dyrektorów niewykonawczych nie powinna być uważana za zmierzającą do osiągnięcia kontroli (PS, p. 3.8).

(e) tego, czy którykolwiek z akcjonariuszy proponujących lub popierających proponowanych dyrektorów odniesie, bezpośrednio lub pośrednio korzyść z przyjęcia propozycji, w sposób inny niż poprzez własność akcji spółki. Jako przykład Panel wskazał propozycję dotyczącą

zawarcia umowy pomiędzy którymkolwiek z podmiotów działających w porozumieniu a spółką (PS, p. 3.9).

(f) relacji pomiędzy proponowanymi dyrektorami a obecnymi dyrektorami i/lub relacji pomiędzy istniejącymi dyrektorami a akcjonariuszami proponującymi lub popierającymi propozycję. Wyjaśniając to kryterium Panel podkreślił, że związki pomiędzy obecnymi i proponowanymi dyrektorami, lub obecnymi dyrektorami a proponującymi akcjonariuszami mogą wpłynąć na ocenę tego, czy propozycja zmierza do osiągnięcia kontroli (PS, p. 3.10).

Propozycje dotyczące funkcjonowania spółki. Jak wynika z powyższego, za propozycje zmierzające do osiągnięcia kontroli uznawane są propozycje dotyczące składu osobowego rady. Panel podkreślił, że propozycje odnoszące się do innych aspektów działalności spółki (np. propozycja sprzedaży części przedsiębiorstwa i wypłaty dochodu w formie dywidendy) nie są za takie uznawane, gdyż obecni dyrektorzy nadal zachowują kontrolę nad spółką (PS, p. 3.11). Jednak propozycje dotyczące innych aspektów działalności jeżeli wysuwający je akcjonariusze komunikują (grożą), że w braku przyjęcia tego typu propozycji wysuną propozycję uznawaną za zmierzającą do osiągnięcia kontroli (PS, p. 3.11), zgodnie z ogólną zasadą, że zagrożenie przedłożeniem propozycji zmierzającej do osiągnięcia kontroli ma takie same skutki jak jej przedłożenie (TC 9.1.2. akapit pierwszy).

Działania nie uznawane za działanie w porozumieniu. Panel podkreśla, że za nawiązanie porozumienia (*coming together to act in concert*) nie uznaje się następujących działań samych w sobie: (a) dyskusji pomiędzy akcjonariuszami dotyczących tematów możliwych do podniesienia wobec rady dyrektorów; (b) wspólnych oświadczeń akcjonariuszy wobec rady; (c) porozumienia co do zgodnego głosowania nad określoną uchwałą walnego zgromadzenia. W odniesieniu do zakresu podmiotowego porozumienia istotne są też aspekty czasowe. Panel podkreśla, że za działające w porozumieniu uznawani są akcjonariusze, którzy przedkładają lub grożą przedłożeniem propozycji zmierzającej do osiągnięcia kontroli oraz akcjonariusze popierający tę propozycję, na dzień jej przedłożenia lub zagrożenia jej przedłożeniem. Po upublicznieniu przedłożenia danej propozycji (lub groźby tegoż), dalsze pozyskiwanie poparcia dla niej przez działających w porozumieniu akcjonariuszy, w tym poprzez pozyskiwanie pełnomocnictw, nie skutkuje co do zasady rozszerzeniem grona akcjonariuszy uznawanych za działających w porozumieniu (PS, p. 4.2).

Nabycie akcji jako wydarzenie aktualizujące powstanie obowiązku wyznaniowego. Jak już podkreślono, zgodnie z 9.1. TC samo wejście w porozumienie nie będzie skutkować powstaniem obowiązku ogłoszenia wezwania. Jego aktualizacja jest uzależniona od nabycia akcji przez którąkolwiek ze stron porozumienia⁶⁰¹. Zgodnie ze stanowiskiem Panelu, nawet jednak nabycie akcji przez strony porozumienia relewantne na gruncie TC 9.1. (a więc skutkujące przekroczeniem przez strony porozumienia progu 30% głosów, lub jakiegokolwiek

⁶⁰¹ Regulacja ta odpowiada więc dominującej historycznej wykładni art. art. 158a ust. 3 pkt. 1 p.p.o.p.w., zob. wyżej pkt. 3.2.

nabycie przez strony posiadające pomiędzy 30% a 50% głosów) nie będzie zawsze skutkować obowiązkiem ogłoszenia wezwania. Jeżeli strony porozumienia podjęły odpowiednie kroki aby zapobiec dalszemu nabywaniu akcji Panel będzie bardziej skłonny nakazać stronom porozumienia zmniejszenie liczby posiadanych akcji zamiast ogłaszania wezwania (PS, p. 1.7). Będzie tak w szczególności jeżeli nabycie było skutkiem nieumyślnej pomyłki (*inadvertent mistake*), nadmiarowe akcje zostały zbyte w określonym terminie, a do momentu ich zbycia powzięto odpowiednie ograniczenia co do wykonywania z nich praw głosu (PS, p. 4.3).

Jak wynika z powyższej analizy, regulacja aktywizmu akcjonariuszy nakierowanego na zmianę składu osobowego rady dyrektorów w Takeover Code jest kompleksowa i rozbudowana. Nie ma ona na celu wyłącznie ustanowienia „bezpiecznych przystani” dla aktywistów, choć niewątpliwie wiele jej postanowień, np. postanowienia zgodnie z którymi propozycje powołania dyrektorów niepowiązanych z akcjonariuszami lub powołania jednego dyrektora nie będą stanowić propozycji zmierzających do osiągnięcia kontroli, mają taki charakter. Z całokształtu tych regulacji wynika dość jasno, że o ile akcjonariusze nie zmierzają do przejęcia kontroli nad spółką, ryzyko że zostaną uznani za działających w porozumieniu jest bardzo małe, w związku z czym regulacji tych nie należy uznawać za istotnej przeszkody dla aktywizmu akcjonariuszy⁶⁰². Z drugiej strony część autorów krytykuje mało kategorię język postanowień TC dotyczących aktywizmu akcjonariuszy czy dość szeroko sformułowane i nieostre przesłanki korzystania z niektórych włączeń (np. sformułowanie kryteriów niezależności), pozostawiające Panelowi miejsce na subiektywną ocenę, jako generujące niepewność prawną⁶⁰³. Rzeczywiście, niemal każde postanowienie TC 9.1.2. opatrzone jest kwalifikatorem „normalnie” (*normally*). Nie wydaje się jednak żeby ta okoliczność powinna przeważać w ocenie regulacji aktywizmu akcjonariuszy na gruncie Takover Code. Z perspektywy prawnoporównawczej jest to niewątpliwie jeden z najbardziej przyjaznych aktywizmowi akcjonariuszy reżimów prawnych.

Jak się wydaje, przynajmniej po części fakt ten wynika z tego, że TC odnosi się tylko do działania w porozumieniu w kontekście przejęć, a więc uzyskania kontroli nad spółką. Porozumienia, które mogą korzystać z wyłączenia na gruncie TC, mogą być uznane za działanie w porozumieniu na gruncie obowiązków notyfikacyjnych (DTR 5.2.1.), z uwagi na odrębne brzmienie definicji działania w porozumieniu w obydwu regulacjach⁶⁰⁴. Przemawia to za odrębną regulacją działania w porozumieniu w kontekście obowiązku wezwaniowego i notyfikacyjnego – w takiej sytuacji możliwe jest wprowadzenia daleko idących i jasno sformułowanych włączeń w reżimie obowiązkowego wezwania, który łączy się z dalece bardziej kosztownymi dotkliwymi obowiązkami dla akcjonariuszy, przy jednoczesnym

⁶⁰² D. Kershaw, *Principles of takeover regulation*, Oxford 2016, s. 242; P. Davies, *Shareholders in the United Kingdom* w: J. Hill, R. Thomas (red.) *Research handbook on shareholder power*, Cheltenham 2015, s. 368.

⁶⁰³ A. Taleska, *Shareholder Proponents as Control Acquirers: A British, German and Italian Perspective on the Regulation of Collective Shareholder Activism via Takeover Rules*, EBOR nr (19)/2018, s. 805 i n.

⁶⁰⁴ P. Davies, S. Worthington, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, Londyn 2012, s. 976; P. Davies, *Shareholders...*, s. 369.

utrzymaniu bardziej ekspansywnej definicji działania w porozumieniu na potrzeby obowiązków notyfikacyjnych, celem objęcia szerszego zakresu działań, nie nakierowanych na uzyskanie kontroli, ale potencjalnie relewantnych z punktu widzenia celu zapewniania przejrzystości rynku, realizowanego przez te przepisy.

5.1.12 Włochy

W prawie włoskim funkcjonują odrębne, choć zbliżone w treści, definicje działania w porozumieniu na potrzeby obowiązku notyfikacyjnego i obowiązku ogłoszenia wezwania. Zgodnie z art. 15-bis ust. 1 TUF, obowiązek notyfikacyjny ma zastosowanie również do posiadaczy akcje, które na podstawie porozumienia, zawartego w jakikolwiek sposób, nawet jeżeli jest ono nieważne lub niewiążące, zamierzają wykonywać w porozumieniu relewantne uprawnienia, jeżeli akcje te, łącznie pozwalają osiągnąć lub przekroczyć progi wskazane w art. 15 lub skutkują możliwością sprawowania kontroli lub znacznego wpływu.

Definicja działania w porozumieniu stosowana na potrzeby obowiązku ogłaszania wezwania zawarta jest w art. 101-bis ust. 4 TUF. Zgodnie z tym przepisem za osoby działające w porozumieniu uważa się osoby współpracują na podstawie wyraźnego lub dorozumianego porozumienia, ustanego lub pisemnego, nawet jeżeli jest ono nieważne lub niewiążące, w celu osiągnięcia, utrzymania lub wzmocnienia kontroli nad emitentem lub udaremnienie dojścia do skutku wezwania na akcje. Obowiązek ogłoszenia wezwania na wszystkie pozostałe akcje spółki powstaje po osiągnięciu progu 30% głosów (art. 106 ust. 1 TUF).

Jak widać, powyższa definicja ta jest zbliżona do definicji z dyrektywy o przejęciach i również skupia się na kwestii kontroli nad spółką. Na podstawie upoważnienia z art. 101-bis ust. 4-ter TUF CONSOB ustalił w rozporządzeniu katalog przypadków nie stanowiących działania w porozumieniu. Zgodnie z art. 44-IV ust. 2 Rozporządzenia CONSOB dot. dyscypliny emitentów, następujące przypadki współpracy pomiędzy osobami nie stanowią same w sobie działania w porozumieniu:

- a) współpraca pomiędzy akcjonariuszami w celu wdrożenia działań lub wykonywania uprawnień akcjonariuszy mniejszościowych wskazanych w przepisie;
- b) porozumienia w celu przedłożenia listy kandydatów w wyborach składu organów spółki, pod warunkiem, że lista ta zawiera kandydatów stanowiących mniej niż połowę członków organów podlegających wyborowi lub kandydatów stanowiących z definicji reprezentantów mniejszości⁶⁰⁵;
- c) współpraca pomiędzy akcjonariuszami w celu zapobieżenia podjęciu uchwały walnego zgromadzenia dotyczącej: 1) wynagrodzenia członków organów, polityk wynagrodzenia i systemów wynagradzania opartych na instrumentach finansowych, 2) transakcji z podmiotami powiązanym, 3) udzielenia zezwolenia członkowi organu na podjęcie działalności konkurencyjnej lub zezwolenia spółce na podjęcie środków obronnych wobec przejęcia;

⁶⁰⁵ Np. wybieranych w procedurze *voto di listo* opisywanej szerzej w Rozdz. 4, pkt. 3.2.1.

- d) współpraca pomiędzy akcjonariuszami w celu: 1) uzyskania poparcia dla uchwały walnego zgromadzenia dotyczącej odpowiedzialności członków organów lub dla wniosku o zwołanie walnego zgromadzenia lub umieszczenie spraw w porządku jego obrad; 2) uzyskania poparcia dla listy kandydatów akcjonariuszy do organów spółki zawierającej mniej niż połowę członków organów podlegających wyborowi lub zawierającej kandydatów stanowiących z definicji reprezentantów mniejszości, w tym w drodze pozyskiwania pełnomocnictw do głosowania za tą listą.

Podobnie jak w regulacjach w UK, prawo włoskie przewiduje dwie odrębne definicje działania w porozumieniu, i ustanawia daleko idące wyłączenia jedynie spod zakresu definicji stosowanej na potrzeby obowiązku wezwaniowego. Wyłączenie dla uchwał dotyczących kształtowania składu osobowego organów spółki odnosi się przy tym jedynie do propozycji obejmujących mniej niż połowę członków organu, niezależnie od kwestii ich niezależności od nominujących akcjonariuszy. Co ciekawe, część wyłączeń dotyczy jedynie działań negatywnych, nakierowanych na zapobieżeniu podjęciu uchwały w określonej sprawie (wynagrodzenia funkcjonariuszy czy transakcji z podmiotami powiązanymi). Jak się wydaje, włoski prawodawca wychodzi z założenia, że pozytywne decydowane o tych sprawach stanowi atrybut kontroli korporacyjnej. Podobnie do stanowiska UK TP, rozporządzenie CONSOB wyłącza również spod definicji działania w porozumieniu pozyskiwanie poparcia pozostałych akcjonariuszy dla zgłoszonych już projektów uchwał w sprawach personalnych.

5.1.13 Postulat dalej idących wyłączeń – krytyka

W literaturze międzynarodowej opisane powyżej rozwiązania przyjęte w prawie UK i włoskim spotkały się z krytyką jako *zbyt restrykcyjne* z perspektywy aktywizmu akcjonariuszy. Jako, że krytyka dotyczy nawet najbardziej liberalnego modelu obowiązującego w UK, poniżej analizuję ją w kontekście tych przepisów.

Część autorów stoi na stanowisku, że współpraca akcjonariuszy posiadających łącznie akcje w liczbie skutkującej osiągnięciem progu wezwaniowego w celu zmiany składu osobowego organów spółki, nawet jeżeli dotyczy wszystkich członków organu i powołania osób nie spełniających przymiotu niezależności od aktywistów, nie powinna być uznawana za przejaw kontroli nad spółką. Inwestorzy instytucjonalni nie dążą bowiem w istocie do zmiany kontroli a proponowane zmiany osobowe są najczęściej interwencją w celu poprawy jakości zarządzania spółką, w interesie wszystkich akcjonariuszy⁶⁰⁶. Uznawanie takich działań za

⁶⁰⁶ Tak w szczególności A. Taleska, *Shareholder...* D. Puchniak i U. Varottil prezentują zbliżoną krytykę w kontekście aktywizmu dot. kwestii ESG – autorzy podnoszą, że stosowanie działania w porozumieniu do współpracy akcjonariuszy w celu wymiany dyrektorów ignorujących kwestie klimatyczne ogranicza skuteczność aktywizmu ESG, który nie jest przy tym nakierowany na uzyskanie kontroli i w związku z tym powinien być wyjęty z zakresu omawianych regulacji, D. W. Puchniak, U. Varottil, *Rethinking acting in concert: Activist ESG stewardship is shareholder democracy*, 2023 <https://ssrn.com/abstract=4565395>. Podobne jak się zdaje uwagi formułuje G. Psaroudakis, *The mandatory bid and company law in Europe*, ECFR nr 4/2010, s. 576–577, choć następnie autor wskazuje, że wpływ na spółkę może być uzyskiwany przez aktywistów już przy współdziałaniu o znacznie mniejszym zakresie niż zmiany osobowe, ostatecznie więc stanowiska autora nie jest jasne.

przejaw działania w porozumieniu w celu uzyskania kontroli stwarza ryzyko braku podejmowania przez akcjonariuszy koniecznych działań naprawczych.

Jednym z wysuwanych argumentów za tym stanowiskiem jest fakt, że możliwość zawiązania przez akcjonariuszy doraźnej koalicji w celu dokonania zmian osobowych w spółce nie świadczy o chęci ani zdolności do sprawowania stałej kontroli. Innymi słowy, niestabilność porozumień akcjonariuszy przemawia za nietraktowaniem ich tak jak jednego podmiotu. A. Taleska wskazuje w tym kontekście na alternatywne definicje kontroli, podkreślające jej stałość⁶⁰⁷. Zgodnie z sekcją 6.1.2. AR UK Listing Rules za „kontrolującego akcjonariusza” uważa się osobę, która kontroluje, samodzielnie lub łącznie z osobami działającymi w porozumieniu, 30% lub więcej ogólnej liczby głosów, które mogą być oddane, we wszystkich lub w zasadniczo wszystkich sprawach na walnym zgromadzeniu spółki. Podobnie rozporządzenie WpÜG-Angebotsverordnung, do niemieckiej ustawy regulującej wezwania (WpÜG), stanowi w Sekcji 9 ust. 2 pkt. 2, że BaFin może zwolnić osobę, która osiągnęła próg 30% głosów, aktualizujący obowiązek ogłoszenia wezwania na wszystkie pozostałe akcje (§ 30 ust. 2 WpÜG) z tego obowiązku, jeżeli na podstawie frekwencji na trzech ostatnich walnych zgromadzeniach spółki nie można oczekiwać, że osoba wobec której powstał obowiązek ogłoszenia wezwania będzie dysponować ponad połową głosów na walnym zgromadzeniu.

Uwagi zgłaszane przez przywołanych autorów dotyczące pojęcia kontroli nad spółką nie są zupełnie pozbawione podstaw. Jednak, zarzuty te nie są w istocie zarzutami pod adresem regulacji działania w porozumieniu, a pod adresem progu głosowego, z którym utożsamiana jest kontrola w ogólności. Jest jasne, że próg głosów aktualizujący obowiązek wezwaniowy, przyjęty w większości państw UE na poziomie ok. 30% jest progiem przyjętym z myślą o pakiecie, który w warunkach rozproszonej własności i apatii akcjonariuszy mniejszościowych zazwyczaj pozwala na sprawowanie kontroli *de facto*, jednak to założenie może być w praktyce niespełnione (30% to jednak nie rzeczywista większość głosów). Indywidualny akcjonariusz osiągający ten próg również będzie musiał liczyć się z obowiązkiem ogłoszenia wezwania, pomimo faktu, że jego kontrola nad spółką także może nie być trwała (ze względu na zmienną frekwencję na walnym zgromadzeniu, obecność innego posiadacza znacznego pakietu, który może zwiększyć swój udział itp.). W dodatku indywidualny akcjonariusz nie musi podejmować przy tym działań zmierzających do zmian osobowych w składzie rady dyrektorów, wystarczy, że przekroczy odpowiednią liczbę głosów. W odniesieniu zaś do akcjonariuszy działających w porozumieniu obowiązek ten powstaje tylko w przypadku przedkładania szczególnej klasy propozycji, uznawanych za zmierzające do osiągnięcia kontroli, wszystkie inne uzgodnione propozycje uchwał nie skutkują powstaniem obowiązku ogłoszenia wezwania. Sytuacja akcjonariuszy działających w porozumieniu jest więc lepsza od sytuacji indywidualnego akcjonariusza posiadającego taki sam pakiet głosów.

⁶⁰⁷ A. Taleska, *Shareholder...*, s. 841–842.

Po drugie, zarzut niezupełności kontroli może być uzasadniony (jeżeli porozumienie ogranicza się do kwestii personalnych, a nie długoterminowego wspólnego zarządzania spółką), jednak zarzut jej nietrwałości jest już mniej zasadny. Powołani dyrektorzy będą zarządzać spółką do ich ewentualnego odwołania co wymagałoby utworzenia się nowej koalicji – tak długo jak doprowadzający wyboru akcjonariusze nadal łącznie posiadać będą co najmniej 30% głosów, ukształtowanie się takiej nowej koalicji jest mało prawdopodobne. Ponadto, do czasu odwołania wybrani dyrektorzy uzyskają kontrolę nad spółką i będą decydować o szeregu istotnych kwestii, w zakresie których rada ma kompetencje decyzyjne oraz inicjujące (co do spraw, które wymagają przedłożeniu walnemu zgromadzeniu). Nawet więc jeżeli sama koalicja akcjonariuszy doprowadzających do wyboru określonych dyrektorów jest nietrwała to już skutki tego wyboru są długoterminowe i – w zakresie podjętych przez wybraną radę decyzji – niekiedy nieodwracalne. Nawet więc jeżeli samo porozumienie bezpośrednio ogranicza się „zaledwie” do wyboru składu rady, to pośrednio, z uwagi na fakt, że to rada zarządza spółką, wpływa ono na o wiele szerszy zakres kwestii. Możliwość kształtowania składu rady dyrektorów jest głównym atrybutem korporacyjnej kontroli; UK TC i tak już wprowadza od tej zasady znaczące odstępstwo na korzyść aktywizmu akcjonariuszy, zezwalając działającym w porozumieniu inwestorom na obsadzenie nawet pełnego składu rady, o ile dyrektorzy są od nich niezależni. Rozciągnięcie tego wyjątku na możliwość powoływania zależnych dyrektorów umożliwiałoby przejęcie kontroli nad spółką z pominięciem obowiązku ogłoszenia wezwania.

Po trzecie, omawiane ograniczenia nie są, jak podnoszą *D. Puchniak* i *U. Varottil* sprzeczne z koncepcją demokracji akcjonariuszy⁶⁰⁸. Podkreślanie przez autorów, że listy kandydatów proponowane przez inwestorów instytucjonalnych zazwyczaj cieszą się dużym poparciem całości akcjonariatu i jako takie nie stanowią przejawu wykonywania kontroli przez partykularną grupę akcjonariuszy a cieszą się szerszą „demokratyczną” legitymacją w akcjonariacie jest chybione – obowiązek wezwaniowy aktualizować się będzie bowiem tylko wtedy gdy współpracujący akcjonariusze posiadają łącznie głosy w liczbie, która – zgodnie z ogólnym założeniem co do progu kontroli – pozwala im samodzielnie decydować o powołaniu własnych kandydatów, funkcjonalnie uniezależniając tę decyzję od szerszego poparcia propozycji wśród pozostałych akcjonariuszy. Akcjonariusze chcący dokonać zmian personalnych mogą natomiast bez przeszkód: a) działać w porozumieniu w odniesieniu do kształtowania składu rady poniżej progu 30% głosów oraz, co istotniejsze b) zabiegać o poparcie dla przedstawianych kandydatów od szerszego grona akcjonariuszy – brytyjskie regulacje (podobnie jak prawo włoskie) wyłączają bowiem „kampanijne” działania nakierowane na pozyskanie poparcia do już głoszonych projektów uchwał czy kandydatur funkcjonariuszy spoza zakresu działania w porozumieniu. Odnosząc to do przedstawionego wcześniej rozróżnienia pomiędzy zaangażowaniem inwestorów i demokracją akcjonariuszy, przepisy o wezwaniu ograniczają (w pewnym zakresie) jedynie to pierwsze zjawisko, nie to drugie; z tego powodu zarzut krępowania korporacyjnej demokracji jest nieuzasadniony.

⁶⁰⁸ D. W. Puchniak, U. Varottil, *Rethinking...*, *passim*.

5. Sankcja zakazu wykonywania (zawieszenia) prawa głosu w przypadku naruszenia obowiązków notyfikacyjnych

5.1. Zakres zawieszenia prawa głosu

Naruszenie przepisów statuujących obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji, w tym w związku z działaniem w porozumieniu, wiąże się z szeregiem potencjalnych sankcji. Powyżej sygnalizowano już dotkliwe sankcje administracyjnoprawne, obejmujące nakładane przez KNF kary pieniężne do 1 mln zł w przypadku naruszeń obowiązków notyfikacyjnych oraz do 10 mln złotych, w przypadku obowiązku ogłoszenia wezwania. Równie dotkliwa jest korporacyjna (cywilnoprawna) sankcja zakazu wykonywania (zawieszania) prawa głosu z akcji akcjonariuszy, którzy nie dopełnili stosowanych obowiązków. Sankcja ta uregulowana jest w art. 89 ust. 1 pkt. 1 u.o.p. w odniesieniu do naruszeń obowiązków notyfikacyjnych i w art. 89 ust. 2 u.o.p. w odniesieniu do obowiązków związanych z ogłaszaniem wezwania. W związku z perspektywą niniejszej pracy bardziej relewantna jest sankcja za naruszenie obowiązków notyfikacyjnych, ale ze względu na fakt, że konstrukcyjnie przepisy te różnią się nieznacznie, przede wszystkim co do liczby akcji dotkniętych sankcją, większość problemów omawianych poniżej ma zastosowanie do obydwu sankcji z art. 89 u.o.p.

Zgodnie z art. 89 ust. 1 pkt. 1 u.o.p. akcjonariusz nie może wykonywać prawa głosu z 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. Artykuł 89 ust. 3 u.o.p. stanowi, że prawo głosu z akcji spółki publicznej wykonane wbrew zakazowi, o którym mowa w ust. 1-2b, nie jest uwzględniane przy obliczaniu wyniku głosowania nad uchwałą walnego zgromadzenia, z zastrzeżeniem przepisów innych ustaw. Stosowanie tych przepisów wiąże się z szeregiem problemów, wzbudzających kontrowersje w doktrynie i orzecznictwie.

W odniesieniu do zakresu przedmiotowego sankcji z art. 89 ust. 1 pkt. 1 u.o.p., z brzmienia tego przepisu - oraz z jego porównania z art. 89 ust. 2 u.o.p. ustanawiającym sankcje za naruszenie obowiązku ogłoszenia wezwania – wynika, że wyłączenie prawa głosu dotyczy nie wszystkich akcji, a jedynie akcji będących przedmiotem czynności prawnej lub innego zdarzenia, skutkującego osiągnięciem (lub przekroczeniem) odpowiednich progów głosowych. Odmienne, sankcja za naruszenie obowiązków weznaniowych (poza naruszeniem polegającym na nabyciu akcji po nieodpowiedniej cenie, art. 89 ust. 1 pkt. 3 u.o.p.) dotyczy wszystkich akcji naruszającego akcjonariusza. Przykładowo, jeżeli więc akcjonariusz naruszający obowiązki notyfikacyjne posiada akcje dające 4,5% głosów, a następnie nabywa akcje dające 0,5% głosów, osiągając 5% głosów, zakazem z art. 89 u.o.p. objęte będą jedynie akcje dające 0,5% głosów. W kontekście działania w porozumieniu możliwe jest więc, że zawieszenie prawa głosu dotknie tylko jednego z akcjonariuszy działających w porozumieniu, w odniesieniu do tych akcji, których nabycie przez danego akcjonariusza skutkowało

przekroczeniem odpowiednich progów przez wszystkich akcjonariuszy działających porozumieniem⁶⁰⁹. Natomiast w przypadku zawarcia porozumienia przez akcjonariuszy posiadających już akcje dające łącznie prawa głosu w liczbie co najmniej równej odpowiednim progom, zakazem objęte będą wszystkie posiadane przez nich akcje, jako że wszystkie one są przedmiotem czynności prawnej prowadzącej do (zawarcia porozumienia)⁶¹⁰. Jak się wydaje, zasadę tę należy stosować analogicznie do porozumień niemających charakteru czynności prawnych. Tak uregulowany mechanizm ustalania zakresu sankcji jest problematyczny, gdyż prowadzi do nieuzasadnionego zróżnicowania liczby akcji objętych sankcją w oparciu o dość arbitralne kryterium charakteru i przedmiotu czynności prawnej, z którą łączy się osiągnięcie lub przekroczenie relewantnego progu głosowego. Jak się wydaje nie ma większego uzasadnienia dla czego naruszenie obowiązków notyfikacyjnych przez akcjonariuszy posiadających łącznie 5% głosów powinno skutkować zawieszeniem 5% głosów w spółce, a naruszenie tych obowiązków przez akcjonariuszy, którzy zawierają porozumienie posiadając 4,95% głosów i następnie zwiększają swój udział o 0,5% dotyczyć jedynie 0,5% głosów⁶¹¹.

Sankcja wyłączenia prawa głosu obejmuje jedynie zakaz wykonywania prawa głosu, co oznacza, że posiadacz akcji nią objętych zachowuje wszystkie pozostałe uprawnienia korporacyjne, w tym prawo do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu czy prawo do zadawania na nim pytań zarządowi. Za wnioskiem takim przemawia brzmienie przepisu, które odnosi się jedynie do prawa głosu (por. art. 6 § 5 KSH, art. 362 § 4 KSH). Problematyczne jest w tym kontekście uprawnienie do zaskarżania uchwały walnego zgromadzenia (art. 422 i 425 KSH), którego możliwość wykonania uzależniona jest od oddania przez obecnego na zgromadzeniu akcjonariusza głosu przeciw uchwale i zgłoszenia sprzeciwu do protokołu (art. 422 § 2 pkt. 2 KSH). W orzecznictwie za zasadne uznano jednak stosowanie, na zasadzie analogii, zwolnienia z tego obowiązku, przewidzianego dla uprawnionych z akcji niemych (art. 422 § 2 pkt. 2 zd. 2 KSH)⁶¹². Skorzystanie z tego zwolnienia dotyczy jednak zasadniczo tylko sytuacji,

⁶⁰⁹ K. Oplustil, *Informacje przekazywane przez inwestorów* w: M. Stec (red.) *Prawo instrumentów finansowych. SPH, tom 4.*, Warszawa 2016, s. 958.

⁶¹⁰ K. Oplustil, *Ibid.*; M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, s. 158.

⁶¹¹ Zob. I. Socha, *Zakres zakazu głosowania w spółce publicznej w razie naruszenia obowiązków informacyjnych*, nr 2/2020, s. 90–91. Jeszcze większe wątpliwości budzi przedstawiany przez tego autora przykład sytuacji, w której akcjonariusz nabywa określony pakiet akcji skutkujący osiągnięciem progu, a następnie dokonuje dalszego nabycia akcji (niewiążącego się z przekroczeniem kolejnego progu). Przy obecnej wykładni te dalsze nabycia nie byłyby już objęte sankcją z art. 89 ust. 1 pkt 1 u.o.p. *De lege ferenda* wydaje się, że w celu usunięcia tych niespójnych wyników stosowania art. 89 ust. 1 pkt. 1 u.o.p. zgodnie z jego obecnym literalnym brzmieniem zasadne byłoby objęcie zakresem zastosowania tej sankcji wszystkich głosów ponad próg, który akcjonariusz osiągnął lub przekroczył z naruszeniem obowiązków notyfikacyjnych, analogicznie do regulacji art. 6 § 1 KSH (co, jak się wydaje, postuluje I. Socha).

⁶¹² Tak postanowienie SA w Białymstoku z 19.07.2011 r., I ACz 749/11. Aprobując Ł. Gasiński, *Dopuszczalność zaskarżenia uchwały walnego zgromadzenia przez akcjonariusza, który utracił możliwość wykonywania prawa głosu na podstawie art. 89 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej*, Głosa nr 3/2013. Odmienne, *Mataczyński* w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 499. Należy zaznaczyć, że przywołane orzeczenie i poglądy doktryny dotyczą zasadniczo sytuacji, w której akcjonariusz nie kwestionuje zastosowania do niego sankcji z art. 89 ust. 1 u.o.p.; w przypadku niedopuszczenia do oddania głosu lub uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, które akcjonariusz uznaje za niezasadne, będzie on mógł wykazać legitymację czynną do zaskarżenia uchwały w oparciu o art. 422 § 2 pkt. 3 KSH.

w której akcjonariusz nie kwestionuje zastosowania do niego sankcji z art. 89 ust. 1 u.o.p.; w przypadku niedopuszczenia do oddania głosu lub uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, które akcjonariusz uznaje za niezasadne, będzie on mógł próbować wykazać swoją legitymację czynną do zaskarżenia uchwały w oparciu o przesłankę bezzasadnego niedopuszczenia do udziału w walnym zgromadzeniu (art. 422 § 2 pkt. 3 KSH).

Bardziej kontrowersyjna jest kwestia zakresu czasowego zakazu wykonywania prawa głosu z art. 89 ust. 1 u.o.p. Sam przepis nie rozstrzyga jednoznacznie czy i kiedy sankcja zawieszenia głosu ustaje. Według większości doktryny zakaz ten jest bezterminowy i nie ustaje nawet w przypadku następczego wykonania obowiązków notyfikacyjnych⁶¹³. Jako jeden z argumentów funkcjonalnych na poparcie tego poglądu wskazuje się, m.in., że odmienna wykładnia mogłaby prowadzić do sytuacji, w której akcjonariusz celowo opóźnia wykonanie obowiązku notyfikacyjnego jak najbliżej terminu walnego zgromadzenia, tak aby jak najdłużej odroczyć osiągnięcie odpowiedniego udziału głosowego.

Jednak szereg ważkich argumentów przemawia za przyjęciem czasowego charakteru omawianej sankcji i jej ustaniem po (spóźnionym) wykonaniu obowiązków notyfikacyjnych. Po pierwsze, w doktrynie jednogłośnie opowiada się za czasowością zbliżonych sankcji z art. 6 § 1 i § 5 KSH, pomimo braku jednoznacznego rozstrzygnięcia zakresu czasowego sankcji również w tych przepisach (które jednak posługują się terminem „zawieszenie prawa głosu”, bardziej jednoznacznie wskazującym na jej przemijający charakter)⁶¹⁴. Po drugie, bezterminowe pozbawienie akcjonariusza głosu byłoby nieproporcjonalnie dotkliwe. Ochrona prawa mniejszości do wyjścia ze spółki w razie jej majoryzacji, a tym bardziej ochrona przejrzystości na rynku kapitałowym nie uzasadniają wieczystego pozbawienia akcjonariusza prawa głosu, co miałoby charakter wyłączenia. Nie jest też to niezbędne do osiągnięcia celu regulacji, którym jest mobilizowanie akcjonariuszy do realizacji obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji, czego wyrazem jest możliwość wyznaczenia przez KNF terminu ponownego wykonania obowiązku lub dokonania czynności wymaganej przepisami, których naruszenie było podstawą nałożenia kary pieniężnej w decyzji nakładającej karę pieniężną za naruszenie obowiązków z rozdziału 4 u.o.p. (art. 97 ust. 4 u.o.p.)⁶¹⁵.

Po trzecie, za takim stanowiskiem przemawia też prounijna wykładnia komentowanego przepisu. Dyrektywa o przejrzystości w art. 28b ust. 2 umożliwia państwom członkowskim ustanowienie sankcji „zawieszenia wykonywania praw głosu”, co sugeruje czasowy charakter

⁶¹³ Mataczyński w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 496; K. Haładyj, *Ustawa...*, s. 513; M. Michalski (red.) *Ustawa...*, s. 539; Jakszuk/Róg-Dyrda w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...*, s. 335; na tle podobnej regulacji art. 156 p.p.o.p.w. M. Romanowski, *Prawo o...*, s. 826.

⁶¹⁴ M. Baszczyk, *Skutki naruszenia obowiązków informacyjnych związanych z nabywaniem pakietów akcji*, PPH nr 1/2018, s. 50 i tam powołana literatura dot. art. 6 KSH.

⁶¹⁵ Zob. zwłaszcza A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, s. 577–580 oraz K. Oplustil, *Informacje...*, s. 959; A. Pęczyk-Tofel, M. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 1)*, *Prawo Spółek* nr 3/2010, s. 25. Pogląd ten podzielono w orzecznictwie, zob. Wyrok Sądu Apelacyjnego w Krakowie z dnia 19 września 2018 r. I AGa 290/18 („Sąd Apelacyjny podziela pogląd Sądu I instancji, iż przyjęcie bezterminowości sankcji byłoby zbyt represyjne, nieproporcjonalne i nadmierne, a nadto sprzeczne z istotą i celem regulacji prawnej ustanawiającej przedmiotową sankcję”).

pozbawienia prawa głosu. Przepis ten wskazuje ponadto, że państwa członkowskie mogą przyjąć, że zawieszenie praw głosu będzie miało zastosowanie wyłącznie do najpoważniejszych naruszeń, co wskazuje na postrzeganie tej sankcji przez unijnego prawodawcę jako wyjątkowo dotkliwej. Artykuł 28b jest przy tym objęty zakresem maksymalnej harmonizacji (art. 3 ust. 1a TD). Co prawda art. 89 u.o.p. nie stanowi bezpośredniej implementacji art. 28b TD, który został do dyrektywy o przejrzystości dodany na mocy jej zmiany z 2013 roku, jednak należy go wyklądać w sposób pronunijny. Ponadto, zgodnie z (obowiązującym już w pierwotnym brzmieniu dyrektywy) art. 28 ust. 1 TD sankcje przyjęte przez państwa członkowskie powinny mieć charakter proporcjonalny, a motyw 37 wskazuje, że główną funkcją tych przepisów powinno być zapewnienie wykonania sankcjonowanych obowiązków⁶¹⁶. Przepis ten dotyczy co prawda sankcji administracyjnych, jednak pomimo korporacyjnego (prywatnoprawnego) charakteru sankcji z art. 89 u.o.p., przepis ten w istocie wprowadza normę sankcjonującą naruszenia przepisów o charakterze publicznoprawnym (deliktów administracyjnych) i z tego względu należy interpretować go ściśle i – w przypadku braku jasnego rozstrzygnięcia w treści przepisu - na korzyść podmiotów dotkniętych sankcją⁶¹⁷.

Poza tym, nawet przy przyjęciu bezterminowego charakteru sankcji, byłaby ona łatwa do obejścia przez sprzedaż i następnie ponowne nabycie akcji przez danego akcjonariusza w takiej samej liczbie, połączone z poprawnym już wykonaniem obowiązków notyfikacyjnych. W odniesieniu zaś do możliwego opóźniania notyfikacji należy wskazać, że w takim przypadku zastosowanie wciąż znajdować będą sankcje administracyjnoprawne, motywując do terminowego wykonania obowiązków (art. 91 u.o.p.). Rozwiązanie mające przeciwdziałać temu zjawisku przewidują przepisy niemieckie; zgodnie z §44 ust. 1 WpHG prawa głosu z akcji podlegają zawieszeniu w czasie, w którym odpowiednie obowiązki pozostają niewykonane; okres ten ulega przedłużeniu o 6 miesięcy, jeżeli ich niewykonanie było umyślne lub wynikało z rażącego niedbalstwa naruszającego.

5.2. Podmiot uprawniony do egzekwowania sankcji zawieszenia prawa głosu

Sankcja z art. 89 ust. 1 pkt. 1 u.o.p. aktualizuje się *ex lege*, jednak istotnym i nieprzesądzonym w przepisach problemem jest to kto, oraz w jaki sposób może stwierdzać jej zaktualizowanie się oraz egzekwować ją wobec naruszającego. Innymi słowy, nie jest jasne jaki podmiot jest adresatem normy wyrażonej w art. 89 ust. 3 u.o.p. W szczególności kontrowersyjne jest, czy ustalić zaktualizowanie się sankcji zawieszenia prawa głosu i wyegzekwować ją może sama spółka, w związku z przeprowadzeniem walnego zgromadzenia (a jeżeli tak to jaki konkretnie

⁶¹⁶ Na wykładnię pronunijną jako argument za czasowym charakterem sankcji wskazują też M. Baszczyk, *Skutki...*, s. 51 i I. Socha, *Zakres...*, s. 92.

⁶¹⁷ Tak P. Wajda, *Stanowisko KNF w zakresie realizacji obowiązków wezwaniowych z ustawy z 29.07. 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, PUG nr 2/2022, s. 17–18. Podobnie Ł. Gasiński, *Dopuszczalność...*, s. 32–33.

jej organ i w jakim trybie) czy też ustalenie to może zostać dokonane jedynie przez sąd (a jeżeli tak to w jakim postępowaniu).

5.1.14 Egzekwowanie sankcji z art. 89 u.o.p. przez spółkę

W pierwszej kolejności należy rozważyć możliwości bezpośredniego stosowania art. 89 ust. 3 u.o.p. przez samą spółkę.

Organem spółki, któremu mogą przysługiwać w tym zakresie kompetencje w oparciu o przepisy związane z organizacją walnego zgromadzenia, oraz o ogólną kompetencję do prowadzenia spraw spółki jest zarząd. Uprawnienie akcjonariusza do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu oparte jest zasadniczo na konstrukcji legitymacji formalnej. W spółkach publicznych legitymacja ta przysługuje osobie, która była akcjonariuszem w dniu *record date* oraz zażądała wydania zaświadczenia o prawie do uczestnictwa walnym zgromadzeniu od podmiotu prowadzącego rachunek papierów wartościowych na którym zapisane są jej akcje. Wykaz takich osób przekazywany jest przez firmy prowadzące rachunki papierów wartościowych KDPW; KDPW na ich podstawie sporządza wykaz zbiorczy, który przesyła do spółki (art. 406³ § 5 KSH). Wykaz przekazywany przez KDPW odzwierciedla grono akcjonariuszy uprawnionych zgodnie z zasadami legitymacji formalnej, bez uwzględnienia ewentualnego zwieszenia wykonywania prawa głosu. Na podstawie przesłanego wykazu zarząd sporządza listę uprawnionych do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu (art. 406³ § 4 KSH). Lista ta zawiera nazwiska i imiona albo firmy (nazwy) uprawnionych, ich miejsce zamieszkania (siedzibę), liczbę, rodzaj i numery akcji oraz *liczbę przysługujących im głosów* (art. 407 § 1 KSH). Zarząd sporządzając listę nie mógłby w ogóle nie ująć na niej podmiotu dotkniętego sankcją z art. 89 ust. 1 u.o.p. – gdyż sankcja ta nie pozbawia akcjonariusza uprawnienia do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu – ale potencjalnie mógłby stosownie pomniejszyć ujętą na liście liczbę głosów akcjonariusza. Pytanie, czy zarząd posiada kompetencje do takiego działania.

Z jednej strony, w orzecznictwie prezentowane są poglądy o braku podstaw zarządu do ingerencji w uprawnienia akcjonariusza do uczestnictwa lub głosowania na walnym zgromadzeniu, jeżeli ten wykazał legitymację formalną. W wyroku z 10.06.2005 r., II CK 715/04 – dotyczącym sankcji z art. 6 § 5 KSH - SN wskazał, że „akcjonariusz spełniający warunki formalne uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, określone w art. 406 k.s.h., nie może być pozbawiony tego uprawnienia przez zarząd spółki ani też przez przewodniczącego walnego zgromadzenia”. Jeszcze dobitniej SN wypowiedział się w wyroku z 17.10.2007 r., sygn. II CSK 248/07, wydanym już na gruncie art. 89 u.o.p. W wyroku tym SN podkreślił, że „bez względu na to, kiedy dostrzeżono bezskuteczność wykonywania prawa głosu, jedynie sąd uprawniony był do oceny, czy akcje zostały nabyte zgodnie z przepisami Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Kompetencja ta nie przysługiwała ani przewodniczącemu, ani walnemu zgromadzeniu, nawet gdyby bezskuteczność wykonywania prawa głosu ujawniła się przed przystąpieniem do głosowania. Podobnie ma się rzecz pod rządem art. 89 u.o.p.”.

Stanowisko to znalazło uznanie w szeregu innych orzeczeń Sądów Apelacyjnych oraz SN, zapadłych głównie na gruncie art. 6 KSH⁶¹⁸. Co jednak istotne, wspólną i charakterystyczną cechą stanów faktycznych, na których tle zapadły te orzeczenia jest istnienie *sporu* lub *wątpliwości* co do zaktualizowania się przesłanek sankcji pozbawienia głosu⁶¹⁹. W podobnym kierunku wypowiedział się SN w wyroku z 14.02.2019 sygn. IV CSK 57/18. W wyroku tym SN dokonał obszernego przeglądu prezentowanych w judykaturze poglądów co do omawianego problemu, konkludując, że „za stanowiskiem Sądu [z wyroku II CK 715/04 – S.S.] rzeczywiście przemawia m.in. to, że w *sytuacjach spornych* [podkreślenie S.S.] ryzyko związane z błędnym niedopuszczeniem akcjonariusza do udziału w walnym zgromadzeniu jest większe niż w razie błędu przeciwnego: o ile bowiem przyjmuje się, iż uchwała podjęta bez udziału bezpodstawnie wyłączonego akcjonariusza jest sprzeczna z prawem w rozumieniu art. 425 § 1 k.s.h., o tyle uznaje się, że udział w głosowaniu akcjonariusza pozbawionego możliwości wykonywania praw z akcji nie powoduje nieważności uchwały w przypadkach określonych w art. 6 § 3 k.s.h. (stosowanym *per analogiam*)”⁶²⁰. W przytoczonym wyroku SN wskazał więc przede wszystkim na względy praktyczne przemawiające przeciwko przyznaniu zarządowi kompetencji do ograniczenia akcjonariuszowi możliwości udziału w walnym zgromadzeniu lub wykonywania na nim prawa głosu, przynajmniej w sytuacjach spornych.

Stanowisko odrzucające możliwość stosowania normy art. 89 ust. 3 u.o.p. przez samą spółkę i jej organy zyskało też poparcie części doktryny⁶²¹. W uzasadnieniach tego stanowiska podnosi

⁶¹⁸ Postanowienie SA w Białymstoku z 6.08.2009 r. I ACz 591/09 („żaden przepis prawa nie daje również organom spółki uprawnienia dokonywania dalej idącej kontroli, w szczególności zaś badania, czy zarejestrowani akcjonariusze mają możliwość pełnego uczestniczenia w obradach, w tym korzystania z prawa głosu. W tym zakresie kompetencja przysługuje bowiem tylko sądowi w toku rozpoznawania powództwa przewidzianego na podstawie art. 425 § 1 k.s.h.”); Postanowienie SA w Krakowie z 8.12.2016 r. I ACz 2166/16 („wszelkie spory na tle zastosowania do określonego akcjonariusza sankcji wskazanych w art. 6 k.s.h. mogą być rozstrzygane wyłącznie przez sąd”); Wyrok SA w Lublinie z 27.09.2017 r. I ACa 1099/16 („gdy istnieje spór co do tego, czy rzeczywiście powód otrzymał z odpowiednim wyprzedzeniem skierowane do niego zapytanie oraz czy akcjonariusz, który z takim zapytaniem wystąpił, był do tego uprawniony, w świetle art. 6 § 4 k.s.h., brak było podstaw do tego, aby zarząd pozwanej spółki, a następnie przewodniczący walnego zgromadzenia sami mogli decydować o niedopuszczeniu akcjonariusza do udziału w walnym zgromadzeniu”); Wyrok SN z 14.02.2019 r. IV CSK 57/18.

⁶¹⁹ Okoliczność tę podkreślają również K. Brysiewicz, D. Kulgawczuk, *Podmiot decydujący o dopuszczeniu udziałowca do udziału w zgromadzeniu i wykonywaniu przez niego prawa głosu*, Monitor Prawa Handlowego nr (3)/2014, s. 15.

⁶²⁰ Aprobując o tym wyroku również SN w postanowieniu z 19.12.2020 r., V CSK 339/20 („zwrócić w tym zakresie należy skarżącemu uwagę na uzasadnienie wyroku Sądu Najwyższego z dnia 14 lutego 2019 r. w sprawie IV CSK 57/18, w którym całościowo, z przytoczeniem dotychczasowego orzecznictwa i racjonalnych argumentów, omówione zostały praktyczne konsekwencje i sposób postępowania w *wypadku spornych i wątpliwych przypadków* [podkreślenie S.S.] odwoływania się do sankcji wynikającej ze wskazanego przepisu”).

⁶²¹ A. Szumański, *Glosa do wyroku SN z 10.6.2005 r., II CK 715/04*, OSP nr 5/2006, s. 259; *Mataczyński* w: T. Sójka (red.) *Prawo rynku...*, s. 500 (mniej jednoznacznie, autor odmawia zarządowi kompetencji do rozstrzygania sporu w tym zakresie, ale wskazuje na procedurę z art. 407 KSH jako potencjalny instrument wykonywania sankcji pozbawienia głosu przez spółkę); A. Pęczyk-Tofel, M. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej* (cz. 2), Prawo Spółek nr 4/2010, s. 17; R. Szymański, *Korporacyjnoprawne skutki naruszenia obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, rozprawa doktorska, Warszawa 2019, s. 280–283 Na gruncie art. 156 p.p.o.p.w. - M. Romanowski, *Prawo o...*, s. 836; *Wierzbowski* w: M. Michalski, M. Wierzbowski, *Ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2002, s. 411; w kontekście art. 6 KSH – *Tofel* w: J. Bieniak i in., *KSH...*, s. 43; M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks...*, s. 63.

się m.in., że rozstrzyganie tej kwestii wychodzi poza obszar zarządczy, w związku czym nie można domniemywać tu kompetencji zarządu, a także wskazuje się na ryzyko nadużyć, polegających na arbitralnym niedopuszczaniu akcjonariuszy do udziału w zgromadzeniu. Pogląd o braku kompetencji zarządu do ustalenia zawieszenia prawa głosu podzielił również UKNF w jednym z publicznych stanowisk⁶²².

W orzecznictwie i wypowiedziach doktryny jest jednak również reprezentowane stanowisko przeciwne, przyznające spółce prawo do samodzielnego „pozbawienia” akcjonariusza prawa głosu w przypadku stwierdzenia naruszenia obowiązków notyfikacyjnych. Autorzy prezentujący je wskazują, że weryfikacja przez zarząd zarówno formalnej jak i materialnej (tj. z uwzględnieniem ograniczeń prawa głosu wynikających z art. 6 KSH, art. 89 u.o.p. czy innych przepisów) legitymacji akcjonariusza do wykonywania prawa głosu lub udziału w walnym zgromadzeniu mieści się w ogólnej kompetencji zarządu do prowadzenia spraw spółki oraz stanowi przejaw dochowania przez zarząd należytej staranności w dbaniu o interes spółki, co obejmuje również obowiązek zapewnienia zgodności wewnątrzkorporacyjnego funkcjonowania spółki z prawem⁶²³. W ten sposób zarząd ma chronić spółkę przed negatywnymi konsekwencjami naruszenia prawa w kontekście podejmowania uchwał walnego zgromadzenia. Ponadto, za takim rozstrzygnięciem przemawiać ma samo brzmienie art. 89 ust. 3 u.o.p., który – jeżeli uznać by, że kompetencja do decydowania o zawieszeniu głosu przysługuje wyłącznie sądowi – byłby przepisem martwym, a wyrażona w nim norma nie posiadałaby w istocie adresata⁶²⁴. Jego literalne brzmienie, mówiące o nieuwzględnianiu prawa głosu wykonanego z naruszeniem art. 89 u.o.p., czego dokonuje bezpośrednio przewodniczący walnego zgromadzenia (z udziałem komisji skrutacyjnej), a pośrednio zarząd poprzez ustalenie listy uprawnionych do głosowania, zdaje się sugerować, że adresatem tej normy są właśnie te podmioty⁶²⁵. Dodatkowo podnosi się, że z art. 422 § 2 pkt. 3 KSH, w którym mowa o *bezzasadnym* dopuszczeniu akcjonariusza do udziału w walnym zgromadzeniu (co obejmuje również niedopuszczenie do samego oddania głosu), wynika, *a contrario*, że możliwe jest też *zasadne* niedopuszczenie akcjonariusza do udziału w zgromadzeniu; w orzecznictwie przyjęto, że o *zasadnym* niedopuszczeniu można mówić m.in. w kontekście art. 413 KSH⁶²⁶. Kompetencję zarządu do oceny legitymacji materialnej akcjonariusza dopuszcza się też w innych kontekstach, m.in. w poprzednim stanie prawnym, przy decydowaniu o wpisie do księgi

⁶²² UKNF https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stalowisko_UKNF_ws_wezwan_i_notyfikacji-grupy_kapitalowe.pdf

⁶²³ Chłopecki w: A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, s. 581, 586 (autor, nie zajmując zdecydowanego stanowiska, podkreśla brak jednoznacznych kryteriów i konieczność każdorazowej oceny zasadności niedopuszczenia akcjonariusza przez zarząd przez pryzmat interesu spółki); G. Domański, M. Goszczyk, *Wybrane zagadnienia prawne organizacji Walnego Zgromadzenia spółki akcyjnej*, PPH nr (1)/2002, s. 12; Sołtyński w: S. Sołtyński i in., *Kodeks...*, s. 158–159; K. Brysiewicz, D. Kulgawczuk, *Podmiot...*, s. 17.

⁶²⁴ Jakszuk/Róg-Dyrda w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...*, s. 333.

⁶²⁵ M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, s. 178.

⁶²⁶ Tak uchwała SN z 9.02.2005, III CZP 82/04; K. Brysiewicz, D. Kulgawczuk, *Podmiot...*, s. 16.

akcjonariuszy (dawny art. 341 KSH), z czego część autorów wywodzi, *a majori ad minus*, kompetencję do oceny legitymacji materialnej do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu⁶²⁷.

Stanowisko takie reprezentowane jest też w nowszym orzecznictwie sądów powszechnych. Przykładowo, SA w Białymstoku przyjął, że „organy spółki są uprawnione do ustalania, czy dany akcjonariusz legitymuje się prawem głosu na zgromadzeniu, czy też nie. (...) Zgodnie z art. 407 k.s.h. listę akcjonariuszy uprawnionych do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu, na której umieszczana jest liczba głosów im przysługujących, sporządza zarząd spółki. W świetle treści tegoż przepisu, w powiązaniu z regulacją przewidzianą art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie, wydaje się być uprawniona ocena, że zarząd spółki może uznać, że akcjonariusz nie może wykonywać prawa głosu (na liście akcjonariuszy wskazanie "0" głosów)”⁶²⁸.

Przyjęcie dopuszczalności ustalenia istnienia sankcji z art. 89 u.o.p. przez spółkę nasuwa dalsze pytania o konkretny podmiot i procedurę, w której ustalenie to byłoby dopuszczalne.

Zarząd

Weryfikacja i ustalenie przez zarząd formalnej jak i materialnej legitymacji akcjonariusza do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, następuje przede wszystkim na etapie sporządzania listy uprawnionych do udziału w walnym zgromadzeniu (art. 407 KSH). W konsekwencji w doktrynie podnosi się, że lista ta, w zakresie jakim obejmuje informacje o liczbie głosów akcjonariusza, powinna zawierać również informacje dotyczące wyłączenia lub ograniczenia prawa głosu (m.in. z art. 6 KSH, art. 411 § 3 i 4 KSH jak również z art. 89 u.o.p.)⁶²⁹. Co prawda lista nie ma charakteru konstytutywnego a jedynie porządkowo-informacyjny⁶³⁰, w tym sensie, że nie przesądza o rzeczywistej legitymacji (formalnej lub materialnej) akcjonariusza do uczestnictwa w zgromadzeniu; akcjonariusz może kwestionować jej treść, w konsekwencji czego zarząd może dopuścić do uczestnictwa lub wykonywania prawa głosu akcjonariuszy na niej nie ujętych (lub nie dopuścić ujętych). Jednak z pewnością stanowi ona „ustalenie” stanu prawnego tak, jak postrzega go zarząd spółki; stanowiąc główny instrument dopuszczenia do udziału w walnym zgromadzeniu (art. 422 §2 pkt. 3 KSH)⁶³¹. W praktyce więc treść listy determinuje możliwość wykonywania przez akcjonariuszy ich praw na walnym zgromadzeniu - determinuje kto zostanie przez zarząd faktycznie dopuszczony do udziału w obradach oraz w jaki sposób liczone będą głosy⁶³².

⁶²⁷ Wyrok SN z 27.04.2007, I CSK 11/07; *Ibid.*

⁶²⁸ Wyrok SA w Białymstoku z 29.06.2012 r. I ACa 218/12 (podzielając stanowisko sądu I instancji z wyroku SO w Białymstoku z 16.12.2011, VII GC 77/10); Zob. też wyr. SO w Warszawie z 29.11.2021 r., XVI GC 207/18 („W ocenie Sądu nie oznacza to jednak, że powództwo jest jedynym środkiem do realizacji zakazu, o którym mowa w art. 89 ust. 3 [u.o.p.]. Spółka może sama nie dopuścić akcjonariusza do głosowania wbrew zakazowi - w przeciwnym razie normę wynikającą z art. 89 ust. 3 [u.o.p.] należałoby uznać za martwą, co jest sprzeczne z założeniem o racjonalności ustawodawcy”).

⁶²⁹ *Soltysiński/Moskwa* w: S. Soltysiński (red.) *SPP*, t. 17B..., s. 657; *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH*, t. IIIB..., s. 290.

⁶³⁰ Zamiast wielu zob. *Spyra* w: A. Szumański (red.) *SPH*. Tom 2B, s. 433 i przywołana literatura.

⁶³¹ G. Domański, M. Goszczyk, *Wybrane...*, s. 11.

⁶³² *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH*, t. IIIB..., s. 239;

Podobnej doniosłości nie ma natomiast lista obecności na walnym zgromadzeniu (art. 410 § 1 KSH). Lista ta sporządzana jest w oparciu o treść listy uprawnionych do uczestnictwa, jednak stanowi zasadniczo odzwierciedlenie stanu faktycznego (kręgu osób rzeczywiście obecnych na walnym zgromadzeniu), a nie prawnego, w związku z tym nie stanowi potencjalnego instrumentu egzekwowania sankcji z art. 89 u.o.p.

Przewodniczący walnego zgromadzenia

Niejednoznaczna jest sytuacja przewodniczącego walnego zgromadzenia. Przepisy KSH nie regulują wprost jego uprawnień, w skutek czego w praktyce większe znaczenie mają regulacje wewnętrzne takie statut lub regulamin walnego zgromadzenia. Z jednej strony, wskazuje się, że przewodniczący ma generalnie ograniczone uprawnienia, które obejmują dbanie o kwestie porządkowo-techniczne, ale nie rozstrzyganie o kwestiach merytorycznych, zwłaszcza dotyczących praw akcjonariuszy⁶³³. Wyrazem tego jest m.in. brzmienie art. 409 § 2 KSH. Należy uznać, że przewodniczący walnego zgromadzenia nie powinien w szczególności dopuszczać do udziału w nim lub głosowania akcjonariuszy w sposób sprzeczny z treścią listy uprawnionych do uczestnictwa w zgromadzeniu (art. 407 KSH)⁶³⁴.

Jednak przyznanie przewodniczącemu pewnego zakresu kompetencji co do decydowania o kwestiach merytorycznych, w tym co do liczenia głosów wydaje się w niektórych przypadkach nieuniknione. Materialnoprawne ograniczenia co do możliwości głosowania, mogą nie być są ujawnione na liście uprawnionych sporządzanej przez zarząd, w konsekwencji czego brane są pod uwagę dopiero na moment ustalania wyników głosowania przez przewodniczącego walnego zgromadzenia⁶³⁵. Uprzedzając ogólne konkluzje niniejszych rozważań, należy przyjąć, że przewodniczący - analogicznie jak zarząd - nie powinien uszczuplać praw akcjonariuszy w sytuacjach spornych i egzekwować sankcję zawieszenia prawa głosu wyłącznie w sytuacjach niebudzących wątpliwości. Z uwagi na mniej sformalizowany status prawny przewodniczącego walnego zgromadzenia – nie posiadanie przymiotu organu spółki, brak nałożenia na niego obowiązków staranności i lojalności – ma on bowiem mniejszą jeszcze niż zarząd legitymację do rozstrzygania sporów, które oddziałują na zakres praw akcjonariuszy.

Inne podmioty (notariusz, walne zgromadzenie w drodze uchwały)

Jeszcze bardziej „techniczną” funkcję pełni w kontekście walnego zgromadzenia notariusz, któremu należy *a limine* odmówić możliwości egzekwowania sankcji z art. 89 u.o.p.⁶³⁶

⁶³³ Szerzej zob. R. Szymański, *Korporacyjnoprawne...*, s. 284–285; *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 321.

⁶³⁴ Tak G. Domański, M. Goszczyk, *Wybrane...*, s. 20. Również generalnie negatywnie (z zastrzeżeniem ew. regulacji statutowych) o kompetencji przewodniczącego M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, s. 180.

⁶³⁵ Dotyczy to zwłaszcza, ale nie wyłącznie ograniczeń dotyczących konkretnych uchwał (np. art. 413 KSH), a często też ograniczeń przyjętych na podstawie art. 411 § 3 KSH, zob. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, s. 173.

⁶³⁶ Szerzej zob. *Ibid.*, s. 180–182; R. Szymański, *Korporacyjnoprawne...*, s. 288–290.

Należy też zdecydowanie odrzucić prezentowaną w doktrynie koncepcję, zgodnie z którą wątpliwości w tym zakresie mogłoby rozstrzygać samo walne zgromadzenie poprzez powzięcie uchwały. Rozstrzygnięcia wpływające na prawa akcjonariuszy powinny być dokonywane przez zarząd – to na członkach tego organu ciąży obowiązek dochowania należytej staranności w prowadzeniu spraw spółki, obowiązek lojalności w stosunku do spółki (i pośrednio akcjonariuszy) oraz to członkowie zarządu ponoszą subsydiarną odpowiedzialność za wyrządzenie szkody spółce. Okoliczności te nie mają zasadniczo zastosowania w odniesieniu do akcjonariuszy, z tego też powodu nie powinni oni rozstrzygać (uchwałą walnego zgromadzenia) kontrowersji prawnych mających wpływ na uprawnienia pozostałych akcjonariuszy⁶³⁷.

Podsumowanie

Jak wynika z powyższych rozważań, kwestia możliwości egzekwowania sankcji zawieszenia prawa głosu z art. 89 u.o.p. jest wysoce sporna. Na poparcie każdego z przeciwstawnych poglądów można przywołać przekonujące argumenty. Z praktycznego punktu widzenia istotne jest jednak, że, jak się wydaje, można już mówić o ustalonej linii orzeczniczej SN dotyczącej tego zagadnienia, zaprezentowanej przede wszystkim w wyroku z 14.02.2019 IV CSK 57/18, w którym Sąd generalnie przyznał organom spółki kompetencję do badania legitymacji materialnej akcjonariusza, z wyłączeniem jednak sytuacji spornych⁶³⁸. Stanowisko to należy zaaprobować również co do meritum. Przemawiają za nim dobitnie przytoczone przez SN w tym wyroku argumenty odnoszące się do praktycznych następstw wyboru jednej ze ścieżek postępowania przez organy spółki. Konsekwencje naruszeń procedury podejmowania uchwał walnego zgromadzenia są bowiem niesymetryczne – jeżeli naruszenie polega na tym, że w podjęciu uchwały brak udziału podmiot nieuprawniony, nie prowadzi to samo w sobie do jej nieważności, chyba że uchwała nie zostałaby podjęta bez głosów tego podmiotu⁶³⁹; w przypadku zaś bezzasadnego niedopuszczenia akcjonariusza do głosowania nad uchwałą, uchwała ta jest nieważna, bez względu na to czy głosy niedopuszczonego akcjonariusza miałyby wpływ na jej podjęcie⁶⁴⁰. Sankcja nieważności uchwały w tym przypadku ma na celu dyscyplinowanie większości do respektowania praw mniejszości - w przypadku uzależnienia nieważności uchwały od wpływu niedopuszczonego akcjonariusza na jej podjęcie, akcjonariusze mniejszościowi mogliby być bezzasadnie niedopuszczani do głosowania przez spółkę bez żadnych negatywnych konsekwencji. Paradoksalnie więc, podnoszone przez zwolenników przyznania zarządowi prawa do badania legitymacji materialnej akcjonariusza argumenty, dotyczące zapewnienia zgodności funkcjonowania spółki z prawem i jej ochrony

⁶³⁷ Podobnie krytycznie wobec tej propozycji *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 240.

⁶³⁸ Zob. postanowienie SN z 19.12.2020 r., V CSK 339/20, w którym SN odmówił przyjęcia do rozpoznania skargi kasacyjnej, nie podzielając poglądu skarżącego o istnieniu potrzeby wykładni przepisów prawnych budzących poważne wątpliwości lub wywołujących rozbieżności w orzecznictwie sądów (art. 398⁹ § 1 pkt. 2 KPC), wskazując, że „zagadnienie to zostało już należycie wyjaśnione” i odsyłając do wyroku SN IV CSK 57/18.

⁶³⁹ Wyrok SN z 12.12.1973 II CR 686/73.

⁶⁴⁰ Wyrok SN z 10.06.2005 r. II CK 715/04; Wyrok SN z 6.6.2018 r., III CSK 403/16.

przed negatywnymi konsekwencjami nieważności uchwał walnego zgromadzenia, przemawiają za daleko idącą powściągliwością zarządu przy podejmowaniu decyzji o niedopuszczeniu akcjonariusza do udziału w walnym zgromadzeniu lub głosowania.

W praktyce, kwestia zaktualizowania się sankcji z art. 89 u.o.p. zazwyczaj będzie mieć charakter sporny. Równocześnie możliwości samodzielnego ustalenia jej aktualizacji przez zarząd, w sposób niebudzący wątpliwości, są nad wyraz ograniczone. Pewność w tej sprawie zarząd mógłby mieć jedynie opierając się na orzeczeniu sądu ustalającym istnienie sankcji z art. 89 u.o.p. (wydanym na podstawie art. 189 k.p.c.) lub decyzji administracyjnej KNF stwierdzającej naruszenie obowiązków.

Poza tymi dwiema sytuacjami wydaje się, że ustalenie ziszczenia się przesłanek sankcji z art. 89 ust. 1 u.o.p. przez zarząd na własną rękę będzie bardzo trudne, jeżeli nie praktycznie niemożliwe. Nawet w odniesieniu do przekroczenia progów notyfikacyjnych przez akcjonariusza indywidualnie, ustalenie liczby akcji objętych sankcją z art. 89 u.o.p. i może być problematyczne, ze względu na konieczność ustalenia liczby akcji będących przedmiotem czynności prawnej skutkującej osiągnięciem relewantnego progu. Zarząd, nawet jeżeli na podstawie wykazu z KDPW zna ogólną liczbę akcji posiadanych przez danego akcjonariusza, nie ma na ogół możliwości poznania szczegółowych okoliczności ich nabywania⁶⁴¹.

W przypadku działania w porozumieniu sprawa jest jeszcze bardziej skomplikowana. Jak wynika z powyższej analizy, przesłanki działania w porozumieniu są określone w oparciu o wyrażenia nieostre i po części ocenne. Dla ustalenia, że porozumienie miało miejsce, konieczne jest w praktyce przeprowadzenie szczegółowego i rozbudowanego postępowania dowodowego. Zarząd jedynie w zupełnie wyjątkowych okolicznościach może samodzielnie wejść w posiadanie dostatecznych dowodów na zaistnienie tego typu okoliczności.

5.1.15 Sądowe egzekwowanie sankcji z art. 89 u.o.p.

W kontekście powyższej konkluzji o tym, że uprawnienie zarządu do niedopuszczenia akcjonariusza do udziału w głosowaniu jest zasadniczo ograniczone do sytuacji bezspornych, na znaczeniu zyskują sądowe instrumenty egzekwowania sankcji z art. 89 u.o.p., do których należą powództwo o ustalenie istnienia zakazu wykonywania prawa głosu na podstawie art. 189 KPC oraz powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały (art. 425 KSH).

Instrumentem podważania uchwały podjętej z naruszeniem art. 89 u.o.p. *ex post*, jest wyłącznie powództwo z art. 425 KSH⁶⁴², zgodnie z ogólną zasadą, że powództwo o ustalenie jest niedopuszczalne z uwagi na brak interesu prawnego, jeżeli dostępne jest dalej idące

⁶⁴¹ Jedynie jeżeli zarzutem zarządu będzie spóźnione lub w inny sposób wadliwe wykonanie obowiązku notyfikacyjnego, zarząd mógłby się oprzeć na treści zawiadomienia, zob. art. 69 ust. 4 pkt. 2 i 3 u.o.p.. Jak jednak wskazano powyżej po spóźnionym wykonaniu obowiązku sankcja zawieszenia prawa głosu ustaje.

⁶⁴² Wyrok SN z II CSK 248/07; wyrok SA w Krakowie z 19.09.2018 r. I AGa 290/18 (odmawiający powodowi interesu prawnego w ustaleniu istnienia sankcji wyłączenia prawa głosu w danym okresie w przeszłości).

powództwo⁶⁴³. Powództwo takie może zostać wykorzystane zarówno do kwestionowania uchwał podjętych z uwzględnieniem głosów objętych (w przekonaniu powoda) sankcją z art. 89 u.o.p., jeżeli głosy te miały wpływ na przyjęcie uchwały, jak i przez akcjonariusza, w którego bezzasadnie nie dopuszczono do udziału w głosowaniu z powołaniem na sankcję z art. 89 u.o.p. W zależności od tego na czym polegało naruszenie art. 89 u.o.p., będzie ono wywoływało opisane już powyżej „niesymetryczne” skutki (nieważność uchwały w przypadku bezzasadnego niedopuszczenia akcjonariusza; nieważność uchwały jeżeli głosy oddane z naruszeniem art. 89 u.o.p. miały wpływ na jej podjęcie).

Drugim dostępnym powództwem, mającym charakter *ex ante* jest powództwo o ustalenie (art. 189 KPC) zaktualizowania się sankcji zawieszenia głosu w odniesieniu do określonego akcjonariusza⁶⁴⁴. Interes prawny w wytoczeniu takiego powództwa przysługuje zarówno spółce jak i innym akcjonariuszom i sprowadza się do uzyskania pewności prawnej co do wystąpienia omawianej sankcji, która pozwoli spółce odpowiednio kształtować jej czynności wewnątrzkorporacyjne w przyszłości, np. nie dopuścić akcjonariusza do głosowania bez obaw, że niedopuszczenie to miałoby charakter bezzasadny.

5.1.16 Ocena obecnych rozwiązań i propozycje de lege ferenda

Jak wynika z powyższej analizy, de iure zarząd ma ograniczone kompetencje do odmowy dopuszczenia akcjonariusza do udziału lub głosowaniu na obradach walnego zgromadzenia, w tym z powołaniem na sankcje z art. 89 u.o.p. Bezzasadnie nie dopuszczając akcjonariusza do głosowania zarząd naraża spółkę na stwierdzenie nieważności uchwał jej walnego zgromadzenia, która, w przypadku bezzasadnego niedopuszczenia zachodzi bez względu na wpływ niedopuszczenia na wynik głosowania.

Takie rozwiązanie chroni jednak akcjonariuszy mniejszościowych w ograniczonym stopniu. Po pierwsze, stwierdzenie nieważności uchwały walnego zgromadzenia wymaga wytoczenia powództwa przez akcjonariusza, co wiąże się z kosztami i jest czasochłonne. W większości przypadków zarząd będzie mógł założyć, że niedopuszczony do głosu akcjonariusz nie będzie dostatecznie zmotywowany do wytoczenia powództwa o stwierdzenie nieważności i w konsekwencji będzie skłonny zaryzykować nie dopuszczając akcjonariusza do wykonania prawa głosu. Co więcej, nawet jeżeli akcjonariusz wystąpi z odpowiednim powództwem, i uzyska wyrok stwierdzający nieważność uchwały, taki wyrok będzie miał nikłe znaczenie praktyczne. Z uwagi na art. 427 § 2 KSH, uchylenie wyroku nie będzie na ogół wywoływać bezpośrednich negatywnych skutków dla spółki. Uchylenie wyroku nie gwarantuje też, że zostanie podjęta inna uchwała w rzeczonyj sprawie. Nawet jeżeli akcjonariuszowi może udać się umieścić ją w porządku obrad kolejnego walnego zgromadzenia, to możliwe, że podjęcie

⁶⁴³ Uchwała SN (7) z 30.12.1968 r., III CZP 103/68 szerzej zob. Szancilo: T. Szancilo (red.) *Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz. Tom. I*, Warszawa 2023, s. 830–831.

⁶⁴⁴ Wyrok SN z 5.09.2012 r. IV CSK 589/11; Wyrok SA w Krakowie z 11.02.2022 r. I AGa 251/20. Szerzej zob. M. Mataczyński, *Możliwość ustalenia przez spółkę nieistnienia prawa do wykonywania prawa głosu przez akcjonariusza*, PPH nr (10)/2014.

danej uchwały będzie już bez znaczenia, ze względu na zmianę okoliczności. Nie są to oczywiście problemy specyficzne wyłącznie dla kontekstu stosowania art. 89 u.o.p., a pokłosie generalnej ograniczonej skuteczności powództw przeciwko uchwałom walnego zgromadzenia jako narzędzia ochrony interesów mniejszości⁶⁴⁵. Możliwość uzyskania zabezpieczenia powództwa na czas trwania procesu w pewnym stopniu łagodzi te problemy, dając szansę na zapobieżenie nieodwracalnym skutkom niektórych zaskarżanych uchwał.

Warto w tym miejscu podkreślić, że pomimo iż akcjonariusze mniejszościowi nie mają zasadniczo samodzielnie wpływu na wynik głosowania, to już swoją obecnością na zgromadzeniu, zadawaniem pytań zarządowi i wypowiedziami skierowanymi do innych akcjonariuszy, mogą wywrzeć wpływ na wynik głosowania, nawet jeżeli nie rzeczywisty (poprzez doprowadzenie do (nie) przyjęcia określonej uchwały), o co w spółkach z akcjonariuszem większościowym może być trudno, to choćby symboliczny (poprzez zasygnalizowanie brak poparcia dla działań większości ze strony mniejszości). Dlatego umożliwienie akcjonariuszom obecność na walnym zgromadzeniu i wykonywanie ich praw jest tak istotne. W przypadku i instrumentalnego stosowania przez zarząd sankcji z art. 89 u.o.p. akcjonariusz może zniechęcony w ogóle nie pojawić się na walnym zgromadzeniu i nie wykonywać prawa do zadawania pytań i wypowiedziania się, albo też może on zostać zdelegitymizowany w oczach pozostałych akcjonariuszy przez zarząd.

Biorąc powyższe pod uwagę, sankcja nieważności uchwały w przypadku bezzasadnego niedopuszczenia akcjonariusza do wykonywania prawa głosu może stanowić niewystarczający i nieefektywny środek zapobiegający nadużywaniu art. 89 u.o.p. przez zarząd. W odniesieniu do akcjonariusza dysponującego znacznym pakietem akcji, który mógł mieć wpływ na wynik głosowania pewnym rozwiązaniem mogłoby przyznanie mu prawa do ustalenia (art. 189 KCP), że uchwała została ważnie podjęta. Nie omawiam tu dalej tej wysoce kontrowersyjnej koncepcji⁶⁴⁶, gdyż z perspektywy akcjonariuszy mniejszościowych, którymi są inwestorzy instytucjonalni nie ma praktycznego znaczenia.

Natomiast postuluję dodanie do przepisów karnych KSH przepisu penalizującego bezzasadne niedopuszczenie do udziału w walnym zgromadzeniu lub wykonywania prawa głosu. Warto zauważyć, że obecnie art. 590 KSH sankcjonuje szereg czynów, które skutkują sytuacją odwrotną, tj. umożliwieniem (w drodze oszustwa) bezprawnego głosowania na walnym zgromadzeniu lub bezprawnego wykonywania praw mniejszości. Aby zapobiec instrumentalizacji sankcji z art. 89 u.o.p. przez zarząd pożądane byłoby zagrożenie sankcją karną działania polegającego na umyślnym i w złej wierze bezzasadnym niedopuszczeniu akcjonariusza do wykonywania prawa głosu i innych uprawnień korporacyjnych na walnym

⁶⁴⁵ W kontekście uchwał o podziale zysku zob. A. Kidyba, M. Dumkiewicz, *Wybrane problemy związane ze skutkami zaskarżania uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych w przedmiocie podziału zysku.*, PPH nr 11/2013.

⁶⁴⁶ Za taką możliwością *de lege lata* m.in. Pabis w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 242–243 i Tofel w: J. Bieniak i in., *KSH...*, s. 39–40. Szerzej zob. P. Wiórek, *Powództwo o ustalenie podjęcia uchwały*, PPH nr 12/2014. Koncepcję tę odrzuca jednak SN, uchwała SN z 20.01.2022 r., III CZP 17/22.

zgromadzeniu. Potencjalne pozytywne skutki tej propozycji wykraczają dalece poza kontekst stosowani art. 89 u.o.p.

6. Podsumowanie rozdziału

W niniejszym rozdziale dokonano krytycznej oceny obecnej regulacji instytucji działania w porozumieniu w prawie polskim, przedstawiono perspektywy jej modyfikacji w oparciu o wnioski z analizy prawnoporównawczej oraz odniesiono przepisy o działaniu w porozumieniu do podstawowych form współdziałania inwestorów instytucjonalnych.

Jak wskazano, Przepisy ustanawiające definicję działania w porozumieniu (art. 87 ust. 1 pkt. 5 i 6 u.o.p.) są konstrukcyjnie wadliwe. Ich obecny kształt jest wynikiem przekopiowania treści z art. 158a ust. 3 pkt. 1 i ust. 4 p.p.o.p.w do ustawy o ofercie, bez uwzględnienia zmian treści innych przepisów, do których definicja ta odsyła. Konsekwencją jest ryzyko wykładni odrywającej powstanie obowiązków notyfikacyjnych wobec podmiotów działających w porozumieniu od progów głosów wskazanych w art. 69 u.o.p. Za wadliwe należy uznać odwołanie w definicji działania w porozumieniu do samego *zamiaru* nabycia akcji (lub podjęcia innych czynności), które *de facto* znosi zupełnie minimalny próg głosowy od którego aktualizuje się obowiązek notyfikacyjny dla podmiotów działających w porozumieniu. Funkcją instytucji działania w porozumieniu nie jest nakładanie na podmioty działające w porozumieniu surowszych obowiązków notyfikacyjnych niż te ciążące na indywidualnych akcjonariuszach a jedynie zapewnienie efektywności tych obowiązków w ich podstawowej postaci. W konsekwencji, konstrukcja definicji działania w porozumieniu powinna zostać uproszczona i oparta na obecnym brzmieniu art. 87 ust. 1 pkt. 6 u.o.p.

W odniesieniu do samego pojęcia „porozumienia”, wskazano, że mimo iż obejmuje ono również uzgodnienia niewywołujące skutków obligacyjnych (niebędące umową w rozumieniu prawa cywilnego), to jego dystynktywną cechą jest wzajemność. Aby można było przyjąć istnienie porozumienia konieczne jest istnienie pomiędzy jego stronami uzasadnionego oczekiwania, że zachowają się one w określony sposób, które to oczekiwanie wynika z interesów stron porozumienia. „Porozumienie” nie oznacza więc dojścia do wspólnego stanowiska w drodze perswazji, a uzgodnione współdziałanie w celu realizacji celów wspólnych stronom porozumienia. W konsekwencji, wymiana pomiędzy akcjonariuszami informacji, stanowisk i opinii, połączona nawet z przekonywaniem innych akcjonariuszy do swoich racji i do głosowania w określony sposób nie prowadzi sama w sobie do zawarcia porozumienia. W odniesieniu do jednego z przedmiotów porozumienia, tj. zgodnego głosowania na walnym zgromadzeniu, w doktrynie słusznie przyjmuje się, że prawnie relewantne na gruncie art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. jest głosowanie w sprawach w znaczący sposób wpływający na funkcjonowanie spółki. Należy jednak odrzucić pogląd, że takie głosowanie musi mieć miejsce co najmniej na dwóch walnych zgromadzeniach. Szereg spraw o jednorazowym charakterze (np. zmiany strukturalne, sprzedaż istotnych aktywów) może wywierać znaczący, często nieodwracalny wpływ na spółkę.

Odnosząc powyższe rozumienie pojęcia porozumienia do praktyk inwestorów instytucjonalnych należy wskazać, że w typowej sytuacji, zaangażowanie inwestorów nie będzie odpowiadać tak rozumianemu porozumieniu. Jednak niektóre praktyki aktywistycznych inwestorów, w szczególności tzw. taktyka „wilczego stada”, gdzie fundusze realizują de facto wspólną strategię inwestycyjną, może z większym prawdopodobieństwem odpowiadać porozumieniu w przyjętym znaczeniu. Analiza prawnoporównawcza obejmująca rozwiązania przyjęte w prawie UK oraz Włoch sugeruje, że ryzyko prawne działania w porozumieniu może zostać ograniczone poprzez przyjęcie dwóch definicji działania w porozumieniu – na potrzeby obowiązku notyfikacyjnego i wezwaniowego - i wprowadzeniu wyłączeń w odniesieniu do współpracy akcjonariuszy w definicji na potrzeby obowiązku wezwaniowego.

W odniesieniu do problemu tego, czy spółka może sama egzekwować sankcję zawieszania głosu z art. 89 u.o.p. poprzez nieuznanie głosów akcjonariuszy, co do których uważa, że naruszyli obowiązki notyfikacyjne, wskazano, że należy przyznać zarządowi generalną kompetencję do badania ograniczeń materialnej legitymacji akcjonariusza do wykonywania prawa głosu wynikających. Dokonując tego badania w interesie spółki, zarząd powinien jednak uwzględnić fakt, że w przypadku dopuszczenia akcjonariusza objętego zakazem z art. 89 u.o.p. do głosowania powzięta uchwała może zostać uznana za nieważną, tylko jeżeli jego głosy miały wpływ na wynik głosowania. Natomiast bezzasadne niedopuszczenie akcjonariusza do wykonania prawa głosu stanowić będzie podstawę stwierdzenia nieważności uchwały bez względu na wpływ jego głosów na wynik głosowania. Przemawia to za daleko posuniętą wstrzeźliwością zarządu w egzekwowaniu sankcji z art. 89 u.o.p. Jednak potencjalna groźba stwierdzenia nieważności uchwały nie stanowi wystarczającego środka odstraszającego zarząd przez oportunistycznym nadużywaniem sankcji z art. 89 u.o.p., w związku z czym postuluję dodanie w KSH przepisu karnego, penalizującego bezzasadne niedopuszczenie do udziału w zgromadzeniu lub wykonywania głosu, jeżeli zarząd działał umyślnie lub w braku dostatecznych podstaw faktycznych (analogicznie do art. 590 KSH).

Rozdział 4 - Kształtowanie składu osobowego rady nadzorczej i komunikacja z radą oraz jej członkami

1 Uwagi wprowadzające

1.1 Rola rady nadzorczej w ładzie korporacyjnym

Skład oraz funkcjonowanie rady nadzorczej – lub rady dyrektorów w monistycznym systemie organów - jest szczególnie istotnym obszarem ładu korporacyjnego z punktu widzenia zaangażowania inwestorów instytucjonalnych. Jest tak z uwagi na usytuowanie rady w strukturze spółki akcyjnej i pełnione przez nią funkcje.

Rada nadzorcza jest podstawowym narzędziem ograniczania wertykalnych kosztów agencyjnych wynikających z rozdzielenia własności i zarządzania, będącego charakterystyczną cechą spółki akcyjnej⁶⁴⁷. Normatywny model spółki akcyjnej, a spółki giełdowej w szczególności, zakłada możliwość uczestnictwa w niej dużej liczby akcjonariuszy, postrzeganych przede wszystkim jako dostarczycieli kapitału. Z uwagi na dużą liczbę a w konsekwencji jako nie posiadających odpowiedniej motywacji do i zdolności monitorowania zarządców, w wyniku problemów z koordynacją ich działań. Indywidualne monitorowanie przez dużą liczbę akcjonariuszy byłoby uciążliwe dla zarządców spółki. Uzasadnia to instytucjonalizację nadzoru w radzie, na którą, w sensie funkcjonalnym, akcjonariusze „delegują” monitorowanie zarządu⁶⁴⁸. Rada jest więc „powiernikiem „ekonomicznych właścicieli” spółki, tj. ogółu akcjonariuszy, mającym wyręczać ich w sprawowaniu nadzoru, którego oni sami nie są w stanie wykonywać w sposób efektywny i stanowi „ogniowo pośrednie pomiędzy akcjonariuszami a menadżerami”⁶⁴⁹. Szczegółowa analiza przepisów prawa pozwala na wyróżnienie bardziej szczegółowych funkcji rady nadzorczej⁶⁵⁰, jednak jak wskazuje A. Opalski „istota funkcji rady” sprowadza się, najogólniej rzecz biorąc do „ochrony korporacyjnych outsiderów”⁶⁵¹.

Ta zasadnicza rola rady nadzorczej ulega pewnej modyfikacji w spółkach o skoncentrowanej strukturze własności⁶⁵². O ile sprawowanie przez radę nadzoru nad zarządem w interesie ogółu akcjonariuszy (mitygowania wertykalnego konfliktu agencyjnego) jest najbardziej istotna w spółkach o rozproszonym akcjonariacie, w spółkach kontrolowanych zadanie to schodzi na

⁶⁴⁷ W literaturze finansowej zob. zwłaszcza E. F. Fama, M. C. Jensen, *Separation of ownership and control*, The Journal of Law and Economics nr 2(26)/1983, s. 301.

⁶⁴⁸ A. Opalski, *Rada...*, s. 54 Podobnie, w odniesieniu do rady dyrektorów, S. Bainbridge, *The Board of Directors*, w: *Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, red. J. Gordon i W.-G. Ringe, Oxford 2015, s. 280

⁶⁴⁹ K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 384–385.

⁶⁵⁰ Przykładowo, K. Opustil wyróżnia funkcję: kontrolną, doradczą, współdecydowania o sprawach spółki, personalną oraz korporacyjnej reprezentacji interesów różnych grup akcjonariuszy i interesariuszy, *Ibid.*, s. 386 i n.; zob. też *Sołtysiński/Moskwa* w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 593 i n.

⁶⁵¹ A. Opalski, *Rada...*, s. 25.

⁶⁵² *Ibid.*, s. 24 („miejsce rady, tak samo jak całą strukturę spółki determinują w znacznym stopniu stosunki właścicielskie”).

dalszy plan. Akcjonariusz dominujący posiada dostateczne bodźce do tego, aby samemu kontrolować zarząd.

Jednocześnie jednak, zdominowanie przez akcjonariusza większościowego składu osobowego rady nadzorczej a pośrednio również zarządu, generuje ryzyko, że członkowie tych organów będą utożsamiać interes spółki z jego interesem, oraz że będą zezwalać na różne formy „wywłaszczania” akcjonariuszy mniejszościowych, np. w drodze transakcji z dominującym akcjonariuszem. Na znaczeniu zyskuje więc horyzontalny konflikt agencyjny⁶⁵³. W konsekwencji podkreśla się, że w spółkach kontrolowanych rada nadzorcza powinna wykonywać nadzór przywiązując szczególną uwagę do tego, aby dominujący akcjonariusz nie zmierzał do pokrzywdzenia spółki i akcjonariuszy mniejszościowych⁶⁵⁴. Pomimo, podkreślenia tej funkcji rady w spółkach kontrolowanych i pomimo prawnego obowiązku jej członków działania w wyłącznym interesie spółki (art. 387¹ § 1 KSH)⁶⁵⁵, faktyczna dominacja akcjonariusza większościowego może sprawić, że postulat ten nie będzie realizowany w praktyce.

1.2 Niezależni członkowie rady nadzorczej jako instytucja ochrony interesów mniejszościowych akcjonariuszy

Jedną z instytucji mających stanowić odpowiedź na problem zdominowania członków rady przez ośrodki kontroli w spółce jest instytucja niezależnych członków rady nadzorczej. Historycznie wykształciła się ona przede wszystkim w prawie USA. Z uwagi na przeważnie rozproszoną strukturę akcjonariatu amerykańskich spółek giełdowych, skutkującą silną pozycją zarządców spółek giełdowych, stanowiła próbę ograniczenia kontroli rady dyrektorów przez managerów spółki, a nie dominujących akcjonariuszy. Na przełomie wieków instytucja niezależnych dyrektorów, zyskała status międzynarodowo akceptowanej dobrej praktyki ładu korporacyjnego i – częściowo pod wpływem aktywności regulacyjnej UE – upowszechniła się również w Europie. Kryteria niezależności członków rady zostały – przynajmniej w niektórych źródłach prawa i *soft law* - odpowiednio dostosowane do skoncentrowanej struktury własności europejskich spółek giełdowych, poprzez uwzględnienie również wymogu niezależności od akcjonariusza kontrolującego. Przy czym, z uwagi na konieczność pogodzenia obecności dyrektorów niezależnych w radzie z kontrolą korporacyjną akcjonariusza większościowego, członkowie niezależni stanowią z założenia mniejszość w radach spółek kontrolowanych.

Niezależni członkowie rady pełnią w europejskim kontekście podwójną rolę. Z jednej strony, zgodnie z wymogami niezależności od spółki, mają oni, podobnie jak w jurysdykcjach anglosaskich, pełnić funkcję korporacyjnych „stróżów” (*gatekeepers*) – niezależnych ekspertów, czuwających nad przestrzeganiem przez spółkę standardów ładu korporacyjnego, prawa i rzetelnej sprawozdawczości finansowej, co po części uzasadniane jest też względami

⁶⁵³ R. H. Kraakman, J. Armour, i in., *The anatomy...*, s. 30.

⁶⁵⁴ A. Opalski, *Rada...*, s. 20–21.

⁶⁵⁵ Szerzej nt. obowiązku lojalności członków rady zob. pkt. 3.2.

szerszego interesu społecznego w zapewnieniu integralności rynków finansowych⁶⁵⁶. Znajduje to odzwierciedlenie m.in. w wymogu ich członkostwa w komitetach audytu⁶⁵⁷. Z drugiej strony, w spółkach z akcjonariuszem dominującym, na znaczeniu wzrasta funkcja przeciwdziałania przez członków niezależnych horyzontalnemu konfliktowi agencji poprzez monitorowanie ewentualnych nadużyć przez akcjonariusza dominującego, dokonywanych z pokrzywdzeniem mniejszości⁶⁵⁸. A. Opalski podkreśla wręcz, że niezależni członkowie rady „występują w interesie akcjonariuszy mniejszościowych”⁶⁵⁹. Członkowie niezależni, jeszcze bardziej niż członkowie rady w ogóle powinni w spółkach z akcjonariuszem dominującym mieć na względzie interesy mniejszości.

Wymogi niezależności zakładają, że motywacją dyrektorów niezależnych do sprawowania funkcji nie powinny być bodźce finansowe (*high power incentives*), takie jak wysokie wynagrodzenie, zwłaszcza powiązane z kursem akcji, które mogłyby skłaniać członków rady do podejmowania nadmiernego ryzyka. Zamiast tego, motywację stanowią mają bodźce reputacyjne i rynkowe (*low-powered incentives*) płynące z opinii publicznej oraz rynku pracy członków rad nadzorczych – kompetentne pełnienie przez nich ich funkcji ma być warunkiem ponownego wyboru do zasiadania w radach spółek giełdowych i zachowania opinii szanowanego profesjonalisty⁶⁶⁰. Jednak kierunek oddziaływania bodźców reputacyjno-rynkowych uzależniony jest od tego kto w istocie tworzy ów rynek pracy dla niezależnych członków rady, a więc kto decyduje o ich powołaniu w skład rad nadzorczych⁶⁶¹.

Pomimo formalnych wymogów niezależności od akcjonariusza większościowego, niezależni członkowie rady są zasadniczo powoływani jego głosami, tak samo jak wszyscy inni członkowie rady nadzorczej, a także mogą zostać odwołani przez niego ze stanowiska, na gruncie KSH w każdym czasie (w tym przed końcem kadencji) i bez ważnego powodu (art. 368 § 2 w zw. z art. 369 § 5 KSH). Stwarza to oczywiste bodźce dla osób pełniących tę funkcję do unikania działań, którymi mogłyby narazić się dominującemu akcjonariuszowi, w obawie przed odwołaniem ze stanowiska, brakiem odnowienia mandatu na kolejną kadencję w spółce lub zyskaniem reputacji „kłopotliwego” niezależnego członka rady, która utrudniałaby

⁶⁵⁶ Zob. np. W. B. Chandler III, L. E. Strine Jr, *The new federalism of the American corporate governance system: Preliminary reflections of two residents of one small state*, University of Pennsylvania Law Review nr (152)/2003, s. 979; Y. Nili, *Board Gatekeepers*, Emory Law Journal nr (72)/2022.

⁶⁵⁷ Zob. niżej pkt. 2.2.2.

⁶⁵⁸ A. Opalski, *Rada...*, s. 234; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 433; G. Ferrarini, M. Filippelli, *Independent Directors and Controlling Shareholders Around The World* w: J. Hill, R. S. Thomas (red.) *Research Handbook on Shareholder Power*, Cheltenham 2015; M. Gutiérrez, M. Sáez, *Deconstructing Independent Directors*, JCLS nr 1(13)/2013, s. 71, R. H. Kraakman, J. Armour, i in., *The anatomy...*, s. 65.; G. Strampelli, *How to Enhance Directors' Independence at Controlled Companies*, Journal of Corporation Law nr (44)/2018, s. 109–114.; L. A. Bebchuk, A. Hamdani, *Independent directors and controlling shareholders*, University of Pennsylvania Law Review nr 6(165)/2017, s. 1279.

⁶⁵⁹ A. Opalski, *Rada...*, s. 237.

⁶⁶⁰ R. H. Kraakman, J. Armour, i in., *The anatomy...*, s. 35

⁶⁶¹ Analogicznie w odniesieniu do wpływu CEO na wybór członków rad amerykańskich spółek, L. A. Bebchuk, J. M. Fried, D. I. Walker, *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, The University of Chicago Law Review nr 3(69)/2002, s. 771; R. J. Gilson, R. Kraakman, *Reinventing the outside director: An agenda for institutional investors*, Stanford Law Review nr 4(43)/1991, s. 875.

powołanie na tę funkcję w innych spółkach⁶⁶². Jednocześnie, konsekwencją zdominowania procesu ich wyboru i odwołania przez akcjonariusza większościowego, jest brak rozliczalności niezależnych członków rady wobec akcjonariuszy mniejszościowych. Tymczasem „uzyskanie pewnego stopnia zależności od akcjonariuszy [mniejszościowych] pozwoliłoby wyeliminować lukę [niezależnych członków rady] w sferze motywacyjnej”⁶⁶³.

Dostrzegając analogiczny problem wpływu dyrektorów wykonawczych (zwłaszcza CEO) na wybór członków rady dyrektorów, anglosaskie zasady ładu korporacyjnego wprowadziły rozwiązania służące jego ograniczeniu i zapewnieniu niezależności dyrektorów niezależnych, m.in. w postaci obowiązku tworzenia komitetów nominacji obsadzonych w większości przez dyrektorów niezależnych czy nakazu rozdzielenia funkcji przewodniczącego rady i CEO⁶⁶⁴. W kontekście skoncentrowanej struktury własności, dostrzega się analogicznie potrzebę wdrożenia rozwiązań ograniczających wpływ dominującego akcjonariusza na wybór niezależnych członków rady.

Rozwiązania takie mogą być przyjmowane w spółkach dobrowolnie i polegać albo na praktyce wyłączenia się akcjonariusza dominującego z procesu nominowania i powołania części członków rady, albo na przyjęciu postanowień statutowych, modyfikujących ogólne reguły wyboru członków rady nadzorczej w głosowaniu większościowym (art. 385 § 2 KSH)⁶⁶⁵. Do przyjęcia tego typu rozwiązań motywować akcjonariusza dominującego może chęć zasygnalizowania rynkowi brak zamiaru wywłaszczania mniejszości⁶⁶⁶. Jednak dominujący akcjonariusz nie będzie skłonny przystać na tego typu rozwiązania jeżeli prywatne korzyści kontroli będą w jego ocenie większe niż – zazwyczaj trudne do ustalenia – reputacyjne korzyści z tego rodzaju sygnalizowania. Przyjęcie dobrowolnych mechanizmów będzie więc mniej prawdopodobne tam, gdzie były najbardziej potrzebne, z uwagi na wysokie ryzyko nadużycia.

⁶⁶² „Jest wątpliwe czy nominalnie niezależni dyrektorzy powołani przez większościowego akcjonariusza będą odpowiednio pełnić rolę powierników chroniących interesy mniejszości”, R. H. Kraakman, J. Armour, i in., *The anatomy...*, s. 65, zob. też uwagi na s. 85 i 153; L. A. Bebchuk, A. Hamdani, *Independent...*, s. 1284, 1287–88; A. Opalski, *Niezależni członkowie rady nadzorczej*, PPH nr 6/2005, s. 17.

⁶⁶³ A. Opalski, *Rada...*, s. 237; Tak też R. J. Gilson, R. Kraakman, *Reinventing...*, s. 865 („odpowiadamy się za wzmocnieniem zależności zewnętrznych dyrektorów od akcjonariuszy. (...) Rady potrzebują dyrektorów nie tylko niezależnych, ale też rozliczalnych”). M. Gutiérrez, M. Sáez, *Deconstructing...*, s. 89 („Żeby działały efektywnie, bodźce reputacyjne wymagają rozliczalności. Jednak niezależni członkowie rad nie są odpowiedzialni wobec inwestorów zewnętrznych”); W.-G. Ringe, *Independent directors: after the crisis*, EBOR nr 3(14)/2013, s. 421.

⁶⁶⁴ L. A. Bebchuk, A. Hamdani, *Independent...*, s. 1286.

⁶⁶⁵ Zob. przegląd proponowanych rozwiązań statutowych obejmujących m.in. wprowadzenie wymogu wysokiej większości kwalifikowanej głosów dla uchwały o powołaniu członka niezależnego, obniżenie udziału akcji uprawniającego do zainicjowania procedury wyboru grupowego czy wprowadzenie mechanizmu *voting cap* (art. 411 KSH) w wyborach członków niezależnych, A. Opalski, *Niezależni...*, s. 17; K. Oplustil, *Niezależni członkowie rady nadzorczej (administrującej) jako instrument wzmocnienia nadzoru korporacyjnego w spółkach publicznych* w: M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka (red.) *Corporate governance. Europejskie Prawo Spółek, tom III.*, Kraków 2006.

⁶⁶⁶ D. C. Clarke, *Three concepts of the independent director*, Delaware Journal of Corporate Law nr (32)/2007, s. 106.

Jak wykazują badania empiryczne, rozwiązania statutowe zwiększające wpływ mniejszości na wybór członków rady nadzorczej nie są powszechne wśród polskich spółek giełdowych⁶⁶⁷.

1.3 Postawy i praktyki inwestorów instytucjonalnych wobec kształtowania składu rady nadzorczej

Powyższa analiza roli rady, a w szczególności jej członków niezależnych, w łańdźie korporacyjnym, wyjaśnia dlaczego skupienie się na kształtowaniu jej składu osobowego jest naturalnym wyborem dla zaangażowania inwestorów instytucjonalnych. Inwestorom instytucjonalnym jak i (niezależnym) członkom rady przypisuje się tożsame funkcje monitorowania korporacyjnych insiderów i ograniczania konfliktów agencyjnych. Aktywny udział w kształtowaniu składu osobowego rady, i wyborze członków niezależnych był wskazywany jako jedna z bardziej obiecujących form zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w łańdź korporacyjny w amerykańskiej literaturze już we wczesnych lat 90-tych.⁶⁶⁸ Kwestie te dostrzegane są również w polskiej doktrynie⁶⁶⁹.

Skupienie się na zaangażowaniu w proces wyboru członków niezależnych i następczym monitoringu ich działań oraz współpracy z nimi jest dla inwestorów instytucjonalnych działaniem racjonalnym, przede wszystkim ze względu na podkreśloną powyżej centralną rolę rady w nadzorze nad zarządzającymi. Skupienie się na kształtowaniu składu rady nadzorczej sprawia, że inwestorzy instytucjonalni nie muszą na bieżąco monitorować poszczególnych decyzji biznesowych zarządu – do czego nie mają odpowiedniej motywacji ani kompetencji⁶⁷⁰ - a jedynie monitorować jakość monitorowania przez radę nadzorczą, lub poszczególnych jej członków, w szczególności członków niezależnych. Członkowie rady nadzorczej, mają dostęp do o wiele szerszego zakresu informacji o spółce niż akcjonariusze i – pomimo sprawowania swojej funkcji niepełnoetatowo – są w stanie poświęcić na analizę jej sytuacji więcej czasu. W konsekwencji są zasadniczo w lepszej pozycji niż inwestorzy instytucjonalni, aby na bieżąco monitorować zarząd. Zapewnienie, żeby nadzór ten był przez nich sprawowany efektywnie i z uwzględnieniem interesu inwestorów zewnętrznych jest więc kluczowe. Bardziej bezpośredni

⁶⁶⁷ A. Opalski przywołuje wyniki analiz P. Dzierżanowskiego I in., z 2005 r., identyfikujące 5 spółek z tego typu mechanizmami w statutach, A. Opalski, *Rada...*, s. 257. Według nowszych analiz T. Reguckiego, członków rady powołuje walne zgromadzenie w 320 z 410 badanych spółek (78%). Inne rozwiązania, (nie stanowiące mechanizmów zwiększających kontrolę) występują w 14 spółkach (3,4%) i polegają zazwyczaj na przyznaniu prawa do powołania lub mianowania członka rady akcjonariuszom mniejszościowym reprezentującym określony udział głosów, T. Regucki, *Mechanizmy zwiększające kontrolę (control enhancing mechanisms) w polskich spółkach akcyjnych. Analiza prawno-ekonomiczna*, Warszawa 2018, s. 258 i n.

⁶⁶⁸ Zob. zwłaszcza R. J. Gilson, R. Kraakman, *Reinventing...*; J. N. Gordon, *Institutions as relational investors: A new look at cumulative voting*, Columbia Law Review nr 1(94)/1994. Szerokie zainteresowania tą problematyką w literaturze odnotowuje też A. Christie, *Board-Shareholder Engagement and Directors' Appointments* w: G. Strampelli, L. Enriques (red.) *Board-Shareholder Dialogue: Policy Debate, Legal Constraints and Best Practices*, Cambridge 2024, s. 468.

⁶⁶⁹ Np. M. Glicz, podkreślając wagę odpowiedniego ukształtowania składu osobowego rady nadzorczej w spółce publicznej zaznacza, że „dotyczy to zwłaszcza inwestorów instytucjonalnych, którzy nie dysponują możliwością bezpośredniego wywierania wpływu na działalność spółki, ale dążą do zapewnienia efektywnej reprezentacji swoich interesów w spółce za pośrednictwem odpowiednio obsadzonych stanowisk w radzie nadzorczej” M. Glicz, *Spółka...*, s. 184.

⁶⁷⁰ R. J. Gilson, R. Kraakman, *Reinventing...*, s. 880; J. N. Gordon, *Institutions...*, s. 138–139.

monitoring spółek giełdowych przez inwestorów instytucjonalnych, przynajmniej dotyczący konkretnych (*firm-specific*) aspektów strategicznych i operacyjnych działalności spółki a nie spełniania ogólnych standardów ładu korporacyjnego, ma raczej wyjątkowy i interwencyjny, „punktowy” charakter. Bezpośrednie zaangażowanie akcjonariuszy nie stanowi więc alternatywy dla nadzoru sprawowanego przez radę nadzorczą, a raczej mechanizm uzupełniający i wzmacniający nadzór pełniony przez radę.

Praktyka pokazuje, że skład rady w istocie stanowi jeden z głównych obszarów zainteresowania inwestorów instytucjonalnych. W jednym z badań ankietowych wśród amerykańskich inwestorów, 62% respondentów wskazało, że zapoznaje się z sekcją pełnomocnictwa do głosowania dot. niezależności rady na potrzeby podejmowania decyzji co do głosu; była to druga najczęściej wskazywana sekcja po sekcji dot. wynagrodzeń⁶⁷¹. Według innej analizy, 41% interwencji aktywistycznych funduszy dotyczyło rady dyrektorów⁶⁷². Jednocześnie, aktywne monitorowanie rady przez inwestorów instytucjonalnych wywiera pozytywny wpływ na jakość nadzoru sprawowanego przez niezależnych dyrektorów⁶⁷³.

Jednak możliwość aktywnego zaangażowania inwestorów instytucjonalnych skupionego na kształtowaniu składu rady jest ograniczona w spółkach z dominującym akcjonariuszem, ze względu na fakt, że zasadniczo powołuje on całość rady. Stąd mechanizmy wzmacniania wpływu mniejszości na kształtowanie składu rady, rozważane, jak wskazano powyżej, w kontekście wzmacniania pozycji członków niezależnych, można równocześnie postrzegać jako narzędzie zwiększania zaangażowania akcjonariuszy, w szczególności instytucjonalnych. W literaturze zauważa się, że „inwestorzy instytucjonalni mogą mieć większy wpływ w kontrolowanych spółkach, o ile prawo przewiduje rozwiązania wzmacniające ich pozycję”⁶⁷⁴. Analizy empiryczne potwierdzają, że dostępność rozwiązań wzmacniających wpływ mniejszości koreluje ze zwiększonym aktywizmem akcjonariuszy⁶⁷⁵. Również Zielona Księga

⁶⁷¹ D. F. Larcker i in., *2015 Investor Survey: Deconstructing Proxy Statements—What Matters to Investors*, 2015 (https://www.gsb.stanford.edu/sites/default/files/publication-pdf/cgri-survey-2015-deconstructing-proxy-statements_0.pdf), s. 8. Niezależność, jako jedną z dwóch najczęstszych przyczyn głosowania przez inwestorów przeciwko dyrektorowi identyfikują też R. Michaely, S. Rubio, I. Yi, *Voting rationales*, ECGI Finance Working Paper No. 928/2023. Podobne wnioski w kontekście europejskim raportuje C. Mallin, *Institutional investors: the vote as a tool of governance*, Journal of Management & Governance nr 2(16)/2012 (“najbardziej sporne uchwały wlanego zgromadzenia to te, dotyczące powołania i reelekcji dyrektorów i składu rady”).

⁶⁷² P. Loop, P. DiNicola, *Investors and Board Composition*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance z 26.05.2016 (<https://corpgov.law.harvard.edu/2016/05/26/investors-and-board-composition/>)

⁶⁷³ C. Liu i in., *Monitoring the monitor: Distracted institutional investors and board governance*, The Review of Financial Studies nr 10(33)/2020.

⁶⁷⁴ A. Hamdani, S. Hannes, *Institutional...*, s. 386, s. 386; U. Varottil, *Minority shareholders rights, powers and duties: the market for corporate influence* w: A. Afsharipour, M. Gelter (red.) *Comparative Corporate Governance*, Cheltenham 2021, s. 353.

⁶⁷⁵ Zob. K. Kasiel, *Against...* Autor analizuje przypadki aktywizmu funduszy hedgingowych w amerykańskich spółkach giełdowych posiadających dominujących właścicieli, będących głównymi posiadaczami akcji z prawem głosu (*dual class*), z których część posiada mechanizmy reprezentacji mniejszości w radzie na skutek dawnych wymogów giełdy AMEX. Spółki z tego typu mechanizmami były celem aktywistycznych kampanii dwukrotnie częściej niż spółki bez nich. Generalnie dążenie do umieszczenia mniejszościowego dyrektora w radzie było celem prawie 60% wszystkich badanych interwencji, choć co interesujące aż 22% interwencji opierało się tylko na nieformalnych mechanizmach wywierania wpływu (*ibid.*, s.89).

ładu korporacyjnego KE z 2011 wskazywała, że zaangażowanie się akcjonariuszy mniejszościowych może być szczególnie trudne w spółkach, w których istnieje akcjonariusz z pakietem kontrolnym (...)", zauważając jednocześnie, że „aby zwiększyć prawa akcjonariuszy, niektóre państwa członkowskie (np. Włochy) zastrzegają pewną liczbę miejsc w radzie dla akcjonariuszy mniejszościowych”⁶⁷⁶. Rozwiązania tego typu są w związku z tym głównym przedmiotem analizy w pierwszej części niniejszego rozdziału.

Postulat wzmocnienia wpływu inwestorów instytucjonalnych na wybór (niezależnych) członków rady, zakłada większe uzależnienie ich od głosów mniejszości i w konsekwencji większą motywację do sprawowania nadzoru w ich interesie, przy równoczesnym założeniu, że członkowie ci nie posiadają żadnych szczególnych związków z mianującymi ich akcjonariuszami. Praktyki najbardziej aktywistycznych inwestorów idą jednak w tym obszarze dalej. Standardową praktyką aktywistycznych funduszy hedgingowych jest bowiem powoływanie do rad tzw. aktywistycznych dyrektorów (*activist directors*)⁶⁷⁷. Dyrektorzy ci, są w praktyce pracownikami lub funkcjonariuszami powołujących ich funduszy, albo niezależnymi ekspertami, którzy jednak otrzymują też niekiedy od funduszu dodatkowe wynagrodzenie za objęcie funkcji w radzie. Tego typu członkowie rad z założenia stanowią „reprezentantów” funduszu w radzie, którzy mają czuwać nad implementacją zmian w strategii spółki postulowanych przez fundusz. Ich funkcjonowanie w radzie wiąże się też zazwyczaj ze współpracą z mianującym ich funduszem w toku sprawowania mandatu, która obejmuje intensywną wymianę informacji o spółce. Ten model odpowiada w dużej mierze rozwiązaniom z zakresu ładu korporacyjnego znanym ze spółek kontrolowanych przez fundusze VC/PE⁶⁷⁸. W literaturze wskazuje się, że zmotywowani i dysponujący odpowiednimi zasobami, aktywistyczni dyrektorzy, są w stanie po pierwsze usprawnić sprawowanie nadzoru przez radę, przełamując jej informacyjne uzależnienie od zarządu⁶⁷⁹, a po drugie zaktywizować radę jako partnera zarządu w planowaniu strategii korporacyjnej spółki⁶⁸⁰. Jednak funkcjonowanie tego typu członków rady w spółkach giełdowych generuje szereg problemów prawnych, związanych przede wszystkim z dopuszczalnością wymiany informacji pomiędzy tego typu dyrektorami a mianującymi ich akcjonariuszami.

1.4 Organizacja dalszych części rozdziału

Powyższa analiza funkcji rady nadzorczej w kontekście zaangażowania akcjonariuszy wyznacza zakres problemów prawnych analizowanych w nierniejszym rozdziale.

⁶⁷⁶ KE, *Zielona Księga. Unijne ramy ładu korporacyjnego.*, KOM(2011) 164 z 5.04.2011, s. 20. Rozwiązania przyjęte w prawie Włoskim analizowane są w pkt. 3.2.1 poniżej.

⁶⁷⁷ A. L. Christie, *The new...*

⁶⁷⁸ R. J. Gilson, R. Kraakman, *Reinventing...*, s. 879; R. J. Gilson, J. N. Gordon, *Board 3.0*, *The Business Lawyer* nr 2(74)/2019, s. 358.

⁶⁷⁹ K. Kastiel, Y. Nili, *Captured boards: The rise of super directors and the case for a board suite*, *Wisconsin Law Review* nr 1/2017.

⁶⁸⁰ R. J. Gilson, J. N. Gordon, *Board...*, s. 361.

W pierwszej kolejności, z uwagi na fakt, że zaangażowanie nakierowanie na kształtowanie składu rady nadzorczej w szczególności dotyczy niezależnych członków rady, w pkt. 2 analizuję po krótku przepisy prawa i akty *soft law* odnoszące się do instytucji członków niezależnych.

Wskazane powyżej zdominowanie składu rady nadzorczej przez akcjonariusza dominującego w spółkach kontrolowanych, generuje bliźniacze problemy ograniczonego wpływu akcjonariuszy mniejszościowych na skład rady z jednej strony, i ograniczonych bodźców członków rady, w tym członków niezależnych rady, do uwzględniania ich interesu z drugiej. Odpowiedzią na obydwa te problemy jest zwiększanie wpływu akcjonariuszy mniejszościowych na kształtowanie składu osobowego rady nadzorczej w drodze szczególnych rozwiązań wprowadzających odstępstwa od podstawowej zasady obsady całości rady przez akcjonariusza dominującego. Z tego powodu, w pkt. 3, dokonuję prawnoporównawczego przeglądu mechanizmów zagwarantowania wpływu akcjonariuszy mniejszościowych na wybór członków rady nadzorczej, i oceniam ich efektywność. W jego ramach uwzględniam dwie „tradycyjne” instytucje prawa handlowego służące temu celowi: wybór członków rady nadzorczej grupami w prawie polskim (art. 385 § 3 - 9 KSH) oraz głosowanie proporcjonalne (*cumulative voting*) w prawie amerykańskim. Z uwagi na ograniczoną użyteczność tych instytucji, analiza obejmuje w dalszej kolejności bardziej nowoczesne rozwiązania obowiązujące w prawie Izraela, Włoch i Wielkiej Brytanii. Wnioski z tej analizy stanowią podstawę dla ustalenia pożądanych aspektów reżimu zapewnienia wpływu mniejszości na kształt rady nadzorczej, z której wywodzone są postulaty *de lege ferenda* dla prawa polskiego.

Użyteczność angażowania się w nominowanie i wybieranie niezależnych członków rady dla inwestorów instytucjonalnych zależy od efektywności wykonywania przez członków niezależnych nadzoru w interesie inwestorów zewnętrznych, która determinowana jest w dużej mierze regułami wewnętrznego funkcjonowania rady nadzorczej. W związku z tym relewantne aspekty tych reguł analizowane są w pkt. 4. Analiza ta obejmuje zasadę kolegiałności działania rady nadzorczej oraz odstępstwa od tej zasady w postaci komitetów rady, a także delegowania członków rady do samodzielnego pełnienia określonych czynności nadzorczych. Szczególna uwaga poświęcona jest roli członków niezależnych w wyrażaniu przez radę nadzorczą zgody na transakcje z podmiotami powiązanymi. Argumentuję, że przy wprowadzeniu specjalnej procedury wyboru członków niezależnych zasadne byłoby powierzenie im szczególnych uprawnień w zakresie zatwierdzania transakcji powiązanych zawartych z kontrolującym akcjonariuszem lub podmiotami z nim powiązanymi.

W pkt. 5 analizuję prawne uwarunkowania relacji pomiędzy akcjonariuszami a członkami rady nadzorczej wybranymi w procedurach zwiększających wpływ mniejszości na ich wybór. Poza kwestią treści obowiązków lojalności członków rady, najbardziej istotne problemy analizowane w tym rozdziale granic dopuszczalności komunikacji rady jako całości, lub też jej poszczególnych członków z inwestorami.

2 Niezależni członkowie rady

2.1 Geneza i ewolucja instytucji niezależnych członków rady w krajach anglosaskich

Instytucja niezależnych członków rady nadzorczej wywodzi się z prawa i praktyki korporacyjnej Stanów Zjednoczonych. Począwszy od lat 70tych, w amerykańskiej literaturze zaczęto coraz wyraźniej dostrzegać potrzebę pełnienia przez radę dyrektorów funkcji nadzorczej (monitorującej) wobec managerów spółki⁶⁸¹. W obliczu faktu, że managerowie ci zazwyczaj wchodzili w skład samej rady dyrektorów (często jako jej przewodniczący), i w sposób naturalny dążyli do podporządkowania sobie rady, autonomizacja kontrolnej funkcji rady wiązała się z koniecznością ograniczenia ich wpływu.

Poza postulatami formułowanymi w literaturze wskazać można na kilka bodźców sprzyjający powoływaniu niezależnych członków rady. Po pierwsze, w orzecznictwie Delaware, zaczęto uzależniać intensywność sądowej kontroli za decyzji podjętych przez zarządzających spółką w sytuacji konfliktu interesów od zaangażowania niezależnych dyrektorów niewykonawczych w proces jej podjęcia bądź zatwierdzenia⁶⁸². Po drugie, wymóg powoływania określonej liczby dyrektorów niewykonawczych, a później niezależnych do rady spółki, wprowadzały regulaminy giełd. Po raz pierwszy giełda nowojorska wprowadziła wymóg tego typu już w 1956 r.⁶⁸³. Radykalne zwiększenie wymogów giełd co do liczebności dyrektorów niezależnych w radzie nastąpiło po skandalach korporacyjnych z początku XXI wieku, wtedy to największe amerykańskie giełdy – NYSE i NASDAQ – zaczęły wymagać, żeby większość rady dyrektorów składała się z dyrektorów niezależnych⁶⁸⁴. Dodatkowo wymóg ten znalazł umocowanie w prawie federalnym na skutek przyjęcia Sarbanes-Oxley Act (SOA)⁶⁸⁵.

Istotnym bodźcem w promocji dyrektorów niezależnych były regulacje przyjmowane amerykańskie giełdy. Giełda nowojorska (New York Stock Exchange, NYSE) wprowadziła wymóg posiadania przez notowane na niej spółki dwóch dyrektorów zewnętrznych (*outside directors*) już w 1956 roku. W 1977 roku NYSE wprowadziła obowiązek funkcjonowania w spółkach komitetu audytu złożonego z przynajmniej trzech dyrektorów zewnętrznych

⁶⁸¹ Największe znaczenie przypisuje się koncepcji *monitoring board* przedstawionej przez Melvina Eisenberga we wpływowej pracy *The Structure of the Corporation* (1975) i licznych artykułach, zob. S. Bainbridge, *The Board of Directors* w: J. Gordon, W.-G. Ringe (red.) *Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford 2015; J. N. Gordon, *The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: Of shareholder value and stock market prices*, Stanford Law Review nr 59/2007, s. 1518.

⁶⁸² J. N. Gordon, *The rise...*, s. 1493, 1523. Rozumienie niezależności w orzecznictwie Delaware nie jest tożsame z wymogami wynikającymi z regulacji federalnych i regulaminów spółek.

⁶⁸³ NYSE, *NYSE: Corporate Governance Guide*, 2014, s. vi, https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE_Corporate_Governance_Guide.pdf; M.I. Steinberg, *The Federalization of Corporate Governance*, Oxford 2018, s. 233.

⁶⁸⁴ NYSE *Listed Company Manual* Section 303A.01, dostępne: <https://nyseguide.sro.rules.com/listed-company-manual>; NASDAQ *Listing Rules* Rule 5605(b)(1), dostępne: <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/Nasdaq%205600%20Series>

⁶⁸⁵ Zob. 15 U.S.C. 78-1(m)(3) oraz Rule 10A-3 Securities Exchange Act (17 C.F.R. § 240.10A-3). Ustawa ta posługuje się jednak dość ograniczoną definicją niezależności. Zob. omówienie jej i porównanie z wymogami wynikającymi z regulaminów giełdowych w D. C. Clarke, *Three...*

„niezależnych od managementu”⁶⁸⁶. Minimalna liczba dyrektorów niezależnych w radzie zwiększyła się więc do trzech.

Regulaminy giełd określają szereg formalnych kryteriów oceny niezależności. Jednak podstawowym wymogiem, jest uznanie danego dyrektora za niezależnego przez samą radę dyrektorów. Wszystkie giełdy zwalniają jednak z tego wymogu spółki kontrolowane, definiowane jako takie, w których jeden akcjonariusz lub akcjonariusze działający w porozumieniu posiadają co najmniej 50% głosów⁶⁸⁷.

Obecnie, standardem w amerykańskich spółkach jest sytuacja, w której wszyscy członkowie rady dyrektorów poza CEO są dyrektorami nie wykonawczymi, a zdecydowana większość z nich równocześnie dodatkowo dyrektorami niezależnymi⁶⁸⁸. Taka sytuacja, będąca realizacją postulatu zwiększenia „monitorującej” roli rady dyrektorów, znacząco zbliża model ładu korporacyjnego do tego w dualistycznym systemie organów spółki.

W Wielkiej Brytanii instytucja niezależnych członków rad dyrektorów została wprowadzona później i w bardziej skoordynowany, „odgórny” sposób, w dużej mierze z inspiracji doświadczeniami amerykańskimi. Po raz pierwszy postulat powoływania dyrektorów niezależnych pojawił się w raporcie Cadbury Committee z 1992 roku, który rekomendował, żeby liczba dyrektorów niewykonawczych zapewniała ich wpływ na rozstrzygnięcia rady, a większość z nich była niezależna⁶⁸⁹. Raport ten wraz z późniejszymi raportami Hamble Committee (1998) i Greenbury Committee (1995), stał się podstawą do przyjęcia tzw. Combined Code, a następnie, po uwzględnieniu zaleceń rządowego Higgs Committee z 2003 r., UK Corporate Governance Code (CGC)⁶⁹⁰. Obecnie, na mocy wydawanych przez FCA Listing Rules⁶⁹¹, spółki publiczne notowane na brytyjskich rynkach regulowanych objęte są zakresem zastosowania CGC na zasadzie zastosuj się lub wyjaśnij (*comply-or-explain*), która stanowiła w momencie jej wprowadzenia w brytyjskim CGC istotne *novum* w obszarze regulacji ładu korporacyjnego i inspirację dla późniejszych rozwiązań przyjętych na poziomie unijnym⁶⁹².

⁶⁸⁶ J. M. Luty, *Analysis of the proposed NYSE corporate governance and audit committee listing requirements*, DePaul Business & Commercial Law Journal nr (2)/2003, s. 101. Regulamin NYSE nie określał przy tym początkowo szczegółowo kryteriów niezależności. Kryteria te w odniesieniu do członków komitetu audytu zostały uszczegółowione w 1999 roku.

⁶⁸⁷ NYSE Listed Company Manual Section 303A.00; NASDAQ Listing Rules 5615(c).

⁶⁸⁸ Zob. też R. J. Gilson, J. N. Gordon, *Board...*, s. 355.

⁶⁸⁹ *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992, s. 23, [https://www.frc.org.uk/getattachment/9c19ea6f-bcc7-434c-b481-f2e29c1c271a/The-Financial-Aspects-of-Corporate-Governance-\(the-Cadbury-Code\).pdf](https://www.frc.org.uk/getattachment/9c19ea6f-bcc7-434c-b481-f2e29c1c271a/The-Financial-Aspects-of-Corporate-Governance-(the-Cadbury-Code).pdf).

⁶⁹⁰ P. Davies, S. Worthington, *Gower...*, s. 425.

⁶⁹¹ Sekcja 9.8.6., FCA, *Listing Rules*, 2023, s. 9/35, <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR.pdf>.

⁶⁹² Obecnie mechanizm *comply or explain* w odniesieniu do kodeksów ładu korporacyjnego ustanawia na poziomie prawa unijnego art. 20 Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie rocznych sprawozdań finansowych, skonsolidowanych sprawozdań finansowych i powiązanych sprawozdań niektórych rodzajów jednostek (Dz.U.E L 182 z 29.6.2013) („Dyrektywa ws. sprawozdań finansowych”).

Obecnie na gruncie CGC, zgodnie z zasadą G⁶⁹³, rada dyrektorów powinna składać się z odpowiedniej kombinacji dyrektorów wykonawczych i niewykonawczych, w tym niezależnych, tak, aby żadna osoba lub grupa nie zdominowała procesu decyzyjnego rady. Zasada ta jest konkretyzowana w szczegółowych rekomendacjach. CGC zaleca, aby co najmniej połowa członków rady, nie licząc jej przewodniczącego, była niezależna (2.11). Sam przewodniczący również powinien być niezależny w momencie powołania – zakłada się więc, że ścisłe kontakty z managementem spółki mogą rzutować na jego niezależność w przyszłości - i nie powinien być prezesem ani byłym prezesem spółki (2.9). Oceny niezależności dyrektorów dokonuje sama rada i komunikuje jej wyniki w corocznym raporcie. CGC zawiera otwarty katalog okoliczności wykluczających, co do zasady możliwość uznania dyrektora za niezależnego, w tym: zatrudnienie w spółce w ciągu ostatnich kilku lat, relacje biznesowe ze spółką, pobieranie od spółki świadczeń pieniężnych, powiązania osobiste lub zawodowe z osobami zarządzającymi spółką oraz reprezentowanie znaczącego akcjonariusza (2.10). Dokument przewiduje też funkcję „starszego niezależnego dyrektora” (*senior independent director*), który miałby pełnić rolę doradczą (*sounding board*) wobec przewodniczącego rady, pośredniczyć w kontaktach z akcjonariuszami oraz przeprowadzać coroczne spotkanie dyrektorów niewykonawczych poświęcone ocenie sprawowania funkcji przez przewodniczącego (2.12). CGC rekomenduje też utworzenie przynajmniej trzech komitetów – składających się wyłącznie z członków niezależnych komitetów audytu (4.24) i wynagrodzeń (5.32) oraz składającego się w większości z członków niezależnych komitetu nominacji (3.17).

2.2 Niezależni członkowie rady w prawie i *soft law* unijnym i polskim

2.2.1 Zalecenie Komisji Europejskiej w sprawie niezależnych członków rady

Na poziomie unijnym, postulat powoływania członków niezależnych znalazł po raz pierwszy wyraz w Zaleceniu Komisji Europejskiej z dnia 15 lutego 2005 r. dotyczącym roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej) (2005/162/WE)⁶⁹⁴. Zalecenie jest kierowane do Państw Członkowskich i ma charakter *soft law*, a więc nie jest prawnie wiążące. Komisja rekomenduje wprowadzenie wymogu powoływania niezależnych członków rad nadzorczych (lub administrujących) w porządkach krajowych na zasadzie „zastosuj się lub wyjaśnij” (pkt. 1.1.).

Zalecenie nie formułuje określonych wprost wymogów co do liczebności dyrektorów niezależnych w radzie, stwierdzając jedynie, że „powinna ona być wystarczająca do zapewnienia kontroli nad zjawiskiem istotnej sprzeczności interesów po stronie dyrektorów” (pkt. 4; zob. też motyw 8 i 15). Co do samego pojęcia niezależności Zalecenie na najbardziej ogólnym poziomie definiuje je jako brak „powiązań gospodarczych, rodzinnych lub innych ze

⁶⁹³ The UK Corporate Governance Code, <https://www.frc.org.uk/directors/corporate-governance/uk-corporate-governance-code> Przytaczam numery poszczególnych rekomendacji poprzedzając je numerem rozdziału CGC, w którym się znajdują.

⁶⁹⁴ Dz.U. UE z 25.02.2005 L 51/52, dalej „Zalecenie” lub „Zalecenie Komisji”.

spółką, z jej akcjonariuszem mającym pakiet kontrolny lub kierownictwem, które skutkują sprzecznością interesów mogącą wpłynąć na jego osąd” (pkt. 13.1).

W Załączniku II do Zalecenia, Komisja wskazuje przykładowe negatywne przesłanki oceny niezależności, które należy wziąć pod uwagę dokonując oceny niezależności członka rady. Zgodnie z nimi, dany członek rady może być uznany za niezależnego, jeżeli⁶⁹⁵:

- a) nie jest członkiem zarządu spółki⁶⁹⁶ i nie był nim w ciągu ostatnich pięciu lat;
- b) nie jest pracownikiem spółki i nie był nim w ciągu ostatnich trzech lat, chyba, że nie należy do kadry kierowniczej wysokiego szczebla lub został wybrany do rady w ramach przedstawicielstwa pracowniczego;
- c) nie otrzymuje ani nie otrzymał dodatkowego wynagrodzenia, w znaczącej wysokości, od spółki lub spółki stowarzyszonej, oprócz wynagrodzenia otrzymywanego jako członek rady. Takie dodatkowe wynagrodzenie obejmuje w szczególności udział w systemie przydziału opcji na akcje lub w innym systemie wynagradzania za wyniki.
- d) nie jest akcjonariuszem lub nie reprezentuje w żaden sposób akcjonariusza(-y) posiadającego(-ych) pakiet kontrolny.
- e) nie utrzymuje obecnie ani nie utrzymywał w ciągu ostatniego roku znaczących stosunków handlowych⁶⁹⁷ ze spółką, bezpośrednio lub w charakterze wspólnika, akcjonariusza, dyrektora lub pracownika wysokiego szczebla organu utrzymującego takie stosunki.
- f) nie jest obecnie lub w ciągu ostatnich trzech lat nie był wspólnikiem lub pracownikiem obecnego lub byłego rewidenta zewnętrznego spółki.
- g) nie jest członkiem zarządu w innej spółce, w której członek zarządu spółki jest członkiem rady nadzorczej, i nie posiada innych znaczących powiązań z dyrektorami wykonawczymi spółki przez udział w innych spółkach lub organach.
- h) nie pełnił funkcji w radzie nadzorczej dłużej niż przez trzy kadencje (lub dłużej niż 12 lat, kiedy prawo krajowe przewiduje bardzo krótki wymiar normalnych kadencji).
- i) nie jest członkiem bliskiej rodziny członka zarządu, lub osób w sytuacjach opisanych w lit. a)–h).

Katalog ten ma jednak charakter pomocniczy - Zalecenie podkreśla, że „podstawą oceny niezależności określonego dyrektora powinna być raczej treść niż forma” (zob. też motyw 18). Ostatecznego rozstrzygnięcia o niezależności powinna dokonywać sama rada nadzorcza, przy

⁶⁹⁵ Postanowienia Zalecenia zostały w niniejszym fragmencie dostosowane do nomenklatury prawa polskiego poprzez zastąpienie odniesień do „dyrektora wykonawczego” odniesieniem do członka zarządu spółki. Szczegółowo każdy z tych wymogów omawia K. Oplustil, *Niezależni...*, s. 382–392.

⁶⁹⁶ Każde odniesienie do spółki dotyczy również spółki stowarzyszonej.

⁶⁹⁷ Stosunki handlowe obejmują sytuację bycia znaczącym dostawcą towarów lub usług (w tym usług finansowych, prawnych, doradczych lub konsultingowych), znaczącym klientem i organizacją, która otrzymuje znacznej wysokości wkłady od spółki lub jej grupy.

czyż może ona stwierdzić, że dany członek rady jest niezależny nawet pomimo nie spełnienia jednego lub więcej kryterium formalnego lub, że nie jest niezależny pomimo spełniania wszystkich z nich (pkt. 13.2). Zalecenie zawiera też wytyczne dotyczące przejrzystości informacji o niezależnych członkach rady: informacje o niezależności danego członka rady powinny być przez spółkę podawane do publicznej wiadomości na etapie zgłaszania kandydatury członka oraz corocznie (pkt. 13.3.1.). Ocena niezależności dokonana przez radę również powinna być publicznie komunikowana (pkt. 13.3). W przypadku niespełniania któregoś z kryteriów niezależności – *ab initio* lub w danym roku – spółka powinna uzasadnić, dlaczego daną osobę można mimo to uznać za niezależną (pkt. 13.3.1., 13.3.2.). Dokument formułuje też pewne pozytywne oczekiwania co do postawy niezależnego członka rady (zob. Zał. 2, pkt. II).

Zalecenie Komisji realizowane jest przez zapisy większości narodowych kodeksów ładu korporacyjnego w Europie kontynentalnej. Większość kodeksów wymaga jednak jedynie zapewnienia „odpowiedniej” liczby członków niezależnych i nie przyznaje im specjalnych uprawnień. Mniejsza istotność instytucji dyrektorów niezależnych w Europie wynika z kilku powodów. Po pierwsze, w środowisku skoncentrowanej własności akcji wymóg niezależności członków rady pozostaje w pewnym napięciu z radą jako narzędziem kontroli kapitałowej akcjonariusza większościowego. Po drugie, powoływanie dyrektorów niezależnych implikuje „zależność” pozostałych członków rady nadzorczej, co – mimo iż jest założeniem do pewnego stopnia realistycznym – kłóci się z normatywnym modelem rady nadzorczej w systemach dualistycznych i obowiązkami jej członków⁶⁹⁸. Po trzecie, podkreśla się też przywiązanie do alternatywnych mechanizmów ochrony inwestorów zewnętrznych, jak przepisy prawa koncernowego czy zasada równego traktowania akcjonariuszy⁶⁹⁹.

2.2.2 Niezależni członkowie rady w komitetach audytu

Istotnym źródłem upowszechnienia instytucji niezależnych członków rady są zharmonizowane w dyrektywie audytowej⁷⁰⁰ wymogi dotyczące komitetów audytu. Wymogi te zostały po raz pierwsze implementowane do prawa polskiego w ustawie o biegłych z 2009 r. (u.b.r.). Wprowadziła ona wymóg powołania w spółkach giełdowych, jako jednostkach zainteresowania publicznego (art. 2 ust. 4 u.b.r.), komitetu audytu. W skład komitetu powinny wchodzić co najmniej trzy osoby, w tym przynajmniej jeden niezależny członek rady, posiadający dodatkowo kompetencje z dziedziny rachunkowości lub rewizji finansowej (86 u.b.r.). Wymóg powoływania niezależnych członków rady zyskał tym samym status ustawowy. Dyrektywa audytowa nie wskazywała kryteriów niezależności członków komitetu audytu. Polski ustawodawca uznał za stosowane odesłanie w tym zakresie do art. 86 ust. 5 u.b.r. odsyłał do wybranych kryteriów niezależności dla biegłych rewidentów (art. 56 ust.

⁶⁹⁸ K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 433.

⁶⁹⁹ W.-G. Ringe, *Independent...*, s. 418.

⁷⁰⁰ Dyrektywa 2006/43/WE z dnia 17 maja 2006 r. w sprawie ustawowych badań rocznych sprawozdań finansowych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych, zmieniająca dyrektywy Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG oraz uchylająca dyrektywę Rady 84/253/EWG, Dz.U. UE L 157 z 9.06.2006, s. 87.

3 pkt 1, 3 i 5 u.b.r.). Niezależność członka rady nie była w konsekwencji zachowana w przypadkach: (i) posiadania przez niego udziałów, akcji lub innych tytuły własności w spółce lub w jednostce z nią powiązanej; (ii) jeżeli w ostatnich 3 latach uczestniczył w prowadzeniu ksiąg rachunkowych lub sporządzaniu sprawozdania finansowego spółki oraz (iii) jeżeli był powiązany osobiście z członkami władz spółki (w szczególności jest ich małżonkiem, krewnym lub powinowatym). Kryteria te spotkały się z krytyką w literaturze jako nieskoordynowane z kryteriami przyjętymi w Zaleceniu Komisji oraz materialnie nieodpowiednie na potrzeby określania niezależności członka komitetu audytu⁷⁰¹.

W 2017 roku, w konsekwencji zmian w prawie unijnym, u.b.r. została uchylona i zastąpiona przez nową ustawę o biegłych rewidentach z 2017 r. (n.u.b.r.)⁷⁰². Ustawa ta wprowadziła wymóg aby większość członków komitetu, w tym jego przewodniczący, była niezależna, co przy minimalnej liczbie członków komitetu ustalonej na trzy osoby, oznacza wymóg powołania co najmniej dwóch członków niezależnych (art. 129 ust. 1 i 3 n.u.b.r.). W mniejszych spółkach, zadania komitetu mogą być powierzone całej radzie (art. 128 ust. 4 pkt. 4 n.u.b.r.). W takim przypadku rada jako całość musi spełniać wymagania co do składu komitetu, a więc składać się w większości z członków niezależnych (art. 128 ust. 5 n.u.b.r.)⁷⁰³.

Zmianie uległy też kryteria niezależności. Nie zostały one doprecyzowane na szczeblu unijnym w ramach zmian w dyrektywie audytowej. Polski ustawodawca zdecydował się jednak posłużyć kryteriami zasadniczo tożsamymi z tymi z Załącznika II do Zalecenia KE (art. 129 ust. 3 n.u.b.r.)⁷⁰⁴. Na gruncie n.u.b.r. kryteria te są jednak wiążące, w tym sensie, że ustawa nie przyznaje radzie nadzorczej kompetencji do zdecydowania o niezależności danego członka pomimo niespełnienia któregoś z kryteriów ustawowych. Dodatkowo wymóg posiadania wiedzy z zakresu rachunkowości przez co najmniej jednego członka komitetu nie musi już być spełniany przez jednego z członków niezależnych.

2.2.3 Niezależni członkowie w Dobrych Praktykach Spółek Notowanych

Dobre Praktyki Spółek Notowanych (Dobre Praktyki; DPSN) na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie stanowią wydany przez giełdę zbiór zasad ładu

⁷⁰¹ A. Opalski, *Nowe obowiązki spółek publicznych i członków organów – implementacja do prawa polskiego dyrektyw 2006/43/WE i 2006/46/WE*, Monitor Prawniczy nr 5/2010, s. 254; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 443

⁷⁰² Ustawa ta stanowi implementację Dyrektywy 2014/56/UE (Dz. U. UE z 27.05.2014, L 158, s. 196) oraz służy stosowaniu przepisów unijnego Rozporządzenia 537/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie szczegółowych wymogów dotyczących ustawowych badań sprawozdań finansowych jednostek interesu publicznego, uchylające decyzję Komisji 2005/909/WE, Dz. U. UE z 27.5.2014, L 158, s. 77).

⁷⁰³ Szerzej zob. P. Piniór, *Funkcje i odpowiedzialność komitetu audytu w strukturze organizacyjnej spółki akcyjnej* w: K. Bilewska (red.) *Efektywność zarządzania i nadzoru w spółce handlowej. W poszukiwaniu optymalnego modelu ustroju spółki*, Warszawa 2018

⁷⁰⁴ Zob. Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz o nadzorze publicznym, Druk nr 1092, <https://www.sejm.gov.pl/Sejm8.nsf/druk.xsp?nr=1092>, s. 6 i 36.

korporacyjnego, który znajduje zastosowanie do notowanych na GPW spółek na zasadzie „zastosuj się lub wyjaśnij”⁷⁰⁵.

Koncepcja niezależnych członków rady nadzorczej pojawiła się już w pierwszej wersji Dobrych Praktyk z 2002 roku. Dokument ten wprowadzał wymóg, aby co najmniej połowa członków rady była niezależna (zasada 20a)⁷⁰⁶. W DPSN z 2005 roku wymóg ten został wyłączony dla spółek, w których jeden akcjonariusz posiada pakiet akcji dający ponad 50% ogólnej liczby głosów (pkt. 20 d); dokument stanowił, że takiej sytuacji w radzie powinno zasiadać co najmniej dwóch członków niezależnych, w tym przewodniczący komitetu audytu, o ile został ustanowiony⁷⁰⁷.

Przyjęta w DPSN definicja niezależności wskazywała ogólnie, że niezależni członkowie rady nadzorczej powinni być wolni od jakichkolwiek powiązań ze spółką i akcjonariuszami lub pracownikami, które mogłyby istotnie wpłynąć na zdolność niezależnego członka do podejmowania bezstronnych decyzji, a szczegółowe kryteria niezależności powinien określać statut spółki. Czytana dosłownie, definicja ta za kryterium niezależności przyjmowała brak powiązań ze wszystkimi, w tym mniejszościowymi akcjonariuszami (potencjalnie nawet posiadaczami jednej akcji), co nie wydaje się być celowe⁷⁰⁸. DPSN 2005 rekomendowały określenie kryteriów niezależności w statucie w oparciu o Zalecenie Komisji, choć niezbyt stanowczo, odsyłając do tego aktu jedynie w przypisie.

Dodatkowo, DPDN 2002 i 2005 przyznawały niezależnym członkom rady określone uprawnienia blokujące, stanowiąc, że bez ich zgody nie powinny być podejmowane uchwały rady w sprawach: świadczenia z jakiegokolwiek tytułu przez spółkę i jakiejkolwiek podmioty powiązane ze spółką na rzecz członków zarządu; wyrażenia zgody na zawarcie przez spółkę lub podmiot od niej zależny istotnej umowy z podmiotem powiązanym ze spółką, członkiem rady nadzorczej albo zarządu oraz z podmiotami z nimi powiązanymi; wyboru biegłego rewidenta dla przeprowadzenia badania sprawozdania finansowego spółki (zasada 20 b)⁷⁰⁹.

Rekomendacja powołania co najmniej połowy członków niezależnych do rady nie była realizowana przez zdecydowaną większość spółek notowanych na GPW i spotkała się z

⁷⁰⁵ Art. 49 ust. 2a Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U.2023 poz. 120). § 72 ust. 7 pkt. 5 lit. b) r.i.b.o. precyzuje, że oświadczenie o stosowaniu ładu korporacyjnego zawiera w zakresie, w jakim emitent odstąpił od postanowień zbioru zasad ładu korporacyjnego, pod które emitent podlega oraz wskazanie tych postanowień oraz wyjaśnienie przyczyn tego odstąpienia.

⁷⁰⁶ Projekt DPSN 2002 nie przewidywał „sztywnych” wymogów co do liczby członków niezależnych w radzie, stanowiąc jedynie, że ich liczba powinna być „taka, aby bez ich zgody nie było możliwe przegłosowanie uchwały rady nadzorczej w określonych w statucie sprawach istotnych dla spółki i mogących być przyczyną konfliktu interesów, takich jak transakcje z podmiotami powiązanymi spółki i członkami jej władz oraz kwestie wynagrodzenia członków zarządu”. Zob. Komitet Dobrych Praktyk - Forum Corporate Governance, *Dobre praktyki w spółkach publicznych w 2002 r.*, Monitor Prawniczy nr 10/2002, pkt. 33.

⁷⁰⁷ Mimo iż kierunkowo zasadna, zmiana ta nie uwzględniała okoliczności, że efektywne sprawowanie kontroli możliwe jest przy znacznie niższym udziale kapitałowym, A. Opalski, *Niezależni...*, s. 13

⁷⁰⁸ Zob. trafną krytykę w *Ibid.*, s. 12

⁷⁰⁹ W DPSN z 2002 wystarczyła zgoda jednego członka niezależnego, natomiast w wersji z 2005 konieczna była zgoda większości członków niezależnych, co przy minimalnej liczbie 2 członków niezależnych równoznaczne było z przyznaniem każdemu z nich prawa weta.

krytyką w doktrynie, jako mechaniczne powielenie rozwiązań anglosaskich, niedostosowanych do modelu spółki zamkniętej o skoncentrowanej własności⁷¹⁰. Jak wskazywał też *A. Opalski*, w sytuacji przyznania członkom niezależnych uprawnień blokujących, ogólny wymóg co do ich udziału w radzie na poziomie 50% był, jak się wydaje, zbędny⁷¹¹.

Dobre Praktyki z 2007 r. zniosły rekomendację co do stanowienia przez członków niezależnych przynajmniej połowy składu rady, wprowadzając jednolity wymóg dwóch niezależnych członków rady dla wszystkich spółek, niezależnie od struktury własności spółki oraz wielkości samej rady. Co do kryteriów niezależności DPSN 2007 odsyłały już w sposób bardziej stanowczy do stosowania Załącznika II do Zalecenia Komisji, z dwoma dodatkowymi zastrzeżeniami. Po pierwsze, stanowiły, że za niezależnego nie może być uznany członek rady będący pracownikiem spółki, podmiotu zależnego lub podmiotu stowarzyszonego ze spółką (Zalecenie tymczasem na to zezwala, o ile pracownik nie należy do kadry zarządzającej wysokiego szczebla). Po drugie, stanowiły że niezależność wyklucza posiadanie rzeczywistych i istotnych powiązań z akcjonariuszem mającym prawo do wykonywania 5 % i więcej ogólnej liczby głosów, podczas gdy Zalecenie wskazywało jedynie na powiązania z akcjonariuszem dominującym. Zgodnie z DPSN z 2007 członkowie rady powinni być niezależni zgodnie z rozumieniem przyjętym w Zaleceniach Komisji, zarówno od samej spółki jak i podmiotów pozostających w istotnym powiązaniu ze spółką.

Dobre Praktyki z 2016 r. wprowadziły nowe postanowienia dotyczące transparentności w odniesieniu do członków niezależnych. Zgodnie z zasadą II.Z.5 członek rady nadzorczej powinien przekazać pozostałym członkom rady oraz zarządowi spółki oświadczenie o spełnianiu przez niego kryteriów niezależności określonych w Dobrych Praktykach. Rada z kolei została zobowiązana do dokonania oceny, czy istnieją związki lub okoliczności, które mogą wpływać na spełnienie przez danego członka rady kryteriów niezależności i przedstawienia wyników tej oceny w przedkładanym akcjonariuszom sprawozdaniu z działalności rady (II.Z.10).

Obowiązująca obecnie wersja Dobrych Praktyk z 2021 roku, wskazuje, że przynajmniej dwóch członków rady nadzorczej spełnia kryteria niezależności wymienione w n.u.b.r., a także nie ma rzeczywistych i istotnych powiązań z akcjonariuszem posiadającym co najmniej 5% ogólnej liczby głosów w spółce (2.3.)⁷¹². Postanowienia DPSN wprowadzają więc ponad wymogi wynikające z n.u.b.r. jedynie dodatkowy wymóg braku powiązań z akcjonariuszem posiadającym 5% głosów. Utrzymano również wprowadzony w poprzedniej wersji zamieszczenia informacji o członkach niezależnych w sprawozdaniu rady (2.11.1).

⁷¹⁰ A. Opalski, *Niezależni...*, s. 12; A. Opalski, *Rada...*, s. 247, K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 439.

⁷¹¹ A. Opalski, *Niezależni...*, s. 15.

⁷¹² DPSP 2021 nie zawierają już zastrzeżenia dotyczącego bycia pracownikiem spółki (lub osobą o podobnym związku ze spółką), z uwagi na uwzględnienie tego wymogu w art. 129 ust. 3 pkt. 2 n.u.b.r., który jest w istocie surowszy niż kryterium z pkt. 1 b) Załącznika II do Zalecenia KE, gdyż dopuszcza uznanie członka rady za niezależnego jedynie jeżeli jest wybrany do rady w trybie reprezentacji pracowniczej.

3 Mechanizmy zwiększania wpływu akcjonariuszy mniejszościowych na skład osobowy rady

3.1 Tradycyjne mechanizmy zwiększające wpływ akcjonariuszy mniejszościowych na skład osobowy rady

3.1.1 Wybór członków rady nadzorczej grupami w prawie polskim

Uprawnienie akcjonariuszy do żądania przeprowadzenia wyboru rady nadzorczej grupami przewidziane w art. 385 § 3 KSH jest oryginalną instytucją polskiego prawa handlowego, obecną już w Prawie o spółkach akcyjnych z 1928 r. (art. 91) oraz Kodeksie Handlowym (art. 379). Uprawnienia tego nie można wyłączyć lub ograniczyć w statucie spółki, ze względu na imperatywny charakter wyrażających je norm. Ukształtowana w ten sposób silna ochrona mniejszości została w literaturze scharakteryzowana jako „chyba najdalej idące ograniczenie zasady rządów większości” w polskiej spółce akcyjnej oraz „podstawowy i najdonioślejszy mechanizm ochrony praw mniejszości w spółce akcyjnej”⁷¹³. Uprawnienie to rozważane jest jako potencjalny mechanizm zaangażowania inwestorów instytucjonalnych⁷¹⁴. Szczegółowa analiza funkcjonowania wyboru rady grupami wskazuje jednak na wiele mankamentów tej instytucji, które ograniczają jej efektywność jako narzędzia ochrony mniejszości.

3.1.1.1 Zgłoszenie żądania wyboru rady nadzorczej grupami

Uprawnienie do żądania wyboru członków rady nadzorczej grupami przysługuje akcjonariuszom dysponującym co najmniej jedną piątą (20%) kapitału zakładowego. Z uwagi na powiązanie tego uprawnienia z udziałem w kapitale zakładowym, a nie liczbą głosów, w celu ustalenia udziału należy brać pod uwagę również akcje nieme⁷¹⁵. Próg ten jest relatywnie wysoki. Zważywszy na wysokość przeciętnych udziałów inwestorów instytucjonalnych na polskim rynku⁷¹⁶, zazwyczaj wymagać będzie on współpracy kilku akcjonariuszy.

Zgodnie z art. 385 § 3 KSH *in fine*, uprawnienie do dokonania wyboru rady nadzorczej grupami przysługuje akcjonariuszom nawet wtedy, gdy statut przewiduje inny sposób powołania rady nadzorczej. Oznacza to pierwszeństwo procedury wyboru rady grupami nie tylko przed domyślnym wyborem członków rady w drodze uchwały walnego zgromadzenia (art. 385 § 1 KSH), ale też przed określonymi w statucie odmiennymi sposobami jej wyboru, w tym w

⁷¹³ Odpowiednio K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 591 oraz M. Rodzyńkiewicz, *Wybór rady nadzorczej spółki akcyjnej w drodze głosowania grupami a wymóg kworum. Glosa do wyroku SN z dnia 13 grudnia 2007 r., I CSK 329/07*, Glosa nr 4/2008, s. 84.

⁷¹⁴ Tak K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 396, 603, który określa opisywaną instytucję jako „dogodne instrument ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych (zwłaszcza instytucjonalnych), którzy zamierzają realizować „strategię głosu”. Zob. też. A. Opalski, *Niezależni...*, s. 17; K. Oplustil, *Niezależni...*, s. 396.

⁷¹⁵ Tak przeważająca część doktryny (zob. literatura przywołana w A. Opalski (red.) *Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Tom IIIA.*, Warszawa 2016, s. 1525); w orzecznictwie wyrok SA w Katowicach z 14.12.2010 r., V ACa 453/10.

⁷¹⁶ Zob. Rozdz. 1, pkt. 6.3.2.

wykonaniu uprawnień osobistych⁷¹⁷. Obsadzeniu w trybie grupowym nie podlegają natomiast te miejsca w radzie, które powoływane są przez inny podmiot na mocy ustawy (art. 385 § 4 KSH), co odnosi się w szczególności do członków rady spółek powstałych w wyniku prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych wybieranych w ramach reprezentacji pracowniczej⁷¹⁸.

Akcjonariusze mogą zgłosić żądanie wyboru grupami zarówno wraz z żądaniem zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia (art. 400 § 1 KSH) jak i w drodze umieszczenia określonych punktów w porządku obrad najbliższego walnego zgromadzenia (art. 401 § 1 KSH). Jeżeli akcjonariusze zgłoszą żądanie wyboru rady grupami w tym drugim trybie w odpowiednim terminie, zarząd spółki ma obowiązek umieścić stosowny punkt w porządku obrad (art. 401 § 2 KSH)⁷¹⁹. W doktrynie sformułowano też pogląd, iż, w przypadku umieszczania w ogłoszonym porządku obrad punktu dotyczącego wyboru wszystkich członków rady, akcjonariusze mogą również wystąpić z żądaniem wyboru grupami na walnym zgromadzeniu (albo jeszcze przed nim, ale bez zachowania terminów zastrzeżonych dla uzupełniania porządku obrad przez art. 401 § 1 KSH), gdyż punktem porządku obrad podlegającym ogłoszeniu jest sam fakt wyboru członków rady, a nie jego sposób⁷²⁰.

3.1.1.2 Procedura wyboru rady nadzorczej grupami

Istotą instytucji wyboru grupowego w prawie polskim jest umożliwienie akcjonariuszom utworzenia grup elekcyjnych, których minimalny skład ustala się poprzez podzielenie akcji reprezentowanych na walnym zgromadzeniu, na którym dokonany ma zostać wybór grupami, przez liczbę mandatów członków rady nadzorczej podlegających obsadzeniu (art. 385 § 5 KSH). Nie uwzględnia się na potrzeby tej kalkulacji stanowisk rady obsadzanych w szczególności w sposób uregulowany w ustawie (np. przez pracowników). Na potrzeby ustalenia liczebności grup elekcyjnych uwzględnia się akcje nieme, których posiadacze nie mogą jednak z nich głosować w grupach (art. 385 § 9 *in fine* KSH). Utworzenie grupy dokonuje się przez zasygnalizowanie chęci jej utworzenia przewodniczącemu obrad. Dla uruchomienia procedury głosowania grupami, wystarczy przy tym utworzenie jednej grupy.

Zgłoszenie żądania wyboru grupami przez akcjonariuszy umożliwia więc zainicjowanie procesu wyboru grupami, ale jeżeli na samym zgromadzeniu nie dojdzie do utworzenia się co najmniej jednej grupy, wybór ten nie zostanie przeprowadzony we wskazanym trybie (art. 385 § 7 KSH). Próg procentowy akcji, które potrzebne są do utworzenia grupy na walnym

⁷¹⁷ Por. Wyrok SA w Warszawie z 29.06.2007, sygn. I ACa 374/07, zgodnie z którym w przypadku wyboru grupami nie mają zastosowania postanowienia statutu przewidujące wybór przewodniczącego rady nadzorczej w głosowaniu walnego zgromadzenia akcjonariuszy.

⁷¹⁸ Zob. art. 12 i 14 Ustawy z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i niektórych uprawnieniach pracowników (Dz. U. 1996 Nr 118 poz. 561).

⁷¹⁹ Nt. egzekwowalności tego obowiązku zob. pkt. 3.1.1.4. poniżej.

⁷²⁰ Tak *Spyra* w: A. Szumański (red.) *SPH*, t. 2B, s. 379. Odmiennie M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks...*, s. 909 oraz P. Pinior, *Z problematyki wyboru rady nadzorczej grupami*, PPH nr 9/2015, s. 29, który podkreśla, że „wniosek o przeprowadzenie wyboru rady nadzorczej grupami musi zostać wyraźnie zapowiedziany w porządku obrad”; tak też *Opalski* w: A. Opalski (red.) *KSH*, t. IIIA..., s. 1526.

zgromadzeniu jest więc zmienny, w zależności od liczebności rady, i różni się od stałego, określonego w odniesieniu do kapitału zakładowego progu ustalonego dla zgłoszenia żądania wyboru grupami (20%). Próg ten tożsamy będzie jedynie w przypadku rady liczącej ustawowe minimum pięciu członków (art. 385 § 1 KSH), jednak w takiej sytuacji liczba akcji potrzebna do jego spełnienia będzie w praktyce niższa, z uwagi na fakt, że próg ten odnosi się do akcji reprezentowanych na walnym zgromadzeniu, a nie kapitału zakładowego.

Zgodnie z poglądem przeważającym w doktrynie i zaakceptowanym w orzecznictwie, w przypadku „widelkowego” określenia liczby mandatów w radzie nadzorczej w statucie spółki, wybór grupami powinien zostać poprzedzony podjęciem przez walne zgromadzenie *in gremio* uchwały, określającej liczebność rady (w ramach widełek)⁷²¹. Słuszne wydaje się jednak modyfikujące ten pogląd stanowisko A. Opalskiego, zgodnie z którym podjęcie takiej uchwały powinno być postrzegane jako uprawnienie walnego zgromadzenia, wynikające z ogólnej kompetencji tego organu do dookreślania widelkowo ustalonej liczebności rady, a nie jako warunek skorzystania z procedury wyboru głosami przez mniejszość. Uzależnienie wyboru grupami od uprzedniego podjęcia takiej uchwały narażałoby mniejszość na sabotowanie procedury wyboru przez zdominowane przez akcjonariusza strategicznego walne zgromadzenie. W przypadku braku jej podjęcia obowiązuje, zdaniem cytowanego autora, poprzednio przyjęta przez walne zgromadzenie liczba członków rady⁷²².

Po ukonstytuowaniu się grup elekcyjnych, dokonują one wyboru członków rady większością głosów, w głosowaniach przeprowadzonych w każdej grupie. Akcjonariusze nie mogą dzielić swoich głosów pomiędzy dwie lub więcej grup, a także nie mogą głosować z akcji w głosowaniu uzupełniającym w przypadku wcześniejszego głosowania w grupie. Podziału akcji pomiędzy różne grupy nie umożliwia instytucja odrębnego głosowania z akcji (art. 411³ KSH), które w kontekście wyboru rady grupami polegać może jedynie na odrębnym głosowaniu z akcji w ramach głosowania w jednej grupie. Ograniczenia te mityguje jednak dopuszczalność łączenia się kilku grup elekcyjnych, w sposób, który pozwala tym grupom na wybór proporcjonalnie większej liczby członków rady oraz zagospodarowanie „nadmiarowych”

⁷²¹ Poglądy mniejszościowe prezentują dwa inne stanowiska. Zdaniem części przedstawicieli doktryny, procesowi wyboru w grupach podlegać powinna liczba stanowisk określona z uwzględnieniem górnej granicy widełek. Zob. A. Szumański, *Zasady liczenia „widelkowo” określanego składu osobowego rady nadzorczej spółki akcyjnej*, PPH nr 5/2007 oraz Sołtysiński/Moskwa w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B*..., s. 613 (S. Sołtysiński w poprzednim wydaniu SPP t. 17B prezentował stanowisko większościowe zob. *idem*, w: S. Sołtysiński, *System Prawa Prywatnego*, t. 17B, Warszawa 2010, s. 511). A. Szumański uzasadnia to wykładnią funkcjonalną przepisów o wyborze grupami, które z założenia chronić mają mniejszość. Krytycy tego poglądu wskazują jednak, że w razie braku odmiennych postanowień statutu o składzie rady decyduje walne zgromadzenie (art. 385 § 1 KSH). Ponadto, należy dostrzec istotną trudność praktyczną, polegającą na tym, że walne zgromadzenie, mogłoby zostać zmuszone obsadzić więcej mandatów niż zakładało, dysponując niewielkim czasem na przygotowanie dodatkowych kandydatur. Drugi odmienny pogląd prezentowany przez W. Popiołkę w: J. Strzępka (red.) *Kodeks*..., s. 953 i aprobowany przez P. Piniórę, *Z problematyki wyboru rady nadzorczej grupami*..., s. 30. zakłada z kolei, że wyborze podlegają członkowie rady nadzorczej w liczbie odpowiadającej składowi rady istniejącemu w chwili inicjacji procesu wyboru w grupach. W sprawie krytyki obydwu poglądów zob. m.in. M. Mataczyński, M. Saczywko, *Wybór członków rady nadzorczej spółki akcyjnej przez oddzielne grupy akcjonariuszy – cel instytucji a praktyka i orzecznictwo sądowe*, Glosa nr 1/2014.

⁷²² Opalski w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIA*..., s. 1528

akcji⁷²³. Należy jednak zauważyć, że w związku z tym, że w takim przypadku głosowanie odbywa się większością głosów na forum połączonych grup, akcjonariusze mniejszościowi nie zawsze będą zainteresowani łączeniem grup. Akcjonariusz „większościowy” w ramach tworzącej łączące się grupy mniejszości, zyska bowiem efektywnie prawo wyboru tylu członków rady nadzorczej ile jest połączonych grup⁷²⁴.

Mandaty w radzie nadzorczej nieobsadzone przez poszczególne grupy elekcyjne obsadza się w drodze głosowania, w którym uczestniczą wszyscy akcjonariusze, których głosy nie zostały oddane przy wyborze w grupach (art. 385 § 6 KSH).

Zgodnie z art. 385 § 9 zarówno w głosowaniu w grupach, jak i głosowaniu uzupełniającym, każdej akcji z prawem głosu przysługuje tylko jeden głos, bez przywilejów lub ograniczeń. Akcje uprzywilejowane co do głosu głosować więc będą bez tego uprzywilejowania. Nie będą również obowiązywać statutowe ograniczenia typu *voting cap* (art. 411 § 3 KSH). Kwestią sporną pozostaje dopuszczalność wykorzystania osobistego uprawnienia do wyboru członków rady w ramach głosowania uzupełniającego⁷²⁵.

3.1.1.3 Wybór rady nadzorczej grupami a ograniczenia wykonywania prawa głosu przez fundusze inwestycyjne

Z punktu widzenia zaangażowania inwestorów instytucjonalnych, istotna jest relacja normy wynikającej z art. 385 § 9 KSH do ograniczeń dotyczących wykonywania prawa głosu przez fundusze inwestycyjne. Zgodnie z art. 104 ust. 7 u.f.i. w przypadku gdy papiery wartościowe nabyte przez fundusze inwestycyjne otwarte zarządzane przez to samo TFI dawałyby więcej niż 10% ogólnej liczby głosów w organach emitenta, fundusze te mogą wykonywać prawo głosu z akcji dających łącznie 10% ogólnej liczby głosów, a wykonywanie przez takie fundusze prawa głosu z akcji powyżej tego progu jest bezskuteczne (ust. 8). Zniesienie ograniczeń, o którym mowa w art. 385 § 9 nie ma skutku w stosunku do ograniczeń wynikających z art. 104 ust. 7 i 8 u.f.i., które stanowią przepisy szczególne wobec przepisów KSH. W konsekwencji

⁷²³ Przykładowo, w przypadku, w którym wyborowi podlega pięciu członków rady, a na walnym zgromadzeniu reprezentowani są akcjonariusze posiadający 100 000 akcji, próg dla utworzenia grupy elekcyjnej wynosi 20 tys. akcji. Akcjonariusz posiadający 25 tys. akcji, może utworzyć jedną grupę samodzielnie, nie może jednak głosować z 5000 „nadwyżkowych” akcji w innej grupie. Gdyby akcjonariusz ten chciał wykorzystać „nadmiarowe” akcje, powinien utworzyć grupę wraz z innymi akcjonariuszami, posiadającymi co najmniej 15 tys. akcji.

⁷²⁴ W przywołanym powyżej przykładzie liczbowym, w przypadku połączenia dwóch grup akcjonariusz dysponujący 25 tys. akcji zdominuje pozostałych akcjonariuszy, mających 15 tys. akcji w obydwu głosowaniach nad wyborami członków rady.

⁷²⁵ Za niedopuszczalnością wykonywania przez akcjonariuszy uprawnień osobistych przyznanych w statucie w ramach wyboru uzupełniającego opowiada się orzecznictwo, tak Wyrok SA w Warszawie z 30.03.2004 r. VI ACa 771/03, i część doktryny. Przekonujące jednak zdaje się w tym przedmiocie stanowisko *Opalskiego* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIA...*, s. 1522 zgodnie z którym w głosowaniu uzupełniającym akcjonariusze nie powinni tracić przywilejów osobistych – w braku jasnego rozstrzygnięcia tej kwestii przez ustawodawcę należy dążyć do pogodzenia procedury wyboru grupami oraz uprawnień osobistych.

wyduje się, że akcje posiadane przez fundusze zarządzane przez jedno TFI, dające ponad 10% głosów należy traktować jak akcje nieme na potrzeby procedury wyboru grupami⁷²⁶.

Artykuł 104 u.f.i. implementuje art. 56 Dyrektywy UCITS w zakresie konkretnych górnych progów liczbowych dotyczących nabywania papierów wartościowych. Ustawa o funduszach nie zawiera jednak bezpośredniej implementacji generalnego zakazu nabywania przez spółkę zarządzającą UCITS akcji uprawniających do głosowania, które umożliwiłyby jej wywieranie istotnego wpływu na emitenta (art. 56 ust 1 UCITS). Jak się wydaje ustawowa bezskuteczność wykonywania praw głosu powyżej 10% stanowi w praktyce implementację tego ogólnego zalecenia w skonkretyzowanej formie.

W tym kontekście *S. Sołtysiński* i *P. Moskwa* sugerują jednak, że fundusze inwestycyjne powinny być w ogóle wyłączone z procedury wyboru członków rady nadzorczej grupami. Autorzy ci wychodzą od podkreślenia faktu, że art. 104 ust. 7 u.f.i. stanowi – nie do końca poprawną – implementację art. 56 dyrektywy UCITS, która nakazuje ustanowienie zakazu nabywania przez spółkę zarządzającą UCITS akcji uprawniających do głosowania, które umożliwiłyby jej wywieranie istotnego wpływu na emitenta. Dyrektywa posługuje się więc nie prostym progiem ilościowym a bardziej ogólnym pojęciem wywierania istotnego wpływu, co należy uwzględnić przy wykładni art. 104 ust. 7 u.f.i. W tym kontekście autorzy wyrażają opinię, że „nawet w razie wyboru jednego lub dwóch spośród kilku członków rady, fundusz (towarzystwo) uzyskiwałby istotny wpływ na emitenta dzięki rozszerzonym uprawnieniom tych członków rady, którzy zostali wybrani grupami”⁷²⁷.

Nie jest do końca jasne, czy autorzy mają tu na myśli jedynie sytuację, w której wybór taki następowałby w następstwie przyjęcia, że art. 385 § 9 KSH znosi ograniczenia z art. 104 ust. 7 u.f.i., czy też, o zaangażowanie funduszy inwestycyjnych w procedurę wyboru rady nadzorczej grupami w ogóle. Jeżeli chodzi w istocie o to drugie stanowisko, to należy zdecydowanie je odrzucić jako idące zbyt daleko i nie mające dostatecznych podstaw normatywnych. Nawet przy próbie prounijnej wykładni art. 104 u.f.i., uwzględniającej konieczność ograniczenia możliwości wywierania znaczącego wpływu przez fundusze na spółki portfelowe, nie wydaje się, żeby wybór mniejszości członków rady nadzorczej stanowił sam w sobie wywieranie takiego „znaczącego wpływu” (którego dyrektywa UCITS nie definiuje), w szczególności jeżeli wybierany członek nie jest w żaden sposób powiązany z samym TFI. Przytaczany pogląd autorów wydaje się odosobniony w doktrynie – przeciwnie, przytaczane poglądy innych autorów wskazują inwestorów instytucjonalnych jako potencjalnych ważnych „użytkowników” instytucji wyboru rady grupami.

⁷²⁶ A więc uwzględniać je na potrzeby tworzenia grup elekcyjnych. Odmienne P. Duda, zdaniem którego „akcje posiadane przez fundusze powyżej wspomnianego progu nie mogą natomiast zarówno wykonywać prawa głosu, jak i brać udziału w tworzeniu grup wyborczych. W stosunku do tych akcji konieczne jest również przyjęcie fikcji, iż podczas tworzenia grup wyborczych akcje te nie są niejako reprezentowane na walnym zgromadzeniu, przez co nie wlicza się ich do ogólnej liczby reprezentowanych akcji” P. Duda, *Wybór rady nadzorczej spółki akcyjnej w drodze głosowania grupami a ograniczenia prawa głosu*, Prawo Spółek nr 9/2011.

⁷²⁷ *Sołtysiński/Moskwa* w: S. Sołtysiński (red.) *SPP*, t. 17B..., s. 617.

3.1.1.4 Wady regulacji wyboru grupami z perspektywy ochrony interesów mniejszości

Pomimo istotnego wyłomu od zasady rządów większości i znacznego ułatwienia wyboru własnych przedstawicieli do rady przez akcjonariuszy mniejszościowych, akcjonariusze większościowi mogą swoim działaniem w istotny sposób ograniczyć skuteczność omawianego prawa mniejszości⁷²⁸.

Po pierwsze, działania nakierowane na sabotowanie uprawnienia mniejszości do wyboru rady nadzorczej grupami mogą być związane z ujmowaniem punktu dotyczącego tej sprawy w porządku obrad walnego zgromadzenia. Zasadniczo, w przypadku zgłoszenia żądania wyboru rady w tym trybie zarząd zobowiązany jest uwzględnić je w porządku obrad (art. 401 § 2 KSH). Zarząd może jednak odmówić umieszczenia tego punktu w porządku obrad.

Walne zgromadzenie również nie może podjąć uchwały o usunięciu punktu dotyczącego wyboru grupami z porządku obrad w oparciu o art. 409 § 2 KSH⁷²⁹. Jednak uchwała o usunięciu wyboru grupami z porządku obrad, mimo iż sprzeczna z prawem, będzie *ad initio* skuteczna. Możliwość jej zaskarżenia, nie zapewnia należytej ochrony mniejszości, ze względu na następczy charakter tego środka. Należy też zauważyć, że nawet skuteczne uchylene lub stwierdzenie nieważności takiej uchwały, nie może przymusić walnego zgromadzenia do dopuszczenia wyboru grupami na kolejnym zgromadzeniu⁷³⁰.

Nieco większą ochronę zapewnia przyjęta w orzecznictwie koncepcja, zgodnie z którą uchwały o powołaniu w skład rady nadzorczej podjęte przez walne zgromadzenie *in gremio*, w sytuacji, kiedy zgłoszony był wniosek o wybór grupami są nieważne, co skutkować będzie sankcją braku właściwego obsadzenia rady⁷³¹. Jednak żeby taka sytuacja zaistniała, konieczne będzie dokonanie wyboru członków rady nadzorczej, przy zignorowaniu zgłoszonego wniosku o wybór grupami, co w czasie trwania maksymalnie pięcioletniej kadencji (386 § 1 KSH) nie zawsze będzie mieć miejsce. Jeżeli żadne ze stanowisk nie będzie akurat podlegać obsadzeniu, bo kadencja dotychczasowych członków nie będzie dobiegać końca, walne zgromadzenie może po prostu zignorować wniosek o wybór grupami lub usunąć go z porządku obrad, bez obaw o ważność o pozostałych mandatów. Dyskontynuacja mandatów pozostałych członków

⁷²⁸ Instytucję wyboru grupami z tej perspektywy analizuje D. Wajda, *Interes akcjonariuszy mniejszościowych versus interes akcjonariuszy większościowych – analiza regulacji dotyczącej wyboru członków rad nadzorczych w drodze głosowania oddzielnymi grupami* w: P. Pinior i in. (red.) *Prawo handlowe: między teorią, praktyką a orzecznictwem: księga jubileuszowa dedykowana profesorowi Januszowi A. Strzępcze*, Warszawa 2019.

⁷²⁹ Wyrok SN z 13.06.2003 r. sygn. III CKN 111/01; Wyrok SN z 18.10.2008 r. sygn. II CSK 304/08. W praktyce sytuacja taka miała miejsce m.in. na walnym zgromadzeniu BOŚ Banku, zob. P. Utrata, *Burzliwe walne BOŚ*, Parkiet z 6.02.2017.

⁷³⁰ Jest to ogólna wada zaskarżania uchwał WZ jako instrumentu ochrony wspólników mniejszościowych - podobnie np. uchylene uchwały o nieprzeznaczeniu zysku do podziału, ze względu na jego nadmierną tezauryzację nie zobowiązuje spółki do wypłaty dywidendy. Szerzej zob. A. Kidyba, M. Dumkiewicz, *Wybrane...*, s. 7.

⁷³¹ Wyr. SA w Lublinie z 3.2.2011 r., I ACa 665/10, niepubl., cyt. za D. Wajda, *Interes...*, s. 312

radę następuje bowiem nie z chwilą zgłoszenia żądania wyboru grupami, a wyboru członka rady w tym trybie (art. 385 § 8 KSH).

Brak jest więc skutecznej sankcji, zarówno za nieumieszczenie punktu dotyczącego wyboru członków rady nadzorczej w porządku obrad przez zarząd (lub inny podmiot dokonujący zwołania zgromadzenia) jak i za usunięcie tego punktu z porządku obrad przez walne zgromadzenie. W doktrynie wysuwane są w związku z tym postulaty obwarowania usunięcia wyboru rady nadzorczej grupami z porządku obrad sankcjami karnymi dla przewodniczącego zgromadzenia⁷³² lub wprowadzenia możliwości zasądzenia zapłaty od spółki na rzecz powoda sumy pieniężnej w przypadku oczywistej zasadności powództwa zaskarżającego uchwałę o usunięciu punktu dot. wyboru grupami z obrad, na zasadzie analogicznej do art. 423 § 2 KSH⁷³³.

Kolejnym i jednym z prostszych sposobów na ograniczenie przydatności uprawnienia z art. 385 § 3 KSH dla akcjonariuszy mniejszościowych jest zmniejszenie liczby stanowisk w radzie podlegających obsadzeniu, co skutkuje zwiększeniem wielkości udziału wymaganego dla utworzenia grupy elekcijnej. Dla mniejszości będzie to tym bardziej uciążliwe przy widełkowym określeniu składu rady, gdzie ostateczna jej liczebność ustalona może zostać uchwałą walnego gromadzenia tuż przed samym wyborem grupami⁷³⁴.

Kolejnym potencjalnym sposobem sabotowania wyboru grupami przez większość może być niepojawianie się przez akcjonariusza większościowego na walnym zgromadzeniu, mającym dokonać wyboru grupami w celu doprowadzenia do braku kworum niezbędnego do podjęcia uchwał. Zdaniem SN, w ramach procedury wyboru grupami, grupy dokonują w zasadzie wskazania kandydatów na członków rady, ale ich powołanie wymaga uchwały walnego zgromadzenia podjętej z zachowaniem przewidzianego statutem quorum⁷³⁵. Orzeczenie to spotkało się z krytyką w doktrynie, w której zaproponowano również alternatywne ujęcia doktrynalne relacji pomiędzy wyborem rady nadzorczej grupami a przypisaniem uchwał walnemu zgromadzeniu⁷³⁶. Jednym z najbardziej przekonujących argumentów przeciwko

⁷³² K. Oplustil postuluje wprowadzenie sankcji karnych, zob. K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 595

⁷³³ A. Gierat, *Korporacyjne...*, s. 373. Z kolei M. Rodzynkiewicz, *Kodeks...*, s. 910 postuluje wprowadzenie przepisu wprost zakazującego walnemu zgromadzeniu usuwania głosowania grupami z porządku obrad na podstawie art. 409 § 2 KSH, jednak jak zauważa A. Gierat, taką normę da się wyinterpretować już z obecnych przepisów (co właśnie zrobił SN w przywoływanym wyroku), a w przypadku jej literalnego wysławienia, nadal pozostawałaby *lex imperfecta* – ewentualne jej naruszenie znów podlegałoby jedynie ocenie sądowej w drodze zaskarżenia uchwały.

⁷³⁴ W wyroku z 17.06.2010, sygn. III CSK 290/09, SN uznał, że zmiana statutu polegająca na zmniejszeniu stanowisk w radzie z 4 do 3, pozbawiająca tym samym akcjonariusza posiadającego 25% akcji spółki możliwości obsadzenia stanowiska w drodze wyboru grupami nie jest sprzeczna z dobrymi obyczajami i nie zmierza do pokrzywdzenia akcjonariusza.

⁷³⁵ Wyrok SN z 13.12.2007 r. I CSK 329/07 oraz wyrok SN z dnia 16.05.2000 r. IV CKN 1088/00.

⁷³⁶ Zgodnie z, jak się wydaje, obecnie dominującym w doktrynie poglądem, wybory dokonywane w grupach składają się sumarycznie na uchwałę walnego zgromadzenia, przy czym już sam wybór określonego członka przez samą grupę skutkuje skutecznym powołaniem danej osoby w skład organu, bez potrzeby podejmowania odrębnej uchwały przez walne zgromadzenie *in corpore*. Tak: Spyra w: A. Szumański (red.) *System...*, s. 376; K. Bilewska, *Wymóg quorum a wybór rady nadzorczej spółki przez walne zgromadzenie oddzielnymi grupami - glosa - I CSK*

wykładni przyjętej przez SN jest uznanie, że wymóg kworum stanowi jeden z „innych sposobów” wyboru członków rady nadzorczej, o którym mowa w art. 385 § 3 KSH, wobec których tryb wyboru grupami ma pierwszeństwo⁷³⁷. Wyrok SN, nawet jeżeli błędny, może wywierać znaczny wpływ na praktykę stosowania przepisów dot. wyboru grupami. Jednak, jak słusznie wskazuje K. Oplustil, akcjonariusz większościowy nie może działać w ten sposób w nieskończoność, bez szkodenia swoim własnym interesom, gdyż podejmowanie uchwał przez zgromadzenie konieczne jest np. do dokonania podziału zysku do wypłaty na rzecz akcjonariuszy⁷³⁸.

Kolejną okolicznością osłabiającą efektywność wyboru grupami jako środka ochrony mniejszości jest brak ochrony trwałości mandatu członków rady wybranej przez mniejszość w głosowaniu grupami. Akcjonariusz większościowy może, poprzez podjętą większością głosów uchwałę walnego zgromadzenia odwołać członków rady nadzorczej wybranej w drodze głosowania grupami⁷³⁹. Uchwała odwołująca członka rady wybranego przez grupę dokonana wyłącznie w tym celu, np. natychmiast po dokonaniu wyboru grupami, może zostać zaskarżona jako sprzeczna z prawem (próba obejścia regulacji art. 385 KSH) lub jako działanie sprzeczne z dobrymi obyczajami i podjęte w celu pokrzywdzenia współnika⁷⁴⁰. Znow jednak należy podkreślić, że możliwość zaskarżenia uchwał tego typu daje akcjonariuszom ograniczoną ochronę, z uwagi na następczy charakter tego środka i długość oraz koszty trwania postępowania sądowego. W związku z tym w doktrynie wysuwa się postulaty *de lege ferenda* stabilizacji mandatu reprezentanta mniejszości w radzie. Jednym z proponowanych rozwiązań jest ograniczenie dopuszczalności odwołania członka rady wybranego grupami do ważnych powodów⁷⁴¹. Jednak weryfikacja wystąpienia ważnych powodów dokonywana byłaby znow jedynie *ex post*, w drodze zaskarżenia uchwały. Alternatywnym rozwiązaniem, postulowanym w doktrynie i nawiązującym do regulacji amerykańskiej instytucji *cumulative voting* jest przyznanie mniejszości reprezentującej określoną liczbę akcji lub głosów – np. potrzebną do żądania wyboru grupami lub równą liczbie akcji potrzebnych do utworzenia grupy elekcyjnej,

329/07, Monitor Prawniczy nr 21/2008 oraz jak się wydaje obecnie też W. Popiołek w: J. Strzępka (red.) *Kodeks...*, s. 955 - w poprzednich wydaniach komentarza W. Popiołek prezentował stanowisko alternatywne, zgodnie z którym uchwałę podejmuje nie walne zgromadzenie, ale sama grupa akcjonariuszy dokonujących wyboru (w konsekwencji wymóg kworum nie miałby do niej zastosowania). Obecnie stanowisko takie zajmują: S. Sołtysiński, P. Moskwa w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 615; M. Rodzyńkiewicz, *Wybór...* oraz A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIA...*, s. 1533, który dodaje iż uchwały grup „są *ex lege* przypisywane zgromadzeniu jako sposób podjęcia decyzji przez zgromadzenie”.

⁷³⁷ Jest to pogląd Sądu Apelacyjnego w sprawie, w której SN wydał przytaczany wyrok o sygn. I CSK 329/07. Tożsame stanowisko zajmuje M. Rodzyńkiewicz, *Wybór...*

⁷³⁸ K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 593.

⁷³⁹ Wyrok SN z 24.11.2004 r., sygn. II CK 210/04, wyrok SN z 21.01.2005 r., sygn. I CK 505/04.

⁷⁴⁰ Tak Sołtysiński/Moskwa w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 615 oraz w odniesieniu do przesłanek uchylenia takiej uchwały wynikających z art. 422 § 1 KSH zob. Wyrok SA w Warszawie z 8.02.2005 r., sygn. I ACa 471/04, w sprawie tej nominat mniejszości został odwołany dzień po jego wyborze (a więc, mając na względzie konieczność wcześniejszego zwołania zgromadzenia decyzja ta musiała zapaść jeszcze przed jego wyborem).

⁷⁴¹ A. Opalski, *Rada...*, s. 95; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 602 W sprawie autorskiej sugestii rozwiązań stabilizujących mandat członków rady poprzez ograniczenie ich odwołalności do ważnych powodów zob. pkt. 3.5.

która wybrała danego członka rady – prawa wiążącego sprzeciwu (weta) wobec odwołania członka wybranego grupami⁷⁴². Wyłączonego prawa dowołania członka rady wybranego w ramach głosowania grupami nie można natomiast przyznać jedynie grupie, która dokonała jego wyboru, co wynika z faktu, iż przepisy nie gwarantują grupie elekcyjnej żadnej ustalonej tożsamości w czasie – po zamknięciu obrad walnego zgromadzenia, na którym dokonano wyboru grupami, grupa traci wszelką podmiotowość i nie może podejmować dalszych działań.

3.1.1.5 Delegowanie członków rady wybranych w głosowaniu grupami do indywidualnego sprawowania nadzoru

Delegowanie członków rady nadzorczej wybranych w głosowaniu grupami do stałego, indywidualnego wykonywania czynności nadzorczych, stanowi jeden z dopuszczanych przez KSH wyjątków od zasady kolegiałnego sprawowania nadzoru przez radę nadzorczą, obok delegowania członków rady do samodzielnego pełnienia określonych czynności nadzorczych (art. 390¹ § 1 pkt. 1 KSH) oraz delegowania nadzoru na komitety rady (art. 390¹ § 1 pkt. 2). Biorąc pod uwagę ukształtowanie praw i obowiązków członka delegowanego w tym trybie, stanowi on niewątpliwie najdalej idące odstępstwo od zasady kolegiałności działania rady nadzorczej.

Jak wskazano powyżej, decyzję o delegowaniu grupa musi podjąć na tym samym walnym zgromadzeniu, na którym dokonała wyboru danego członka rady nadzorczej, w uchwale o jego wyborze bądź też w odrębnej uchwale. Oddelegowany członek rady dysponuje uprawnieniami kontrolnymi, które przysługują radzie nadzorczej jako organowi – może więc badać wszystkie dokumenty spółki, żądać od zarządu i pracowników sprawozdań i wyjaśnień oraz dokonywać rewizji majątku spółki (382 § 4 KSH). Delegowany członek rady nadzorczej nie może jednak samodzielnie wykonywać czynności stanowiących (uchwałodawczych) rady, takich jak zawieszanie członków zarządu lub wyrażanie zgód korporacyjnych na dokonanie przez zarząd określonych czynności, jako że te zawsze wymagają uchwały rady, podejmowanej *in gremio*.

Szczególnym uprawnieniem członka rady nadzorczej delegowanego do stałego indywidualnego wykonywania czynności nadzorczych jest prawo uczestnictwa w zebraniach zarządu z głosem doradczym. Zarząd zobowiązany jest w związku z tym zawiadomić takiego członka rady o każdym swoim posiedzeniu. Zawiadomienie to musi zostać dokonane z wyprzedzeniem umożliwiającym delegowanemu członkowi rady rzeczywiste uczestnictwo w zgromadzeniu. Należy przy tym brać pod uwagę uboczny charakter mandatu członka rady nadzorczej. Pogodzenie efektywnej pracy zarządu, którego posiedzenia odbywają się często, i który musi dynamicznie, niekiedy z dnia na dzień, reagować na zmieniającą się sytuację spółki z tym wymogiem może być w praktyce utrudnione. Jednak w przypadku braku poprawnego zawiadomienia delegowanego członka rady nadzorczej, lub nie zawiadomienia go o posiedzeniu w ogóle, podjęte przez zarząd uchwały nie są dotknięte wadami prawnymi⁷⁴³. Z

⁷⁴² K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 602.

⁷⁴³ M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks...*, s. 919 wskazuje, że ustawodawca nie nakazuje stosować do członka rady delegowanego na podstawie art. 390 § 2 KSH, wprost ani odpowiednio, przepisu art. 371 § 3 KSH.

punktu widzenia efektywności organizacji wewnętrznego funkcjonowania spółki prawo uczestnictwa członka rady nadzorczej wybranego przez grupę mniejszościową w posiedzeniach zarządu może mieć niepożądane skutki, polegające na krępowaniu członków zarządu w swobodnym wyrażaniu opinii na posiedzeniach, co skutkować może przenoszeniem procesu decyzyjnego poza formalne posiedzenia zarządu.

Ze zwiększonym zakresem obowiązków delegowanego na podstawie art. 390 § 2 KSH członka rady nadzorczej koresponduje przyznane mu bezpośrednio w przepisach KSH uprawnienie do otrzymywania wynagrodzenia (art. 390 § 3 KSH). Stanowi to odstępstwo od ogólnej zasady swobody ustalania wynagrodzenia członków rady nadzorczej przez spółkę (392 § 1 KSH) oraz kolejną różnicę pomiędzy tym trybem delegowania nadzoru a trybami przewidzianymi w art. 390¹ KSH. O wysokości wynagrodzenia nie decyduje jednak grupa delegująca członka rady a walne zgromadzenie. Rodzi to oczywiste ryzyko szykanowania wybranego w głosowaniu grupami członka rady przez kontrolującą walne zgromadzenie większość. Walne zgromadzenie może nie podjąć odpowiedniej uchwały lub ustalić wynagrodzenie w kwocie rażąco niskiej – w takich sytuacjach sądowe dochodzenie prawa do wynagrodzenia przez delegowanego członka rady nadzorczej będzie utrudnione⁷⁴⁴.

Do członków rady delegowanych w trybie art. 390 § 2 KSH stosuje się przepisy dotyczące zakazu konkurencji (art. 380 KSH). Na funkcję tego przepisu w szerszym kontekście zasady kolegialności trafnie wskazuje *A. Opalski*⁷⁴⁵. Autor podkreśla, że następstwem sprawowania czynności kontrolnych przez radę w sposób kolegialny, jest wzajemna kontrola jej członków. Poprzez wspólne wzywanie zarządu lub pracowników spółki do przedstawienia określonych dokumentów wewnętrznych czy informacji, poszczególni członkowie rady, którzy potencjalnie mogliby działać na niekorzyść spółki (np. próbując uzyskać w ramach nadzoru informacje stanowiące tajemnice handlowe) nie będą w stanie uzyskać pożądaných informacji bez zgody i wiedzy pozostałych członków rady. W przypadku członka rady delegowanego do sprawowania stałego indywidualnego nadzoru brak jest tego typu mechanizmów ograniczających możliwość działania na szkodę spółki, co kompensowane jest przez ustawodawcę nałożeniem na delegowanego członka rady zakazu konkurencji. Jest to również konsekwencja potencjalnie szerszego dostępu do informacji o spółce wynikającego z uprawnienia do uczestniczenia w posiedzeniach zarządu.

⁷⁴⁴ W przypadku braku podjęcia uchwały część doktryny przyjmuje, że członek rady nadzorczej nie może pozwać spółki o zapłatę a jedynie o złożenie przez sąd zastępczego oświadczenia woli (art. 64 KC w zw. z 1047 § 1 KPC). Tak: *A. Opalski (red.) KSH, t. IIIA...*, s. 1595; *M. Rodzyńkiewicz, Kodeks...*, s. 191. stwierdzający, że „nie można w takiej sytuacji pozwać spółki, gdyż nie jest znana wysokość roszczenia”. Bardziej przekonuje stanowisko *J. Frąckowiaka* w: *W. Pyzioł, Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2008, s. 787, zgodnie z którym w takiej sytuacji członek zarządu może wystąpić z powództwem o zapłatę wynagrodzenia odpowiadającego wynagrodzeniu zwyczajowo przyjętemu dla tego typu pracy (zob. również podobną regulację art. 758¹ § 3 KC) lub – to już moja propozycja - w wysokości obliczonej z uwzględnieniem nakładu pracy (por. podobną regulację art. 735 § 2 KC). Ustalenie wynagrodzenia w wysokości rażąco niskiej powinno zostać uznane za nieważne jako sprzeczne z zasadami współżycia społecznego lub zmierzające do obejścia regulacji art. 390 § 3 KSH.

⁷⁴⁵ *Opalski* w: *A. Opalski (red.) KSH, t. IIIA...*, s. 1586.

3.1.1.6 Ocena instytucji wyboru członków rady nadzorczej grupami

Instytucja wyboru członków rady nadzorczej grupami jest oceniana krytycznie, nie tylko ze względu na wskazane powyżej ograniczenia co do efektywności ochrony, jaką przepisy ją regulujące przyznają akcjonariuszom mniejszościowym, ale ze względu na samą istotę reprezentacji interesów mniejszości w radzie. W doktrynie wskazuje się, że przedstawiciele mniejszości mogą zaburzyć spójność i efektywność funkcjonowania rady nadzorczej, i szerzej spółki jako całości, poprzez tworzenie się antagonistycznych frakcji w radzie⁷⁴⁶. Dodatkowo, delegowanie do indywidualnego sprawowania nadzoru w trybie 390 § 2 KSH, jako istotny wyłom od zasady kolegalności działania rady, zagrozić może bezpieczeństwu obiegu wrażliwych informacji w spółce. Członkowie rady pochodzący z nominacji akcjonariusza większościowego mogą z kolei w zmierzać do alienacji członków wybranych grupami. Ponadto, procedura wyboru grupami jest nieprzewidywalna i dysruptywna: w momencie zainicjowania procesu nie jest jasne, ile grup elekcyjnych uda się utworzyć, co przykłada się na niepewność co do ostatecznego składu rady.

Choć podobne do wyboru grupami rozwiązania legislacyjne znane są innym rozwiniętym porządkom prawnym⁷⁴⁷, tendencje legislacyjne w rozwiniętych prawodawstwach w ostatnich dekadach zmierzają raczej do zapewnienia ochrony mniejszości poprzez obecność członków niezależnych w radzie (choć, jak wykazano powyżej, instytucja ta nie jest wolna od własnych wad)⁷⁴⁸. Z pewnością postrzeganie członka rady nadzorczej wybranego w drodze głosowania grupami jako reprezentanta partykularnego interesu konkretnej mniejszościowej grupy, a nie reprezentanta interesów ogółu akcjonariuszy mniejszościowych, stanowi również pewien mankament tej instytucji, w szczególności z perspektywy zaangażowania inwestorów instytucjonalnych, którzy z reguły nie dążą do umieszczania w radach swoich „reprezentantów” a raczej członków niezależnych, dających rękojmię odpowiedniego sprawowania nadzoru w interesie wszystkich inwestorów zewnętrznych. W związku z tym, formułuje się w doktrynie postulaty zniesienia bezwzględnie obowiązującego charakteru przepisów o wyborze grupami i zastąpieniem ich regulacją jedynie umożliwiającą wprowadzenia takiego rozwiązania w statucie (model *opt-in*)⁷⁴⁹.

3.1.2 Głosowanie proporcjonalne (*cumulative voting*) w prawie amerykańskim

Innym przykładem instytucji dającej mniejszości kapitałowej wpływ na skład osobowy rady (dyrektorów) jest głosowanie proporcjonalne (*cumulative voting*) w prawie amerykańskim.

⁷⁴⁶ A. Opalski, *Rada nadzorcza w spółce akcyjnej*, Warszawa 2006, s. 91; K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Warszawa 2010, s. 603.

⁷⁴⁷ Przykładowo, art. 137 hiszpańskiej ustawy *Ley de Sociedades Anónimas* przyznaje akcjonariuszom prawo do wyboru takiego udziału członków rady nadzorczej, jakim udziałem kapitałowym dysponują. Według OECD w 6% badanych porządków prawnych proporcjonalne głosowanie w wyborach do rady nadzorczej jest obowiązkowe a w 54% dozwolone przez przepisy prawa, OECD, *Corporate Governance Factbook 2021*, 2021, s. 157. Nieco na wyrost są więc zgłaszane w doktrynie opinie, że polska regulacja wyboru grupami jest „odosobniona” (tak np. A. Opalski, *Rada...*, s. 94).

⁷⁴⁸ A. Opalski, red., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Tom IIIA.*, Warszawa 2016, s. 1518;

⁷⁴⁹ K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 910

Historycznie, głosowanie proporcjonalne stanowiło ustawowe uprawnienie mniejszości w wielu stanach, jednak większość z nich – w tym Delaware – na przestrzeni XX wieku stopniowo odeszła od takiego uregulowania, przyjmując jedynie możliwość wprowadzenia głosowania proporcjonalnego w statucie spółki (*opt-in*)⁷⁵⁰. Jako rozwiązanie dobrowolne głosowanie proporcjonalne również nie cieszy się jednak popularnością wśród spółek publicznych. Zainteresowanie tą instytucją w amerykańskiej doktrynie w pewnym stopniu natomiast odżyło na początku lat 90tych, wraz ze wzrostem roli inwestorów instytucjonalnych w strukturze akcjonariatu spółek publicznych⁷⁵¹.

Istotą głosowania proporcjonalnego jest pomnożenie liczby głosów przysługującej akcjonariuszowi przez liczbę stanowisk do obsadzenia w radzie dyrektorów (DGCL § 214). Głosy w takiej liczbie akcjonariusz może oddać na jednego kandydata lub dowolnie podzielić je pomiędzy kandydatów. Wybrani zostają kandydaci w liczbie odpowiadającej wakatom do obsadzenia, którzy uzyskali najwięcej głosów. Minimalną liczbę głosów potrzebną do obsadzenia danej liczby stanowisk w radzie (x) można wyliczyć poprzez skorzystanie z następującego wzoru:

$$x = \frac{\text{liczba stanowisk do obsadzenia} \times \text{liczba głosów oddanych na WZ}}{\text{liczba stanowisk w radzie podlegających wyborowi} + 1} + 1$$

Po przekształceniu, możemy uzyskać formułę mówiącą, jaką liczbę stanowisk można obsadzić (y) mając daną liczbę głosów:

$$y = \frac{(\text{liczba posiadanych głosów} - 1)(\text{liczba stanowisk w radzie podlegających wyborowi} + 1)}{\text{liczba głosów oddanych na WZ}}$$

Przykładowo, założmy, że spółka posiada dominującego akcjonariusza (D), który ma 42% (42) głosów⁷⁵². Dodatkowo, mniejszościowi akcjonariusze będący inwestorami instytucjonalnymi (I), którzy koordynują działania w zakresie nominacji i wyboru kandydatów do rady posiadają łącznie 18% (18) głosów. Zakładamy, że do obsadzenia jest 8 stanowisk w radzie, a w wyborach oddano 70% (70) głosów w spółce. Wyniki hipotetycznego głosowania przedstawia tabela poniżej. Poza głosami oddanymi przez D i I, uwzględnionymi w tabeli, pozostaje jeszcze 80 głosów pozostałych akcjonariuszy. Mogą one zmienić ostateczny skład rady (np. gdyby wszystkie zostały oddane na kandydata D7), ale nie zmieniają ogólnego rozkładu stanowisk

⁷⁵⁰ J. Cox, T. L. Hazen, *Business organizations law*, St. Paul, MN 2016, s. 356; A. R. Pinto, D. M. Branson, *Understanding corporate law*, Durham 2018, s. 113

⁷⁵¹ Zob. zwłaszcza J. N. Gordon, *Institutions...*

⁷⁵² Zob. też przykłady K. Oplustil, *Niezależni...* w oraz M. Ventruruzzo, *Empowering Shareholders in Directors' Elections: A Revolution in the Making*, nr 2(8)/2011, s. 137

między tych obsadzonych przez mniejszość (I) a dominującego akcjonariusza (D) (6:2). Niemniej, z powyższych formuł matematycznych wynika, że główny akcjonariusz ma, przy takim udziale kapitałowym *zapewnione* jedynie 5 miejsc w radzie. Gdyby część z pozostałych głosów została skonsolidowana – np. przez aktywistyczny fundusz hedgingowy (H), który zgromadziłby udział gwarantujący 8% (8) głosów, to w przypadku zgłoszenia przez niego swojej kandydatury, mógłby on wybrać swojego nominata do rady (akcjonariusz D wybierałby wtedy 5 kandydatów, zgodnie z równaniem)⁷⁵³.

Tabela 4. Przykład liczbowy

Kandydat	D1	D2	D3	D4	D5	D6	D7	D8	I1	I2	H1
l. głosów	64	64	64	64	64	16	0	0	72	72	64

Nawet w przypadku istnienia odpowiedniej regulacji statutowej, spółki mają możliwość ograniczania efektywności głosowania proporcjonalnego z punktu widzenia interesów mniejszości. Wśród takich sposobów wymienia się wprowadzenie klas dyrektorów (tzw. *staggered* lub *classified board*), którzy podlegają wyborowi w różnych latach, skutkujące zmniejszeniem liczby stanowisk podlegających wyborowi w danym roku lub po prostu ogólne zmniejszenie liczby członków rady dyrektorów⁷⁵⁴. Przyznane w statucie uprawnienie do wyboru proporcjonalnego nie podlega też ochronie – większość może usunąć je ze statutu spółki zgodnie z ogólną procedurą jego zmiany (§242 DGCL)⁷⁵⁵. Dyrektorzy wybrani w głosowaniu proporcjonalnym mogą być odwołani z ważnego powodu (*for cause*)⁷⁵⁶ uchwałą podjętą zwykłą większością głosów akcjonariuszy, jednak odwołanie ich bez powodu nie jest możliwe, jeżeli przeciwko niej zostaną oddane głosy w liczbie co najmniej równej liczbie głosów, którymi wybrany został dany członek w głosowaniu proporcjonalnym, chyba, że odwołani mają być wszyscy członkowie rady dyrektorów (§ 141(k) DGCL)⁷⁵⁷. Rozwiązanie to pozwala na stabilizację mandatu dyrektora wybranego w głosowaniu proporcjonalnym, jednocześnie umożliwiając zmianę składu całej rady (np. w przypadku zmiany kontroli korporacyjnej).

⁷⁵³ Ten przykład podkreśla jak kluczowe jest uprawnienie akcjonariuszy do kształtowania porządku obrad zgromadzenia i zgłaszania projektów uchwał. Szerzej zob. Rozdz. 4, pkt. 4.

⁷⁵⁴ W wyroku *AAR Corp. v. Brooks & Perkins, Inc.*, C.A. No. 6287 5Del. Ch. Oct. 22, 1980) sąd przyjął – podobnie jak SN w przywoływanym wyroku o sygn. III CSK 290/09 - że zmniejszenie liczby członków rady w celu uniemożliwienia wyboru w drodze głosowania proporcjonalnego nie narusza uprawnień mniejszości.

⁷⁵⁵ *Maddock v. Vorclone Corp.*, 147 A. 255, 256 (Del. Ch. 1929); *Sutherland v. Sutherland*, C.A. No. 2399-VCN, slip op. at 3-4, 44-45 (Del. Ch. May 3, 2010) (inicjując procedurę zmiany statutu w celu usunięcia głosowania proporcjonalnego dyrektorzy nie naruszyli obowiązków powierniczych względem akcjonariuszy).

⁷⁵⁶ DGCL nie definiuje ważnego powodu odwołania. W orzecznictwie jako przykłady działania, które stanowią ważny powód wymienia się ujawnianie sekretów handlowych konkurentom, defraudacja majątku spółki (*Campbell v. Loew's, Inc.*, 134 A.2d 852, 858 (Del. Ch. 1957)), innego rodzaju działanie na szkodę spółki (zarówno w postaci winy umyślnej jak i niedbalstwa), popełnienie czynów zabronionych karnie w związku z pełnioną funkcją, czy podawanie nieprawdziwych informacji spółce lub jej funkcjonariuszom (*Rohe v. Reliance Training Network, Inc.*, C.A. No. 17992 (Del. Ch. July 21, 2000)).

⁷⁵⁷ Wybrany w trybie głosowania proporcjonalnego dyrektor może wciąż być odwołany zwykłą większością głosów w przypadku wystąpienia ważnego powodu (*Campbell v. Loew's, Inc.*, op. cit.).

Ocena głosowania proporcjonalnego jest w amerykańskiej doktrynie mieszana. Przede wszystkim wskazuje się, na zanik znaczenia tej instytucji wraz ze zniesieniem jej obowiązkowego charakteru w większości stanów⁷⁵⁸. Ponadto, wskazuje się na wady tej instytucji, zwłaszcza na dość dużą nieprzewidywalność głosowań, w odniesieniu do tego ile miejsc uda się obsadzić mniejszości (co zależy m.in. od liczby ostatecznie oddanych głosów). Widoczne jest zwłaszcza w zestawieniu z – omawianymi poniżej – bardziej nowoczesnymi rozwiązaniami, które rezerwują określoną liczbę stanowisk dla mniejszości w radzie⁷⁵⁹. Ponadto, głosowanie proporcjonalne może prowadzić do zbytnej różnorodności interesów reprezentowanych w radzie. W liczbowym przykładzie przedstawionym powyżej swojego reprezentanta jest w stanie wprowadzić akcjonariusz posiadający już 8% głosów, co stanowi „mniejszość mniejszości” – gdyby prowadzić wybory przedstawicieli mniejszości, w których kandydaci musieliby uzyskać poparcie większości głosów akcjonariuszy mniejszościowych (na zasadzie *majority of minority* MOM), kandydatura ta mogłaby nie znaleźć poparcia⁷⁶⁰. Jak widać, wiele z powyższych głosów krytycznych pokrywa się do pewnego stopnia z krytyką wyboru grupami w polskiej doktrynie.

3.2 Nowoczesne mechanizmy zwiększania wpływu akcjonariuszy mniejszościowych na skład rady – analiza prawnoporównawcza

3.2.1 Procedura *voto di listo* w prawie włoskim

Prawo włoskie zawiera unikatowe rozwiązanie w zakresie reprezentacji mniejszości w organach spółki akcyjnej (*società per azioni*), które w podstawowym modelu ustawowym składają się z rady dyrektorów oraz rady audytorów wewnętrznych⁷⁶¹. W skład rady dyrektorów wchodzi zarówno dyrektorzy wykonawczy jak i nie wykonawczy, a bieżące zarządzanie spółką może być (i w praktyce najczęściej jest) delegowane na jednego z dyrektorów wykonawczych lub ich komitet (art. 2381 *Codice civile* (CC))⁷⁶². Członkowie obydwu organów, zgodnie z modelem ustawowym, wybierani są przez walne zgromadzenie większością głosów, jednak statut może przewidywać inny sposób wyboru (art. 2383 ust. 1, art. 2368 ust. 1 CC).

Procedura wyboru członków organów uregulowana jest odmiennie w przypadku spółek notowanych na rynku regulowanym, gdzie obowiązuje głosowanie na listy (*voto di listo*; *slate*

⁷⁵⁸ J. Cox, T. L. Hazen, *Business...*, s. 357; J. N. Gordon, *Institutions...*

⁷⁵⁹ M. Ventrizzo, *Empowering...*, s. 139.

⁷⁶⁰ L. A. Bebchuk, A. Hamdani, *Independent...*, s. 1303–1304; M. Ventrizzo, *Empowering...*, s. 139.

⁷⁶¹ Od 2003 r. włoskie prawo przewiduje również dwa alternatywne, rzadziej przyjmowane w praktyce rozwiązania w zakresie struktury organów spółki akcyjnej: system dualistyczny, w którym akcjonariusze wybierają radę nadzorczą, a ta z kolei wybiera radę zarządczą oraz system monistyczny, w którym akcjonariusze wybierają członków rady dyrektorów, którzy następnie spośród siebie wybierają członków komitetu kontroli, który ma rolę nadzorczą. Rozwiązania te nie są jednak popularne wśród spółek publicznych i nie są uwzględniane w powyższej analizie. G. Ferrarini, G. G. Peruzzo, M. Roberti, *Corporate boards in Italy* w: P. Davies i in. (red.) *Corporate boards in law and practice. A comparative analysis in Europe.*, 2013, Tina w: A. Vicari, A. Schall, *Company Laws of the EU. A Handbook*, 2020, s. 503.

⁷⁶² G. Balp, G. Strampelli, *Shareholder Engagement and Voting in Italy* w: A. Lafarre i in. (red.) *The Cambridge Handbook of Shareholder Engagement and Voting*, Cambridge 2022

voting)⁷⁶³. Zgodnie z art. 147-ter ust. 1 *Testo Unico della Finanza* (TUF)⁷⁶⁴ statut spółki publicznej musi przewidywać, że wybór członków rady dyrektorów odbywa się poprzez głosowanie na listy kandydatów przedstawiane na walnym zgromadzeniu. Do rady dyrektorów zostają wybrani kandydaci z listy, która uzyskała największą liczbę głosów, z tym jednak zastrzeżeniem, że wybrany zostaje również co najmniej jeden kandydat z listy, która otrzymała drugą największą liczbę głosów, i która nie jest powiązana w żaden, nawet pośredni sposób, z akcjonariuszami, którzy przedłożyli listę, która uzyskała największą liczbę głosów (art. 147-ter ust. 3 TUF)⁷⁶⁵. Statut powinien wskazywać udział akcji, od posiadania którego uzależnione jest uprawnienie do przedkładania list kandydatów do rady. Udział ten nie może być jednak wyższy niż 1/40 (2,5%) kapitału zakładowego lub niż udział ustalony zgodnie z rozporządzeniem CONSOB (od 0,5 do 4,5%, odwrotnie proporcjonalnie do wielkości kapitalizacji spółki)⁷⁶⁶. Spółka powinna zamieścić informacje o odpowiednim progu w ogłoszeniu o zwołaniu zgromadzenia akcjonariuszy. Statut spółki może przewidywać, że żeby kandydaci z listy mniejszości mogli zostać wybrani do rady, lista powinna uzyskać określony odsetek głosów, nie wyższy jednak niż połowa głosów wymaganych do przedłożenia listy (art. 147-ter TUF). Takiemu samemu trybowi wyboru podlegają członkowie rady audytorów (art. 148 TUF)⁷⁶⁷. Członek rady audytorów wybrany przez mniejszość jest przewodniczącym rady audytorów (art. 148 ust. 2-bis TUF).

Mniejszościowi dyrektorzy nie zawsze muszą mieć status dyrektorów niezależnych. W spółkach o tradycyjnej strukturze organów, konieczne jest powołanie jednego dyrektora mniejszościowego i, równolegle, jednego (a w radach liczących co najmniej siedmiu członków, dwóch) dyrektorów niezależnych (art. 147-ter ust. 4 TUF), zgodnie ze sformułowanymi przez TUF wymogami niezależności⁷⁶⁸. Rozbudowane normy włoskiego prawa spółek regulujące zatwierdzanie transakcji z podmiotami powiązanymi, przyznają szczególne uprawnienia w tym zakresie niezależnym członkom rady, a nie członkom wybranym przez mniejszość w procedurze głosowania na listy. Brak jakiegokolwiek powiązania tych dwóch kategorii członków rady – przynajmniej w spółkach o tradycyjnej strukturze organów - wydaje się słabością włoskiej regulacji. Podobnie jak okoliczność, że mandaty członków organów

⁷⁶³ M. Belcredi, S. Bozzi, C. Di Noia, *Board elections and shareholder activism: the Italian experiment* w: G. Ferrarini, M. Belcredi (red.) *Boards and Shareholders in European Listed Companies: Facts, Context and Post-Crisis Reforms*, Cambridge 2013, s. 378-383.

⁷⁶⁴ Decreto legislativo 24.02.1998 no 58, wersja angielska dostępna: https://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/laws-and-regulations/documenti/english/laws/fr_decree58_1998.htm?hkeywords=&docid=0&page=0&hits=21&nav=false

⁷⁶⁵ Statut może więc przewidywać większą liczbę. Zgodnie z danymi CONSOB, średnia liczba reprezentantów mniejszości w radach włoskich spółek to 1.9.

⁷⁶⁶ Rozporządzenie przyjęte uchwałą CONSOB 11971 z dnia 19.05.1999 r., z późn. zm. (dalej Rozporządzenie Consob nr 11971), dostępne w wersji angielskiej: <https://www.consob.it/o/PubblicazioniPortlet/DownloadFile?filename=/documenti/english/laws/reg11971e.pdf>

⁷⁶⁷ Procedurę wyboru członków rady audytorów przez mniejszość precyzują art. 144-sexies i n. Rozporządzenia CONSOB nr 11971.

⁷⁶⁸ Jednak już w spółkach przyjmujących system monistyczny, dyrektor mniejszościowy powoływany w skład rady musi jednocześnie być niezależny (art. 147-ter ust. 3 zd. 2 TUF).

wybranych przez mniejszości nie podlegają ochronie, i członkowie ci mogą zostać odwołani uchwałą walnego zgromadzenia, w każdym czasie i bez przyczyny⁷⁶⁹.

Przepisy regulujące procedurę *voto di lista* nie nakładają co prawda na mniejszość obowiązku przedłożenia konkurencyjnej listy dyrektorów, jednak praktycznie - ze względu na niskie progi posiadanych akcji dla skorzystania z tego prawa mniejszości - gwarantuje, że w przypadku jej przedłożenia, co najmniej jeden kandydat zostanie wybrany do składu rady. Skuteczność tego uprawnienia zależy więc od aktywności akcjonariuszy mniejszościowych. W tym kontekście, w literaturze podkreśla się rolę Assogestioni, włoskiego stowarzyszenia inwestorów instytucjonalnych, które aktywnie koordynuje proces tworzenia i przedkładania mniejszościowych list kandydatów do rad dyrektorów⁷⁷⁰. Odpowiedni komitet wewnętrzny Assogestioni, zgodnie z wewnętrznym regulaminem stowarzyszenia, zajmuje się utrzymywaniem bazy potencjalnych kandydatów inwestorów instytucjonalnych do rad dyrektorów, korzystając z rekomendacji niezależnych doradców i mając na względzie zarówno umiejętności kandydatów jak i ich niezależność i potencjalne konflikty interesów⁷⁷¹. Centralizacja tej funkcji w ramach Assogestioni pozwala przezwyciężyć problemy działań zbiorowych oraz zmniejszyć koszty aktywnej selekcji kandydatów. Z dostępnych danych wynika, że akcjonariusze mniejszościowi czynią użytek z uprawnienia do powołania członków rady w 40% wszystkich spółek giełdowych⁷⁷². Korzystne dla inwestorów instytucjonalnych rozwiązania prawne wykorzystywane są więc efektywnie we Włoszech w drodze koordynacji rynkowej.

3.2.2 UK Listing Rules

Szczególne regulacje dotyczące wyboru niezależnych członków rady dyrektorów obowiązują również w brytyjskich UK Listing Rules (UK LR)⁷⁷³. Zasady te obowiązują wyłącznie spółki, w których występuje akcjonariusz kontrolujący, zdefiniowany jako podmiot posiadający sam lub wspólnie z podmiotami działającymi w porozumieniu 30% głosów. Zostały one wprowadzone w ramach nowelizacji z 2014 r. jako tzw. *enhanced listing regime*, po serii

⁷⁶⁹ M. De Poli, P. de Gioia Carabellese, *The minority directors in the corporate governance of EU listed institutions: A chimera or a possibility?*, Maastricht Journal of European and Comparative Law nr 1(24)/2017, s. 51

⁷⁷⁰ "Głosowanie na listy połączone z koordynacyjną działalnością Assogestioni są fundamentalnymi mechanizmami wsparcia dla działań (nieaktywistycznych) inwestorów instytucjonalnych" G. Balp, G. Strampelli, *Shareholder...*, s. 371 M. Belcredi, L. Enriques, *Institutional investor activism in a context of concentrated ownership and high private benefits of control: the case of Italy* w: J. Hill, R. S. Thomas (red.) *Research Handbook on Shareholder Power*, Cheltenham 2015 zwracają z kolei uwagę, że inwestorzy zrzeszeni w Assogestioni skupiają swoje wysiłki na wybieraniu kandydatów do rad największych i najbardziej politycznie eksponowanych spółek.

⁷⁷¹ Assogestioni *Protocol of duties and Responsibilities of the Corporate Governance Committee and the Investment Managers' Committee*, https://www.assogestioni.it/sites/default/files/protocollo_funzionamento_112022.pdf

⁷⁷² M. Belcredi, S. Bozzi, C. Di Noia, *Board...*, s. 388, s. 388. Dane dot. lat 2008-2010; interpretując te dane należy pamiętać, że wybór kandydatów mniejszościowych do rady nie następuje zasadniczo co roku w każdej spółce.

⁷⁷³ UK Listing Rules wydane w 2024 r. zastąpiły poprzednio obowiązujące Listing Rules.

skandali korporacyjnych z udziałem zagranicznych spółek kontrolowanych notowanych na londyńskiej giełdzie⁷⁷⁴.

Zgodnie z UK LR 6.2.8.R., jeżeli spółka posiada akcjonariusza kontrolującego, wybór (oraz reelekcja) niezależnych dyrektorów musi zostać zatwierdzony zarówno przez ogół akcjonariuszy jak i przez większość akcjonariuszy mniejszościowych (MOM). Jeżeli wybór danego kandydata do rady nie dojdzie do skutku w tej procedurze, spółka może poddać kandydaturę danego dyrektora pod głosowanie ponownie nie wcześniej niż 90 i nie później niż 120 dni po pierwszym głosowaniu i dokonać wyboru zwykłą większością głosów (bez procedury MOM). Przepisy UK LR nie uzależniają więc bezwzględnie możliwości wyboru dyrektorów niezależnych głosów mniejszości. Po pierwsze, w ramach pierwszego głosowania nad kandydaturą, głosy akcjonariusza kontrolującego są konieczne do powołania danego dyrektora w skład rady, posiada on więc prawo weta wobec kandydatur mniejszości. Możliwość wyboru dyrektora niezależnego w drugim głosowaniu wyłączną wolą większości osłabia wpływ mniejszości na ten proces jeszcze bardziej. Przepisy LR nie modyfikują też wynikającej z sek. 168 CA zasady odwołalności dyrektorów w każdym czasie przez uchwałę walnego zgromadzenia.

W związku z brakiem bezwzględnego uzależnienia wyboru członków rady od głosów akcjonariuszy zewnętrznych, przyjmuje się, że procedura ta ma opierać się na konsekwencjach reputacyjnych nieuzyskania poparcia inwestorów zewnętrznych przez kandydatów niezależnych⁷⁷⁵. Jednak szereg przykładów – m.in. spółek Sports Direct i Ferrexpo – pokazał, że kontrolujący akcjonariusze nie zawsze podatni są na tego typu bodźce. W obydwu tych spółkach, które borykały się z poważnymi problemami z kulturą korporacyjną, kandydaci na niezależnych dyrektorów, którzy nie uzyskali poparcia akcjonariuszy mniejszościowych zostali następnie wybrani głosami kontrolującego akcjonariusza w drugim głosowaniu⁷⁷⁶.

3.2.3 Prawo izraelskie

Izraelskie prawo spółek (IPS) przewiduje, że w radach dyrektorów spółek publicznych musi zasiadać dwóch dyrektorów zewnętrznych⁷⁷⁷. Dyrektorzy zewnętrzni muszą po pierwsze spełniać kryteria niezależności od samej spółki a także od kontrolującego akcjonariusza, jeżeli

⁷⁷⁴ Szerzej R. Barker, I. H.-Y. Chiu, *Protecting minority shareholders in blockholder-controlled companies: evaluating the UK's enhanced listing regime in comparison with investor protection regimes in New York and Hong Kong*, Capital Markets Law Journal nr 1(10)/2015

⁷⁷⁵ B. V. Reddy, *The Fat Controller: Slimming Down the Excesses of Controlling Shareholders in UK Listed Companies*, Oxford Journal of Legal Studies nr 4(38)/2018, s. 744.

⁷⁷⁶ *Ibid.*, s. 744–745

⁷⁷⁷ L. A. Bebchuk, A. Hamdani, *Independent...*, s. 1292; I. Fiegenbaum, A. N. Licht, *Corporate Law of Israel*, ECGI - Law Working Paper No. 372/2017 z 2017

(https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalfiegenbaumlicht.pdf), s. 7–9;

OECD, *Duties and Responsibilities of Boards in Company Groups*, 2020, s. 88. Tekst izraelskiego Prawa Spółek dostępny jest w angielskim tłumaczeniu online:

<https://www.jewishvirtuallibrary.org/jsourc/Politics/CompaniesLaw57591999.pdf>, jednak brak wersji aktualnej tego aktu prawnego, uwzględniającej przepisy dotyczące dyrektorów zewnętrznych opisywanych w przytoczonych powyżej źródłach z literatury.

spółka takiego posiada (art. 240 IPS). Równocześnie, IPS przewiduje specjalną procedurę wyboru oraz ponownego wyboru dyrektorów należących do tej grupy.

Dyrektorzy zewnętrzni wybierani są uchwałą walnego zgromadzenia, za którą głos oddała większość biorących udział w zgromadzeniu akcjonariuszy nie posiadających kontroli nad spółką i niepowiązanych z akcjonariuszem posiadającym kontrolę (art. 239 IPS). Uchwała o wyborze zostaje jednak ważnie podjęta, jeżeli przeciwko niej oddane zostaną głosy akcjonariuszy mniejszościowych w wysokości nie większej niż 1% ogólnej liczby głosów w spółce (choćby stanowiących większość oddanych głosów akcjonariuszy mniejszościowych). Dyrektorzy zewnętrzni wybierani są na trzy letnią kadencję, z możliwością dwukrotnego ponownego wyboru (art. 245 IPS).

Przed upływem kadencji, dyrektor zewnętrzny może być odwołany ze stanowiska jedynie z ważnych powodów (naruszenie obowiązków powierniczych wobec spółki albo utrata niezależności), przez walne zgromadzenie większością wymaganą dla jego powołania, a więc z zachowaniem konieczności uzyskania zgody akcjonariuszy mniejszościowych (art. 246 IPS). Ponadto, przy wystąpieniu ważnych powodów lub utracie zdolności do pełnienia mandatu, dyrektor zewnętrzny może być odwołany przez sąd (art. 233, 247 IPS).

Wybór dyrektora zewnętrznego na kolejną kadencję również nie jest uzależniony od uchwały walnego zgromadzenia *in gremio* – akcjonariusz mniejszościowy posiadający co najmniej 1% akcji spółki, może zgłosić kandydaturę dotychczas sprawującego mandat dyrektora zewnętrznego na kolejną kadencję, a do przegłosowania jego kandydatury wystarczą głosy większości akcjonariuszy mniejszościowych (MOM).

3.3 Kluczowe aspekty mechanizmów zwiększania wpływu akcjonariuszy mniejszościowych na skład rady

Na ich podstawie powyższej analizy prawnoporównawczej można wyróżnić główne elementy stosowanych w praktyce mechanizmów wzmocnienia wpływu mniejszości na wybór (niezależnych) członków rady i rozważyć, w sposób bardziej abstrakcyjny i systematyczny, odpowiednią ich odpowiednią formę i zakres. Na potrzeby poniższych rozważań zakładam, że specjalne procedury wyboru dotyczą członków niezależnych rady⁷⁷⁸.

Za analizą *L. Bebchuka* i *A. Hamdaniego*⁷⁷⁹, można wyróżnić trzy kluczowe aspekty szczególnych mechanizmów wzmacniających wpływ mniejszości na skład rady: (1) sposób wyboru członka rady (2) sposób reelekcji (ponownego wyboru) członka rady (3) sposób odwołania członka rady. W ramach każdego z tych trzech etapów „cyklu życia” członka rady, prawo może rozkładać uprawnienia decyzyjne pomiędzy mniejszością i większością kapitałową, zasadniczo w jeden z trzech sposobów: (1) wyłączna decyzja większości (2) współdecydowanie (prawo weta mniejszości) (3) wyłączna decyzja (większości) mniejszości.

⁷⁷⁸ Jak pokazuje przykład prawa włoskiego nie zawsze jest tak w praktyce.

⁷⁷⁹ L. A. Bebchuk, A. Hamdani, *Independent...*

Elementy te tworzą matrycę, na której można przedstawić prawne rozwiązania przyjęte w wybranych porządkach prawnych analizowanych powyżej.

Tabela 5. Prawnoporównawcze ujęcie instrumentów wzmacniania wpływu mniejszości na wybór członków rady nadzorczej

	Wyłączna decyzja większości	Współdecydowanie (weto mniejszości)	Wyłączna decyzja mniejszości
Powołanie	Polska	Izrael, UK	Włochy, Polska (WG), USA (CV)
Reelekcja	Polska	UK	Izrael, Włochy, Polska (WG), USA (CV)
Odwołanie	Polska, Polska (WG)	Izrael, USA (CV)	

Źródło: opracowanie na podstawie A. Bebchuk i A. Hamdani, *Independent directors...*, s. 1295.
 „Polska (WG)” = wybór grupami, „USA (CV)” = cumulative voting.

W odniesieniu do powoływania niezależnych członków rady, zwiększenie wpływu mniejszości powinno wiązać się z przyznaniem mniejszości co najmniej prawa współdecydowania co do kandydatury danego członka rady (dwustronnego weta). Formalnie skutek ten można osiągnąć poprzez wymóg uzyskania większości głosów akcjonariuszy mniejszościowych (MOM), albo poprzez wymóg kwalifikowanej większości dla uchwały o jego powołaniu⁷⁸⁰. To drugie rozwiązanie ma tę przewagę, że nie wymaga ustalania, których akcjonariuszy należy uznać za akcjonariuszy kontrolujących spółkę, a których za akcjonariuszy mniejszościowych. Jednak uzależnia ono wybór członków niezależnych od woli mniejszości w mniejszym stopniu - w zależności od wielkości udziału kapitałowego akcjonariusza kontrolującego, przyjętego progu większości kwalifikowanej oraz frekwencji na walnym zgromadzeniu, akcjonariusz większościowy mógłby przegłosować kandydaturę niezależnego członka rady z poparciem zaledwie „mniejszości mniejszości”. System współdecydowania wydaje się uzasadniony na etapie pierwotnej decyzji o powołaniu niezależnego członka rady – z jednej strony daje on odpowiednie uprawnienia decyzyjne mniejszości, z drugiej zaś strony wymusza zaproponowanie kandydatury, która jest akceptowalna również dla kontrolującego akcjonariusza, co sanowi formę kompromisu.

W odniesieniu do reelekcji (wyboru na kolejną kadencję), należy zauważyć, że prawo nie musi regulować odrębnie ponownego wyboru – w takiej sytuacji zastosowanie znajdowałyby reguły dotyczące powoływania niezależnego członka rady. Jednak z funkcjonalnego punktu widzenia odrębne uregulowanie ponownego wyboru może być uzasadnione, ze względu na fakt, że

⁷⁸⁰ Wymóg statutowy większości kwalifikowanej w kontekście powoływania członków niezależnych rozważają A. Opalski, *Niezależni...*, s. 17; A. Opalski, *Rada...*, s. 255; K. Oplustil, *Niezależni...*, s. 397

reelekcja wiąże się już funkcjonalnie z koniecznością dokonania oceny i rozliczenia członka rady z wykonywania mandatu w poprzedniej kadencji, co może wpływać na wykonywanie przez niego mandatu w jej trakcie⁷⁸¹. Znaczenie w tym kontekście mają więc podobne czynniki, które powinny być brane pod uwagę przy regulacji uprawnienia do odwoływania niezależnego członka rady. Przemawia to za przyznaniem mniejszości decydującego głosu w odniesieniu do ponownego wyboru członka niezależnego, gdyż to ona ma co do zasady rozliczać go ze sprawowania mandatu.

Regulacja uprawnienia do odwołania niezależnego członka rady nadzorczej jest najbardziej kluczowa dla wzmocnienia jego pozycji w radzie i faktycznej niezależności. Brak jakichkolwiek ograniczeń dla większości w tym zakresie czyniłby jakiekolwiek przyznane mniejszości uprawnienia elekcyjne iluzorycznymi. Co do zasady, takie wzmocnienie, w najsłabszej formie, nie musi się nawet wiązać ze zwiększeniem uprawnień decyzyjnych mniejszości, a mogłoby polegać np. na wyłączeniu odwołalności niezależnego członka rady przed upływem kadencji lub jej ograniczeniu do ważnych powodów⁷⁸². W takiej sytuacji istotne są normy regulujące ocenę wystąpienia ważnych powodów i dostępne członkowi niezależnemu środki zapobiegające odwołaniu, gdy ważne powody nie wystąpiły. Istotna jest też w tym kontekście długość kadencji – przykładowo, powoływanie członka niezależnego na jednoroczną kadencję, po której ponowny wybór zakładałby znów współdecydowanie większości kapitałowej podtrzymywałby istotny wpływ większości na reelekcję, z negatywnymi skutkami dla niezależności członka rady.

W odniesieniu do uprawnienia do odwołania członka niezależnego, najbardziej zasadne wydaje się wyjście poza jedynie stabilizację mandatu i przyznanie decydujących uprawnień decyzyjnych mniejszości, co najmniej w postaci wymogu uzyskania jej zgody na odwołanie członka niezależnego. Zwiększenie rozliczalności członków niezależnych w ramach procedur oceny sprawowania mandatu przez członka niezależnego *ex post* jest szczególnie kluczowe ze względu na problem asymetrii informacji pomiędzy korporacyjnymi *insiderami* i inwestorami publicznymi. Działania członka niezależnego są łatwiejsze do obserwacji i oceny przez kontrolującego akcjonariusza i jego przedstawicieli w radzie, a trudniejsze do obserwacji i oceny przez mniejszość, co tworzy bodźce dla członka niezależnego do podporządkowywania się większości, o ile dysponuje ona co najmniej prawem weta w zakresie jego odwołania⁷⁸³. Z tego powodu przyznanie prawa weta kontrolującemu akcjonariuszowi w zakresie odwołania członka niezależnego przed końcem kadencji również może podważać pozycję członków

⁷⁸¹ Wpływ (potencjalnej) reelekcji na niezależności w czasie sprawowania kadencji dostrzegają niektóre przepisy publicznoprawne, regulujące wybór różnego rodzaju funkcjonariuszy publicznych. Przykładowo, sędziowie Trybunału Konstytucyjnego nie mogą być wybrani na kolejną kadencję (art. 194 ust. 1 zd. 2 Konstytucji RP), co ma zapewniać ich niezależność.

⁷⁸² L. A. Bebhuk, A. Hamdani, *Independent...*, s. 1293.

⁷⁸³ *Ibid.*, s. 1299. Równocześnie z konstatacją tej wynika, że akcjonariusz dominujący, ze względu na swoje przewagi informacyjne będzie bardziej skłonny do wykonywania prawa weta, i w sytuacji jego wykonywania będzie to czynił w sposób bardziej świadomy (ze względu na większą obserwowalność zachowań członka niezależnego).

niezależnych. Żeby jednocześnie zwiększyć rozliczalność niezależnych członków rady wobec inwestorów publicznych oraz ograniczyć ich zależność od większości, zasadnym wydaje się stabilizacja mandatu członka większościowego, z jednoczesnym zachowaniem wyłącznego uprawnienia mniejszości do jego odwołania w każdym czasie (w formule MOM).

Częstym wskazywanym w literaturze problemem, w kontekście zwiększania reprezentacji mniejszości w radzie jest ryzyko tworzenia się w niej frakcji, zagrażających spójnemu i harmonijnemu funkcjonowaniu rady⁷⁸⁴. Jednak ryzyko to jest po części ograniczone w przypadku mechanizmów, które nakierowane są na wzmocnienie praw mniejszości akcjonariuszy jako klasy, a nie poszczególnych znaczących akcjonariuszy mniejszościowych. Temu właśnie służy mechanizm „większości mniejszości” (MOM). W każdym razie, wydaje się, że w polskiej doktrynie ryzyko wewnętrznych sporów w radzie jest przeceniane, podczas gdy znacznie bardziej realnym ryzykiem wydaje się niedostateczne monitorowanie działań większości.

3.4 Postulaty *de lege ferenda* dla prawa polskiego

Można w tym miejscu skonkretyzować powyższe rozważania i odnieść je do prawa polskiego, celem zaproponowania rozwiązań *de lege ferenda*. Po pierwsze należy wskazać, że proponowane rozwiązania dotyczą niezależnych członków rady powoływanych do komitetu audytu. Przepisy n.u.b.r. wymuszają powołanie (co najmniej) dwóch takich członków (art. 129 ust. 3). Gwarantuje to, że stanowią oni będą mniejszość w radzie, które w spółkach giełdowych liczą na ogół więcej niż ustawowe minimum pięciu członków, i w konsekwencji, osłabienie wpływu akcjonariusza dominującego nie podważy jego kontroli korporacyjnej

a) Prawo mniejszości czy regulacja imperatywna?

Po pierwsze należy zaznaczyć, że wybór członków niezależnych jest na gruncie n.u.b.r. publicznoprawnym obowiązkiem spółek giełdowych. W konsekwencji ewentualne mechanizmy wzmocnienia pozycji mniejszości nie powinny utrudniać jego spełnienia przez spółkę. Jednym rozwiązaniem mającym tę kwestię na względzie, byłoby uczynienie szczególnej procedury wyboru tych członków rozwiązaniem opcjonalnym, poprzez przyznanie akcjonariuszom jedynie uprawnienia mniejszości do jej zainicjowania. W takim przypadku jednak konieczne byłoby sformułowanie go w taki sposób, aby uniknąć problemów, z którymi wiąże się obecnie zgłaszanie żądania wyboru rady nadzorczej grupami⁷⁸⁵. Można by więc przyjąć, że w przypadku członków niezależnych, skuteczność uchwały o ich powołaniu do rady nadzorczej uzależniona jest od uzyskania poparcia większości mniejszości, jeżeli wniosek taki zgłoszą na walnym zgromadzeniu akcjonariusze dysponujący określoną liczbą akcji; ujęcie wyboru w specjalnym trybie w porządku obrad nie byłoby wymagane.

Alternatywnie, wzorem prawa izraelskiego, specjalny tryb wyboru członków niezależnych mógłby być obowiązkowy, z zastrzeżeniem jednak, że ewentualne nieuzyskanie większości w

⁷⁸⁴ A. Opalski, *Rada...*, s. 91; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 603.

⁷⁸⁵ Zob. pkt. 3.1.1.4. powyżej.

głosowaniu MOM nie podważa skuteczności wyboru członka niezależnego, jeżeli oddane przeciwko uchwale głosy stanowią mniej niż określony odsetek ogólnej liczby głosów. Takie rozwiązanie zapobiega niereprezentatywności głosowania MOM przy niskiej frekwencji na walnym zgromadzeniu.

Prawo do nominacji członków niezależnych przez akcjonariusza większościowego nie powinno być ograniczane, aby uniknąć problemów wynikających z ewentualnej bierności akcjonariuszy mniejszościowych w procesie wyborów członków niezależnych.

b) Wybór niezależnych członków rady na pierwszą kadencję

W ramach pierwotnego wyboru niezależnego członka rady nadzorczej współdecydowanie większości i mniejszości wydaje się zasadne. Zasadnym wydaje się więc wprowadzenie mechanizmu „podwójnego wyboru” członków niezależnych, na podstawie uchwały walnego zgromadzenia podjętej większością głosów, która jednocześnie powinna uzyskać poparcie większości głosów oddanych przez akcjonariuszy mniejszościowych⁷⁸⁶. Sabotowanie tego procesu przez większość, poprzez uporczywe odrzucanie kandydatów mniejszości nie wydaje się być prawdopodobne, gdyż poza prywatnoprawną sankcją kadłubowego charakteru nieobsadzonej rady (która przy określeniu składu rady widełkowo nie zawsze jednak wystąpi), wiązać się będą z takim działaniem sankcje publicznoprawne za brak obecności w radzie wymaganej przez art. 129 ust. 3 n.u.b.r. liczby członków niezależnych⁷⁸⁷. Sankcje publicznoprawne skłaniać więc będą większość do kompromisu, poza najbardziej skrajnymi przypadkami rozbieżności w ocenach kandydatur, w których większość będzie mogła skorzystać ze swojego prawa weta.

a) Wybór niezależnych członków rady na kolejną kadencję (reelekcja)

Jak podkreślono powyżej, wybór na kolejną kadencję jest kluczowym elementem mechanizmu wzmocnienia niezależności, gdyż to jakie osoby mają wpływ na reelekcję członka rady, wpływa na jego postępowanie w kadencji poprzedzającej reelekcję. Z tego powodu wskazane jest przyznanie wyłącznej kompetencji do powołania członka niezależnego na kolejną kadencję akcjonariuszom mniejszościowym, w głosowaniu MOM.

b) Odwoływanie niezależnych członków rady

Uregulowanie uprawnienia do odwołania członków niezależnych jest najbardziej istotne dla wzmocnienia ich pozycji. W obecnym stanie prawnym, nawet w przypadku powołania na kadencję o oznaczonej długości lub uzależnienia możliwości odwołania tylko od ważnych

⁷⁸⁶ Na potrzeby identyfikacji akcjonariusza lub grupy akcjonariuszy sprawujących kontrolę nad spółką i akcjonariuszy mniejszościowych, zasadne byłoby odwołanie do istniejących już definicji kontroli, w przypadku spółek giełdowych w szczególności do definicji przyjętej na gruncie MSR.

⁷⁸⁷ Jak dowodzą doświadczenia z omawianych zagranicznych porządków prawnych, rola norm publicznoprawnych i publicznego nadzoru nad rynkiem kapitałowym w zapewnianiu efektywności rozwiązań zwiększających wpływ mniejszości na skład rady nadzorczej jest znacząca. Np. włoski nadzorca CONSOB weryfikuje, czy spełniony jest wymóg, aby listy mniejszościowe nie miały powiązań z akcjonariuszami większościowymi. Zob. w kontekście prawa włoskiego, M. De Poli, P. de Gioia Carabellese, *The minority...*, s. 52, M. Belcredi, L. Enriques, *Institutional...*, s. 386

powodów (art. 370 § 1 w zw. z art. 386 § 2 KSH), walne zgromadzenie posiada prawo do odwołania członka rady w każdym czasie⁷⁸⁸. Dotyczy to nawet członków wybranych w drodze wyboru grupowego lub indywidualnego uprawnienia akcjonariusza, choć takie działanie podlega ocenie z punktu widzenia naruszenia obowiązku lojalności lub obejścia prawa.

W przypadku członków niezależnych, akcjonariusz większościowy może wywierać zachować znaczny wpływ na procedurę ich wyboru jeżeli (1) posiada możliwość ich odwołania tych w każdym czasie; (2) członkowie niezależni są wybierani na krótką (np. jednoroczną) kadencję⁷⁸⁹, po których akcjonariusz większościowy znów może współdecydować o ich powołaniu na kolejną kadencję (co miałyby miejsce przy braku odrębnej regulacji reelekcji).

Zasadne byłoby więc przyjęcie zasady, zgodnie z którą członek niezależny powoływany jest na kadencję o oznaczonym ustawowo czasie trwania (np. trzyletnią), a odwołanie go z zajmowanego stanowiska przed jej upływem wymaga każdorazowo uzyskania zgody większości głosów akcjonariuszy mniejszościowych. Przy takiej regulacji zarówno akcjonariusz większościowy jak i akcjonariusze mniejszościowi mogliby inicjować odwołanie członka niezależnego (umieszczać punkt dotyczący odwołania członka niezależnego w porządku obrad walnego zgromadzenia); uchwała zainicjowana przez większość wymagałaby poparcia mniejszości (MOM), natomiast uchwała zainicjowana przez mniejszość nie wymagałaby poparcia większości. Jednocześnie, ze względu na kilkuletnią kadencję (po której, jak należy zakładać, członek niezależny często podlegałby reelekcji), akcjonariusz większościowy nie mógłby łatwo „obchodzić” powyższych ograniczeń dotyczących odwołalności wykonując prawo weta w procesie ponownego wyboru członka niezależnego, nawet przy ewentualnym braku odrębnej regulacji reelekcji (która jednak jest wskazana, zob. powyżej).

Ze względu na wyjątkowy charakter takiej stabilizacji mandatu w świetle ogólnej zasady odwoływalności członków rady, pożądane byłoby też wprowadzenie regulacji o charakterze „zaworu bezpieczeństwa” pozwalającej na wyjątkowe odwołanie członka niezależnego bez względu na zgodę mniejszości. Jednak takie uprawnienie nie powinno polegać na przyjęcia dopuszczalności odwołania członka niezależnego uchwałą podjętą przez walne zgromadzenie większością głosów z ustawowym ograniczeniem dopuszczalności odwołania do „ważnych

⁷⁸⁸ Dopuszczalność odwołania członka rady przed upływem oznaczanego czasu kadencji nie budzi kontrowersji. Odwołanie w przypadku statutowego ograniczenia jego dopuszczalności do ważnych powodów uznawane jest za skuteczne. Niejednolicie w doktrynie ujmowane są skutki uchylecia (art. 422 KSH) uchwały walnego zgromadzenia odwołującej członka rady pomimo braku ważnych statutowych powodów zob. *Opalski w: A. Opalski (red.) KSH, t. IIIA...*, s. 1258, *Popiołek w: J. Strzępka (red.) Kodeks...*, s. 922. Ale nawet przyjmując, że w przypadku jej uchylecia przywrócone zostaje jego członkostwo w radzie, uprawnienie do zaskarżenia uchwały jest wysoce niepraktyczne; ponadto odwołany członek nie jest czynnie legitymowany do wystąpienia z powództwem.

⁷⁸⁹ A. Opalski, *Niezależni...*, s. 18, rozważając podobne mechanizmy, proponuje roczną kadencję dla członków niezależnych jako rozwiązanie gwarantujące ich rozliczalność wobec mniejszości. Autor jednak nie zakłada konieczności uzyskania zgody akcjonariusza większościowego na powołanie członka niezależnego.

powodów”⁷⁹⁰, gdyż prowadziłoby to znów do sygnalizowanych już wielokrotnie problemów z ograniczoną przydatnością możliwości zainicjowania sądowej kontroli *ex post* tego typu uchwał, w drodze ich zaskarżenia⁷⁹¹.

Alternatywnie należałoby więc przyjąć rozwiązania, w których kontrola wystąpienia ważnych powodów następuje *ex ante*. W tym celu można zaproponować wprowadzenie zasady zgodnie z którą uchwała o odwołaniu członka niezależnego wybranego w specjalnym trybie, staje się skuteczna z chwilą ujawnienia odwołania członka w KRS, co miałoby na celu powierzenie sądowi rejestrowemu badania, czy „ważne powody” uzasadniające odwołania członka niezależnego rzeczywiście wystąpiły (art. 23 uKRS). Jednak ustalenie tych kwestii w sytuacjach spornych wymagałoby przeprowadzenia postępowania dowodowego i umożliwienia członkowi, który ma być odwołany ustosunkowania się do stawianych mu zarzutów. Bardziej zasadne wydaje się więc przyznanie spółce prawa do wystąpienia do sądu powszechnego z żądaniem odwołania członka niezależnego przed końcem kadencji (analogicznie do art. 266, 30 § 2 i 47 KSH). W świetle orzecznictwa wypracowanego na gruncie przywołanych przepisów KSH, definiowanie ważnego powodu ustawowo wydaje się zbędne.

4 Relacje pomiędzy radą nadzorczą i jej członkami a akcjonariuszami

4.1 Uwagi wstępne

Zwiększenie wpływu akcjonariuszy mniejszościowych na skład osobowy rady nadzorczej - w tym w drodze specjalnych mechanizmów wyboru i odwołania członków niezależnych, jak postulowano powyżej - będzie dla mniejszości tym bardziej wartościowe, jeżeli będzie ona mogła komunikować się z radą nadzorczą (lub indywidualnymi jej członkami) w toku sprawowania przez nich mandatu. Uzasadnia to analizę prawnych ram komunikacji rady nadzorczej z akcjonariuszami.

Ponadto, zwiększony wpływ inwestorów instytucjonalnych na kształtowanie obsady rady nadzorczej, zwłaszcza w przypadku przyznania im w tym zakresie szczególnych uprawnień, których zadeklarowanym celem ma być jednak zwiększenie rozliczalności takich członków wobec inwestorów zewnętrznych, nasuwa pytania o to, czy, a jeżeli tak to do jakiego stopnia tak wybrany członek rady, może faworyzować interesy swoich wyborców.

Problemy te analizowane są w niniejszym rozdziale pod ogólną kategorią „relacji” pomiędzy radą nadzorczą a akcjonariuszami. Centralną kategorią prawną relewantną dla ich oceny jest obowiązek lojalności członka rady (art. 387¹ § 1 KSH), a w zakresie dotyczącym komunikacji

⁷⁹⁰ Odmiennie A. Opalski, *Ibid.*, s. 17, który nie uwzględnia w analizie przedstawianych powyżej zagrożeń nadużywania możliwości odwołania z ważnych powodów.

⁷⁹¹ Odwołany członek rady nie miałby też z resztą legitymacji czynnej do wystąpienia z powództwem, konieczna byłaby więc w tym zakresie aktywność mniejszości, którą utrudniałyby problemy działań zbiorowych (konieczność ponoszenia kosztów procesu). Tak uchwała SN (7) z 1.03.2007r., sygn. III CZP 94/2006.

z akcjonariuszami również jego konkretyzacja w postaci obowiązku zachowania poufności (art. 387¹ § 2 KSH).

4.2 Obowiązek lojalności członków rady

Obowiązek lojalności funkcjonariuszy spółek kapitałowych, w tym członków rady nadzorczej, był już przedmiotem wielu opracowań w polskiej literaturze, w związku z czym poniższa analiza nie stanowi wszechstronnego omówienia tej obszernej problematyki. Ma ona na celu zbadanie, szczególnych problemów jakie mogą powstać na gruncie obowiązku lojalności w związku z wywieraniem istotnego wpływu przez określonego akcjonariusza lub ich grupy na wybór członka rady oraz *a fortiori* w związku z istnieniem dalej idących, szczególnych powiązań pomiędzy akcjonariuszem a jego „reprezentantem” w radzie (druga z rozpatrywanych sytuacji, znana jest w literaturze anglojęzycznej pod hasłami *nominee director* lub *constituency directors*). Jako, że rozwinięte porządki prawne państw kręgów *common law* mają większe doświadczenie praktyczne z problemami, jakie generuje udział tego typu dyrektorów w radach, oraz mając na uwadze, że koncepcja obowiązku lojalności w polskiej doktrynie ukształtowała się w dużej mierze pod wpływem bogatego dorobku prawnego tych państw w omawianej tematyce⁷⁹², zasadne jest rozpoczęcie analizy od rozważań prawnoporównawczych.

4.2.1 Prawo amerykańskie

W prawie Delaware, obowiązki powiernicze dyrektorów są tworem prawa sądowego i nie zostały skodyfikowane w DGCL. Dwa główne kategorie obowiązków powierniczych dyrektorów to obowiązek zachowania staranności (*duty of care*) oraz obowiązek dochowania lojalności (*duty of loyalty*)⁷⁹³. W orzecznictwie przyjmuje się konsekwentnie, że wszystkich dyrektorów, obowiązuje jednolity standard lojalności wobec spółki i *wszystkich akcjonariuszy*⁷⁹⁴, bez względu na sposób ich wyboru do rady⁷⁹⁵.

Orzecznictwo dotyczące tego zagadnienia kształtowało się też w dużej mierze pod wpływem powoływania członków rad dyrektorów przez znaczących akcjonariuszy, głównie w kontekście praktyk funduszy VC/PE. Ich inwestycje zakładają określony horyzont czasowy, po którym nastąpić powinno „wyjście” z inwestycji poprzez sprzedaż akcji, w drodze oferty publicznej na giełdzie, sprzedaży akcji innym prywatnym inwestorom, albo przejęcia spółki

⁷⁹² Zob. np. D. Opalska, *Obowiązek...*, *passim*. Podobnie proces ten przebiegał w innych państwach europejskich, zob. opis ewolucji koncepcji obowiązku lojalności w niemieckiej i francuskiej doktrynie i orzecznictwie, H. Fleischer, *Legal Transplants in European Company Law – The Case of Fiduciary Duties*, nr 3(2)/2005, s. 382–385.

⁷⁹³ A. R. Pinto, D. M. Branson, *Understanding...*, s. 215 i n., J. Cox, T. L. Hazen, *Business...*, s. 199 in.

⁷⁹⁴ *Air Prods. & Chems., Inc. v. Airgas, Inc.*, 16 A.3d 48 (Del. Ch. 2011), s. 149.

⁷⁹⁵ Zob. *Phillips v. Insituform of N. Am., Inc.*, Civ. A. No. 9173, 1987 WL 16285, s. 10 (Del. Ch. Aug. 27, 1987), s. 10 („prawo nie uznaje szczególnego obowiązku po stronie dyrektora wybranego przez szczególną klasę akcjonariuszy wobec tej klasy”), podobnie E. Welch i in., *Folk on Delaware General Corporation Law*, VitalLaw (wersja elektroniczna) 2022, s. 4–85, z powołaniem na *Klaassen v. Allegro Dev. Corp.*, C.A. No. 8626-VCL, slip op., s. 24-25 (Del. Ch. Nov. 7, 2013), s. 24.; *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 (Del. 1993), s. 361 („obowiązek lojalności nakazuje, aby interes korporacji i jej akcjonariuszy miał pierwszeństwo przed interesami dyrektorów, oficerów czy kontrolujących akcjonariuszy nie podzielanymi przez ogół akcjonariuszy”).

przez inną spółkę w drodze połączenia⁷⁹⁶. Fundusze te są przy tym zazwyczaj umownie lub statutowo uprzywilejowane co do uzyskania sumy ze sprzedaży spółki (*liquidation preference*)⁷⁹⁷. Określony horyzont czasowy inwestycji, związany z koniecznością „zwrotu” środków ich własnym inwestorom (*limited partners*), sprawia że fundusze te są podatne na presję płynnościową⁷⁹⁸. Okoliczności te mogą skłaniać je do wywierania na spółkę presji na dokonanie określonych decyzji korporacyjnych, gwarantujące im wymagany zwrot w krótszym terminie, nawet jeżeli nie jest to korzystne dla ogółu akcjonariuszy.

Tego typu stan faktyczny legł u podstaw wyroku w głośnej sprawie *Trados*⁷⁹⁹. Zdominowana przez inwestora PE rada dyrektorów, pomimo poprawiających się perspektyw spółki w niecały rok po zmianie kadry zarządzającej, zatwierdziła połączenie ze spółką przejmującą. W wyniku połączenia i w efekcie zastosowania przywileju likwidacyjnego, posiadający akcje uprzywilejowane fundusz otrzymał całość wynagrodzenia pieniężnego za akcje spółki przejmowanej; akcjonariusze uprawnieni z akcji zwykłych nie otrzymali żadnego wynagrodzenia⁸⁰⁰.

Podobne konflikty interesów, generowane przez presję na zrealizowanie zwrotu z inwestycji pojawiają się również w kontekście inwestycji aktywistycznych funduszy hedgingowych w spółkach giełdowych, co miało miejsce w sprawie *In re PLX Tech Inc. Stockholders Litigation*. W stanie faktycznym sprawy, fundusz nabył akcje spółki *PLX* i umieścił (w drodze konkursu pełnomocnictw, *proxy fight*) trzech dyrektorów w jej radzie niedługo po niesfinalizowaniu przejęcia *PLX* przez inną spółkę. Strategia inwestycyjna funduszu zakładała dążenia do jej jak najszybszej sprzedaży, na co naciskał inwestor i nominowani prze niego dyrektorzy; pomimo i stanowili oni mniejszość w radzie, stanowili większość w Komitecie ds. sprzedaży spółki. Jeden z dyrektorów reprezentujących fundusz w radzie, który przewodniczył komitetowi ds. sprzedaży spółki, według ustaleń sądu naruszył obowiązek ujawnienia radzie wszystkich relewantnych dla oceny procesu sprzedaży i proponowanej ceny informacji, które uzyskał od potencjalnego nabywcy.

W sprawach *Trados* i *PLX Tech*, sądy przyjmowały, że zasiadanie w radzie spółki dyrektorów, będących jednocześnie pracownikami lub członkami organów znaczących akcjonariuszy prowadzi do powstania tzw. problemu podwójnego powiernika (*dual fiduciary*), zidentyfikowanego po raz pierwszy w wyroku w sprawie *Weinberger v. UOP, Inc.* W wyroku tym sąd podkreślił, że „prawo Delaware nie przewiduje „bezpiecznej przystani” dla podzielonej lojalności (...)” a „obowiązek (lojalności) nie ulega rozwodnieniu w sytuacji

⁷⁹⁶ D. G. Smith, *The exit structure of venture capital*, UCLA Law Review nr (53)/2005.

⁷⁹⁷ S. Kupor, *Tajemnice Sand Hill Road. Zasady rządzące rynkiem venture capital*, Warszawa 2020, s. 180; A. Szlęzak, P. Mazur, *Wybrane umowy w transakcjach mergers and acquisitions (share deals) w świetle KC i KSH*, Warszawa 2022, s. 226.

⁷⁹⁸ To uprawnienie zazwyczaj przysługuje inwestorom po kilku latach od pierwotnej inwestycji (*lock up period*).

⁷⁹⁹ No. 1512-CC, 2009 WL 2225958 (Del. Ch. July 24, 2009).

⁸⁰⁰ Zob. omówienie sprawy *Trados* w kontekście problemu *constituency directors* w S. M. Sepe, *Intruders in the boardroom: the case of constituency directors*, Washington University Law Review nr (91)/2013, s. 345.

pełnienia funkcji dyrektora w dwóch lub kilku spółkach”⁸⁰¹. W wyroku ws. *PLX Tech* sąd zauważył przy tym, że posiadanie przez dyrektora znaczącego pakietu akcji lub powiązanie ze znaczącym akcjonariuszem, w typowej sytuacji uzasadnia domniemanie o zbieżności jego perspektywy z interesem ogółu akcjonariuszami. Jednak w kontekście faktów sprawy, konflikt wynikający z preferencji funduszu co do uzyskania płynności, przełożył się na podważenie domniemania lojalnego działania dyrektorów, a w konsekwencji analizę transakcji z przyjęciem bardziej wymagającego standardu kontroli. Powołując się na poprzednie orzecznictwo, sąd zauważył, że „płynność może być „korzyścią, która może sprawić, że dyrektor naruszy swoje obowiązki powiernicze”, a dyrektorzy reprezentujący akcjonariuszy mogą dopuścić się naruszenia obowiązków powierniczych, jeżeli „chęć uzyskania płynności skłoni ich do manipulacji procesem sprzedaży” i do „podporządkowania temu celowi interesów spółki i akcjonariuszy jako całości”⁸⁰².

W przypadku ustalenia odpowiedzialności dyrektora z tytułu naruszenia obowiązków powierniczych, nominujący go akcjonariusz może ponosić odpowiedzialność cywilnoprawną za pomocnictwo w naruszeniu obowiązków powierniczych, co miało miejsce w sprawie *PLX Tech*⁸⁰³.

4.2.2 Prawo angielskie

W prawie angielskim, obowiązki dyrektorów spółek były historycznie wypracowane w prawie *equity*, w dużej mierze na gruncie obowiązków zarządzających trustami (*trustees*). Zostały jednak one skodyfikowane w Companies Act 2006⁸⁰⁴. Szczególnie istotne w odniesieniu do statusu *nominee directors* - jak w angielskim prawniczym określa się dyrektorów mianowanych lub wybranych przez konkretnych akcjonariuszy lub ich grupy z intencją reprezentowania ich interesów w radzie - są następujące obowiązki: obowiązek działania w interesie spółki na rzecz ogółu akcjonariuszy (*duty to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole*; sek. 172(1) CA), obowiązek zachowania niezależnego osądu (*duty to exercise independent judgement*, sek. 173(1) CA) oraz obowiązek unikania konfliktów interesów (sek. 175(1) CA). W angielskiej doktrynie i orzecznictwie analizowano, w kontekście funkcjonowania *nominee directors*, kilka odrębnych kwestii.

Po pierwsze, w orzecznictwie przyjęto, że sam fakt powołania lub nominowania dyrektora przez określonego akcjonariusza, nie skutkuje dla powstaniem obowiązków powierniczych dyrektora wobec niego. Powołanie do rady skutkuje powstaniem obowiązków powierniczych

⁸⁰¹ 457 A.2d (Del.1983), s. 701, 710. Wyrok dotyczył postępowania dyrektorów spółki desygnowanych do jej rady przez znaczącego akcjonariusza, w kontekście przejścia jej przez tego akcjonariusza.

⁸⁰² *In re Trados Inc. Shareholder Litigation*, C.A. No. 9880-VCL, trans. ruling (Del. Ch. Sept. 3, 2015), pkt. 102.

⁸⁰³ Nt. odpowiedzialności akcjonariusza na podstawie art. 422 KC w prawie polskim zob. Rozdz. 5, pkt. 8.5.3.

⁸⁰⁴ Zgodnie z sek. 170(3) CA, ustawowe obowiązki dyrektorów zastępują obowiązki dyrektorów wynikające z *common law*; z kolei zgodnie z sek. 170(4) CA, ustawowe obowiązki powinny być interpretowane i stosowane tak jak obowiązki na gruncie *common law*. Tak więc do wykładni ustawowych obowiązków z CA zastosowanie znajduje dotychczasowe orzecznictwo dotyczące obowiązków dyrektorów jak również – na mocy 170(4) CA - istniejące „równoległe” orzecznictwo dot. obowiązków powierniczych w kontekście trustu czy agencji, P. Davies, S. Worthington, *Gower...*, s. 504.

wobec samej spółki. Jednak sądy przyjmują, że obowiązki wobec konkretnego akcjonariusza lub ich grupy mogą zaistnieć z uwagi na „szczególną sytuację faktyczną” łączącą dyrektora z akcjonariuszem lub stosunki umowne⁸⁰⁵. Odrębną kwestią jest natomiast, czy mimo braku obowiązków powierniczych wobec wyborców, wynikających z samego aktu wyboru, *nominee directors* mogą brać ich interes pod uwagę przy wykonywaniu mandatu. Na to pytanie należy odpowiedzieć odrębnie w odniesieniu do poszczególnych obowiązków dyrektorów.

W odniesieniu do obowiązku działania w interesie spółki (sek. 172(1) CA), w kontekście *nominee directors*, można – za przeglądem orzecznictwa sądów angielskich dokonany przez D. Ahern – wyróżnić trzy postawy zajmowane przez sądy⁸⁰⁶. Podstawowym i najbardziej historycznie ugruntowanym w orzecznictwie było podejście negujące możliwość uwzględniania interesu konkretnych „wyborców” przez dyrektorów, w toku wykonywania swoich obowiązków⁸⁰⁷. Drugim podejściem jest dopuszczenie możliwości uwzględniania interesów mianującej osoby, w zakresie w jakim nie są one sprzeczne z interesem spółki, który zawsze powinien mieć prymat. Te dwa stanowiska mają w zasadzie identyczne następstwa praktyczne. Wreszcie, trzecim stanowiskiem jest przyjęcie możliwości wyłączenia lub modyfikacji obowiązku działania w najlepszym interesie spółki w statucie spółki lub jednogłosną uchwałą wszystkich współników (w przypadku spółki giełdowej w grę wchodziłoby przy tym ze względów praktycznych jedynie wprowadzenie zmian statutowych). Takie rozwiązanie, dopuszczone przez sądy australijskie⁸⁰⁸, w orzecznictwie angielskim pojawiło się jedynie na marginesie rozważań sądów, każdorazowo jednak z zastrzeżeniem, że obowiązku działania w interesie spółki nie można zupełnie wyłączyć⁸⁰⁹. Niejasność co do granic możliwości umownego ograniczenia obowiązku działania w interesie spółki osłabia przydatność tej konstrukcji dla *nominee directors*, a zastrzeżenie o niemożliwości pełnego wyłączenia tego obowiązku zbliża to stanowisko do stanowiska prymatu interesu spółki⁸¹⁰.

⁸⁰⁵ *Percival v. Wright*, [1902] 2 Ch. 421; *Peskin v. Anderson* [2001] 1 B.C.L.C. 372, omawiane w *Ibid.*, s. 507–508. W nowszym orzecznictwie zob. *Neath Rugby Ltd (No 2)*, *Hawkes v Cuddy*, [2009] EWCA Civ 291., w którym sąd jako przykład innego stosunku, z którego wynika szczególny obowiązek powierniczy wobec akcjonariusza wskazał zatrudnienie przez lub bycie funkcjonariuszem danego akcjonariusza (pkt. 32).

⁸⁰⁶ D. Ahern, *Nominee directors' duty to promote the success of the company: commercial pragmatism and legal orthodoxy*, Law Quarterly Review nr (127)/2011

⁸⁰⁷ *Scottish Co-operative Wholesale Society Ltd v Meyer* 87 [1959] A.C. 324; *Boulting v Association of Cinematograph Television and Allied Technicians* [1963] 1 All E.R. 716; *Mills v Mills* (1938) 60 C.L.R. 150, Aust HCt.

⁸⁰⁸ *Levin v. Clark* [1962] N.S.W.R 686.

⁸⁰⁹ *Re Southern Counties Fresh Foods Ltd; Cobden Investments Ltd v RWM Langport Ltd* [2008] EWHC 2810 (Ch) – “obowiązki [powiernicze] w przypadku *nominee director* mogą być zmodyfikowane (*qualified*), tak jak w przypadku każdego innego dyrektora. W szczególności te obowiązki mogą być zmodyfikowane w drodze jednogłosnej zgody akcjonariuszy. Ale (...) jest wątpliwe, czy na gruncie angielskiego prawa jest możliwe zwolnienie dyrektora z ogólnego obowiązku działania w interesie spółki” (pkt. 67); *Re Neath Rugby Ltd; Hawkes v Cuddy*, op. cit.

⁸¹⁰ Dodatkowo, D. Ahern zwraca uwagę, że umowne ograniczenie obowiązku lojalności jest wątpliwe z dwóch innych względów. Po pierwsze, stanowiłoby ono próbę umownego wyłączenia bezwzględnie obowiązujących przepisów CA. Po drugie zaś, z uwagi na przyjęcie koncepcji tzw. oświeconej wartości dla akcjonariuszy (sek. 172(1) CA), akcjonariusze nie są jedynymi „dysponentami” interesu spółki i uzyskanie ich zgody, nawet jednomyślniej, na ograniczenie obowiązku lojalności dyrektora nie bierze pod uwagę interesów pozostałych interesariuszy spółki. D. Ahern, *Nominee...*, s. 138 i n.

Obowiązek zachowania niezależnego osądu (sek. 173(1) CA) zostanie naruszony w przypadku polegania przez dyrektora na wytycznych od akcjonariuszy (zarówno większościowych jak i mniejszościowych) lub innych podmiotów, których interesy ma reprezentować⁸¹¹. CA, sek. 173(2)(2) zawiera jednak postanowienie typu *safe harbor*, zgodnie z którym dyrektor nie narusza obowiązku zachowania niezależnego osądu, jeżeli działa w sposób przewidziany w umowie spółki. Przepis ten został umieszczony w CA właśnie z myślą o *nominee directors*, w zakresie w jakim mogą oni otrzymywać od swoich wyborców wytyczne co do głosowania w radzie⁸¹². Nawet jednak w przypadku istnienia odpowiedniego zapisu w umowie spółki, wyłączającego ocenę jego działań z punktu widzenia zgodności z obowiązkiem zachowania niezależnego osądu, dyrektor będzie związany obowiązkiem działania w interesie spółki, który – jak już wskazano powyżej – nie podlega podobnemu umownemu wyłączeniu.

W odniesieniu do obowiązku unikania konfliktów (sek. 175(1) CA), komentatorzy są zgodni, że sama obecność *nominee directors* w radzie dyrektorów nie stanowi jego naruszenia. Dopiero konkretne działania dyrektora, mogą być oceniane z tej perspektywy⁸¹³. W angielskim orzecznictwie i doktrynie natomiast otwartą pozostaje kwestia odpowiedzialności cywilnej akcjonariusza mianującego *nominee director*, za przyczynienie się do szkody wyrządzone spółce poprzez naruszenie przez tego dyrektora obowiązków powierniczych⁸¹⁴.

4.2.3 Obowiązek lojalności członków rady nadzorczej na gruncie KSH

Po wejściu w życie przepisów ZmKSH2022 obowiązek dochowania przez członków rady nadzorczej lojalności przy wykonywaniu swoich obowiązków wyrażony jest wprost w art. 387¹ § 1 KSH, obok obowiązku dochowania należytej staranności. Jednak istnienie obowiązku lojalności funkcjonariuszy wobec spółki, było od dawna powszechnie akceptowane w doktrynie⁸¹⁵, pomimo braku jego wyraźnego wyrażenia w tekście ustawy. Za jego najbardziej bezpośrednie przejawy uznawano obowiązek wyłączenia się funkcjonariuszy od udziału w rozstrzyganiu spraw w sytuacji konfliktów interesu (art. 377 KSH), a w stosunku do członków zarządu również zakaz prowadzenia działalności konkurencyjnej (art. 380 KSH) oraz zakaz reprezentacji spółki przy zawieraniu przez spółkę umów z członkiem zarządu (art. 379 KSH) oraz⁸¹⁶. Po wejściu w życie ZmKSH2022 znaczenie obowiązku lojalności wzrosło na skutek

⁸¹¹ *Selangor United Rubber Estates Ltd v Cradock* (No.3) [1968] 1 W.L.R. 1555 Ch D.; *Central Bank of Ecuador v Conticorp* [2016] 1 BCLC 26, PC; *Lonrho Ltd v Shell Petroleum Co Ltd* [1980] 1 WLR 627 (HL). Szerzej M. Haywood, *Duty to Exercise Independent Judgment* w: S. Mortimore (red.) *Company directors: duties, liabilities, and remedies*, Oxford 2017, s. 319-322.

⁸¹² D. Ahern, *Nominee...*, s. 126.

⁸¹³ Ibid., s. 124; M. Haywood, M. Arnold, *Duty to Avoid Conflicts of Interest* w: S. Mortimore (red.) *Company directors: duties, liabilities, and remedies*, Oxford 2017, s. 351.

⁸¹⁴ Taka odpowiedzialność została ustalona przez sądy w Nowej Zelandii, zob. E. W. Thomas, *The Role of Nominee Directors and the Liability of their Appointors* w: I. Ramsey (red.) *Corporate Governance and the Duties of Company Directors*, Melbourne 1997.

⁸¹⁵ D. Opalska, *Obowiązek...*, s. 122; A. Opalski, *Rada...*, s. 136; A. Opalski, *Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych*, Kwartalnik Prawa Prywatnego nr 2/2008, s. 478; *Sołtysiński/Moskwa* w: S. Sołtysiński (red.) *System prawa prywatnego. Tom 17A. Prawo spółek kapitałowych.*, Warszawa 2015, s. 32.

⁸¹⁶ M. Bielecki, *Podstawowe przejawy obowiązywania zasady lojalności*, Prawo Spółek nr 4/2005, W. Popiołek, *Obowiązek lojalności członków organów kolegialnych spółek handlowych*, PPH nr 9/2021, s. 29–31

wprowadzenia do przepisów KSH dotyczących spółki akcyjnej, koncepcji tzw. biznesowej oceny sytuacji (*business judgement rule*)⁸¹⁷. Zgodnie z art. 483 § 3 KSH, funkcjonariusz spółki nie narusza obowiązku dołożenia staranności wynikającej z zawodowego charakteru swojej działalności, jeżeli postępując w sposób lojalny wobec spółki, działa w granicach uzasadnionego ryzyka gospodarczego, w tym na podstawie informacji, analiz i opinii, które powinny być w danych okolicznościach uwzględnione przy dokonywaniu starannej oceny. Z przepisu tego wynika, że działanie w sposób lojalny jest przesłanką uznania, że członek zarządu działa z dochowaniem należytej staranności.

Przed wprowadzeniem art. 387¹ § 1 KSH, w doktrynie normatywnych źródeł obowiązku lojalności upatrywano w naturze organizacyjnego (korporacyjnego) stosunku członkostwa w organie spółki kapitałowej, jako stosunku opartego na szczególnym zaufaniu⁸¹⁸. Element zaufania wynika z powierniczego charakteru piastowania stanowiska w organie spółki, a więc okoliczności, że funkcjonariusze zarządzają cudzym (spółki, a w sensie ekonomicznym wspólników) majątkiem. Funkcjonalne uzasadnienie obowiązku lojalności jest więc zasadniczo zbliżone do uzasadnienia obowiązków powierniczych w tradycjach *common law*. Powiernicza pozycja funkcjonariuszy spółki znajduje odzwierciedlenie w wyrażonym przez SN poglądzie o konieczności subordynacji interesu funkcjonariusza wobec interesu spółki, w przypadku konfliktów pomiędzy tymi interesami⁸¹⁹. Ponadto, normatywnego uzasadnienia obowiązku lojalności poszukuje się w odpowiednim stosowaniu do organizacyjnego stosunku prawnego łączącego funkcjonariuszy ze spółką ogólnych przepisów dotyczących lojalności w stosunkach zobowiązaniowych (obowiązek wykonania zobowiązania w dobrej wierze, art. 354 § 1 KC)⁸²⁰ a także przepisów o umowie zlecenia, które stosuje się do stosunku organizacyjnego funkcjonariusza na mocy odesłania z art. 369 § 6 KSH⁸²¹.

Obowiązek lojalności stanowi klauzulę generalną, której treść z konieczności pozostaje niedookreślona i podlega konkretyzacji w odniesieniu do danego stanu faktycznego. Obok

⁸¹⁷ Szerzej J. Jankowiak, *Charakter prawny polskiego modelu zasady biznesowej oceny sytuacji*, PPH nr 2/2024; A. Łatała-Kremer, *Odpowiedzialność cywilna członków organów spółki akcyjnej za decyzje gospodarcze względem spółki w perspektywie prawnoporównawczej*, Warszawa 2023.

⁸¹⁸ Szerzej na temat charakteru prawnego stosunku członkostwa w organie spółki kapitałowej na przykładzie zarządu K. Kułak, *Stosunek członkostwa w zarządzie spółki kapitałowej*, Warszawa 2015., *passim*. W odniesieniu do roli zaufania zob. *Ibid.*, s. 163; D. Opalska, *Obowiązek...*, s. 136; A. Opalski, *Konflikty interesów członków organów spółek kapitałowych w: Prawo handlowe XXI wieku w: M. Modrzejewska (red.) Czas stabilizacji, ewolucji czy rewolucji. Księga jubileuszowa Profesora Józefa Okolskiego*, Warszawa 2010, s. 681.

⁸¹⁹ Uchwała SN z 22.10.2009 r. III CZP 63/09.

⁸²⁰ Krytycznie, K. Kułak, *Stosunek...*, s. 176, który argumentuje, że stosunek członkostwa w organie nie ma charakteru obligacyjnego ani obligacyjno-organizacyjnego, w związku z czym brak podstaw do stosowania norm KC dotyczących wykonania zobowiązań.

⁸²¹ Przykładowo, S. Sołtysiński pisze o wynikającej z powołania „zawartej ze spółką umowie organizacyjnej o podobnym charakterze, jak umowa zlecenia” w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 581. A. Opalski wskazuje, że „powołanie w skład rady prowadzi do nawiązania specyficznego stosunku organizacyjnego (korporacyjnego), który w swych założeniach wykazuje podobieństwo do zlecenia. (...) Występują elementy charakterystyczne dla zlecenia: zobowiązanie starannego działania, zaufanie, obowiązek osobistego wykonania i wypowiedalność” A. Opalski, *Rada...*, s. 134. Szerzej, z odwołaniem do etymologii pojęcia „mandatu” w prawie rzymskim oraz francuskim A. Gburzyńska-Dulewicz, *Pozycja prawna zarządu i członków zarządu spółek kapitałowych*, Warszawa 2006, s. 119; D. Opalska, *Obowiązek...*, s. 133–134. Krytycznie K. Kułak, *Stosunek...*, s. 178

przywołanych już szczegółowych przepisów KSH, które można uznać za jego wyraz, w doktrynie, z ogólnego obowiązku lojalności wywodzi się bardziej szczegółowe dyrektywy postępowania takie jak: obowiązek zachowania poufności⁸²², obowiązek ujawnienia konfliktu interesów, zakaz czerpania prywatnych korzyści z majątku spółki, w szczególności wykorzystywania tzw. szans korporacyjnych czy zakaz przyjmowania korzyści od osób trzecich mogących podważać niezależność funkcjonariusza⁸²³. Obowiązek lojalności ma też ścisły związek z obowiązkiem działania przez funkcjonariuszy w interesie spółki, za które nie można uznać działania nielojalnego. W orzecznictwie przyjęło się rozumienie interesu spółki jako wypadkowej interesów wszystkich wspólników, co generalnie znajduje poparcie w doktrynie⁸²⁴.

Jednak realizację dyrektywy lojalnego działania w interesie spółki, jak zauważa *A. Opalski*, „komplikuje dodatkowo okoliczność, że za funkcjonariuszami stoją zróżnicowane grupy interesów i odmienni wyborcy”⁸²⁵. Widoczne jest to w szczególności w przypadku rady nadzorczej, w której funkcjonują różne „kategorie” członków, wśród których można wskazać członków niezależnych, wybranych w procedurze wyboru grupami, powołanych w wykonaniu osobistego uprawnienia akcjonariusza lub osoby trzeciej oraz wybranych przez pracowników⁸²⁶. We wszystkich tych przypadkach „pojawia się pytanie jakie interesy mogą i powinni realizować”⁸²⁷ ci członkowie rady nadzorczej, a w szczególności, czy mogą oni faworyzować w jakiś sposób interes grupy, która doprowadziła do ich wyboru lub mianowania, lub z którą są w jakiś inny sposób powiązani.

Na tak postawione pytanie polska doktryna udziela jednoznacznie negatywnej odpowiedzi, podkreślając, że każdy członek organu zobowiązany jest do działania wyłącznie w interesie spółki, niezależnie od tego kto zaproponował jego kandydaturę lub czym głosom zawdzięcza powołanie – dotyczy to w równym stopniu członków wybranych głosami akcjonariusza większościowego, jak i wszystkich pozostałych kategorii członków rady nadzorczej⁸²⁸. Z krytyką spotkał się wyrok SN, w którym sąd stwierdził, że członkowie rady wybrani w drodze głosowania grupami albo osobistego uprawnienia akcjonariusza są „reprezentantami

⁸²² Niewyrażony wprost w przepisach KSH przed dodaniem art. 387¹ § 2 przez ZmKSH2022.

⁸²³ Zob. *Opalska, Obowiązek...*, s. 162-220.

⁸²⁴ Tak zwłaszcza wyrok SN z 5.11.2009 r., I CSK 158/09: „Interes spółki stanowi wypadkową interesów wszystkich grup wspólników spółki, będących w sensie gospodarczym jej „właścicielami”. (...) Interes spółki stanowi kompromis, wypadkową pomiędzy często sprzecznymi ze sobą interesami wspólników mniejszościowych i większościowych, a jego treść powinna uwzględniać słuszne interesy obu grup wspólników”. W doktrynie zob. *Sołtysiński/Moskwa* w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17A...*, s. 38 i n.,

⁸²⁵ *A. Opalski, Prawo zgrupowań spółek*, Warszawa 2011, s. 183

⁸²⁶ W spółkach prywatnych, zwłaszcza z udziałem funduszy typu private equity lub venture capital, dodatkowo ważną rolę odgrywają ustalenia umowne pomiędzy inwestorami, które zazwyczaj obejmują ustalenia co do reprezentacji w organach spółki.

⁸²⁷ *A. Opalski, Prawo zgrupowań...*, s. 185

⁸²⁸ *D. Opalska, Obowiązek...*, s. 140; *A. Opalski, Prawo zgrupowań...*, s. 185; *K. Oplustil, Instrumenty...*, s. 603; *W. Popiołek, Obowiązek...*, s. 29; *S. Sołtysiński (red.) SPP, t. 17B...*, s. 640; *A. Szumański (red.) System...*, s. 399, *I. Gębusia, Interes...*, s. 155

podmiotów, przez które zostali do rady desygnowani”⁸²⁹. Doktryna polska jest więc w tym zakresie zbieżna z prawem amerykańskim i angielskim, jak również z większością europejskich porządków prawnych⁸³⁰.

Należy jednak zaznaczyć, że uniwersalny obowiązek lojalności stanowi pewien idealny, normatywny standard postępowania członka organu, który jednak nie zawsze będzie urzeczywistniany. W praktyce, ze względu na faktyczną zależność od akcjonariusza lub akcjonariuszy którym zawdzięcza swój wybór, członek rady może zmierzać do realizacji ich interesu. W realiach zamkniętego systemu ładu korporacyjnego ryzyko to dotyczy w szczególności wpływu wywieranego przez dominującego akcjonariusza. Z tego powodu normatywny standard obowiązku lojalności uzupełniany jest w wielu państwach przez rozwiązania bardziej bezpośrednio oddziałujące na bodźce członka rady nadzorczej i gwarantujące, a nie zaledwie nakazujące jego niezależność, jak np. formalne wymogi niezależności, czy rozważane powyżej specjalne rozwiązania proceduralne związane z jego wyborem. Nie zmienia to jednak faktu, że normatywny standard jednolitego obowiązku lojalności wobec spółki obowiązuje równolegle do innych rozwiązań prawnych, a bodźcem motywującym do jego przestrzegania przez członka rady ma być perspektywa odpowiedzialności odszkodowawczej wobec spółki⁸³¹.

Z drugiej strony, w literaturze dostrzega się pewien paradoks wynikający z jednoczesnego dopuszczania, w większości prawodawstw, specjalnych trybów wyboru członków rady (przez mniejszość kapitałową, pracowników etc.), przy jednoczesnym utrzymaniu uniwersalnych standardów lojalności⁸³². Skoro wybrany w trybie faworyzującym mniejszość członek rady nie wykonuje mandatu związanego w imieniu tej mniejszości, a zobowiązany jest działać w interesie spółki, podobnie jak nominaci akcjonariusza większościowego, pojawia się pytanie o przydatność mechanizmów zwiększających wpływ mniejszości na kształtowanie składu osobowego rady nadzorczej i zaangażowania inwestorów w wybór członków rady. Przydatność powoływania swoich „reprezentantów” przez różne korporacyjne mniejszości opiera się na dwóch mechanizmach. Po pierwsze, wynika ona z tego, że, interes spółki pozostaje pojęciem niedookreślonym. Obecność w radzie „reprezentantów” mniejszości może wpłynąć na proces konkretyzacji tego pojęcia w toku funkcjonowania rady nadzorczej, poprzez

⁸²⁹ Wyrok SN z 21.12.2005 r., sygn. IV CK 311/05. Jak zauważa A. Opalski, w języku prawniczym powszechnie mówi się o „reprezentantach” określonych akcjonariuszy w radzie, co jednak jest pewnym skrótem myślowym i nie powinno być interpretowane jako przyznanie tym członkom odrębnego statusu prawnego w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIA...*, s. 1178. Taka konwencja terminologiczna jest też stosowana w niniejszej pracy.

⁸³⁰ Zob. analizę prawnoporównawczą uwzględniającą również prawo niemieckie i francuskie w A. Taleska, *Activist Hedge Funds and Board Representation: A Comparative Analysis of the European and American Fiduciary Duties in the Context of Activist-Nominated Directors*, European Company Law nr 3(18)/2021.

⁸³¹ Która jednak w przypadku uprzywilejowanego traktowania interesu akcjonariusza większościowego jest w dużej mierze teoretyczna, zważywszy na niskie prawdopodobieństwo pociągnięcia go do odpowiedzialności przez spółkę kontrolowaną przez tego akcjonariusza oraz wobec problemów z występowaniem przez akcjonariuszy mniejszościowych z powództwem *pro socio*.

⁸³² M. Gelter, G. Helleringer, *Constituency Directors and Corporate Fiduciary Duties* w: A. S. Gold, P. B. Miller (red.) *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford 2014; S. M. Sepe, *Intruders...* Podobnie A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIA...*, s. 1178.

wzmocnienie perspektywy mniejszości w radzie w procesie decyzyjnym. Pomimo, że nie mogą wydawać członkom rady wiążących poleceń, „akcjonariusze przejawiają tendencje do oczekiwania, że wybrani przez nich członkowie rad nadzorczych będą pojmować interes spółki tak, jak pojmują go akcjonariusze, których głosami zostali wybrani”⁸³³. Takie oczekiwanie jest, w rozsądnych granicach, uzasadnione - „osoby powołane z ramienia mniejszości akcjonariuszy” nie są „pozbawione prawa wyrażania interesów grup, z których się wywodzą. (...) Proces nadzoru stwarza pole do artykułowania odrębnych interesów, co jest legitymowane. Dlatego niezależny członek rady czy osoba pochodząca z nominacji mniejszości ma prawo koncentrować się na sytuacji akcjonariuszy mniejszościowych (...) Granicę wyznacza interes spółki”⁸³⁴. Po drugie, i co szczególnie istotne w kontekście instytucji członków niezależnych, reprezentujących z założenia inwestorów zewnętrznych, przydatność ich powoływania do rady z perspektywy mniejszości zasadza się nie na możliwości wykorzystania ich do realizowania jej partykularnego interesu, a przeciwnie, do nadzoru nad działaniami większości i dbaniu o to, żeby to partykularny interes akcjonariusza dominującego nie był realizowany kosztem interesu spółki, a więc i mniejszości.

4.2.4 Obowiązek lojalności członków rady a wybrane praktyki inwestorów instytucjonalnych

Przy założeniu, że zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w kształtowanie składu osobowego rady polegać będzie zazwyczaj na nominowaniu i wyborze członków niezależnych, w głosowaniu walnego zgromadzenia lub w jakiejś formie głosowania faworyzującej mniejszość kapitałową, kwestia obowiązku lojalności tak wybranych członków nie powinna nastręczać w praktyce większych problemów. Członkowie rady wybrani w ten sposób, z uwagi na sposób ich wyboru nie są reprezentantami określonego akcjonariusza, ani nie są w sposób szczególny od niego uzależnieni, wobec czego nie powstaje ryzyko, że będą realizować partykularne interesy akcjonariuszy kosztem interesu spółki. Również procedura wyboru MOM, jeżeli znajduje zastosowanie do wyboru członków rady, prowadzi do zwiększenia ich rozliczalności wobec ogółu inwestorów zewnętrznych, a nie wobec poszczególnych akcjonariuszy. Członków tego typu nie łączą też, w typowym przypadku inne, szczególne związki z ich wyborcami.

Znajduje to odzwierciedlenie w standardach ładu korporacyjnego. Zgodnie z pkt. 19 Kodeksu Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych, w przypadku desygnowania danej osoby do rady nadzorczej przez jednego lub kilku inwestorów instytucjonalnych, powinna ona spełniać kryteria niezależności oraz nie pozostawać w stosunku pracy lub w innym o podobnym charakterze z żadnym z inwestorów instytucjonalnych (również i z tym, który go nie desygnuje), ani z podmiotem powiązanym z inwestorem instytucjonalnym (pkt. 19.4). Pkt 21 KDPII dopuszcza odstępstwo od zachowania wymogów niezależności od spółki oraz desygnującego inwestora „w szczególnych okolicznościach”, jednak wskazuje, że w takiej

⁸³³ D. Opalska, *Obowiązek...*, s. 140.

⁸³⁴ Opalski w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIA...*, s. 1178–1179.

sytuacji, w przypadku wyznaczania do składu rady pracowników inwestora instytucjonalnego lub innego powiązanego z nim podmiotu, inwestor ten nie powinien wybierać osoby, w stosunku do której, w szczególności w związku z jej udziałem w procesach podejmowania decyzji inwestycyjnych, powstało by zagrożenie uzyskania uprzywilejowanej pozycji informacyjnej lub istotnego konfliktu interesów (pkt. 21.3). Dodatkowo, Dobre Praktyki wymagają od członków niezależnych niezależności od akcjonariuszy posiadających co najmniej 5% akcji spółki.

Inaczej sytuacja przedstawia się w odniesieniu do praktyk aktywistycznych funduszy hedgingowych, które skutkują o wiele ściślejszym związkiem pomiędzy danym funduszem a jego „reprezentantem” w radzie. Dyrektorzy, których tego typu inwestorzy mianują do rady są często funkcjonariuszami lub pracownikami inwestora, albo otrzymują od niego dodatkowe wynagrodzenie z tytułu zasiadania w radzie (*golden leash*) o znacznej wartości. Relewantne dla prawnej oceny tych praktyk są dwie koncepcje wypracowane w doktrynie w kontekście obowiązku lojalności: konflikt obowiązków oraz zakaz przyjmowania przez funkcjonariuszy świadczeń od osób trzecich.

i) Zasiadanie „reprezentanta” funduszu w radzie a konflikt obowiązków

Konfliktem obowiązków określa się sytuację, w której obowiązek lojalności członka rady wobec spółki koliduje z nakazem odmiennego postępowania, wynikającym z innego stosunku prawnego, w typowym przypadku z obowiązkiem lojalności wobec innego podmiotu⁸³⁵. Konflikt obowiązków powstawać więc może w szczególności w przypadku zasiadania członka rady w organach innych spółek (i innych osób prawnych), w szczególności w sytuacjach gdy spółki te będą wchodzić w określone relacje gospodarcze, np. jedna ze spółek planować będzie przejęcie drugiej, spółki będą ze sobą konkurować na rynku itp.⁸³⁶. Obowiązek działania w interesie jednej ze spółek może w takim wypadku wchodzić w konflikt z obowiązkiem działania w interesie drugiej spółki. Sytuacja ta jest więc zasadniczo analogiczna do problemu „podwójnego powiernictwa” zidentyfikowanego w orzecznictwie Delaware. Polska doktryna, w ślad za doktryną niemiecką, przyjmuje, że w tego typu sytuacjach członek rady powinien zachować się zgodnie z zasadą podziału ról (niem. *Rollentrennung*), tj. działając w wykonaniu mandatu brać pod uwagę jedynie interes danej spółki, z pominięciem interesu z nim konfliktującego⁸³⁷. Jednak trafnie dostrzega się, że w niektórych sytuacjach takie postępowanie będzie niemożliwe, choćby z uwagi na fakt, że w związku z pełnieniem mandatu członek rady uzyskuje określone informacje o spółce, których nie jest w stanie „wymazać” z zakresu swojej wiedzy w kontekście pełnienia drugiej funkcji. W sytuacji takiego nieusuwalnego konfliktu, członek rady powinien wyłączyć się z podejmowania decyzji w sprawie w której występuje konflikt obowiązków. Obowiązek ten wywodzi się z analogicznego stosowania art. 377 KSH

⁸³⁵ A. Opalski, *Konflikty...*, s. 693.

⁸³⁶ Zob. przykłady typowych sytuacji prowadzących do konfliktu obowiązków w *Ibid.*, s. 694–695.

⁸³⁷ A. Opalski, *Konflikty interesów członków organów spółek kapitałowych*, s. 695; D. Opalska, *Obowiązek...*, s. 205; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 505.

lub wprost z obowiązku lojalności członka rady. W przypadku, w którym konflikt obowiązków miałby charakter trwały, i zasiadanie w organach dwóch podmiotów byłoby niemożliwe do pogodzenia z punktu widzenia obowiązku lojalności, członek rady powinien zrezygnować z jednej ze sprawowanych funkcji.

Wydaje się, że w odniesieniu do sytuacji zasiadania członka rady jednocześnie w organie funduszu (ściśle: podmiotu zarządzającego funduszem), będącego akcjonariuszem spółki, w normalnej sytuacji, trudno mówić o konflikcie obowiązków. Inwestorzy tacy jak fundusze PE/VC lub fundusze hedgingowe delegują członków do rad spółek portfelowych w celu ochrony wartości swojej inwestycji w spółkę, która jest pochodną wartości spółki. Obowiązek maksymalizacji wartości inwestycji ciąży na danej osobie jako funkcjonariuszu danego funduszu oraz obowiązek działania w interesie spółki, który ciąży niej jako członku rady nadzorczej spółki, są więc na fundamentalnym poziomie zbieżne. Problemy w pogodzeniu tych obowiązków może jednak powodować fakt, że maksymalizacja wartości spółki może być urzeczywistniana na różne sposoby oraz w różnym horyzoncie czasowym, co może prowadzić do rozbieżności perspektyw. Tego typu rozbieżności wydają się jednak wpisane w otwartość pojęcia interesu spółki, który „uciera się” w procesach decyzyjnych w spółce. Kluczowym pytaniem w tym kontekście jest to, czy stanowisko członka rady wynika z jego uzasadnionego przekonania (ocena zobiektywizowana) co do tego, że określona decyzja leży w interesie spółki, czy też wynika ono z czynników zewnętrznych, takich jak np. konieczność „zwrotu środków” inwestorom funduszu, a więc motywowane jest partykularnymi interesami innego niż spółka podmiotu. Doświadczenia rynku amerykańskiego wskazują, że tego typu konflikt będzie uwidaczniał się raczej nie w toku bieżącej działalności rady a punktowo, w kontekście ważnych decyzji korporacyjnych, gdzie interes spółki i interes akcjonariusza instytucjonalnego mogą wchodzić w konflikt bardziej bezpośredni sposób. Jak już zaznaczono, jeżeli w konkretnej sytuacji, konflikt obowiązków jest nie do pogodzenia, członek rady powinien wyłączyć się od rozstrzygania sprawy.

Okoliczność, że dany członek rady stanowi w niej mniejszość, i w związku z tym nie wywiera decydującego wpływu na jej decyzje, zmniejsza doniosłość problemu ewentualnego konfliktu obowiązków w praktyce. Jednak z normatywnego punktu widzenia nie ma to znaczenia – obowiązek działania w interesie spółki ciąży w równym stopniu na każdym z członków rady. Reprezentanci funduszu stanowiący zazwyczaj mniejszość w radzie, mogą zasadniczo – w granicach interesu spółki – reprezentować perspektywę swojego mocodawcy na forum rady głównie w drodze perswazji. Ich postępowanie w tym obszarze również podlega ocenie pod kątem zgodności z obowiązkiem lojalności. W szczególności naruszać je będzie przedstawianie fałszywych czy zmanipulowanych informacji oraz analiz pozostałym członkom rady, czy też zatajanie przed nimi informacji, w celu wpływu na proces decyzyjny. Przedstawiane stanowiska muszą też być formułowane w interesie spółki – nie można przyjmować, że przez to, że „reprezentanci” mniejszości nie determinują decyzji rady, mogą w sposób nieskrępowany uprzywilejowywać perspektywę swojego wyborcy, gdyż i tak

ostatecznie decyzja zostanie podjęta przez większość rady. Ponadto, należy zauważyć, że w przypadku gdy statut przewiduje kwalifikowaną większość głosów dla podjęcia określonej uchwały rady (art. 391 § 1 KSH), lub w przypadku wyłączenia się innych członków rady od rozstrzygnięcia określonej sprawy (art. 377 KSH) wpływ nawet jednego członka rady może być decydujący.

ii) Otrzymywanie wynagrodzenia od funduszu a zakaz przyjmowania korzyści przez członka rady

Praktyka otrzymywania przez desygnowanych przez aktywistyczne fundusze członków rady wynagrodzenia (niekiedy o znacznej wartości) podlega ocenie pod kątem zgodności z obowiązkiem lojalności członka rady, w szczególności wywodzonego z niej zakazu otrzymywania korzyści od osób trzecich w związku ze sprawowaniem mandatu w radzie⁸³⁸. Zakaz ten odnosi się do przyjmowania przez członka rady świadczeń (uzyskiwania korzyści) od osoby trzeciej, za doprowadzenia do określonego zachowania się spółki, np. udzielenia zlecenia osobie trzeciej lub odstąpienia od podnoszenia roszczeń przeciwko niej; zjawisko to określa się również mianem przyjmowania przez funkcjonariuszy „korporacyjnych łapówek”. Tego typu działanie godzi w interes spółki, gdyż korporacyjne zasoby alokowane są nie zgodnie z obiektywną oceną opłacalności danego działania dla spółki, a w oparciu o osobiste korzyści jakie może uzyskać jej funkcjonariusz. Nawet jeżeli do tego nie dojdzie (gdyż np. funkcjonariusz zostanie przekupiony aby wybrać jedną z kilku równie atrakcyjnych ofert), zachowanie takie jest niezgodne z dobrymi obyczajami i stanowi wyjątkowo jaskrawe nadużycie powierniczej pozycji funkcjonariuszy; niezależnie więc od ostatecznego rachunku ekonomicznego, sam fakt, że podejmując decyzję funkcjonariusz kieruje się interesem własnym a nie interesem spółki stanowi sprzeniewierzenie się obowiązкови lojalności⁸³⁹

Oceniając w tym kontekście praktykę wynagradzania „reprezentantów” inwestorów w radzie, należy zauważyć, że nie odpowiada ona schematowi zachowań, na które wskazuje się typowo w kontekście zakazu uzyskiwania korzyści przez funkcjonariuszy. W typowej sytuacji, funkcjonariusz spółki zostaje „przekupiony”, aby osoba trzecia mogła uzyskać określoną partykularną korzyść, zazwyczaj kosztem interesu spółki. Można stwierdzić, że w sytuacji „złotej smyczy” jest odwrotnie, członek rady nadzorczej otrzymuje od mianującego go akcjonariusza wynagrodzenie, które ma go zmotywować do zaangażowanego sprawowania mandatu, który polega na działaniu w interesie spółki. Można ewentualnie rozpatrywać w tym kontekście desygnującego członka rady akcjonariusza jako osobę trzecią uzyskującą korzyść, polegającą na realizacji jego strategii w spółce, ale należy zauważyć, że wszelkie korzyści jakie akcjonariusz w tym kontekście osiąga, osiąga jako akcjonariusz, a więc przez wzrost wartości

⁸³⁸ Zob. D. Opalska, *Obowiązek...*, s. 196; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 505; Opalski w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIA...* (rozdz. 3, Nb. 53).

⁸³⁹ Opalski, *ibid.*

swoich akcji, który jest pochodną wzrostu wartości spółki w ogóle⁸⁴⁰. Znow więc można mówić o kierunkowej przynajmniej zbieżności interesu inwestora z interesem spółki, przy czym, potencjalne rozbieżności mogą polegać na tym, że interes spółki może być różnie pojmowany, a otrzymujący wynagrodzenie członek rady będzie naturalnie uprzywilejowywał jego rozumienie przez mianujący go fundusz - w tym zakresie aktualne są poczynione powyżej uwagi co do konfliktu obowiązków.

W istocie, otrzymywanie wynagrodzenia od funduszu łączyć się musi z powstaniem stosunku prawnego pomiędzy członkiem rady a tym funduszem (umowy zlecenia lub o świadczenie usług), który prowadzić będzie do powstania obowiązków działania w tej osoby w interesie funduszu, co generować będzie potencjalnie konflikty obowiązków. Tak więc praktykę wypłacania wynagrodzeń za zasiadanie w radzie należy rozpatrywać przede wszystkim w kontekście problemu konfliktu obowiązków, przeanalizowanego powyżej, a nie zakazu uzyskiwania korzyści od osób trzecich przez funkcjonariuszy.

4.3 Komunikacja rady nadzorczej i jej członków z akcjonariuszami

Pomimo usytuowania rady nadzorczej „pomiędzy” akcjonariuszami a zarządem spółki, i sprawowania przez nią funkcji powierniczkich interesu ogółu akcjonariuszy, przepisy KSH nie zawierają regulacji dotyczących kontaktu rady z akcjonariuszami. W doktrynie również wypowiedzi na temat relacji rady nadzorczej i walnego zgromadzenia (lub akcjonariuszy w ogóle) są nieliczne⁸⁴¹. Zauważa się jednak, że „brak jest norm, które dozwalałyby i kształtowały zasady, w ramach których z jednej strony akcjonariusz może domagać się od rady nadzorczej konkretnych wyjaśnień, z drugiej zaś rada mogłaby samodzielnie ujawniać właścicielom wiadomości o spółce, jakie w ocenie tego organu powinny do nich trafić”⁸⁴².

W obliczu wskazanej funkcji rady, jako instytucji powołanej w celu ochrony interesu akcjonariusza taki stan jest zastanawiający. Może on wynikać z nikłej roli rady nadzorczej w praktyce. Jednak w ostatnich latach obserwowana jest tendencja profesjonalizacji działalności rad nadzorczych, wynikająca m.in. z wyższych wymagań co do udziału członków niezależnych i zwiększenia pozycji komitetu audytu po przyjęciu n.u.b.r. a także zwiększania uprawnień rady nadzorczej w ogóle na skutek zmian w KSH wprowadzonych ZmKSH2022. Zmiany te skutkują większą odpowiedzialnością rady i jej silniejszą pozycją, co powinno przełożyć się na większe zainteresowanie inwestorów jej działalnością i większe zainteresowanie kontaktami z radą.

Jest to trend widoczny również w innych porządkach prawnych, np. w Niemczech, czego wyrazem jest wspominane już, dodanie w 2017 r. do DCGK rekomendacji (A2), aby

⁸⁴⁰ Należy też zauważyć, że ewentualny wpływ umieszczenia wynagradzanego przez siebie członka w radzie na to, że spółka realizować będzie strategię zbieżną z koncepcją akcjonariusza jest odległy i niepewny, i nie odpowiada sytuacji, w której osoba trzecia stara się przekupić funkcjonariusza aby uzyskać konkretną korzyść.

⁸⁴¹ Problematyka ta została podjęta wprost w niedawnym artykule P. Mazura, P. Mazur, *Bezpośredni...*

⁸⁴² Kwaśnicki/Szymański w: A. Szumański, R. Kwaśnicki, F. Ostrowski (red.) *Kodeks spółek handlowych. Komentarz do zmian (tzw. prawo holdingowe)*, Warszawa 2022, s. 471

przewodniczący rady nadzorczej był „w rozsądnych granicach” dostępny dla inwestorów na potrzeby dialogu o sprawach dotyczący rady nadzorczej, poprzedzone przyjęciem wytycznych dotyczących dialogu pomiędzy radą nadzorczą a inwestorami, opracowanych przez nieformalną grupę złożoną z wiodących przedstawicieli niemieckiej akademii, spółek publicznych oraz inwestorów instytucjonalnych⁸⁴³. Kwestia roli rady nadzorczej w dialogu z inwestorami od dłuższego czasu budzi też żywe zainteresowanie niemieckiej doktryny prawa spółek⁸⁴⁴.

Kwestie komunikacji akcjonariuszy ze spółką, oraz prawne ograniczenia dla tej komunikacji wynikające przede wszystkim z regulacji art. 428 KSH, zasady równego traktowania akcjonariuszy, obowiązku zachowania poufności oraz przepisów MAR dotyczących informacji poufnych zostały szczegółowo omówione w Rozdziale 2, w kontekście dialogu inwestorów z zarządem spółki. Wnioski z tych rozważań znajdują odpowiednie zastosowanie do dialogu z radą nadzorczą. W tym miejscu omówione zostaną więc jedynie te szczególne problemy prawne dialogu akcjonariuszy z radą, którą ściśle łączą się z prawnym statusem rady nadzorczej i jej członków.

4.3.1 Obowiązki informacyjne i sprawozdawcze rady nadzorczej

Obowiązek sprawozdawczy rady nadzorczej wobec walnego zgromadzenia, do niedawna obejmował jedynie przedstawienie zgromadzeniu wyników oceny sprawozdania finansowego oraz sprawozdania zarządu z działalności spółki, w zakresie ich zgodności z księgami, dokumentami i stanem faktycznym oraz oceny wniosków zarządu dotyczących podziału zysku i pokrycia straty (art. 382 § 3 KSH w brzmieniu sprzed wejścia w życie ZmKSH2022). Natomiast brak było obowiązku sprawozdawczego rady w jakimkolwiek szerszym zakresie, zwłaszcza zaś obowiązku złożenia sprawozdania z działalności samej rady, co słusznie identyfikowano w doktrynie jako wadę regulacji obowiązków informacyjnych rady wobec walnego zgromadzenia⁸⁴⁵.

Brak przepisów w tym zakresie z jednej strony nie sprzyjał formułowaniu ocen działalności spółki przez radę z własnej inicjatywy (jako pozbawionych podstawy prawnej). Z drugiej zaś strony skutkowało on brakiem rozliczalności rady nadzorczej ze sprawowanego nadzoru wobec organu właścicielskiego. Brak jakiegokolwiek ustawowego mechanizmu uzyskiwania oficjalnego stanowiska rady co do prawidłowości procesów w spółce utrudniało wytknięcie radzie nierzetelne sprawowanie nadzoru i w konsekwencji, ewentualne pociągnięcie jej

⁸⁴³ *Leitsätze für den Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat*, 2016, https://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/Regulierung/Branchenstandards/Dialog_zwischen_Investor_und_Aufsichtsrat/2016_07_11_Leits%C3%A4tze_f%C3%BCr_den_Dialog_zwischen_Investor_und_Aufsichtsrat.pdf

⁸⁴⁴ Zob. G. Bachmann, *Dialog...*; K. J. Hopt, *The dialogue...*; W.-G. Ringe, *Stewardship and Shareholder Engagement in Germany*, EBOR nr 1(22)/2021; O. Ebrahimzadeh, *Der...*; E. S. Knorr, *Kapitalmarktkommunikation durch den Aufsichtsrat einer Aktiengesellschaft Zulässigkeit und Grenzen des Investorendialogs mit dem Aufsichtsrat und seinem Vorsitzenden*, Baden-Baden 2021.

⁸⁴⁵ Opalski w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIA...*, s. 1463 („De lege ferenda wskazane jest rozwinięcie kodeksowych standardów sprawozdawczości rady”).

członków do odpowiedzialności odszkodowawczej⁸⁴⁶. Lakoniczność regulacji kodeksowej uzupełniały w odniesieniu do spółek giełdowych DPSN 2016 (II.Z.10), które zalecały przedstawienie przez radę nadzorczą walnemu zgromadzeniu spółki giełdowej sprawozdania o treści szerszej, od tej którą przewidywały przepisy kodeksowe.

Po wejściu w życie ZmKSH2022, zakres obowiązków sprawozdawczych rady nadzorczej został istotnie rozszerzony. Zmiany te zostały wprowadzone, słowami jednego z autorów reformy, „uwzględniając celowość większej wymiany informacji o spółce pomiędzy członkami rady nadzorczej i akcjonariuszami”⁸⁴⁷. Zgodnie z obecnym brzmieniem art. 382 § 3¹ KSH, oprócz wniosków z ocen sprawozdań i wniosków zarządu, przedstawianych dotychczasowo przez radę, sprawozdanie rady powinno obejmować: ocenę sytuacji spółki, z uwzględnieniem adekwatności i skuteczności stosowanych w spółce systemów kontroli wewnętrznej, zarządzania ryzykiem, zapewniania zgodności działalności z normami lub mającymi zastosowanie praktykami oraz audytu wewnętrznego; ocenę realizacji przez zarząd obowiązków informacyjnych wobec rady; ocenę sposobu sporządzania lub przekazywania radzie nadzorczej przez zarząd informacji, dokumentów, sprawozdań lub wyjaśnień zażądanych przez radę (w trybie art. art. 382 § 4 KSH); informację o łącznym wynagrodzeniu należnym od spółki z tytułu wszystkich badań zleconych doradcy rady nadzorczej przez radę w trakcie roku obrotowego. Dodatkowo, DPSN 2021 (pkt. 2.11) w dalszym ciągu formułują zalecenia dotyczące treści sprawozdania rady wykraczające poza wymogi kodeksowe m.in. w zakresie informacji dotyczących składu rady i jej komitetów, niezależności jej członków, czy posiedzeń i prac rady.

Poza obowiązkiem przedstawienia walnemu zgromadzeniu corocznego sprawozdania rady, przepisy szczegółowe regulują kwestie udostępniania przez radę akcjonariuszom określonych dokumentów. Zgodnie z art. 382¹ § 5 KSH, rada może podjąć decyzję o udostępnieniu akcjonariuszom wyników pracy doradcy rady, chyba że mogłoby to zaszkodzić spółce, spółce powiązanej lub spółdzielni zależnej, w szczególności przez ujawnienie tajemnic technicznych, handlowych, lub organizacyjnych przedsiębiorstwa. Ponadto, komitet audytu może zadecydować o przekazaniu walnemu zgromadzeniu uzupełniającego sprawozdania z badania biegłego rewidenta (art. 131 n.u.b.r.).

Okazję do interakcji z akcjonariuszami stwarza też uczestnictwo członków rady w walnym zgromadzeniu. Zgodnie z art. 409 § 1 KSH walne zgromadzenie otwiera przewodniczący rady nadzorczej albo jego zastępca, chyba, że statut spółki lub przepis prawa (np. art. 400 § 3 KSH) stanowi inaczej. Jednak w razie nieobecności tych osób zgromadzenie może otworzyć prezes zarządu lub osoba wskazana przez zarząd. Po otwarciu walnego zgromadzenia dokonuje się wyboru jego przewodniczącego – brak przeciwwskazań by był nim przewodniczący, lub inny

⁸⁴⁶ A. Szumański, R. Kwaśnicki, F. Ostrowski (red.) *Kodeks...*, s. 470. Podobnie A. Opalski: „sprawozdania mogą się okazać ważnym instrumentem samokontroli” w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIA...*, s. 1463 i *Krysiak*: „Nowelizacja KSH (...) rozszerza katalog obowiązków rady nadzorczej i tym samym dyscyplinuje radę do efektywnego działania” w: Z. Jara (red.) *Kodeks...*, s. 1878.

⁸⁴⁷ *Kwaśnicki/Szymański* w: A. Szumański, R. Kwaśnicki, F. Ostrowski (red.) *Kodeks...*, s. 471.

członek rady, co w praktyce często ma miejsce. KSH nie zobowiązuje więc przewodniczącego, ani pozostałych członków rady, do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, ale przynajmniej przewodniczącemu rady pierwszeństwo jeżeli chodzi o możliwość otwarcia zgromadzenia, a wszystkim jej członkom uprawnienie do uczestnictwa (art. 406⁶ KSH). Poza tym, kodeks nie ustanawia ram interakcji pomiędzy członkami rady a akcjonariuszami w toku walnego zgromadzenia, np. polegających na udzielaniu przez członków rady nadzorczej wyjaśnień lub zadawaniu członkom pytań przez akcjonariuszy. W szczególności do odpowiedzi na pytania akcjonariusza zadane na walnym zgromadzeniu, zadane w wykonaniu prawa do informacji (art. 428 § 1 KSH) zobowiązani są członkowie zarządu.

Brak przepisów w tym zakresie nie oznacza jednak, że tego typu interakcje są niedozwolone. Lakoniczność regulacji kodeksowej uzupełniają DPSN, które przewidują, że członkowie zarządu i rady nadzorczej biorą udział w obradach walnego zgromadzenia w składzie umożliwiającym wypowiedzenie się na temat spraw będących przedmiotem obrad walnego zgromadzenia oraz udzielenie merytorycznej odpowiedzi na pytania zadawane w trakcie walnego zgromadzenia (pkt. 4.11 DPSN 2021).

4.3.2 Dopuszczalność komunikacji rady nadzorczej z akcjonariuszami i jej granice

W odniesieniu do bezpośredniego dialogu rady nadzorczej z wybranymi akcjonariuszami należy pierwszej kolejności przeanalizować, czy takie działania są w ogóle dopuszczalne i czy mieszczą się w ramach kompetencji rady. Wątpliwości w tym zakresie mogą wynikać przede wszystkim z faktu, że to zarząd jest co do zasady uprawniony i zobowiązany do reprezentowania spółki na zewnątrz i prowadzenia jej spraw (art. 368 § 1 KSH). Powszechnie przyjmuje się, że z przepisu tego – oraz ogółu kodeksowej regulacji stosunków pomiędzy organami spółki akcyjnej – wynika domniemanie kompetencji zarządu do dokonywania wszelkich czynności korporacyjnych nieuregulowanych wprost w KSH, a w konsekwencji, że pozostałe organy spółki – rada nadzorcza i walne zgromadzenie – mogą podejmować jedynie takie działania, do których wyraźnie upoważniają je przepisy KSH⁸⁴⁸. Przy takiej interpretacji, brak kodeksowego odpowiednika art. 428 § 6 KSH w odniesieniu do rady nadzorczej dodatkowo przemawiałby za tezą o braku prawnych podstaw do wymiany przez radę informacji z akcjonariuszami. W doktrynie niemieckiej, wątpliwości co do dopuszczalności podejmowania zewnętrznej komunikacji przez radę wywołuje fakt, że rada nadzorcza klasyfikowana jako tzw. organ wewnętrzny (niem. *Binnenorgan*), który reprezentuje spółkę na zewnątrz jedynie wyjątkowo. Taka klasyfikacja rady nadzorczej wydaje się zasadna również na gruncie KSH, gdyż rada nadzorcza również reprezentuje spółkę jedynie w ściśle określonych sytuacjach (art. 379 § 1 KSH, art. 382¹ § 2 KSH).

⁸⁴⁸ Opalski w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIA...*, s. 1210 („Prerogatywy pozostałych organów, zarówno rady nadzorczej, jak i walnego zgromadzenia są ściśle limitowane prawem”); Szajkowski/Tarska/Szumański w: S. Sołtysiński i in., *KSH, t. III...*, s. 552 („We wszelkich sprawach nieprzekazanych wyraźnymi postanowieniami KSH do kompetencji innych organów spółki – wyłącznie właściwy jest zarząd spółki”).

Przywołane powyżej argumenty natury dogmatycznej nie wydają się jednak definitywnie przemawiać za bezwzględną niedopuszczalnością kontaktu rady z akcjonariuszami. P. Mazur, za doktryną niemiecką postuluje uznanie, że komunikacja z akcjonariuszami, mimo iż nie dopuszczana wprost przez przepisy KSH, stanowi kompetencją pochodną rady nadzorczej (niem. *Annexkompetenz*), instrumentalną dla efektywnej realizacji podstawowego obowiązku rady, tj. sprawowania stałego nadzoru nad działalnością spółki⁸⁴⁹. Kompetencje rady w tym zakresie można wywieść na podstawie funkcjonalnej i celowościowej wykładni ogółu przepisów KSH regulujących wzajemne relacje organów spółki akcyjnej⁸⁵⁰. Argumenty dotyczące braku uprawnień rady do reprezentacji spółki nie są natomiast do końca relewantne, gdyż reprezentacja dotyczy dokonywania czynności prawnych oraz sądowych w imieniu spółki, a nie faktycznych, takich jak dialog z akcjonariuszami. Nie jest też oczywiste, że prowadzenie takiego dialogu wchodzi w zakres „prowadzenia spraw spółki” w rozumieniu art. 368 KSH, i w konsekwencji wkracza w sferę kompetencyjną zarządu, gdyż pojęcie to definiuje się w doktrynie powszechnie jako podejmowanie decyzji gospodarczych⁸⁵¹.

Co interesujące, w niemieckiej doktrynie wskazuje się na obowiązki sprawozdawcze rady nadzorczej wobec walnego zgromadzenia jako przykład „autonomicznej” komunikacji rady na zewnątrz, które uzasadniać mają również kompetencję rady do bezpośredniej komunikacji z akcjonariuszami⁸⁵². Po wejściu w życie obowiązków sprawozdawczych rady wynikających ze ZmKSH2022 można antycypować podobny rozwój poglądów na gruncie polskiego prawa. W miarę jak wymuszona tymi przepisami komunikacja rady z ogółem akcjonariuszy działającym jako walne zgromadzenie zyska na znaczeniu i stanie się ugruntowana w praktyce, idea bezpośredniego dialogu rady nadzorczej z akcjonariuszami stanie się łatwiejsza do zaakceptowania.

Co jednak istotne, należy przyjąć, że kompetencja komunikacyjna rady nadzorczej ogranicza się do informacji o sprawach objętych zakresem jej kompetencji – jak przebieg sprawowania nadzoru nad działalnością spółki i jego wyniki, polityka osobowa oraz wynagrodzeń w stosunku do zarządu, funkcjonowanie audytu wewnętrznego i zewnętrznego w spółce oraz ewentualne nieprawidłowości w tym zakresie czy transakcje z podmiotami powiązanymi lub inne czynności, na które rada wyrażała zgodę. Zasadniczo poza zakresem dopuszczalnej komunikacji znajdują się natomiast kluczowe kwestie biznesowe, strategiczne i operacyjne, w odniesieniu do których właściwym organem do odpowiadania na pytania akcjonariuszy jest zarząd⁸⁵³. Nie można moim zdaniem przyjmować, że rada nadzorcza w ogóle nie może

⁸⁴⁹ P. Mazur, *Bezpośredni...*, s. 42

⁸⁵⁰ Podobnie A. Szumański, R. Kwaśnicki, F. Ostrowski (red.) *Kodeks...* „Rada nadzorcza strukturalnie pozostaje przedstawicielstwem interesów akcjonariuszy w spółce oraz ma dbać o ich odzwierciedlenie w związku z prowadzeniem spraw tego podmiotu. Jest więc organem najbardziej zorientowanym właścicielsko. Tym bardziej oczekiwać należy stworzenia ram odpowiednio merytorycznej komunikacji, w ramach której rada będzie przekazywać akcjonariuszom informacje odnoszące się do ważnych aspektów funkcjonowania spółki”

⁸⁵¹ Szajkowski/Tarska/Szumański w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 557; szerzej, ale również eksponując element zarządczy i gospodarczy, Opalski w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIA...*, s. 1208

⁸⁵² G. Bachmann, *Dialog...*, s. 143

⁸⁵³ P. Mazur, *Bezpośredni...*, s. 41–42.

wypowiadać się w tego typu kwestiach – w istocie komunikacja rady w odniesieniu do spraw mieszczących się wyraźnie w zakresie jej kompetencji byłaby bardzo trudna, gdyby przyjąć, że rada nie może odnosić się do materialnych kwestii związanych z działalnością spółki. Chodzi raczej o to, że by wypowiedzi rady dotyczące tych obszarów respektowały, że wiodącą rolę odgrywa w odniesieniu do nich zarząd i cechowały się należytą powściągliwością. Takie rozwiązanie gwarantuje uporządkowaną komunikację spółki na zewnątrz, bez powstawania „wielogłosu” odnośnie tych samych kwestii („polityka jednego głosu”) i wchodzenia przez organy w swoje kompetencje.

Nie można jednak utożsamiać „polityki jednego głosu”, rozumianej właściwie jako konieczności zapewnienia spójności pomiędzy wypowiedziami rady nadzorczej z wypowiedziami zarządu, oraz ograniczenia zakresów przedmiotowych tych wypowiedzi do spraw mieszczących się w kompetencjach każdego z tych organów, z zupełnym zakazem - choćby i publicznej - krytyki zarządu przez radę⁸⁵⁴. Oczywiście forum publiczne nie jest pierwszą instancją wobec której rada powinna formułować krytyczne uwagi wobec zarządu, ale nie jest wykluczone, że w określonej sytuacji będzie to konieczne. Sam fakt, że rada nadzorcza dokonuje w corocznym sprawozdaniu oceny funkcjonowania spółki we wskazanych obszarach, oznacza, że ustawodawca przewiduje możliwość (a w gruncie rzeczy obowiązek) wyrażenia przez rady negatywnego stanowiska w tym oświadczeniu, jeżeli jest to uzasadnione jej oceną sytuacji (co istotne jest też z punktu widzenia odpowiedzialności jej członków).

4.3.3 Sposób komunikacji rady nadzorczej z akcjonariuszami

Przy przyjęciu ogólnej dopuszczalności bezpośredniego dialogu rady z akcjonariuszami pojawia się pytanie o to w jaki sposób dialog ten powinien się odbywać. W szczególności czy ze względu na zasadę kolegialności działania rady każdorazowo powinna być w ten proces zaangażowana rada nadzorcza *in gremio*. Jest to tym bardziej istotne, że można założyć, że w niektórych sytuacjach, inwestorzy będą zainteresowani kontaktem jedynie z wybranymi członkami rady nadzorczej (np. tylko z niezależnymi członkami rady).

Niemieckie regulacje *soft law* nakazują przyznać wiodącą rolę w tym zakresie przewodniczącemu rady nadzorczej, który powinien być dostępny dla akcjonariuszy. Rozwiązanie to spotkało się z poparciem również w polskiej doktrynie⁸⁵⁵. Ze względu na konieczność zapewnienia ochrony przepływu informacji w radzie, wiodąca koordynacyjna rola przewodniczącego rady w tym procesie wydaje się zasadna. Stanowisko to znajduje też oparcie w brzmieniu przepisów (art. 389 § 1 KSH).

Wydaje się jednak że nie ma przeszkód, aby przewodniczący rady zezwolił na spotkanie innych, wybranych jej członków, np. wyłącznie członków niezależnych z akcjonariuszami, w szczególności jeżeli inwestorzy wyrażą takie żądanie. W doktrynie podkreśla się, że

⁸⁵⁴ W tym kierunku zdaje się jednak zmierzać doktryna niemiecka, zob. przegląd stanowisk w G. Bachmann, *Dialog...*, s. 148, 157.

⁸⁵⁵ P. Mazur, *Bezpośredni...*, s. 44.

„konieczne wydaje się wypracowanie mechanizmów zacieśniających relacje pomiędzy niezależnymi członkami rady (...) i akcjonariuszami mniejszościowymi (w spółkach z akcjonariuszem strategicznym), zwłaszcza zaś akcjonariuszami instytucjonalnymi, w których interesie mają występować członkowie niezależni”⁸⁵⁶. W tym kontekście jako dobrą praktykę wskazuje się na rolę tzw. *senior independent director* w Wielkiej Brytanii. UK CGC przewiduje, że rolę tę powinien pełnić jeden z członków niezależnych i powinna ona obejmować m.in. pośredniczenie pomiędzy pozostałymi dyrektorami i akcjonariuszami. Również Zalecenie Komisji przewiduje, że przewodniczący każdego komitetu rady - które zgodnie z zaleceniem powinny składać się wyłącznie z członków niezależnych - powinien mieć możliwość bezpośredniego komunikowania się z akcjonariuszami, a tryb komunikowania powinien być określony w zakresie uprawnień komitetu. (Załącz. 1, pkt. 1.6.3.). Wiodące standardy ładu korporacyjnego podkreślają więc zasadność bezpośredniego dialogu pomiędzy członkami niezależnymi rady a akcjonariuszami. Przewodniczący rady nadzorczej w komunikacji z akcjonariuszami powinien więc pełnić rolę pierwszego, ale nie jedyne punktu kontaktu, który należy umożliwić również członkom niezależnym.

W związku z faktem, że podjęcie dialogu nie stanowi wykonywania uprawnień nadzorczych przez radę, nie ma potrzeby podejmowania w tym przedmiocie uchwały.

Poza powyższymi kwestiami dotyczącymi organizacyjnych aspektów dialogu rady z członkami, rada, jako organ spółki musi w toku tego dialogu pamiętać o zachowaniu poszanowaniu zasady równego traktowania akcjonariuszy (art. 20 KSH)⁸⁵⁷.

Co jednak najistotniejsze, jak argumentowano już w Rozdziale 2 (pkt. 3.3.4.) do informacji ujawnianych selektywnie akcjonariuszom poza walnym zgromadzeniem przez radę nadzorczą zastosowanie znajdzie również art. 428 § 7 KSH, z czym łączyć się będą istotne problemy omawiane już wcześniej w kontekście dialogu akcjonariuszy z zarządem spółki.

4.3.4 Indywidualna komunikacja członków rady z akcjonariuszami

W poprzednim punkcie rozważono indywidualną komunikację z akcjonariuszami członków rady, zwłaszcza członków niezależnych, przebiegającą jednak w sposób uporządkowany, w szczególności za wiedzą i upoważnieniem przewodniczącego rady. Ze względu jednak na podkreślany wielokrotnie potencjalny konflikt pomiędzy zdominowaniem rady przez przedstawicieli akcjonariusza większościowego a obecnością w niej członków niezależnych, przy jednoczesnym założeniu o sprawowaniu przez członków niezależnych mandatu ze szczególnym uwzględnieniem interesów mniejszości, można wyobrazić sobie sytuację, w której członkowie niezależni podejmą na własną rękę komunikację z inwestorami zewnętrznymi. Należy więc ocenić dopuszczalność takiego działania i jej granice.

⁸⁵⁶ A. Opalski, *Rada...*, s. 237.

⁸⁵⁷ Ws. zastosowania tej zasady w kontekście dialogu ze spółką przez zarząd zob. Rozdz. 2, pkt. 3.2.

4.3.4.1 Uwagi prawnoporównawcze

W tym celu warto się w pierwszej kolejności odwołać do dorobku orzeczniczego państw kręgu *common law*, w którym sytuacje tego typu były przedmiotem rozstrzygnięć sądowych. Przyjęte w nich rozstrzygnięcia mogą służyć za inspirację dla wypracowania doktrynalnego stanowiska odnośnie dopuszczalnych granic indywidualnej komunikacji członka rady nadzorczej z akcjonariuszami na gruncie prawa polskiego. Sądy w porządkach prawnych kręgu *common law* nie zajmują jednak jednolitego stanowiska co do prawnej oceny tego typu działań.

W pierwszej kolejności na uwagę zasługuje wyrok sądu Delaware w sprawie *Shocking Technologies v. Michael*⁸⁵⁸. W tej sprawie, dyrektor będący przedstawicielem w radzie znaczącego akcjonariusza mniejszościowego (fundusz VC), uprawnionego z uprzywilejowanej klasy akcji, przekazał swoje negatywne opinie o stanie ładu korporacyjnego spółki a także ujawnił poufne informacje, potencjalnemu inwestorowi, chcąc odwieść go od decyzji o dokapitalizowaniu spółki. Oceniając działanie dyrektora z punktu widzenia naruszenia obowiązków powierniczych, sąd Delaware stwierdził, że:

Po pierwsze, uczciwa debata może być ważnym czynnikiem funkcjonowania rady. Większość dyrektorów nie może kneblować przedstawiciela mniejszości, tylko dlatego, że nie podoba mu się co ma do powiedzenia.

Po drugie, krytyka postępowania większości rady nie jest równoznaczna z krytyką korporacji i jej misji. Co prawda większość rady prowadzi sprawy spółki, ale niezgadzaćemu się z nią dyrektorowi przysługuje znaczny zakres swobody w krytykowaniu decyzji rady i dzieleniu się swoimi obawami z akcjonariuszami. Z drugiej strony, wewnętrzne nieporozumienia zasadniczo nie zezwalają dysydentowi na ujawnianie poufnych informacji o spółce. Obowiązki powiernicze kształtowane są w określonym kontekście. Konieczne jest wyważenie pozostających w konflikcie wartości, co często będzie trudne⁸⁵⁹.

W odmiennym kierunku wypowiedział się angielski sąd w sprawie *Stobart Group Ltd. v Tinkler*. W tej sprawie jeden z niezależnych dyrektorów kontaktował się z wybranymi znaczącymi akcjonariuszami spółki, komunikując im swoją negatywną ocenę funkcjonowania rady i przekonując ich do odwołania jej przewodniczącego. Sąd, oceniając to zachowanie przyjął, że dyrektor naruszył obowiązek działania w interesie spółki:

[Obowiązek zachowania niezależnego osądu] łączy się z mandatem w radzie i nie oznacza upoważnienia dla indywidualnych dyrektorów do czynienia co im się podoba, niezależnie od samej rady, w odniesieniu do spraw, które dotyczą zarządzania spółką. (...) Jakiegokolwiek omawianie tych spraw z akcjonariuszami powinno się odbywać w obecności całej rady, albo za jej zezwoleniem⁸⁶⁰.

W uzasadnieniu wyroku działania dyrektora zostały opisane jako „partyzanckie” i polegające na „zewnątrznym ostrzale rady”⁸⁶¹. Co istotne, sąd uznał za udowodnione, że pozwany dyrektor działał (przynajmniej w swoim przekonaniu) w interesie spółki⁸⁶². Wyrok ten spotkał

⁸⁵⁸ Jako potencjalne źródło inspiracji dla analizy obowiązków lojalności w kontynentalnych systemach prawnych, wyrok ten wskazuje też K. J. Hopt, *Conflict...*, s. 176.

⁸⁵⁹ C.A. No. 7164-VCN (Del. Ch. Oct. 1, 2012), s. 29. <https://casetext.com/case/shocking-techs-inc-v-michael-2>

⁸⁶⁰ *Stobart Group Ltd v Tinkler* [2019] EWHC 258 (Comm), pkt. 413 - 414.

⁸⁶¹ Ibid, pkt. 754, 757.

⁸⁶² Ibid, pkt. 715.

się z krytyką ze strony komentatorów, którzy wskazują, że sugeruje on, bez podstaw w dotychczasowym orzecznictwie dotyczącym obowiązków powierniczych dyrektorów w angielskim prawie, istnienie obowiązku lojalności członków rady dyrektorów wobec siebie nawzajem czy też wobec samej rady, a nie tylko wobec samej spółki⁸⁶³. Wskazuje się też, że przejrzystość wobec akcjonariuszy w odniesieniu do konfliktów w radzie lub negatywnych ocen co do jej funkcjonowania często będzie leżeć w interesie samej spółki, oraz jest uzasadniona jako przejaw lojalności funkcjonariuszy wobec akcjonariuszy⁸⁶⁴.

4.3.4.2 Ocena na gruncie prawa polskiego

Pytanie jak na gruncie prawa polskiego należy ocenić indywidualną komunikację członków rady z akcjonariuszami, jeżeli zostałaby ona podjęta samowolnie, bez uzgodnienia z przewodniczącym rady albo wbrew jego decyzji, i w dodatku miałyby charakter krytyczny wobec działań ogółu rady nadzorczej lub funkcjonowania spółki, lub też przeczyć oficjalnym komunikatom rady *in gremio*. Tego typu działania należy ocenić odrębnie pod kątem zgodności z ogólnym obowiązkiem lojalności oraz pod kątem obowiązku zachowania poufności, w przypadku w którym obejmowałoby ono ujawnienie informacji poufnych.

Przechodząc do pierwszego zagadnienia, wydaje się, że automatyzm w ocenie takich działań pod kątem naruszenia obowiązku lojalności byłby niewskazany. Kryterium oceny ich zgodności z kodeksowym wzorcem lojalności powinno być to, czy indywidualna komunikacja podjęta została w interesie spółki – np. w oparciu o przekonanie danego członka rady o działaniu zarządców na szkodę (mniejszościowych) akcjonariuszy przy bierności pozostałych członków rady. Ocena ta powinna brać pod uwagę kryteria obiektywne - takie jak konieczność i proporcjonalność wyrażanej krytyki, ryzyka reputacyjne dla spółki z nią związane, czy wreszcie brak konfliktów interesów, w postaci korzyści, które członek rady spodziewał się uzyskać od akcjonariusza lub podmiotów trzecich w efekcie swojego działania, lub innych zewnętrznych motywacji (np. osobista chęć zemsty na określonym zarządcy). Należy podkreślić, że członkowie rady nadzorczej zobowiązani są do lojalności wobec samej spółki, a nie jej poszczególnych organów ani ich członków. Lojalność nie powinna być rozumiana jako ślepa, źle pojmowana „solidarność” z radą czy zarządem, nawet jeżeli członek zarządu nie zgadza się z decyzjami tych organów. Z tego powodu ewentualne naruszenie obowiązku lojalności poprzez krytykę – publiczną lub prywatną, skierowaną jedynie do określonych akcjonariuszy - działań rady nadzorczej lub zarządu musi być oceniane z punktu widzenia interesu spółki.

⁸⁶³ A. L. Christie, J. Liptrap, *Mapping judicial reactions to shareholder activism in the UK*, The Cambridge Law Journal nr 1(79)/2020; P. Watts, *Silence and solidarity?—the duties of individual directors minded to speak out about their board's decision-making and governance* w: C. Mitchell, S. Watterson (red.) *The World of Maritime and Commercial Law: Essays in Honour of Francis Rose*, Oxford 2020.

⁸⁶⁴ P. Watts, *Silence...*, s. 354.

Jak się jednak wydaje, ujawnianie informacji poufnych spółki w ramach tego typu działań co do zasady nie będzie uzasadnione interesem spółki i jako takie stanowić będzie naruszenie obowiązku zachowania poufności (art. 387¹ § 2 KSH).

4.3.5 Specyfika obowiązku zachowania poufności przez członków rady nadzorczej

Warto w tym miejscu szerzej omówić problematykę obowiązku poufności w odniesieniu do członków rady nadzorczej. Była już ona przedmiotem rozważań we wcześniejszej części pracy, w odniesieniu do dialogu prowadzonego z akcjonariuszami przez zarząd⁸⁶⁵. Głównym wnioskiem z nich było ustalenie, że obowiązek zachowania poufności nie jest równoznaczny z absolutnym zakazem ujawniania tajemnic spółki osobom trzecim w każdych okolicznościach. Ujawnianie tego typu informacji jest dopuszczalne o ile przemawia za tym interes spółki.

Powyższy wniosek znajduje zasadniczo zastosowanie również do członków rady nadzorczej, jednak należy go odpowiednio zmodyfikować, uwzględniając rolę nadzorczej w strukturze spółki akcyjnej. Rada nie ma – inaczej niż w strukturze monistycznej – kompetencji do prowadzenia spraw spółki. Zasadniczo kompetencja w tym zakresie przysługuje zarządowi. Oznacza to, że zarząd jest kluczowym dysponentem tajemnic spółki i to zarząd przede wszystkim determinuje kiedy ujawnienie określonych informacji jest w interesie spółki. Tak więc mimo iż obowiązek poufności członków rady również ulega relatywizacji w oparciu o interes spółki, członkowie rady nadzorczej mają w tym zakresie mniejszą swobodę działania niż zarząd. Radzie przysługuje większa swoboda w odniesieniu do informacji związanych z jej kompetencjami nadzorczymi, w szczególności takimi które powstają w ramach działalności samej rady⁸⁶⁶.

4.3.6 Przeływ informacji pomiędzy „reprezentantem” akcjonariusza mniejszościowego w radzie a akcjonariuszem

W poprzednim punkcie omówiony został problem indywidualnej komunikacji członka rady z akcjonariuszem, jednak w sytuacji zasadniczej niezależności obydwu stron. Odmiennym zagadnieniem jest natomiast problem dopuszczalnej komunikacji pomiędzy inwestorem a członkiem rady nadzorczej, który jest z nim w sposób szczególny powiązany, np. jest pracownikiem albo funkcjonariuszem danego inwestora, zakładającej informacyjne uprzywilejowanie wyborcy członka rady.

Problem ten zasadniczo nie dotyczy członków rady, w których wyborze istotną rolę odegrali tradycyjni inwestorzy instytucjonalni, gdyż tego typu członkowie nie będą w normalnej sytuacji „reprezentantami” inwestora instytucjonalnego w radzie i nie będą ich łączyć z nim szczególne relacje. Przywoływane powyżej postanowienia KDPII (pkt. 21.3), podkreślają wyjątkowy charakter takiej sytuacji i nakazują zapobiegać powstania w takim przypadku uprzywilejowanej pozycji informacyjnej. Sytuacja, w której w radzie zasiadałby

⁸⁶⁵ Rozdz. 2, pkt. 3.1.

⁸⁶⁶ Zob. też pkt. 4.3.2 powyżej nt. dopuszczalnego zakresu przedmiotowego komunikacji rady z akcjonariuszami.

funkcjonariusz lub pracownik inwestora instytucjonalnego generowałaby też dla niego nieakceptowalne ryzyko wejścia w posiadanie informacji poufnej⁸⁶⁷.

Inaczej jednak kwestie te przedstawiają się w przypadku praktyk aktywistycznych funduszy hedgingowych i ich reprezentantów w radach spółek (tzw. *activist directors*). Skuteczność wybierania tego typu dyrektorów do rad spółek z perspektywy strategii aktywistycznych inwestorów uzależniona jest od możliwości komunikacji pomiędzy dyrektorem a mianującym go funduszem. Dyrektorzy ci z założenia mają angażować się intensywnie w monitorowanie oraz współpracę z zarządem, obejmującą krytykę strategii spółki i formułowanie własnych propozycji zmian strategicznych, do czego niezbędny jest dostęp do szerokiego zakresu informacji znajdujących się wewnątrz spółki. Efektywne pełnienie tej roli uzależnione jest też od możliwości przekazywania tych informacji do funduszu, aby możliwa była ich analiza z wykorzystaniem jego zasobów – z założenia aktywistyczny dyrektor nie ma działa samodzielnie, a konsultuje się z innymi przedstawicielami inwestora i korzysta z jego zasobów analitycznych⁸⁶⁸. Takie działania z jednej strony mogą być w interesie samej spółki – aktywistyczny dyrektor umożliwia konstruktywną krytykę działań zarządu i formułuje własne propozycje biznesowe, które mogą się okazać wartościowe. Ujawnienie informacji może być w interesie samej spółki, o ile umożliwia poddanie wewnętrznych danych analizie przez profesjonalnego inwestora. Z drugiej strony, przekazywanie informacji desygnującemu akcjonariuszowi zwiększa ryzyko ujawnienia tych informacji nieuprawnionym podmiotom⁸⁶⁹, co zagraża nie tylko interesowi spółki w zachowaniu informacji biznesowych w poufności, ale potencjalnie również integralności rynków, w wyniku uprzywilejowania informacyjnego części jego uczestników. Taki model działania musi zostać oceniony z punktu widzenia zgodności z zakazem ujawniania tajemnic spółki (art. 387¹ § 2 KSH) oraz z obowiązkiem lojalności członka rady.

4.3.6.1 Uwagi prawnoporównawcze – prawo amerykańskie

Interesujące podejście do kwestii wymiany informacji pomiędzy akcjonariuszem, a reprezentującym go w radzie dyrektorem przyjmuje orzecznictwo Delaware. Pomimo, iż sądy tego stanu przyjmują jednolity obowiązek lojalności dla wszystkich członków rady, bez względu na sposób ich wyboru, dopuszczają one równocześnie dużą swobodę preferencyjnego przepływu informacji pomiędzy dyrektorami reprezentującymi konkretnych akcjonariuszy. W wyroku *Kalisman v. Friedman* sąd kanclerski stwierdził, że „kiedy dyrektor zasiada w radzie jako nominat danego akcjonariusza, i kiedy dorozumiewa się, że działa on jako reprezentant tego akcjonariusza w radzie, akcjonariusz ten jest co do zasady uprawniony do dostępu do tych

⁸⁶⁷ Kwestie te analizowane były w Rozdz. 2, pkt. 4.2.

⁸⁶⁸ Jak obrazowo ujmują to Fisch i Sepe, informacje które umożliwiają nominatowi akcjonariusza efektywny nadzór „nie są zawarte w jego głowie”, J. E. Fisch, S. M. Sepe, *Shareholder Collaboration*, Texas Law Review nr (98)/2019, s. 915. Kluczowe znaczenie możliwości przekazywania funduszowi informacji uzyskanych w związku z pełnieniem mandatu dla efektywności aktywistycznego modelu zaangażowania podkreślają też K. Kastiel, Y. Nili, *Captured...*, s. 94.

⁸⁶⁹ Zob. analizę empiryczną potwierdzającą „wyciek” informacji ze spółek z dyrektorem mianowanym przez aktywistę w radzie, J. C. Coffee Jr i in., *Activist...*

samych informacji co ten dyrektor”⁸⁷⁰. Nie oznacza to, że dyrektorom i minującym im akcjonariuszom przysługuje dowolność w udostępnianiu informacji. W wyroku ws. *In re Dole Food Co.*, sąd zaznaczył, że w tego typu sytuacjach może dojść do naruszenia obowiązku zachowania poufności, „w zależności od tego co ujawniający informację i jej odbiorca zrobią z przekazywaną informacją, w tym czy wykorzystają ją na niekorzyść korporacji i jej akcjonariuszy lub żeby uzyskać korzyści dla samych siebie”⁸⁷¹.

Jak się więc wydaje, liberale podejście do udostępniania informacji nominującym akcjonariuszom w orzecznictwie Delaware, wynika z przeświadczenia tamtejszych sądów o skuteczności ochrony przed niełojalnym wykorzystaniem tych informacji, jaką zapewniają obowiązki powiernicze ciążące na dyrektorach, gdyż „w zakresie w jakim dyrektor nadużywa poufnych informacji, albo zezwala podmiotowi powiązanemu na nadużywanie takich informacji, spółka ma roszczenie wobec dyrektora o naruszenie obowiązków powierniczych”⁸⁷². W konsekwencji, sam fakt ujawnienia szerokiego zakresu informacji nominującemu akcjonariuszowi nie budzi istotnych kontrowersji, ale późniejsze ich wykorzystywanie w sposób niełojalny lub sprzeczny z interesem spółki podlega ocenie z punktu widzenia naruszeń obowiązku lojalności⁸⁷³.

Warto też zauważyć, że ta linia orzecznicza, dotycząca konkretnie przekazywania informacji przez dyrektora-reprezentanta określonego akcjonariuszowi, stanowi pewne odstępstwo od bardziej surowego stanowiska zajętego w wyroku ws. *Shocking Technologies Inc.*, który dotyczył ujawniania informacji inwestorowi zewnętrznemu niepowiązanemu w sposób szczególny z danym akcjonariuszem.

4.3.6.2 Ocena na gruncie prawa polskiego

Powyżej wskazano na kwestie, które należy mieć na uwadze interpretując zakres obowiązku zachowania poufności przez członków rady (pkt. 1.3.5.). Jak podkreślono, obowiązek zachowania poufności również w przypadku członków rady nie sprowadza się do zakazu ujawnienia jakichkolwiek informacji o działalności spółki. Ujawnienie będzie dopuszczalne z punktu widzenia obowiązku lojalności, jeżeli jest w interesie spółki, choć członkowie rady mają mniejszy niż członkowie zarządu zakres swobody w ustalaniu tego interesu. Generalnie więc udostępnianie określonym inwestorom informacji o spółce, może być działaniem zgodnym z interesem spółki i nie naruszającym w związku z tym obowiązku lojalności oraz poufności.

⁸⁷⁰ Civ. A. No. 8447-VCL, 2013 WL 1668205 (Del. Ch. Apr. 17, 2013). Podobnie: *Moore Business Forms, Inc. v. Cordant Holdings Corp.*, Civ. A. Nos. 13911, 14595, 1996 WL 307444 (Del. Ch. June 4, 1996); *AOC Limited Partnership v. Horsham Corp.*, Civ. A. No. 12480, 1992 WL 97220 (Del. Ch. May 5, 1992).

⁸⁷¹ *In re Dole Food Co., Inc. S'holder Litig.*, 2015 WL 5052214, (Del. Ch. Aug. 27, 2015), s. 43.

⁸⁷² J. T. Laster, J. M. Zeberkiewicz, *The rights and duties of blockholder directors*, *The Business Lawyer* 2014, s. 54

⁸⁷³ Zob. też *Shocking Technologies v. Michael*, op. cit., s. 9: “dyrektor nie może wykorzystywać poufnych informacji, zwłaszcza takich, do których uzyskał dostęp dzięki zasiadaniu w radzie, żeby pomóc stronie trzeciej, zajmującej wrogą wobec spółki pozycję”.

Jednak model przepływu informacji pomiędzy członkiem rady a akcjonariusze, przyjmowany w ramach inwestycji aktywistycznych funduszy hedgingowych, nie odpowiada standardowej sytuacji, w której każde ujawnienie analizowane jest odrębnie pod kątem interesu spółki. Model ten zakłada systematyczne, „blankietowe” uprzywilejowanie danego akcjonariusza w dostępie do informacji o spółce uzyskiwanych od określonego członka rady.

Tego typu zachowanie jest niezgodne z jednolitym obowiązkiem lojalności członków rady oraz z zaprezentowaną powyżej koncepcją obowiązku poufności członka rady. Doktryna zdecydowanie odrzuca dopuszczalność preferencyjnego traktowania akcjonariuszy w zakresie dostępu do informacji przez ich reprezentantów w radzie⁸⁷⁴. Takie działanie jest nie do pogodzenia z obowiązkiem lojalności członka rady wobec spółki i ogółu akcjonariuszy oraz z obowiązkiem zachowania poufności⁸⁷⁵.

Należy też zauważyć, że oparcie dostępu aktywistycznego inwestora do informacji o spółce jedynie na przekazywaniu ich przez członka rady jest niepraktyczne. Jeżeli inwestor chce uzyskać dostęp do szczegółowych informacji, pozwalających na przeprowadzanie własnych analiz biznesowych powinien on zwrócić się do zarządu spółki. Rada nadzorcza zazwyczaj dysponować będzie już informacjami w jakiś sposób przetworzonymi i opracowanymi przez zarząd. Jak podkreślano powyżej, to przede wszystkim zarząd, jako główny dysponent zasobów spółki, w tym jej informacji, ma prawo decydować o tym, czy ujawnianie ich na zewnątrz jest w interesie spółki. Stąd decyzja zarządu w tym przedmiocie posiada o wiele większą legitymizację w strukturze kompetencyjnej spółki niż ujawnianie informacji na własną rękę przez członka rady.

Rozwiązaniem umożliwiającym przekazywanie informacji aktywistycznemu inwestorowi mogłoby być zawarcie z nim przez spółkę odpowiedniej umowy, gwarantującej poufność tych informacji. Jest to z pewnością rozwiązanie o wiele lepiej zabezpieczające interesy spółki niż samodzielne ich przekazywanie przez reprezentanta inwestora w radzie. Również w praktyce działalności aktywistycznych funduszy na rynku amerykańskim, nawet pomimo liberalnego podejścia sądów do przekazywania informacji inwestorom, kwestię tę reguluje zazwyczaj umowa pomiędzy spółką a akcjonariuszem⁸⁷⁶. Zawierając tego typu umowę, zarząd powinien pamiętać o ograniczeniach prawnych dla przekazywania akcjonariuszom informacji omawianych w rozdziale 2. Wnioski z tej analizy sugerują, że zawarcie tego typu umowy byłoby zgodne z zasadą równego traktowania akcjonariuszy, jeżeli przemawiałaby za tym wzgląd na interes spółki. Zasadniczo do selektywnego przekazywania informacji akcjonariuszowi zastosowanie znajdować będzie art. 428 § 7 KSH. Zawarcie umowy z

⁸⁷⁴ K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 505 („Wykluczone jest w szczególności ujawnianie poufnych informacji o spółce podmiotom, którym dany członek rady zawdzięcza swój mandat”).

⁸⁷⁵ Podejście amerykańskie, które zakłada, że istnienie obowiązku lojalności funkcjonariusza wobec spółki mityguje ryzyka związane z udostępnianiem przez niego informacji akcjonariuszowi, wydaje się opierać na założeniu o efektywności mechanizmów sankcjonowania naruszeń obowiązku lojalności *ex post* w drodze nieodpowiedniego wykorzystania uzyskanej informacji. Takie założenie wydaje się nieprzystające w polskich warunkach.

⁸⁷⁶ I. Kirman, *Dealing with Activist Directors on the Board*, Practical Law. The Journal. nr 07/08/2017, s. 78.

akcjonariuszem ograniczającej się jedynie do umownego uregulowania kwestii poufności przekazywanych informacji nie może chronić spółki przed zastosowaniem tego przepisu, nawet jeżeli subiektywnie nie stanowiłoby prostej próby obejścia tego przepisu. Jednak jak się wydaje umowa zawierana z akcjonariuszem-aktywistą może regulować też szereg innych kwestii dotyczących współpracy pomiędzy nim a spółką. Taka umowa w kształcie może być zbliżona do umowy o świadczenie usług doradztwa finansowego lub strategicznego i określać szereg innych praw i obowiązków stron. Jak się wydaje, w przypadku takiego ukształtowania współpracy pomiędzy spółką a aktywistycznym inwestorem, przekazywane mu informacje nie byłyby przekazywane *stricte casua societatis*, co pozwoliłoby na wyjęcie ich spod zakresu zastosowania art. 428 § 7 KSH.

5 Podsumowanie rozdziału

Kształtowanie składu osobowego rady nadzorczej stanowi jeden z ważniejszych obszarów zainteresowania inwestorów instytucjonalnych, co potwierdzają obserwacje empiryczne. Waga tego zagadnienia nie powinna przy tym zaskakiwać – bezpośredni dialog ze spółkami prowadzony jest z konieczności „punktowo” (*ad hoc*) i interwencyjnie. Tymczasem wybór odpowiedniej osoby do rady nadzorczej pozwala zapewnić odpowiednią jakość stałego nadzoru nad spółką, który sprawuje rada. W warunkach skoncentrowanej własności akcji uzyskanie wpływu na skład osobowy rady – niezależnego od dobrej woli akcjonariusza większościowego lub jego troski o reputację - możliwe jest jedynie w oparciu o specjalne instytucje przyznające mniejszości tego typu uprawnienie.

Instytucją tego rodzaju w prawie polskim jest wybór rady nadzorczej grupami (art. 385 § 3 KSH). Analiza w niniejszym rozdziale zmierzała do wykazania, że skuteczność tej instytucji jest ograniczona szeregiem jej wad, sprawiających, że wybór członków rady w tym trybie podatny jest na sabotowanie ze strony akcjonariusza większościowego: nieumieszczenie w lub usuwanie punktu dotyczącego wyboru grupami z porządku obrad, uzależnienie wyboru w tym trybie od kworum, brak stabilizacji mandatu członków rady oraz ogólna nieprzewidywalność i dysruptywność wyboru rady w tym trybie.

Analiza prawnoporównawcza wykazała, że inne rozwinięte porządki prawne ze znacznym udziałem spółek kontrolowanych (Włochy, Izrael, UK) przyjmują dalej idące rozwiązania, polegające na: zarezerwowaniu określonej liczby miejsc w radzie dla podmiotów wybieranych w specjalnym trybie oraz zwiększenia roli mniejszości w tym trybie. Postulowano przyjęcie podobnego mechanizmu w prawie polskim, opierającego się na konieczności pierwotnego powołania członka wybieranego w takiej procedurze zarówno przez walne zgromadzenie ogółem jak i większość akcjonariuszy niepowiązanych z akcjonariuszem dominującym, a odwołaniu oraz odnowieniu mandatu tak wybranego członka wyłącznie przez mniejszość.

Poza wpływem na wybór członków rady, inwestorom zależy również na możliwości komunikacji z radą nadzorczą, co należy uznać za zupełnie naturalne zważywszy na funkcjonalne usytuowanie rady „pomiędzy” akcjonariuszami a zarządem. Postulat ten znajduje

odzwierciedlenie w kodeksach ładu korporacyjnego (sec. 1.3 UK CGC 2024; A2 DCGC). Rola rady nadzorczej w komunikacji z akcjonariuszami rośnie z uwagi na jej profesjonalizację oraz poszerzanie jej uprawnień (ostatnio w wyniku ZmKSH2022), a byłaby jeszcze istotniejsza w przypadku przyjęcia postulowanych mechanizmów wpływu mniejszości na skład rady, co również przemawia za przyznaniem jej ograniczonych kompetencji w zakresie komunikacji z akcjonariuszami. Kompetencje takie można celowościowo wywieść z treści całokształtu przepisów regulujących funkcjonowanie rady; są one jednak ograniczone do materii leżących w kompetencjach rady, a więc związanych ze sprawowaniem nadzoru. Prowadząc dialog z akcjonariuszami rada powinna również przestrzegać wymogu równego traktowania akcjonariuszy. De lege lata należy też uznać, że do ujawniania informacji przez radę stosuje się art. 428 § 7 KSH, co powoduje problemy analizowane już w Rozdziale 2.

Komunikacja rady powinna być zasadniczo organizowana przez jej przewodniczącego. Praktyka innych rynków pokazuje jednak, że członkowie rady niekiedy mogą chcieć kontaktować się z akcjonariuszami samowolnie i z pominięciem pozostałych członków rady. Takie działanie, jeżeli motywowane jest rzeczywistą troską o stan spółki, w zależności od okoliczności, może nie stanowić naruszenia obowiązku lojalności lub zachowania poufności.

Niezależnie od sposobu wyboru, członek rady nadzorczej pełni mandat w interesie spółki i ogółu akcjonariuszy. Może on w uzasadnionych granicach eksponować perspektywę nominującego go akcjonariusza z uwagi na nieostrość pojęcia interesu spółki. Funkcją reprezentanta mniejszości jest przy tym i tak przeciwdziałanie ewentualnym nadużyciom większości, raczej niż realizacja partykularnych interesów mniejszości. Członkowie rady nie powinni więc uprzywilejowywać w dostępie do informacji o spółce akcjonariuszy, którym zawdzięczają swoje powołanie lub nominację. W szczególności nie do pogodzenia z obowiązkiem lojalności oraz poufności jest obserwowana na zachodnich rynkach publicznych oraz w sektorze PE praktyka „delegowania” przedstawicieli funduszy hedgingowych do rady, celem systematycznego raportowania funduszowi informacji o spółce.

Rozdział 5 – Wykonywanie uprawnień korporacyjnych w związku z walnym zgromadzeniem

1 Uwagi wprowadzające

1.1 Znaczenie wykonywania uprawnień korporacyjnych w związku z walnym zgromadzeniem dla zaangażowania inwestorów instytucjonalnych

Jak zauważono już wcześniej⁸⁷⁷, wykonywanie uprawnień korporacyjnych w związku z walnym zgromadzeniem pełni niejednoznaczną rolę w kontekście zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w ład korporacyjnych spółek, w które inwestują. Z jednej strony wykonywanie prawa głosu stanowi najbardziej podstawową, rutynową formę zaangażowania. Z drugiej jednak strony głosowanie przeciwko rekomendacjom zarządu, uzupełnianie porządku obrad zgromadzenia i zgłaszanie projektów uchwał, korzystanie z prawa do informacji lub zabieranie głosu w debacie na walnym zgromadzeniu mogą stanowić nadzwyczajne - z uwagi na swój publiczny charakter - formy eskalacji zaangażowania. Tradycyjni inwestorzy instytucjonalni sięgać będą po tego typu środki w ostateczności (jeżeli w ogóle), kiedy bilateralne, nieformalne kanały wpływu nie przyniosą oczekiwanych rezultatów.

Jednak zakres uprawnień korporacyjnych akcjonariuszy i zakres kompetencji walnego zgromadzenia mają wpływ również na skuteczność tych nieformalnych mechanizmów oddziaływania na spółkę, podejmowanych na wcześniejszych etapach zaangażowania. Im szersze są uprawnienia walnego zgromadzenia jako organu oraz im łatwiej akcjonariuszom jest inicjować działania w jego ramach, tym lepsza jest pozycja negocjacyjna inwestorów w rozmowach z zarządem⁸⁷⁸. W szczególności, wiarygodna groźba odwołania członka zarządu z pełnionej funkcji działa dyscyplinująco i skłania zarządców do większej responsywności na oczekiwania znaczących akcjonariuszy. Skuteczność z jaką tradycyjni inwestorzy instytucjonalni wywierają nieformalny wpływ na spółkę jak i gotowość zarządców do wchodzenia z nimi w dialog, bierze się ostatecznie z faktu, że – przynajmniej w spółkach o rozproszonej strukturze własności - kontrolują oni znaczący udział głosów, a ich publiczne stanowiska wywierają też wpływ na to jak głosują inni akcjonariusze⁸⁷⁹.

Mechanizmy te nie są tak silne w spółkach kontrolowanych, ale również w nich postawy znaczącej mniejszości instytucjonalnej nie są zupełnie pozbawione znaczenia – głos

⁸⁷⁷ Rozdz. 1, pkt. 8.2.4.

⁸⁷⁸ Z tego powodu w USA, gdzie historycznie uprawnienia korporacyjne akcjonariuszy były znacznie ograniczone, główne postulaty ruchu *shareholder empowerment* – oraz reformy prawne w czasie kilku ostatnich dekad, zarówno prawa stanowionego jak i powszechne zmiany w statutach spółek giełdowych - dotyczyły rozszerzania indywidualnych uprawnień korporacyjnych akcjonariuszy oraz kompetencji walnego zgromadzenia, zob. L. A. Bebchuk, *The case for increasing shareholder power*, Harvard Law Review nr (118)/2004; S. M. Bainbridge, *Corporate governance after the financial crisis*, Oxford 2012, s. 203–260.

⁸⁷⁹ Z kolei wpływowa pozycja aktywistycznych funduszy hedgingiowych bierze się w dużej mierze z ich zdolności przekonywania inwestorów instytucjonalnych do swoich racji, zob. Rozdz. 1, pkt. 8.4.

większości zewnętrznych inwestorów „przeciwko” uchwale może stanowić wyraźny sygnał dezaprobaty rynku dla określonych działań spółki.

Użyteczność zaangażowania w kontekście walnego zgromadzenia zależy więc z jednej strony od jego kompetencji, z drugiej zaś od treści i sposobu wykonywania przez akcjonariuszy uprawnień korporacyjnych – im łatwiej akcjonariusze mogą zwołać walne zgromadzenie, uzupełnić porządek obrad lub zgłosić projekt uchwały, tym łatwiej „uruchomione” mogą zostać kompetencje decyzyjne przysługujące walnemu zgromadzeniu. Znow, w spółkach kontrolowanych korzystanie ze wskazanych praw mniejszości zazwyczaj nie przełoży się ostatecznie na przyjęcie uchwały o postulowanej treści. Jednak nawet w tym kontekście wykorzystywanie wskazanych uprawnień może pełnić ważną funkcję komunikacyjną – uzasadnienia zgłaszanych kontrprojektów uchwał mogą obejmować krytykę propozycji spółki – i w konsekwencji oddziaływać perswazyjnie na pozostałych akcjonariuszy oraz reputacyjnie na samą spółkę.

Innym, choć nie mniej ważnym aspektem, na który należy zwrócić uwagę analizując zaangażowanie w ramach walnego zgromadzenia – związanym raczej z „rutynowym” wykonywaniem prawa głosu niż nadzwyczajną eskalacją – jest to, czy inwestorzy instytucjonalni są w stanie uczestniczyć w walnym zgromadzeniu setek spółek portfelowych bez ponoszenia nadmiernych kosztów. Kluczowym problemem w tym kontekście jest dostępność efektywnych form zdalnego głosowania, bez konieczności fizycznego stawiennictwa na walnym zgromadzeniu, a najlepiej również bez konieczności śledzenia jego obrad online w czasie rzeczywistym. Liczba walnych zgromadzeń, w których inwestorzy instytucjonalni są uprawnieni do wzięcia udziału, potencjalne rozproszenie geograficzne miejsc obrad oraz kumulacja zgromadzeń w okresie kilku miesięcy w pierwszej połowie roku kalendarzowego mogą uniemożliwić inwestorom udział lub uczynić go kosztownym.

Tabela 6. Uczestnictwo trzech największych OFE w WZ w 2023 r.

	NN	Allianz	PZU
Liczba WZ w których uczestniczył OFE	190	121	129
% WZ w których uczestniczył OFE	79%	68%	88%

Źródło: A. Soldek, IGTE, *OFE w nadzorze nad spółkami portfelowymi – raport IGTE z działań w 2023 roku*, IGTE 2024, s. 21.

Wreszcie, wraz ze zwiększeniem zaangażowania akcjonariuszy w ład korporacyjny i ich rosnący wpływ na spółki giełdowe, coraz wyraźniej dostrzega się konieczność kontroli, czy wpływ ten wywierany jest zgodnie z interesem spółki (ogółu akcjonariuszy). Potencjalnym narzędziem jego kontrolowania jest obowiązek lojalności akcjonariuszy. Istotnym pytaniem w tym kontekście jest więc to na ile obowiązek lojalności ogranicza swobodę oddziaływani przez akcjonariusza na spółkę, zarówno polegającego na bezpośrednim wykonywaniu prawa głosu jak i na nieformalnym wpływie na zarząd spółki.

1.2 Struktura rozdziału

Powyższe uwagi określają obszar analizy w niniejszym rozdziale.

W pkt. 2, po przedstawieniu pozycji walnego zgromadzenia w spółce akcyjnej i zakresu spraw przynależących do kompetencji tego organu, analizowany jest problem dopuszczalności podejmowania przez walne zgromadzenie uchwał wyrażających stanowisko tego organu w co do strategicznych i operacyjnych aspektów działalności spółki, pozostających zasadniczo w kompetencji zarządu (oraz, do pewnego stopnia, rady nadzorczej).

Następnie, w pkt. 3-7 analizowane są zagadnienia, które można ogólnie określić mianem „proceduralnych”, w tym sensie, że - pomimo iż dotyczą one w dużej materialnoprawnych uprawnień akcjonariuszy - wpływają one na organizację i przebieg walnego zgromadzenia i zakres, w jakim akcjonariusze mogą podjąć w związku z nim aktywne zaangażowanie. W pierwszej kolejności analizowana jest pozycja akcjonariuszy na etapie poprzedzającym walne zgromadzenie – tryb zwoływania walnego zgromadzenia, zakres i sposób przekazywania akcjonariuszom informacji w związku z nim oraz uprawnienia akcjonariuszy do współkształtowania porządku obrad (pkt. 3 i 4). W dalszej kolejności przedmiotem analizy jest wykonywanie dwóch podstawowych uprawnień korporacyjnych – prawa do informacji i prawa głosu (pkt. 5 i 6). W odniesieniu do prawa głosu szczególna uwaga poświęcona jest ocenie efektywności dostępnych form głosowania zdalnego (*in absentia*). Wnioski z tej analizy stanowią podstawę do sformułowania w pkt. 7 ogólnej krytyki modelu walnego zgromadzenia opartego na fizycznym uczestnictwie akcjonariuszy w obradach i zaproponowania kompleksowych zmian zapewniających akcjonariuszom efektywną możliwość uczestnictwa zdalnego.

Punkt 8 obejmuje analizę obowiązku lojalności akcjonariusza w kontekście zaangażowania.

2 Pozycja walnego zgromadzenia w spółce akcyjnej i jego kompetencje

2.1 Pozycja walnego zgromadzenia w ramach struktury organów spółki akcyjnej

Art. 49 Prawa o spółkach akcyjnych z 1928 r. określał walne zgromadzenie mianem „naczelnej władzy” spółki akcyjnej⁸⁸⁰. Sformułowania tego nie powtórzył KH ani KSH, jednak w doktrynie – zwłaszcza starszej, w szczególności przedwojennej – taka charakteryzacja pozycji walnego zgromadzenia jest powszechnie spotykana⁸⁸¹. Określanie walnego zgromadzenia mianem najwyższego lub naczelnego organu spółki jest jednak we współczesnej doktrynie w większości odrzucane. Obecnie podkreśla się, że konstytutywną cechą spółki akcyjnej, jako

⁸⁸⁰ Pomimo tego sformułowania również Prawo o spółkach akcyjnych przewidywało, jak się wydaje zasadę enumeratywnych kompetencji walnego zgromadzenia, zob. J. Kaczkowski, *Polskie prawo o spółkach akcyjnych: ustawa i komentarz*, Poznań 1929, s. 109–110 - „Wola akcjonariuszów nie może jednak wykraczać poza przepisy prawa i statutu. Uchwały, powzięte wbrew tym zasadom nie nabierają mocy obowiązującej (...) Do jakich granic sięga wola akcjonariuszów zależy od ustawy”.

⁸⁸¹ Zob. przegląd literatury w *Szwaja* w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 842 oraz *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 14. Podobnie sytuacja ta przedstawiała się historycznie w innych europejskich państwach, jeśli nie w odniesieniu do treści samych przepisów regulujących spółki akcyjne, to przynajmniej na poziomie ogólnych zasad interpretacyjnych czy konceptualizacji przyjmowanej w doktrynie. Przykładowo U. Noack, *Hauptversammlung und Stimmrecht nach 50 Jahren Aktiengesetz* w: H. Fleischer i in. (red.) *50 Jahre Aktiengesetz*, De Gruyter 2015, przedstawiając ewolucję uprawnień walnego zgromadzenia w prawie niemieckim określa je mianem „zdetronizowanego króla”, zauważając, że art. 231 Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch z 1861 r. przyznawał akcjonariuszom prawo do wydawania poleceń zarządowi.

modelowej spółki kapitałowej, jest rozdział własności i zarządzania (w modelu dualistycznym właściwie rozdział własności, zarządzania i nadzoru)⁸⁸². Rozdział ten przejawia się w tym, że każdy z organów spółki akcyjnej pełni określone funkcje i posiada własne, ustawowo wyodrębnione kompetencje, umożliwiające ich realizację⁸⁸³. Relacja pomiędzy poszczególnymi organami spółki nie jest więc relacją hierarchiczną⁸⁸⁴. Potwierdza to wyrażony wprost w art. 375¹ KSH zakaz wydawania zarządowi poleceń przez radę nadzorczą oraz walne zgromadzenie. Za organ o największym wpływie na działalność spółki należałoby uznać raczej zarząd, z uwagi na niewyrażone wprost w KSH, ale powszechnie przyjmowane domniemanie kompetencji zarządu we wszystkich sprawach niezastrzeżonych wprost dla innych organów, wynikające z ogólnej kompetencji zarządu do prowadzenia spraw spółki (art. 368 § 1 KSH)⁸⁸⁵. Konsekwencją przyjęcia powyższego domniemania na rzecz zarządu jest to, że pozostałe organy spółki dysponują jedynie takimi kompetencjami, jakie przyznaje im wprost ustawa lub (zgodne z nią) postanowienia statutu (zob. art. 393 *ab initio* KSH)⁸⁸⁶.

Hierarchiczna nadrzędność walnego zgromadzenia może być więc rozumiana jedynie tak, że jest to organ reprezentujących ekonomicznych właścicieli spółki, w których (pośrednim) interesie zobowiązane są działać pozostałe organy, a równocześnie organ, któremu KSH przypisuje kompetencje decyzyjne w najbardziej fundamentalnych dla spółki sprawach (zob. pkt. 2.2.1.2. poniżej). Tak rozumiana nadrzędność nie stanowi jednak podstawy do wywodzenia dodatkowych kompetencji walnego zgromadzenia, nieprzyznanych mu wprost w ustawie (lub zgodnego z nią postanowieniami statutu), w szczególności prawa wydawania pozostałym organom wiążących poleceń lub unieważniania dokonywanych przez nich czynności. Uznanie walnego zgromadzenia za organ najwyższy może być więc jedynie oceną podziału kompetencji pomiędzy organami spółki akcyjnej, tak jak kształtują ją *de lege lata* postanowienia KSH⁸⁸⁷. Za pewien przejaw tej nadrzędności, przynajmniej na gruncie praktycznym, można też uznać szerokie kompetencje walnego zgromadzenia w zakresie

⁸⁸² R. H. Kraakman, J. Armour, i in., *The anatomy...*, s. 11; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 137

⁸⁸³ J. Okolski, J. Modrzejewski, Ł. Gasiński, *Natura...*, s. 8 („zasada wyodrębnienia struktury organizacyjnej”).

⁸⁸⁴ *Sołtysiński/Moskwa* w: S. Sołtysiński (red.) *SPP*, t. 17B..., s. 644; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 516; *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH*, t. IIIB..., s. 14.

⁸⁸⁵ Tak też *Sołtysiński/Moskwa* w: S. Sołtysiński (red.) *SPP*, t. 17B..., s. 644 Por. jednak argumentację SN z wyr. 7.05.2002 r., I CKN 832/00, wydanym na gruncie KH, w którym SN (wywodząc, niesformułowaną wprost w przepisach KH, kompetencję walnego zgromadzenia do odwoływania członków rady nadzorczej) wskazał, że z uwagi na właścicielski charakter zgromadzenia wspólników, „tylko więc jeżeli wyraźny przepis przyznaje określoną kompetencję innemu organowi spółki kapitałowej (korporacji), może to ograniczyć, czy nawet wyłączyć kompetencje zgromadzenia wspólników”. Normatywnie jest to pogląd nieaktualny, jednak interesującym jest, że w braku wyraźnego rozstrzygnięcia w przepisach, SN przyznał prymat decyzjom walnego zgromadzenia.

⁸⁸⁶ *Szwaja* w: S. Sołtysiński i in., *KSH*, t. III..., s. 845; *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH*, t. IIIB..., s. 14, 20; *Popiołek* w: J. Strzępka (red.) *Kodeks...*, s. 967. Bardziej bezpośrednio zasadę enumeratywnych kompetencji walnego zgromadzenia wyraża w prawie niemieckim §119 ust. 1 AKtG, wprost wskazujący, że walne zgromadzenie decyduje (*beschließt*) w sprawach wskazanych w ustawie i statucie. Jednak ust. 2 tego artykułu, zgodnie z którym walne zgromadzenie decyduje w sprawach dotyczących zarządzania spółką na wniosek zarządu, stanowił podstawę do wywiedzenia przez BGH w znanych wyrokach ws. *Holz Müller* oraz *Gelatine* tzw. niepisanych kompetencji walnego zgromadzenia (*Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz*). Szerzej zob. *Spindler* w: K. Schmidt, M. Lutter (red.) *Aktiengesetz...*, s. 1900 i n.

⁸⁸⁷ Podobnie *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH*, t. IIIB..., s. 15.

kształtowania składu osobowego pozostałych organów – widmo pociągnięcia do odpowiedzialności organizacyjnej funkcjonariuszy spółki zmniejsza ryzyko realizowania przez spółkę przez dłuższy czas strategii, której nie aprobują jej właściciele⁸⁸⁸. Jego przejawem jest też art. 384 § 2 KSH, który umożliwia zarządowi uzyskanie zgody walnego zgromadzenia na czynność spółki w przypadku nieuzyskania zgody rady nadzorczej, co odzwierciedla założenie o „delegowaniu” przez akcjonariuszy funkcji nadzorczej na radę⁸⁸⁹.

2.2 Ustawowy zakres kompetencji walnego zgromadzenia

Kompetencje walnego zgromadzenia wynikają po pierwsze z przepisów prawa (przede wszystkim KSH). Dodatkowo, jak wynika z art. 393 KSH, statut może kompetencje te rozszerzyć. Rozszerzenie kompetencji zgromadzenia polega zasadniczo na wprowadzeniu do statutu wymogu uzyskania jego zgody na określone czynności, których inicjacja i dokonanie pozostaje jednak w gestii zarządu. Tego typu postanowienia statutowe nie mogą naruszać innych przepisów KSH oraz natury spółki akcyjnej (art. 304 § 4 KSH). Niezgodne z naturą spółki oraz naruszające art. 375¹ KSH byłoby przyznanie walnemu zgromadzeniu zbyt szerokiego zakresu kompetencji w statucie, nadmiernie krępującego swobodę prowadzenia spraw spółki przez zarząd⁸⁹⁰. Brak uzyskania zgody zgromadzenia wymaganej przez statut łączy się jedynie z wewnętrzną odpowiedzialnością zarządu (art. 17 § 3 KSH).

W doktrynie prezentowane są różne klasyfikacje kompetencji walnego zgromadzenia. Przyjmując kryterium funkcjonalne, można je podzielić w następujący sposób: 1) Autoryzowanie decyzji zarządu; 2) Decydowanie o fundamentalnych sprawach spółki; 3) Decyzje w sprawach osobowych⁸⁹¹.

2.2.1 Autoryzowanie decyzji zarządu

Uchwały autoryzacyjne odnoszą się do wybranych spraw z zakresu działalności bieżącej spółki, co do których kompetencje zasadniczo przysługują zarządowi. Dla zrozumienia *ratio* uchwał autoryzacyjnych pomocne jest odwołanie się do teorii agencji. Sprawy wymagające autoryzacji mają dość zróżnicowany charakter. Ogólnie jednak funkcją tego wymogu jest ograniczenie wertykalnego konfliktu agencyjnego, w tych sytuacjach, w których pozostawienie kompetencji decyzyjnej wyłącznie w rękach zarządu rodziłoby - z uwagi na konflikt interesów zarządców albo z uwagi na znaczną wartość majątkową czynności – zbyt

⁸⁸⁸ W tym duchu *Szwaja* w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 844, który wskazuje, że „zarząd spółki zachowa swą „autonomiczną sferę kompetencji” wyznaczoną ustawą i statutem, jeśli będzie z niej korzystał w zakresie aprobowanym przez walne zgromadzenie (...) Przytoczone argumenty uzasadniają twierdzenie, że w strukturze spółki akcyjnej walne zgromadzenie zajmuje hierarchicznie stanowisko najwyższe”. Nie prowadzi to jednak autora do odrzucenia zasady ograniczonego katalogu kompetencji walnego zgromadzenia oraz braku generalnego hierarchicznego podporządkowania organów spółki akcyjnej.

⁸⁸⁹ Zob. Rozdz. 4 pkt. 1.1.

⁸⁹⁰ *Szwaja* w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 864; *Sołtysiński/Moskwa* w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 646; *Opalski* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIA...*, s. 1346.

⁸⁹¹ Podział ten jest w dużej mierze oparty na podziale zaproponowanym przez K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 521.

duże ryzyko⁸⁹². Względy te uzasadniają odstępstwo od zasady rozdziału własności i zarządzania, i utratę korzyści płynących z delegowania podejmowania decyzji na wyspecjalizowanych zarządców⁸⁹³. Jednocześnie jednak przepisy regulujące uchwały autoryzacyjne dostrzegają przewagę kompetencyjno-informacyjną zarządców, nierzadko wymagając aby przedłożyli oni walnemu zgromadzeniu stosowne informacje umożliwiające akcjonariuszom świadome głosowanie (np. art. 345 § 6, art. 394 § 3, art. 433 § 2 zd. 4; art. 382 § 3 pkt. 2 KSH). W spółach o skoncentrowanej własności akcji, wymóg autoryzacji w mniejszym stopniu pełni funkcję ograniczania wertykalnego konfliktu agencyjni; na pierwszy plan wysuwa się w tym kontekście możliwość zaskarżenia uchwały przez akcjonariuszy mniejszościowych i poddania decyzji *insiderów* (zarządców inicjujących daną czynność i większościowego akcjonariusza) kontroli sądowej⁸⁹⁴.

Katalog uchwał autoryzacyjnych obejmuje uchwały wymagane dla czynności takich jak zawarcie przez spółkę lub (spółkę zależną) umowy o charakterze kredytowym z członkiem organu (spółki dominującej) (art. 15 KSH); nabycie i zbycie nieruchomości, użytkowania wieczystego lub udziału w nieruchomości (art. 393 pkt. 4 KSH); emisję obligacji zamiennych lub z prawem pierwszeństwa (art. 393 pkt. 5 KSH); nabycie akcji własnych przez spółkę (art. 393 pkt. 6 KSH) a także finansowanie ich nabycia (art. 345 KSH); nabycie znacznego mienia od założyciela lub akcjonariusza zgodnie z art. 394 KSH; wyłączenie prawa poboru (art. 433 § 2 KSH). Podobną rolę pełni wymóg uzyskania zgody zgromadzenia na podjęcie obrony przed wrogiem przejęciem (art. 80a u.o.p.). Zróznicowany charakter tych spraw przejawia się w różnej surowości dotyczącej ich wymogów – dla niektórych z nich statut może wyłączyć konieczność podjęcia uchwały (art. 393 pkt. 4 KSH), w innych uchwała podejmowana jest obowiązkowo, kwalifikowaną większością głosów (art. 415 § 1¹ KSH).

Wraz z obserwowanym w ostatnich dekadach wzrostem roli akcjonariuszy w łańdź korporacyjnym, można zaobserwować trend w kierunku zwiększania zakresu kompetencji autoryzacyjnych walnego zgromadzenia⁸⁹⁵, zwłaszcza w sprawach generujących wysokie ryzyko konfliktu interesów po stronie funkcjonariuszy spółki. Dwoma takimi obszarami, kompleksowo uregulowanymi relatywnie niedawno w SRD II są transakcje spółki z podmiotami powiązanymi (RPT) oraz zatwierdzanie polityki wynagrodzeń i sprawozdania z jej wykonania (tzw. *say on pay*). W odniesieniu do RTP, art. 9c ust. 4 SRD II przewiduje, że państwa członkowskie mogą powierzyć zatwierdzanie takich transakcji organowi nadzorczemu lub walnemu zgromadzeniu (nawet jeżeli wcześniej transakcję zatwierdził organ nadzorczy), przy czym jeżeli stroną takiej transakcji jest (zazwyczaj większościowy) akcjonariusz, jest on wyłączony od głosu (model *majority of minority voting*). Polski

⁸⁹² S. Cools, *The dividing line between shareholder democracy and board autonomy: Inherent conflicts of interest as normative criterion*, ECFR nr 2(11)/2014; R. H. Kraakman, J. Armour, i in., *The anatomy...*, s. 57.

⁸⁹³ S. Cools, *The dividing...*, s. 270–273.

⁸⁹⁴ K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 522.

⁸⁹⁵ I. Prager, *Doradcy...*, s. 87, 128 wyróżnia rozszerzanie zakresu kompetencji walnego zgromadzenia jako formę zwiększania zaangażowania akcjonariuszy.

ustawodawca nie zdecydował się skorzystać z tej możliwości, powierzając kompetencję zatwierdzania RPT radzie nadzorczej, przy dopuszczeniu wprowadzenia wymogu uzyskania dodatkowej zgody walnego zgromadzenia w statucie (art. 90i ust. 3 i ust. 5 u.o.p.).

Przepisy SRD II i implementujące je przepisy ustawy o ofercie przyznają natomiast wyłącznie walnemu zgromadzeniu kompetencję do zatwierdzania polityki wynagrodzeń oraz sprawozdania z jego wykonania (*say on pay*)⁸⁹⁶. Spółka giełdowa przyjmuje politykę wynagrodzeń i poddaje ją pod głosowanie walnego zgromadzenia nie rzadziej niż raz na cztery lata (art. 90e ust. 4 u.o.p.). Uchwała w tej sprawie ma charakter wiążący, co oznacza, że spółka wypłaca wynagrodzenie członkom organów wyłącznie zgodnie z zatwierdzoną polityką wynagrodzeń (art. 90e ust. 1 u.o.p.). Uchwała zatwierdzająca coroczne sprawozdanie z wykonania polityki wynagrodzeń ma charakter doradczy (art. 90g ust. 6 u.o.p.).

Przejawem tendencji do rozszerzania uprawnień walnego zgromadzenia jest też dodany do KSH w 2016 r. art. 393¹, zgodnie z którym uchwała walnego zgromadzenia lub statut spółki może określać zasady postępowania w zakresie rozporządzania składnikami aktywów trwałych lub dokonywania niektórych czynności prawnych⁸⁹⁷. Przepis ten istotnie rozszerza możliwość ograniczenia swobody prowadzenia spraw spółki przez zarząd uchwałą walnego zgromadzenia⁸⁹⁸. Wprowadzenie go do KSH w odniesieniu do wszystkich spółek, przy motywacji ustawodawcy wskazującej na chęć zapewnienia lepszej kontroli właścicielskiej Skarbu Państwa⁸⁹⁹, budzi zasadnicze wątpliwości.

2.2.2 Decydowanie o fundamentalnych sprawach spółki

Uzasadnieniem dla przyznania kompetencji walnemu zgromadzeniu do decydowania w fundamentalnych sprawach spółki jest natura tych spraw, która zbliża je bardziej do fundamentalnych decyzji inwestycyjnych, niż do rozstrzygnięć z zakresu zarządzania przedsiębiorstwem. W konsekwencji specjalistyczne umiejętności menadżerskie zarządców nie uzasadniają delegowania na nich decyzji w tych sprawach. Jednocześnie waga tych spraw zapewnia przełamanie racjonalnej apatii akcjonariuszy i motywuje ich do poinformowanego podjęcia decyzji⁹⁰⁰. Przepisy jednak wciąż wymagają przedstawienia walnemu zgromadzeniu

⁸⁹⁶ Inspiracją dla wprowadzenia tego rozwiązania była amerykańska ustawa Dodda-Franka przyjęta w odpowiedzi na kryzys finansowy z 2008 r. Szerzej nt. *say-on-pay* zob. K. Oplustil, *Wpływ akcjonariuszy na politykę wynagrodzeń w spółkach giełdowych (tzw. say on pay) w świetle dyrektywy 2017/828* w: K. Bilewska (red.) *Efektywność zarządzania i nadzoru w spółce handlowej. W poszukiwaniu optymalnego modelu ustroju spółki*, Warszawa 2018.

⁸⁹⁷ Ustawa z dnia 16 grudnia 2016 r. przepisy wprowadzające ustawę o zasadach zarządzania mieniem państwowym, Dz.U. 2016 poz. 2260.

⁸⁹⁸ *Bieniak, Wawer* w: J. Bieniak i in., *KSH*..., s. 1246 twierdzą, że przepis art. 393 KSH stanowi jedynie potwierdzenie uprawnienia walnego zgromadzenia, które wynika z art. 393 KSH. Jest tak jednak jedynie w odniesieniu do ograniczeń dla zarządu przjętych w statucie spółki, jednak przed dodaniem wskazanego przepisu, w świetle prawidłowo wykładanego art. 375 KSH, niedopuszczalne i niewiążące dla zarządu, byłoby sformułowanie takich ograniczeń w uchwale walnego zgromadzenia.

⁸⁹⁹ Uzasadnienie, Druk nr 1054, Sejm VIII kadencji.

⁹⁰⁰ S. Cools, *The dividing*..., s. 275; R. H. Kraakman, J. Armour, i in., *The anatomy*..., s. 173.

przez zarządców, określonych informacji w związku z tego typu uchwałami (zob. np. art. 505, art. 540 art. 561 KSH).

W odniesieniu do fundamentalnych spraw spółki, które wymagają uchwały walnego zgromadzenia, należy wskazać na uchwały w sprawach strukturalnych: połączenie, podział i przekształcenie spółki (art. 506 § 1, art. 541 § 1, art. 563 KSH) oraz rozwiązanie spółki (art. 459 pkt. 2 KSH). Ponadto, zbycie lub wydzierżawienie przedsiębiorstwa spółki lub jego zorganizowanej części lub ustanowienia na nich ograniczonego prawa rzeczowego (art. 393 pkt. 3 KSH)⁹⁰¹; zmiany statutu spółki, w szczególności zmiany wysokości kapitału zakładowego (art. 430 § 1, art. 231 § 1 KSH); istotną zmianę przedmiotu działalności spółki (art. 416 KSH); podjęcie uchwały dotyczącej dalszego istnienia spółki w sytuacji wskazanej w art. 387 KSH; wycofaniu akcji z obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu (art. 91 ust. 3 u.o.p.). Fundamentalny charakter tych spraw przejawia się w kwalifikowanej większości wymaganej dla podjęcia uchwały w większości z nich (np. art. 415 § 1, art. 506 § 1, art. 541 § 1, art. 577 § 1 KSH).

W tej kategorii można też, choć nie bez pewnych trudności, ująć kompetencję zwyczajnego walnego zgromadzenia do dokonania podziału zysku lub pokrycia straty (art. 395 § 2 pkt. 2 KSH). Nie jest to oczywiście uchwała strukturalna – te podejmowane są w wyjątkowych sytuacjach, a uchwała w sprawie zysku musi być podjęta po każdym roku obrotowym. Jednak kwestia przeznaczenia zysku jest niewątpliwie jedną z najważniejszych decyzji korporacyjnych. Istotną rolę w tym procesie odgrywają pozostałe organy spółki – zarząd przedkłada wniosek co do podziału zysku, opiniowany przez radę nadzorczą (art. 382 § 3 pkt. 2 KSH). Rolę zarządu wzmacnia też fakt, że to zarząd prowadzi rachunkowość spółki, co przekłada się na kształtowanie funduszy dywidendowych (art. art. 348 § 1 KSH)⁹⁰². Jednak tak długo jak wypłata mieści się w ramach prawa, walne zgromadzenie może zignorować wniosek zarządu i dokonać innego podziału zysku⁹⁰³.

2.2.3 Decyzje w sprawach osobowych

Kompetencje walnego zgromadzenia w sprawach osobowych można podzielić na rozliczanie funkcjonariuszy spółki ze sprawowania przez nich funkcji oraz kształtowanie składu osobowego organów.

i) Rozliczanie funkcjonariuszy spółki z pełnienia funkcji

⁹⁰¹ Przepis ten krytykowany jest ze względu na fakt, że jego zakres przedmiotowy jest z jednej strony zbyt szeroki, gdyż abstrahuje od stosunku wartości sprzedawanego przedsiębiorstwa do całości aktywów spółki, a z drugiej strony zbyt wąski, gdyż nie dotyczy majątku w postaci innej niż przedsiębiorstwo lub ZCP, zob. K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 526–531.

⁹⁰² Zważywszy na tę okoliczność, uchwałę w sprawie zysku można by alternatywnie zaklasyfikować jak formę uchwały autoryzacyjnej.

⁹⁰³ Przedłożenie przez zarząd wniosku nie warunkuje też ważnego podjęcia uchwały w sprawie zysku przez walne zgromadzenie. Pozbawione podstaw są wyrażane w doktrynie poglądy przeciwne, zob. *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 66.

Głównym instrumentem rozliczania funkcjonariuszy spółki jest uchwała w sprawie udzielenia funkcjonariuszom absolutorium z wykonania przez nich obowiązków (art. 395 § 2 pkt. 3 KSH). Zbliżoną funkcję pełni uchwała o zatwierdzeniu czynności założycieli spółki w spółce w organizacji (art. 323 § 3 KSH). Kolejną uchwałą tego typu jest uchwała dotyczące roszczeń o naprawienie szkody wyrządzonej przy zawiązaniu spółki lub sprawowaniu zarządu (393 pkt. 2 KSH).

ii) *Kształtowanie składu osobowego organów*

Najważniejszą kompetencją walnego zgromadzenia jest kształtowanie składu osobowego pozostałych organów spółki (powoływanie i odwoływanie jej członków). Łatwość z jaką akcjonariusze mogą odwołać zarządców spółki, z których wyników są niezadowoleni ma zasadniczy wpływ na to jak bardzo zarządcy są receptywni na zgłaszane przez akcjonariuszy zastrzeżenia. Ma więc ona istotny wpływ na ich pozycję przetargową w rozmowach z zarządem⁹⁰⁴.

Prawo polskie, podobnie jak ustawodawstwo większości państw europejskich⁹⁰⁵, przewiduje silną pozycję walnego zgromadzenia w obszarze kształtowania składu personalnego pozostałych organów. Art. 368 § 4 zd. 1 KSH przewiduje jako ogólną zasadę, że członków zarządu powołuje i odwołuje rada nadzorcza, chyba, że statutu stanowi inaczej. Takie ukształtowanie kompetencji zgodne jest z ideą delegacji funkcji nadzorczo-kontrolnych przez akcjonariuszy na radę, które ta z kolei wykonuje kształtując skład zarządu, zarówno powołując jak i odwołując jego członków⁹⁰⁶. Jednak art. 368 § 4 zd. 2 KSH stanowi, że członek zarządu może być odwołany lub zawieszony w czynnościach także przez walne zgromadzenie. Kompetencja walnego zgromadzenia jest więc tutaj równoległa do kompetencji rady. Ponadto, należy zwrócić uwagę na okoliczności, w jakich mogą zostać odwołani zarówno członkowie zarządu oraz rady nadzorczej. Art. 370 § 1 KSH (znajdujący też zastosowanie do rady nadzorczej, art. 386 § 2 KSH) stanowi, że członek zarządu może być odwołany w każdym czasie. Oznacza to, że ani czas trwania kadencji członka organu, ani nawet statutowe ograniczenie możliwości jego odwołania do „ważnych powodów” (art. 370 § 2 KSH) nie stoją na przeszkodzie jego odwołaniu. Odwołanie członka organu pomimo niezaistnienia ważnych powodów może jedynie skutkować odpowiedzialnością odszkodowawczą po stronie spółki⁹⁰⁷.

W spółkach kontrolowanych, inwestorzy instytucjonalni, jako akcjonariusze mniejszościowi nie będą w stanie „bezpośrednio” skorzystać z powyższych szerokich kompetencji walnego zgromadzenia co do kształtowania składu organów spółki. Jednak w przypadku negocjacji co do konieczności dokonania zmian personalnych, akcjonariusz większościowy nie będzie się

⁹⁰⁴ S. Cools, *Europe's Jus Commune on Director Revocability*, ECFR nr 2(8)/2011, s. 203.

⁹⁰⁵ Zob. analizę prawnoporównawczą i historyczną w S. Cools, *Europe's.....*

⁹⁰⁶ Szerzej zob. Rodz. 4 pkt. 1.1.

⁹⁰⁷ *Popiołek* w: J. Strzępka (red.) *Kodeks...*, s. 922; Wyrok SN z 15.11.2006 r. V CSK 241/06.

mógł przynajmniej powoływać na ograniczenia obiektywne, takie jak brak wystąpienia przesłanek odwołania lub okres trwania kadencji członków organów⁹⁰⁸.

2.3 Dopuszczalność podejmowania uchwał samoistnych

Jak wskazano powyżej, walne zgromadzenie może rozstrzygać tylko w sprawach, w których ustawa lub statutu wyraźnie przyznają mu kompetencje. Zgodnie z zasadą rozdziału własności i zarządzania, przepisy KSH zasadniczo nie przyznają walnemu zgromadzeniu kompetencji w obszarze prowadzenia spraw spółki, a więc kształtowania jej strategii i realizowania jej w toku bieżącej działalności spółki – jest to obszar zarządczy, zarezerwowany dla zarządu. Wszelkie postanowienia statutu rozszerzające kompetencje walnego zgromadzenia na ten obszar również nie mogą czynić tego w sposób nadmierny, wypaczający zasadę rozdziału sfer własności i zarządzania⁹⁰⁹. Jednak zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych dotyczy często właśnie spraw tego rodzaju. W tym kontekście pojawia się pytanie o to, czy walne zgromadzenie może zajmować w uchwale stanowisko co do spraw nie znajdujących się w jego wyraźnych kompetencjach, a jeżeli tak, to jakie są konsekwencje prawne ich podjęcia. Tego typu uchwały określane w doktrynie mianem uchwał samoistnych⁹¹⁰.

Część doktryny stoi na stanowisku, że walne zgromadzenie może podejmować uchwały wyłącznie w sprawach, w których ustawa (lub zgodnie z KSH postanowienia statutu) wyraźnie przyznają temu organowi kompetencje decyzyjne, a w konsekwencji podejmowanie uchwał samoistnych w innych sprawach jest niedopuszczalne⁹¹¹. Takie stanowisko wydaje się jednak zbyt restrykcyjne. Ograniczenie wiążących, decyzyjnych kompetencji walnego zgromadzenia do spraw wskazanych wprost w ustawie lub statucie nie musi bowiem wiązać się z konieczności z jednoczesnym zakazem podejmowania przez walne zgromadzenie uchwał w sprawach wykraczających poza ten katalog. Należy przyjąć, że ograniczenie to ma jedynie taki skutek, że uchwały dotyczące spraw, co do których walne zgromadzenie nie posiada przyznanych wprost kompetencji decyzyjnych, nie są wiążące dla spółki i jej organów. Nie ma jednak przeszkód, aby walne zgromadzenie podejmowało uchwały niewiążące, zmierzające do zakomunikowania swojego stanowiska w określonej sprawie. W doktrynie prawa cywilnego wyróżnia się i zasadniczo uznaje za dopuszczalne podejmowanie przez organy osób prawnych uchwał zawierających różnego rodzaju postulaty, stanowiska, apele, dezyderaty czy wezwania do podjęcia określonych działań⁹¹². Nie ma przeszkód żeby przyjąć dopuszczalność

⁹⁰⁸ Uprawnienia mniejszości w zakresie kształtowania składu rady nadzorczej omawiane są w Rozdz. 4 pkt. 3.

⁹⁰⁹ Zob. przyp. 890 powyżej.

⁹¹⁰ Nazewnictwo to stosują Opalski w: A. Opalski (red.) *Kodeks spółek handlowych. Tom IIA*, Warszawa 2018, s. 1044–1045 i Pabis w: A. Opalski (red.) *Kodeks spółek handlowych. Tom IIB*, Warszawa 2018, s. 13 (w kontekście uprawnień zgromadzenia wspólników spółki z o.o., gdzie brak jest odpowiednika art. 375¹ KSH).

⁹¹¹ Zob. zwłaszcza Sołtysiński/Moskwa w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B*..., s. 647, wprost negujący dopuszczalność podejmowania uchwał samoistnych zawierających postulaty i zalecenia kierowane do zarządu bez wyraźnej podstawy w ustawie lub statucie; podobnie jak się wydaje Krysiak w: Z. Jara (red.) *Kodeks*..., s. 1917.

⁹¹² Z. Radwański, A. Olejniczak (red.) *Prawo cywilne - część ogólna. SPP, tom 2.*, 2019, s. 257. Odmienne SN w (dotyczącym prawa spółdzielczego) wyr. z 19.03.1996 r., III CZP 20/96, w którym odmówił tego typu uchwałom w ogóle statusu uchwał. Orzeczenie to zostało jednak poddane krytyce w doktrynie, gdzie wskazuje

podejmowania takich uchwał przez walne zgromadzenie spółki akcyjnej, o ile nie wkraczają one nadmiernie w kompetencje innych organów spółki⁹¹³. Dopuszczenie ich podejmowania jest prakseologicznie uzasadnione, ze względu na ważną funkcję informacyjną i komunikacyjną, którą pełnią - pozwalają one wyrazić ekonomicznym właścicielom spółki ich zdanie na temat ważnych obszarów jej działalności, a także zakomunikować władzom spółki dezaprobatę akcjonariuszy wobec ich pracy⁹¹⁴, w sposób mniej drastyczny niż nieudzielenie członkom organów absolutorium czy też ich odwołanie. Zarząd i rada nadzorcza nie są związane tego typu uchwałami, ale mogą one stanowić dla nich istotną wskazówkę przy odkodowywaniu interesu spółki, który stanowi wypadkową interesów jej akcjonariuszy i pozwolić na korektę planów spółki w przypadku uznania postulatów akcjonariuszy za słuszne. Nie oznacza to jednak, że walne zgromadzenie ma zupełną swobodę w podejmowaniu tego typu uchwał i formułowaniu ich treści (zob. pkt. 2.2. poniżej).

Jednocześnie od zakresu spraw, co do których walne zgromadzenie władne jest podjąć uchwałę należy odróżnić zakres spraw w przedmiocie których walne zgromadzenie może prowadzić debatę, bez podejmowania uchwały. W doktrynie nie budzi kontrowersji, że walne zgromadzenie może debatować nad wszystkimi sprawami spółki⁹¹⁵. Oznacza to, że dowolne sprawy spółki mogą zostać ujęte w porządku obrad na potrzeby przeprowadzenia nad nimi debaty, co jest o tyle istotne, że porządek obrad determinuje zakres spraw, co do których akcjonariusze mogą skorzystać z indywidualnego prawa do informacji na walnym zgromadzeniu (art. 428 § 1 KSH). Jednocześnie jednak aby zgromadzenie mogło przeprowadzić debatę nad daną sprawą nie musi być ona ujęta w ogłoszonym porządku obrad (*a contrario* art. 404 § 1 KSH)⁹¹⁶.

2.4 Zakaz wydawania wiążących poleceń zarządowi

Jak zaznaczono, dopuszczenie podejmowania uchwał samoistnych nie oznacza zupełnej swobody walnego zgromadzenia w kształtowaniu treści tego typu uchwał. Kwestie tą regulują art. 375 i art. 375¹ KSH. Zgodnie z art. 375 KSH wobec spółki członkowie zarządu podlegają ograniczeniom ustanowionym w niniejszym dziale, w statucie, regulaminie zarządu oraz w uchwałach rady nadzorczej i walnego zgromadzenia. Z kolei art. 375¹ KSH stanowi, że walne zgromadzenie i rada nadzorcza nie mogą wydawać zarządowi wiążących poleceń dotyczących

się, że przyjmowanie tego typu uchwał przez organy osób prawnych (w tym spółek kapitałowych) jest dopuszczalne uchwały tego typu nie stanowią natomiast czynności prawnych (co jednak nie wpływa np. na ich zaskarżalność), zob. P. Antoszek, *Charakter prawny uchwały walnego zgromadzenia spółdzielni*, Głosa nr 3/2006 oraz *Szwaja* w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 858.

⁹¹³ Takie stanowisko dominuje w doktrynie - *Szwaja* w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 857–858; *Szumański* w: *tamże*, s. 658; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 518; *Opalski* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIA...*, s. 1341; *Szczurowski* w: Z. Jara (red.) *Kodeks...*, s. 1843; *Popiołek* w: J. Strzępka (red.) *Kodeks...*, s. 932.

⁹¹⁴ Oczywiście przy skoncentrowanej strukturze własności, akcjonariusz większościowy w praktyce raczej nie będzie komunikował swoich oczekiwań członkom organów poprzez uchwały walnego zgromadzenia, a w sposób mniej sformalizowany.

⁹¹⁵ Zamiast wielu zob. *Szwaja* w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 864.

⁹¹⁶ Tak też wprost dawny art. 57 ust. 4 Prawa o spółkach akcyjnych, który wprost stanowił, że bez powzięcia uchwał mogą się odbywać obrady i rozprawy także w przedmiotach nieobjętych porządkiem dziennym.

prowadzenia spraw spółki. Słusznie *A. Opalski* wskazuje, że ze względu na ich umiejscowienie obok siebie w KSH przy równoczesnej *prima facie* sprzeczności ich treści, przepisy te należy interpretować łącznie⁹¹⁷. Skoro walne zgromadzenie nie może wydawać zarządowi wiążących poleceń (art. 375¹ KSH), pojawia się pytanie o to w jakim znaczeniu zarząd „podlega ograniczeniom ustanowionym w (...) uchwałach walnego zgromadzenia” (art. 375 KSH).

Zawarte w art. 375 KSH odwołanie do uchwał walnego zgromadzenia dotyczy wyłącznie uchwał w sprawach, w których walne zgromadzenie posiada wyraźnie przyznane ustawą lub statutem kompetencje⁹¹⁸. Przykładowo, jeżeli walne zgromadzenie podejmie uchwałę o przeznaczeniu zysku do podziału, zarząd zobowiązany jest ją wykonać, dokonując wypłaty dywidendy. Podejmowanie tego typu uchwał nie narusza zakazu wydawania przez walne zgromadzenie wiążących poleceń zarządowi. Odwołanie do związania uchwałami zgromadzenia w art. 375 KSH nie obejmuje natomiast uchwał samoistnych. Taka interpretacja zezwalana na pogodzenie odwołania do uchwał walnego zgromadzenia w treści art. 375 KSH z zakazem wydawania wiążących poleceń zarządu. Związanie zarządu uchwałami walnego zgromadzenia w sprawach, w których zgromadzenie ma kompetencje decyzyjne, wynika jednak już z zawartych we wcześniejszej części art. 375 KSH odwołań do ograniczeń wynikających z KSH („niniejszego działu”) oraz statutu spółki. Odrębne odwołanie do uchwał walnego zgromadzenia w treści art. 375 KSH stanowi zatem *superfluum*, wywołujące niepotrzebne wątpliwości interpretacyjne, poprzez sugerowanie, że walne zgromadzenie może w drodze uchwały ustanawiać dla zarządu dowolne ograniczenia⁹¹⁹.

Wątpliwości te miało rozwiązać ustanowienie wyraźnego zakazu wydawania wiążących poleceń przez walne zgromadzenie w art. 375¹ KSH⁹²⁰. Stanowi on najbardziej prominentny przejaw zasady rozdziału własności i zarządzania, charakterystycznego dla modelowej spółki kapitałowej jaką jest spółka akcyjna oraz zasady wyodrębnienia kompetencji poszczególnych organów spółki⁹²¹. Jak wynika z powyższych rozważań na tle art. 375 KSH, zakazu wydawania poleceń nie naruszają uchwały walnego zgromadzenia rozstrzygające sprawy, co do których zgromadzenie wykonuje własne kompetencje. Przepis ten dotyczy przede wszystkim uchwał dotyczących sfery prowadzenia spraw spółki, w której kompetencje przysługują zarządowi.

Jak jednak argumentowano powyżej, nie oznacza to pełnego zakazu podejmowania przez walne zgromadzenie uchwał w tych sprawach. Z art. 375¹ KSH wynika jedynie, że uchwały te nie mogą mieć charakteru wiążących poleceń. Natomiast należy dopuścić podejmowanie przez

⁹¹⁷ *Opalski* w: *A. Opalski* (red.) *KSH, t. IIIA...*, s. 1340.

⁹¹⁸ *Szumański* w: *S. Sołtysiński i in., KSH. t. III...*, s. 656; *Popiołek* w: *J. Strzępka* (red.) *Kodeks...*, s. 931; *Szczurkowski* w: *Z. Jara* (red.) *Kodeks...*, s. 1841; *Ł. Gasiński*, *Z problematyki dopuszczalności zawierania umów z członkami rady nadzorczej*, Głosa nr 4/2012, s. 32.

⁹¹⁹ *Opalski* w: *A. Opalski* (red.) *KSH, t. IIIA...*, s. 1341–1342.

⁹²⁰ Obecne brzmienie tego przepisu zostało ukształtowane ustawą z 12.12.2003 r. o zmianie ustawy - Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. 2003 nr 229 poz. 2276. Zob. Druk nr 1666, Sejm IV kadencji. Uzasadnienie, s. 40 – 41. Przed dodaniem art. 375¹ KSH wyrażał wprost jedynie zakaz wydawania poleceń zarządowi przez radę nadzorczą.

⁹²¹ *A. Opalski* (red.) *KSH, t. IIIA...*, s. 1343; *K. Oplustil, Instrumenty...*, s. 139; *Szumański* w: *S. Sołtysiński i in., KSH. t. III...*, s. 658.

walne zgromadzenie uchwał samoistnych sformułowanych jako niewiążące sugestie, postulaty czy apele do zarządu lub też jako stanowiska czy opinie walnego zgromadzenia⁹²². Jeżeli uchwała w tego typu sprawach zostanie sformułowana jako polecenie – różnica pomiędzy wydaniem polecenia a zajęciem stanowiska lub wyrażeniem opinii jest oczywiście nieostra – zarząd nie jest nią związany, a sama uchwała podlega zaskarżeniu na podstawie art. 425 KSH jako sprzeczna z prawem (z art. 375¹ KSH).

Niezastosowanie się do tego typu uchwały nie może stanowić podstawy odpowiedzialności odszkodowawczej członków zarządu wobec spółki – choć często jego konsekwencją będzie pociągnięcie funkcjonariuszy do odpowiedzialności organizacyjnej. Poza pozaprawnymi bodźcami reputacyjnymi, największą motywacją do zapewnienia starannego działania członków zarządu jest oczywiście groźba odpowiedzialności odszkodowawczej wobec spółki. Istotne jest więc, że fakt, że dana decyzja zarządu została podjęta w wykonaniu samoistnej uchwały walnego zgromadzenia – czy to sformułowanej jako polecenie dokonania określonej czynności, czy to jako dopuszczalny apel lub sugestia - nie zmienia w żaden sposób zasad odpowiedzialności odszkodowawczej członków zarządu wobec spółki lub wobec osób trzecich⁹²³. Przyjęcie, że zastosowanie się do polecenia akcjonariuszy, zasadniczo nieodpowiadających majątkowo wobec spółki prowadzi do wyłączenia odpowiedzialności zarządu otworzyłoby pole do nadużyć, gdyż spółką kierowałyby osoby nie odpowiadające za to majątkowo wobec niej samej lub osób trzecich. Z drugiej strony, podjęcie przez zarząd czynności zarekomendowanej uchwałą walnego zgromadzenia nie skutkuje automatycznie nieważnością dokonanej przez zarząd czynności⁹²⁴. Nawet w obliczu obowiązywania art. 375¹ KSH niemożliwe jest zupełne zapobieżenie wywieraniu przez akcjonariuszy wpływu na zarząd, również w trybie innym niż podejmowanie uchwały walnego zgromadzenia⁹²⁵. Zarząd jednak nie może ulegać tym wpływom bezwolnie i musi podejmować decyzje biznesowe w oparciu o własny osąd, co zapewnić mają m.in. reguły odpowiedzialności odszkodowawczej⁹²⁶.

3 Zwolywanie walnego zgromadzenia i legitymacja akcjonariusza do uczestnictwa

3.1 Podmioty uprawnione do zwołania walnego zgromadzenia

Katalog podmiotów uprawnionych do zwołania walnego zgromadzenia wskazuje art. 399 KSH, odrębnie w odniesieniu do zgromadzeń zwyczajnych i nadzwyczajnych. W odniesieniu do zgromadzenia zwyczajnego, jego zwołanie w terminie wymaganym przez ustawę lub statut jest zasadniczo uprawnieniem oraz obowiązkiem zarządu (art. 399 § 1 KSH). Jeżeli zarząd nie

⁹²² Zob. pkt. 2.3. powyżej.

⁹²³ *Ibid.*

⁹²⁴ Tak Ł. Gasiński, *Z problematyki...*, s. 32, krytycznie wobec odmiennego stanowiska wyrażonego w wyr. SN z 3.11.2009 r., III CSK 181/09.

⁹²⁵ *Opalski w: A. Opalski (red.) KSH, t. IIIA...*, s. 1352.

⁹²⁶ Ws. odpowiedzialności akcjonariusza za wywieranie wpływu na spółkę zob. pkt. 8.4.3. poniżej.

zwoła zwyczajnego zgromadzenia w odpowiednim terminie, może to uczynić rada nadzorcza (art. 399 § 2 KSH) albo inna osoba, której statut przyznaje takie uprawnienie (art. 399 § 4 KSH). Uprawnienia rady nadzorczej lub innych osób są więc subsydiarne, a ich funkcją jest umożliwienie zwołania w spółce zwyczajnego walnego zgromadzenia pomimo bezczynności zarządu. Nadzwyczajne walne zgromadzenie zwołuje zarząd, rada nadzorcza oraz inne osoby uprawnione w statucie, jeżeli uznają to za zasadne.

Dodatkowo art. 399 § 3 KSH przyznaje tę kompetencję akcjonariuszom reprezentującym co najmniej połowę kapitału zakładowego lub co najmniej połowę ogółu głosów w spółce. Uprawnienie to przysługuje akcjonariuszom niezależnie od uprawnienia mniejszości z art. 400 KSH i różni się od niego tym, że zgodnie z art. 399 § 3 KSH, akcjonariusze nie kierują żądania zwołania zgromadzenia do zarządu, a posiadają samodzielne prawo jego zwołania.

W praktyce jednak, skorzystanie przez akcjonariuszy (a także radę nadzorczą) z uprawnienia do zwołania walnego zgromadzenia uzależnione jest w spółce publicznej od współdziałania zarządu, który posiada dostęp do strony internetowej spółki oraz systemu ESPI, niezbędnych do prawidłowego zwołania zgromadzenia. SN przyjął, że brak współdziałania zarządu w takiej sytuacji stanowić będzie naruszenie art. 594 § 1 pkt. 3 KSH, zagrożone grzywną do 20 tys. złotych⁹²⁷. Współdziałanie zarządu zazwyczaj będzie też konieczne na etapie organizacji zwołanego walnego zgromadzenia (przygotowania sali, systemów do głosowania itd.). W związku z tym rekomendacja 4.5. Dorych Praktyk stanowi, że w przypadku otrzymania przez zarząd informacji o zwołaniu walnego zgromadzenia na podstawie art. 399 § 2 – 4 KSH, zarząd niezwłocznie dokonuje czynności, do których jest zobowiązany w związku z organizacją i przeprowadzeniem walnego zgromadzenia.

3.2 Sposób zwoływania walnego zgromadzenia

Zgodnie z art. 402¹ § 1 KSH, walne zgromadzenie spółki publicznej zwołuje się przez ogłoszenie dokonywane na stronie internetowej spółki oraz w sposób określony dla przekazywania informacji bieżących zgodnie z przepisami ustawy o ofercie publicznej, tj. za pośrednictwem agencji informacyjnych (zob. art. 58 u.o.p.), czyli w praktyce poprzez publikację raportu bieżącego w systemie ESPI. Obecne brzmienie tego przepisu zostało ukształtowane nowelizacją z 5.12.2008 r. i implementuje art. 5 ust. 2 SRD, który wymaga zwoływania walnego zgromadzenia w sposób gwarantujący szybki i niedyskryminujący dostęp do ogłoszenia o zwołaniu walnego zgromadzenia, z wykorzystaniem środków przekazu, z jakich można racjonalnie korzystać w celu skutecznego przekazania informacji społeczeństwu

⁹²⁷ Uchwała SN z 17.12.2010 r., sygn. III CZP 96/10.

w całej Wspólnocie (UE)⁹²⁸. Rozwiązania te wdrażają model tzw. „wypchnięcia” (*push; targeted push*) do inwestorów informacji o zwołaniu walnego zgromadzenia⁹²⁹.

Zgodnie z art. 4021 § 2 KSH, ogłoszenie powinno być dokonane co najmniej na 26 dni przed terminem walnego zgromadzenia (art. 5 ust. 1 SRD zobowiązuje do ustanowienia terminu nie późniejszego niż 21 dni). Termin ten rozpoczyna bieg w dniu dokonania ogłoszenia o zwołaniu zgromadzenia, a jego bieg powinien zakończyć jeden dzień przed datą, na którą wyznaczono zgromadzenie⁹³⁰. Aby zgromadzenie zostało skutecznie zwołane ogłoszenie powinno zostać dokonane w obydwu trybach – na stronie internetowej spółki i poprzez publikację raportu bieżącego – z zachowaniem terminu 26 dni. W przypadku, w którym jedno z tych ogłoszeń ukazałoby się w późniejszym dniu, ten późniejszy dzień należy uznać za dzień ogłoszenia o zwołaniu zgromadzenia.

3.3 Informacje przekazywane akcjonariuszom w związku ze zwołaniem walnego zgromadzenia

3.3.1 Treść ogłoszenia o zwołaniu walnego zgromadzenia i informacje publikowane na stronie internetowej

Wymogi dotyczące minimalnej treści ogłoszenia o zwołaniu zgromadzenia ustanowione w art. 402² KSH - implementującym niemal dosłownie art. 5 ust. 3 SRD - są w spółce publicznej o wiele bardziej szczegółowe niż w spółce niepublicznej. Zgodnie z art. 402² KSH ogłoszenie o zwołaniu walnego zgromadzenia powinno zawierać co najmniej:

1. datę, godzinę i miejsce walnego zgromadzenia oraz szczegółowy porządek obrad;
2. precyzyjny opis procedur dotyczących uczestniczenia w walnym zgromadzeniu i wykonywania prawa głosu;
3. dzień rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, o którym mowa w art. 406¹;
4. informację, że prawo uczestniczenia w walnym zgromadzeniu mają tylko osoby będące akcjonariuszami spółki w dniu rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu;
5. wskazanie, gdzie i w jaki sposób osoba uprawniona do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu może uzyskać pełny tekst dokumentacji, która ma być przedstawiona walnemu zgromadzeniu, oraz projekty uchwał lub, jeżeli nie przewiduje się podejmowania uchwał, uwagi zarządu lub rady nadzorczej spółki, dotyczące spraw wprowadzonych do porządku obrad walnego zgromadzenia lub spraw, które mają zostać wprowadzone do porządku obrad przed terminem walnego zgromadzenia;

⁹²⁸ W poprzednim stanie prawnym w spółce publicznej zwoływano walne zgromadzenie poprzez ogłoszenie w MSiG, co polski ustawodawca słusznie uznał za niespełniające wymogu szybkiego i niedyskryminującego dostępu.

⁹²⁹ K. Grabowski, *Dyrektywa o prawach akcjonariuszy. Studium tworzenia prawa i przewodnik po dyrektywie*, Kraków 2014, s. 174, 238; D. Zetzsche, *Shareholder passivity, cross-border voting and the shareholder rights directive*, JCLS nr 2(8)/2008, s. 319–321. Model ten został rozwinięty w wyniku implementacji zmian wynikających z SRD II (zob. pkt. 3.3.2. poniżej).

⁹³⁰ Wyrok SN z 9.1.2015 r., sygn. V CSK 180/14.

6. wskazanie adresu strony internetowej, na której będą udostępnione informacje dotyczące walnego zgromadzenia.

Informacje wskazane w pkt. 2 obejmują informacje o prawach akcjonariusza z art. 401 §1, §4 i §5 KSH (lit. a – c), oraz informacje o poszczególnych sposobach uczestnictwa w walnym zgromadzeniu i wykonywania prawa głosu (przez pełnomocnika, przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej, drogą korespondencyjną; lit. d – g). Jak zauważa się w doktrynie, te ekstensywne ujawnienia dotyczące praw akcjonariuszy służą ochronie ich interesów i są zbliżone do ujawnień mających na celu ochronę inwestora⁹³¹. Z tego też względu nie mogą one być ograniczone do zaledwie przytoczenia odpowiednich przepisów, a powinny w sposób zrozumiały wyjaśniać akcjonariuszom warunki skorzystania z ich uprawnień (sposób obliczania terminów, wykazania legitymacji itp.)⁹³². Mimo, że art. 402 KSH nie reguluje zwoływania zgromadzenia spółki publicznej, powszechnie przyjmuje się, że również w spółce publicznej zastosowanie ma art. 402 § 2 zd. 2 i 3 KSH, ustanawiający obowiązek przywołania w ogłoszeniu treści projektowanych zmian statutu⁹³³.

Rozwinięciem art. 402² pkt. 5 i 6 KSH, jest art. 4023 § 1 KSH, wskazujący, jakie informacje spółka powinna udostępniać na swojej stronie internetowej w związku z walnym zgromadzeniem. Są to: 1) ogłoszenie o zwołaniu walnego zgromadzenia; 2) informację o ogólnej liczbie akcji w spółce i liczbie głosów z tych akcji w dniu ogłoszenia, a jeżeli akcje są różnych rodzajów – także o podziale akcji na poszczególne rodzaje i liczbie głosów z akcji poszczególnych rodzajów; 3) dokumentację, która ma być przedstawiona walnemu zgromadzeniu; 4) projekty uchwał lub, jeżeli nie przewiduje się podejmowania uchwał, uwagi zarządu lub rady nadzorczej spółki, dotyczące spraw wprowadzonych do porządku obrad walnego zgromadzenia lub spraw, które mają zostać wprowadzone do porządku obrad przed terminem walnego zgromadzenia; 5) formularze pozwalające na wykonywanie prawa głosu przez pełnomocnika lub drogą korespondencyjną, jeżeli nie są one wysyłane bezpośrednio do wszystkich akcjonariuszy⁹³⁴. Jako że informacje te muszą być dostępne na stronie spółki od dnia ogłoszenia o zwołaniu walnego zgromadzenia (do zakończenia jego obrad), w praktyce są one publikowane wraz z ogłoszeniem, często na tej samej stronie; rozbieżności informacji publikowanych przez spółkę w związku z walnym zgromadzeniem pomiędzy art. 402² oraz 402³ KSH wydają się więc nieco sztuczne.

Raport bieżący zawierający ogłoszenie o zwołaniu walnego zgromadzenia powinien zawierać zarówno treść ogłoszenia zgodnie z art. 4022 KSH jak i dokumenty mające zostać przedłożone

⁹³¹ *Herbet* w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 1008.

⁹³² *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 184.

⁹³³ *Pabis* w: *Ibid.*, s. 183.

⁹³⁴ Do formularzy do głosowania przez pełnomocnika i drogą korespondencyjną odnoszą się też § 2 i 3 tego przepisu, szerzej nt. tych form głosowania zob. pkt. 6.1 i 6.2 poniżej.

walnemu zgromadzeniu oraz projekty uchwał, zamieszczane na stronie internetowej spółki zgodnie z art. 402³ KSH (zob. §20 ust. 1 pkt. 1 i 2 r.i.b.o.)⁹³⁵.

Spośród wskazanych elementów ogłoszenia o zwołaniu walnego zgromadzenia najważniejsze znaczenie ma z pewnością porządek obrad, który determinuje zakres spraw, co do których walne zgromadzenie może podejmować uchwały (art. 404 § 1 KSH), a także spraw w odniesieniu do których akcjonariusze mogą korzystać z prawa do informacji (art. 428 § 1 KSH). Treść porządku obrad ma więc zasadniczy wpływ na decyzję akcjonariuszy o udziale w walnym zgromadzeniu – w przypadku braku ujęcia sprawy, która go interesuje w porządku obrad, akcjonariusz ma pewność, że nie zostanie poddana pod głosowanie uchwała jej dotycząca i może zrezygnować z udziału w zgromadzeniu. Porządek obrad powinien być „szczegółowy” (art. 402² pkt. 1 KSH). Nie należy utożsamiać tego wymogu z koniecznością rozbudowanego czy wręcz rozwlekłego opisu każdego jego punktu. Chodzi raczej o konieczność zapewnienia *materialnej* zgodności brzmienia ogłoszenia o zwołaniu zgromadzenia z rzeczywistym zakresem spraw, które zwołujący zgromadzenie planuje poddać pod debatę i głosowania⁹³⁶. Jednocześnie jednak wskazać można typowe przykłady wadliwego sformułowania porządku obrad, takie jak ujęcie w nim „spraw nierozpatrzonej na poprzednim zgromadzeniu”, „pozostałych spraw” czy „wolnych wniosków” itp.⁹³⁷. Bardziej rozbudowany opis danego poszczególnych punktów porządku obrad, dostarczający akcjonariuszom odpowiedniego kontekstu dla zrozumienia danej sprawy może i powinien wynikać z uzasadnienia projektów zgłaszanych uchwał, uwag zarządu lub rady nadzorczej o których mowa w art. 402³ § 1 pkt. 4 KSH lub dodatkowej dokumentacji przedkładanej walnemu zgromadzeniu (art. 402³ § 1 pkt. 3 KSH).

Szczególnych problemów może dostarczać nazywanie punktów porządków obrad w sprawach personalnych. *R. Pabis* słusznie podkreśla, że w przypadku planów podjęcia uchwał dotyczących powołania członków organów spółki wskazanie w porządku obrad, że uchwała o powołaniu ma dotyczyć wskazanego z imienia i nazwiska kandydata blokowałoby możliwość zgłaszania innych kandydatur w ramach danego punktu porządku obrad⁹³⁸. W takim wypadku

⁹³⁵ Istnienie tego przepisu rozstrzyga zgłaszane w doktrynie wątpliwościami co do tego czy art. 402² KSH ma zastosowanie tylko do ogłoszenia na stronie spółki czy też do raportu bieżącego obejmującego ogłoszenie, por. *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 181 oraz *Herbet* w: S. Sołtysiński i in., *KSH, t. III...*, s. 1008.

⁹³⁶ Jak słusznie przyjęto w orzecznictwie: „Oznaczenie porządku obrad zgromadzenia musi być na tyle dokładne, żeby było jasne, co będzie rzeczywistym przedmiotem obrad, żeby to umożliwiałoby realne przygotowanie się do dyskusji i do podjęcia ewentualnych uchwał. Oznaczenie szczegółowego porządku obrad zgromadzenia dopuszcza jego zwięzłe sformułowanie i nie wymaga wskazywania brzmienia planowanych uchwał, sprzeciwia się jednak czynić to ogólnikowo oraz tak niedokładnie, że wprowadza współników w błąd, a zwłaszcza uniemożliwia albo ogranicza im rzeczywistą realizację uprawnień ustawowych lub umownych”, Wyrok SN z 14 maja 2009 r., sygn. I CSK 406/08.

⁹³⁷ *Szwaja* w: S. Sołtysiński i in., *KSH, t. III...*, s. 989; *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 168.

⁹³⁸ *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 168 Niejednoznacznie, K. Oplustil, *Dyrektywa 2007/36/WE w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy i jej wpływ na prawo polskie – cz. I*, Monitor Prawniczy nr 2/2008, s. 67 który z jednej strony wskazuje, że „w przypadku, gdy walne zgromadzenie ma podjąć uchwałę o wyborze rady nadzorczej lub zarządu spółki, w projekcie uchwały, należy wskazać osoby kandydatów”, krytykując jednak „spotykane niekiedy w polskiej praktyce ogólne oznaczenie dotyczącego tej kwestii punktu obrad, np. „wybór członków rady nadzorczej”.

punkt porządku obrad powinien jedynie wskazywać ogólnie na uchwałę w sprawie wyboru członka organu spółki, zaś odpowiednia kandydatura powinna być przedstawiona w projekcie uchwały.

Generalnie, poza zmianami statutu (art. 402 § 2 KSH) ustawa nie wymaga zamieszczania w porządku obrad projektów uchwał w odniesieniu do ujętych w nim spraw. Jeżeli projekty uchwały zostały zgłoszone, są one publikowane na stronie internetowej (art. 402³ § 1 pkt. 4 KSH; jeżeli nie przewiduje się podejmowania uchwał należy zamieścić w materiałach udostępnianych na stronie uwagi zarządu lub rady nadzorczej dotyczące danej sprawy z porządku obrad. W przypadku zamieszczenia w porządku obrad projektów uchwał dopuszczalne jest podejmowanie uchwał o treści innej niż wskazana w projektach (por. art. 401 § 5 KSH). Odstępstwa od treści projektu nie mogą jednak mieć takiego charakteru, że uchwała przestanie mieć związek z danym punktem porządku obrad, stając się uchwałą powziętą w sprawie nieobjętej porządkiem obrad⁹³⁹. W doktrynie przyjmuje się, że mimo iż przepisy nie nakładają takiego obowiązku, celowe jest aby wszystkie zgłaszane projekty uchwał zawierały uzasadnienie⁹⁴⁰. Potwierdza to również rekomendacja 4.6. Dobrych Praktyk, zgodnie z którą w celu ułatwienia akcjonariuszom biorącym udział w walnym zgromadzeniu głosowania nad uchwałami z należytym rozeznaniem, projekty uchwał walnego zgromadzenia dotyczących spraw i rozstrzygnięć innych niż o charakterze porządkowym powinny zawierać uzasadnienie, chyba że wynika ono z dokumentacji przedstawianej walnemu zgromadzeniu.

Uchwały w sprawach nieobjętych porządkiem obrad mogą dotyczyć jedynie zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia lub wniosków porządkowych (art. 404 KSH). Przez wnioski porządkowe należy rozumieć tylko takie, które dotyczą sposobu rozpatrywania spraw objętych porządkiem obrad walnego zgromadzenia, sposobu głosowania i podejmowania uchwał⁹⁴¹. Jednak w doktrynie wskazuje się, że niektóre inne sprawy mogą być przedmiotem uchwały, nawet jeżeli nie zostały ujęte w porządku obrad, np. jeżeli przepis ustawy nakazuje podjęcie stosownej uchwały lub występują inne szczególne okoliczności⁹⁴². Należy jednak

⁹³⁹ S. Sołtysiński, *Glosa do wyroku SN z dnia 16 kwietnia 2002 r., V CKN 997/00*, OSP nr 3/2003

⁹⁴⁰ Pabis w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 195; Herbet w: S. Sołtysiński i in., *KSH, t. III...*, s. 1020

⁹⁴¹ Wyrok SN z 22.03.2000 r., sygn. I CKN 450/98.

⁹⁴² W odniesieniu do tej pierwszej grupy przypadków w doktrynie wskazuje się tutaj m.in. na uchwałę dotyczącą kosztów odbycia zgromadzenia z art. 400 § 4 KSH lub na sprawy wskazane w art. 395 § 1 KSH w przypadku zwyczajnego zgromadzenia. W odniesieniu do innych spraw, część autorów postuluje możliwość podjęcia uchwały w sprawie odwołania i powołania nowych członków organów w przypadku nieuzyskania przez dotychczasowych piastunów absolutorium, zob. *Szwaja* w: S. Sołtysiński i in., *KSH, t. III...*, s. 1034. Zdaniem M. Rodzyńkiewicza z zasady odwołalności członków zarządu „w każdym czasie” (art. 370 § 1 KSH) wynika, że uchwała o odwołaniu może być podjęta nawet jeżeli nie została umieszczona w porządku obrad, M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks...*, s. 540. Autor słusznie wskazuje, że członkowie zarządu mogą sabotować próbę ich odwołania odmawiając zamieszczenia odpowiedniego punktu w porządku obrad. Jednak stanowisko to (wprost odrzucane w orzecznictwie, zob. cyt. wyżej wyrok SN z 22.03.2000 r.) wydaje się zbyt radykalne; zasada odwołalności funkcjonariuszy w każdym czasie nie może przeważać nad ochronną funkcją porządku obrad. Jak się wydaje w przypadku niezamieszczenia odwołania członka organu w porządku obrad w wyniku jego działań w złej wierze, uchwała nie będzie nieważna jako sprzeczna z art. 404 § 1 KSH.

zauważyć, że zakaz podejmowania uchwał w sprawach nieobjętym porządkiem obrad nie wyklucza prowadzenia przez walne zgromadzenie debaty nad daną sprawą⁹⁴³.

Pomimo, że w judykaturze prezentowane były w tym przedmiocie różne stanowiska⁹⁴⁴, obecnie przeważa pogląd zgodnie z którym naruszenie art. 404 § 1 KSH nie stanowi jedynie uchybienia formalnego, a naruszenie normy o charakterze *ius cogens*, skutkującej zawsze nieważnością uchwały, bez konieczności badania wpływu naruszenia na jej podjęcie⁹⁴⁵. Jednocześnie naruszenie art. 404 § 1 KSH stanowi podstawę legitymacji podmiotowej do wniesienia powództwa przez akcjonariuszy nieobecnych na zgromadzeniu (art. 422 § 2 pkt. 4 KSH).

Dokumentacja, która ma być przedstawiona walnemu zgromadzeniu (art. 402² pkt. 5, art. 402³ § 1 pkt. 3 KSH) obejmuje wszelkie dokumenty, inne niż projekty uchwał, które spółka jest zobowiązana lub chce dobrowolnie przedstawić walnemu zgromadzeniu, w związku z planowanym porządkiem obrad. Przedstawienia w określonych sytuacjach określonych dokumentów walnemu zgromadzeniu wymaga KSH. Przede wszystkim w związku ze zwyczajnym walnym zgromadzeniem, spółka musi przedstawić walnemu zgromadzeniu sprawozdanie finansowe, sprawozdanie zarządu z działalności spółki (art. 395 § 1 KSH) oraz sprawozdanie rady nadzorczej (art. 382 § 3 pkt. 3 KSH)⁹⁴⁶. Dokumentacja ta nie musi ograniczać się jednak do dokumentów wyłącznie wskazanych w KSH lub innych ustawach i może również obejmować inne dokumenty (sprawozdania, raporty, opinie prawne, wyceny sporządzone na potrzeby transakcji, które zatwierdzać ma zgromadzenie itp., zasadniczo w dowolnej formie i formacie). Zarówno art. 402² jak i 402³ KSH wskazują jedynie minimalny katalog informacji, które muszą się znaleźć w zawiadomieniu o zwołaniu walnego zgromadzenia lub na stronie internetowej spółki, a spółka może udostępnić w tych miejscach dodatkowe informacje lub dokumenty, jeżeli miałyby to przyczynić się do lepszego rozumienia punktów porządku obrad przez akcjonariuszy⁹⁴⁷.

3.3.2 Przekazywanie akcjonariuszom informacji o zwołaniu walnego zgromadzeniu przez pośredników finansowych

3.3.2.1 Kontekst regulacji i uwagi prawnoporównawcze

Nowe rozwiązania w zakresie przekazywania akcjonariuszom informacji o zwołaniu walnego zgromadzenia wprowadziła implementacja SRD II, która nakazała państwom członkowskim przyjęcie rozwiązań zapewniających zaangażowanie w ten proces pośredników finansowych.

Nałożenie na pośredników finansowych obowiązków związanych z pośredniczeniem w komunikacji pomiędzy spółką i akcjonariuszami, była na poziomie unijnym rozważana już w

⁹⁴³ *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 210.

⁹⁴⁴ Por. wyrok SN z 5.07.2007 r., sygn. II CSK 163/07.

⁹⁴⁵ Wyrok SN z 7.02.2013 r. sygn. II CSK 300/12; wyrok SN z 30.10.2019, sygn. V CSK 325/18.

⁹⁴⁶ Ws. przedstawienia wyczerpującego katalogu przepisów KSH nakazujących przedstawienie określonych dokumentów walnemu zgromadzeniu lub akcjonariuszom zob. *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 193–194 oraz Herbet w: S. Sołtysiński i in., *KSH, t. III...*, s. 1019–1020.

⁹⁴⁷ *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 187, 198.

ramach prac nad dyrektywą SRD. Zwoływanie walnego zgromadzenia zgodnie z ideą „wypchnięcia” informacji do akcjonariuszy (*push toward investors*) pierwotnie miało opierać się właśnie na przekazywaniu informacji indywidualnym akcjonariuszom przez pośredników finansowych⁹⁴⁸. Obserwatorzy procesu legislacyjnego podkreślają, że projektowane regulacje w tym obszarze stanowiły źródło największych kontrowersji w toku prac nad dyrektywą⁹⁴⁹, i finalnie przyjętym rozwiązaniem było zobowiązanie spółek do dokonywania ogłoszenia o zwołania walnego zgromadzenia za pośrednictwem agencji informacyjnych (co określone zostało w doktrynie mianem modelu *targeted push*)⁹⁵⁰.

Unijny prawodawca powrócił jednak do tego zagadnienia w ramach prac nad SRD II. Potrzeba przyjęcia wprowadzanych rozwiązań może być przy tym różnie postrzegana, w zależności od przyjętego sposobu komunikacji pomiędzy spółką a akcjonariuszami w określonym porządku prawnym. Z punktu widzenia prawa polskiego, fakt, że informacja o zwołaniu walnego zgromadzenia (i ewentualnie inne informacje) udostępniane są nie tylko na stornie internetowej spółki oraz w systemie ESPI, ale też trafia do akcjonariusza za pośrednictwem pośrednika finansowego wypada uznać przede wszystkim za praktyczne udogodnienie, nie wpływające jednak fundamentalnie na pozycję prawną akcjonariusza.

Jednak rozwiązania przyjęte przez unijnego prawodawcę w SRD II wydają się być inspirowane rozwiązaniami w charakterystycznymi dla państw anglosaskich, w których powszechne jest głosowanie z wykorzystaniem formularzy do głosowania (*proxy*). Formularze te historycznie musiały być przekazywane akcjonariuszom przed walnym zgromadzeniem co wymagało komunikacji spółki z akcjonariuszami, w której pośredniczyli pośrednicy finansowi (nie tylko ze względów praktycznych, ale z tego powodu, że prawo przyznaje im status akcjonariusza)⁹⁵¹. W tego typu systemach zapewnienie sprawnej komunikacji od spółki do akcjonariusza jest znacznie ważniejsze dla umożliwienia akcjonariuszowi wykonywania praw korporacyjnych. Wymogi SRD II mają stanowić odpowiedź na niektóre problemy praktyczne spotykane w systemach opartych na tego typu rozwiązaniach⁹⁵².

⁹⁴⁸ K. Grabowski, *Dyrektywa...*, s. 106, 122.

⁹⁴⁹ Ibid., s. 342.

⁹⁵⁰ Ibid., s. 174; *Lieder/Bialluch* w: P. Kindler, J. Lieder (red.) *European Corporate Law. Article-by-Article Commentary*, Bloomsbury Publishing 2021, s. 900.

⁹⁵¹ Odnosnie uczestnictwa pośredników finansowych w komunikacji spółki z inwestorami w prawie amerykańskim zob. SEC Rule 14b-1 i Rule 14b-2, nakazujące pośrednikom przekazywanie materiałów udostępnianych przez spółę posiadaczom akcji spółki. Pośrednictwo tych podmiotów w komunikacji z akcjonariuszami zostało utrzymane pomimo możliwości udostępnienia materiałów związanych z walnym zgromadzeniem na stornie spółki (w takiej sytuacji spółki zobowiązane są do przekazania poprzez pośredników powiadomienia o dostępności materiałów, *Notice of Internet Availability of Proxy Materials*).

⁹⁵² Chodzi tu w szczególności o prawo angielskie. W prawie angielskim, w przypadku spółek publicznych za akcjonariuszy, podlegających ujawnieniu w rejestrze akcjonariuszy spółki, uznaje się nie akcjonariuszy w sensie ekonomicznym, a pośredników finansowych, na których rachunkach zbiorczych zapisane są akcje spółki w pierwszym „szczeblu” brytyjskiego depozytu papierów wartościowych CREST (sec. 112 CA; The Uncertificated Securities Regulations 2001, SI 2001/3755 (USR), reg. 20). Postanowienia Companies Act 2006 polegają w dużej mierze na przekazywaniu informacji przez spółkę bezpośrednio do akcjonariuszy (przykładowo, nawet jeżeli spółka może udostępniać akcjonariuszom informacje poprzez stronę internetową, spełniający warunki z Schedule

Ponadto, istotny jest też kontekst transgraniczny przekazywania informacji pomiędzy spółkami giełdowymi a pośrednikami. W Unii Europejskiej, przyjęty w większości państw model wartościowych dematerializacji papierów wartościowych przyznaje w prawny status akcjonariusza końcowemu inwestorowi (akcjonariuszowi w sensie ekonomicznym), wraz z odpowiednimi uprawnieniami do uzyskiwania informacji od spółki, o ile prawo wymaga przekazywania ich akcjonariuszom (w innej formie niż publikacja na stronie internetowej); funkcjonowanie tych rozwiązań może jednak ulec zakłóceniu w kontekście transgranicznym⁹⁵³. Przykładowo, w prawie polskim dedykowanym rozwiązaniem dla pośredników z państw obcych są rachunki zbiorcze (art. 8a ust. 1 u.o.i.f.). Za osobę uprawnioną z akcji zapisanych na takim rachunku nie uznaje się pośrednika będącego jego posiadaczem, a osobę przez niego wskazaną, jednak dla ustalenia jej tożsamości nie stosuje się przepisów prawa polskiego (art. 8 ust. 3 u.o.i.f. *in fine*) - oznacza że decydujące znaczenie mają tu przepisy praw obcych oraz podlegające im stosunki umowne pomiędzy pośrednikiem a jego klientem. Gdyby więc prawo polskie przewidywało przekazywanie przez spółki, poprzez pośredników finansowych określonych informacji (np. formularzy do głosowania) akcjonariuszom, obowiązek ten zapewne obejmowałby jedynie przekazanie informacji posiadaczowi rachunku zbiorczego, a dalsza ich dystrybucja uzależniona byłaby od ukształtowanego pod prawem obcym stosunku prawnego pomiędzy nim a jego klientem (końcowym inwestorem) – SRD II zmierzają do zagwarantowania ostatecznym beneficjentom uprawnień informacyjnych niezależnie od tych ustaleń. Dodatkowo sytuację tę komplikuje fakt, że w łańcuchu pośredników mogą uczestniczyć podmioty spoza UE. W konsekwencji konieczne było przyjęcie eksterytorialnego zakresu obowiązków wprowadzonych w SRD II i objęciem nich również pośredników spoza UE, o ile świadczą oni usługi w odniesieniu do akcji spółek mających siedzibę w UE lub, których akcje są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym w państwie członkowskim (zob. art. 1 ust. 5, art. 3e SRD II oraz motyw 12 SRD II).

3.3.2.2 Rozwiązania wprowadzone w wyniku implementacji SRD II

Zgodnie z art. 3b ust. 1 lit. a SRD II państwa członkowskie zapewniają, by pośrednicy byli zobowiązani do bezzwłocznego przekazywania akcjonariuszowi lub osobie trzeciej wyznaczonej przez akcjonariusza informacji, które spółka jest zobowiązana przekazywać

5, sec. 10 CA, powinna przesłać akcjonariuszom zawiadomienie o udostępnieniu informacji na stronie, zgodnie z Schedule 5 sec. 13 CA). Jednak beneficjentami tych obowiązków są właśnie pośrednicy finansowi posiadający akcje spółki na rachunkach zbiorczych w CREST. Przepisy CA, umożliwiają w pewnych sytuacjach wskazanie przez pośredników innych osób jako beneficjentów uprawnienia do otrzymywania od spółki informacji (zob. sec. 145, 146 CA), jednak skorzystanie z tego rozwiązania zależy od kształtu uzgodnień umownych pomiędzy pośrednikiem a posiadaczem ostatecznego rachunku papierów wartościowych (szerzej zob. P. Davies, S. Worthington, Gower..., s. 458; A. Hainsworth, *The Shareholder Rights Directive and the challenge of re-enfranchising beneficial shareholders*, Law and Financial Markets Review nr 1(1)/2007, s. 14; L. Kosmin, C. Roberts, *Company Meetings and Resolutions: Law, Practice, and Procedure*, 2020, s. 209–213). Implementacja SRD II stanowiła szansę na wzmocnienie pozycji prawnej ostatecznych beneficjentów akcji spółki w prawie angielskim, poprzez ustawowe zobowiązanie pośredników do przekazywania im uzyskanych od spółki informacji.

⁹⁵³ Zob. M. Gargantini, *Barriers...*, s. 220–221 w odniesieniu do prawa niemieckiego, francuskiego i austriackiego.

akcjonariuszom, w celu umożliwienia im wykonywania praw wynikających z posiadanych przez nich akcji, a które są skierowane do wszystkich akcjonariuszy posiadających akcje danego rodzaju. Przepis ten nie określa więc precyzyjnie zakresu informacji, do których przekazywania spółka jest zobowiązana. Większość komentatorów unijnej regulacji przyjmuje, że zakres przekazywanych informacji będzie zależeć od krajowego prawa spółek, jednak powinien on w każdym razie obejmować przynajmniej zawiadomienie o zwołaniu walnego zgromadzenia, jako że jest ono podstawowym forum wykonywania praw akcjonariuszy⁹⁵⁴. Przepis art. 68k ust. 1 u.o.i.f., implementujący art. 3b ust. 1 SRD II, różni się od niego w warstwie językowej nieznacznie, stanowiąc, że pośrednicy niezwłocznie przekazują akcjonariuszom informacje, *które spółka udostępnia* akcjonariuszom, w celu umożliwienia im wykonywania praw związanych z posiadanymi akcjami. Polski ustawodawca również nie zdecydował się więc na określenie wprost, jakie konkretnie informacje mieszczą się w zakresie „informacji, które spółka udostępnia akcjonariuszom”. Uzasadnienia projektu zmian wskazuje, że w wyniku ich wprowadzenia pośrednicy „będą zobligowani do niezwłocznego przekazywania akcjonariuszom *wszelkich* informacji kierowanych przez spółki do swoich akcjonariuszy, jak również do przekazywania spółkom *wszelkich* informacji związanych z wykonywaniem praw akcjonariuszy”⁹⁵⁵, co również nie konkretyzuje zakresu przedmiotowego. W konsekwencji można by dojść do wniosku, że poprzez pośredników finansowych spółki przekazują wszystkie informacje, które muszą udostępniać akcjonariuszom z mocy prawa (w szczególności przepisów KSH)⁹⁵⁶, lub nawet, że spółki mogą przekazywać w ten sposób z własnej inicjatywy dowolne informacje.

Taki wniosek byłby jednak błędny. W praktyce zakres informacji, które pośrednicy muszą (i w ogóle mogą) przekazywać akcjonariuszom determinuje rozporządzenie 2018/1212 oraz wypracowane na jego podstawie w branży instytucji depozytowo-rozrachunkowych standardy rynkowe, które na gruncie krajowym wdrażają dostosowane do nich regulacje wewnętrzne KDPW (Regulaminu KDPW i SZD KDPW)⁹⁵⁷. Rozporządzenie 2018/1212 wyszczególnia dwa rodzaje informacji przekazywanych akcjonariuszom przez pośredników: zawiadomienie o walnym zgromadzeniu (art. 4) oraz informacje o zdarzeniach korporacyjnych innych niż walne zgromadzenie (art. 8)⁹⁵⁸. Z uwagi na zakres opracowania pomijam w dalszej analizie

⁹⁵⁴ C. Malberti, *Article 3b: transmission of information* w: H. Birkmose, K. Sergakis (red.) *The Shareholder Rights Directive II. A commentary*, Cheltenham 2021, s. 86; Lieder/Bialluch w: P. Kindler, J. Lieder (red.) *European...*, s. 877; S. Stiegler, *Shareholder Identification and Transmission of Information—Imbalance between Shareholders' Anonymity and Engagement?*, *European Business Law Review* nr 5(30)/2019, s. 781.

⁹⁵⁵ Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw, Sejm VII kadencji, Druk nr 3755, s. 77.

⁹⁵⁶ Tak np. *Stranz* w: T. Sójka (red.) *Obrót...*, s. 423, wskazując m.in. na plany połączenia i podziału.

⁹⁵⁷ Tak też *Zacharzewski* w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. Tom I*, Warszawa 2023, s. 669.

⁹⁵⁸ Art. 1 pkt. 3 Rozporządzenia 2018/1212 definiuje zdarzenie korporacyjne jako działanie zainicjowane przez emitenta lub osobę trzecią, takie jak podział zysku lub walne zgromadzenie, które wiąże się z wykonywaniem praw wynikających z akcji i które może, lecz nie musi wpływać na akcje bazowe. Rozporządzenie 2018/1212 nie zawiera określonego katalogu zdarzeń korporacyjnych, podkreślając w swoim uzasadnieniu, że to prawo kraju, w

zdarzenia inne niż walne zgromadzenie i skupiam się na zawiadomieniu o walnym zgromadzeniu.

Rozporządzenie 2018/1212 określa jedynie minimalne standardy dotyczące informacji przekazywanej w związku ze zwołaniem walnego zgromadzenia (tabela 3 załącznika), jako, że unijny prawodawca dostrzega istnienie dotychczasowych standardów rynkowych w zakresie przetwarzania zdarzeń korporacyjnych przez pośredników (motyw 11), oraz zachęca ich do rozwijania ustanowionych standardów minimalnych w dalszych rynkowych standardach technicznych i organizacyjnych (motyw 2)⁹⁵⁹. W opracowaniu tych standardów bierze udział European Central Securities Depositories Association (ECSDA), zrzeszająca europejskie centralne depozyty papierów wartościowych, w tym KDPW. Stąd ostatecznie w dużej mierze postanowienia dyrektywy 2017/828 dotyczące obowiązków pośredników „implementowane” są przez zgodne ze wskazanymi standardami rynkowymi postanowienia Regulaminu KDPW i SZD KDPW, ustanawiające w tym zakresie odpowiednie obowiązki dla uczestników bezpośrednich KDPW.

i) Zakres przekazywanych informacji

W odniesieniu do informacji o zwołaniu walnego zgromadzenia, obowiązek jej przekazania przez spółki publiczne do KDPW nie wynika, wprost z ustawy. Obowiązek przekazania KDPW przez emitenta informacji o zwołaniu walnego zgromadzenia, niezwłocznie po jego dokonaniu, ustanawiał natomiast - jeszcze przed implementacją SRD II - §185 ust. 1 SZD KDPW. Obecnie obowiązek ten uregulowano dodatkowo w Regulaminie KDPW (§141a ust. 1).

§185 ust. 1 SZD KDPW określa podstawowy zakres informacji o walnym zgromadzeniu, który podlega przekazaniu przez emitenta. Fakultatywnie, zawiadomienie może zawierać terminy emitenta dla wykonywania odpowiednich uprawnień oraz projekty uchwał walnego zgromadzenia (§ 185 ust. 2 SZD KDPW).

Z brzmienia tego postanowienia wynika, że zakres przekazywanych informacji jest ograniczony zgodnie z art. 3b ust. 1 lit. b SRD II, który stanowi, że w przypadku gdy informacje przekazywane przez pośredników są udostępniane akcjonariuszom na stronie internetowej spółki, poprzez pośredników przekazuje się jedynie komunikat określający, w którym miejscu

którym mieści się statutowa siedziba emitenta, określa z jakich konkretnych zobowiązań muszą się wywiązać pośrednicy (motyw 8).

⁹⁵⁹ Można wskazać na dwa główne źródła standardów rynkowych: (1) Market Standards for General Meetings opracowany pierwotnie i dostosowany do wymogów SRD II przez Joint Working Group on General Meetings (JWGGM), JWGGM, *Market Standards for General Meetings*, 04.2021, <https://www.kdpw.pl/uploads/attachments/general-meetings-market-standards.pdf> oraz; (2) standardy opracowane dla uczestników systemu Target2 Securities przez Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral (AMI-SeCo) działającą przy Europejskim Banku Centralnym, która zajmuje się również monitorowaniem funkcjonowania standardów obsługi zdarzeń korporacyjnych w praktyce, AMI-SeCo *Corporate Actions. Single Collateral Management Rulebook for Europe*, 12.2023, https://www.ecb.europa.eu/press/intro/publications/pdf/ecb.amiseco202312_corporateactions.en.pdf; w odniesieniu do monitorowania zob. raport AMI-SeCo, *Corporate Events Compliance Report. 2023 Monitoring Exercise*, https://www.ecb.europa.eu/press/intro/publications/pdf/ecb.amiseco202312_corporateevents.pl.pdf.

na stronie internetowej informacje te mogą zostać znalezione (implementowany w art. 68k ust. 2 u.o.i.f.)⁹⁶⁰. Przesyłanie w komunikacie wyłącznie adresu strony internetowej emitenta, bez pełnego porządku obrad wydaje się też nie do końca zgodne z założeniami modelu *push*, jeżeli ostatecznie akcjonariusz musi wejść na stronę internetową spółki, aby zapoznać się z pełną treścią ogłoszenia o zwołaniu WZ. W związku z tym standardy rynkowe i materiały informacyjne KDPW sugerują, żeby za każdym razem emitenci przesyłali do akcjonariuszy pełne zawiadomienie o zwołaniu WZ⁹⁶¹, czego jednak § 185 ust. 2 SZD KDPW nie wymaga.

ii) Sposób przekazywania informacji

Jeżeli chodzi o terminy na przekazywanie informacji dotyczących WZ, jak już wskazano powyżej, spółka przekazuje informacje o zwołaniu WZ do KDPW w tym samym dniu roboczym, w którym dokonuje ogłoszenia o zwołaniu zgromadzenia (§141a ust. 1 Regulaminu KDPW).

W odniesieniu do przekazywania informacji od spółki pomiędzy pośrednikami, ogólną zasadą jest przekazywanie ich niezwłocznie i tego samego dnia roboczego, w którym nastąpiło zwołanie zgromadzenia (art. 9 ust. 1 rozporządzenia 2018/1212 i § 185 ust. 1 SZD KDPW)⁹⁶². Harmonizacja formatów przekazywanych informacji przyjęta w europejskiej branży pośredników finansowych (oparta o normę ISO 20022) pozwala na przesyłanie informacji pomiędzy kolejnymi pośrednikami, aż do ostatniego pośrednika w łańcuchu w sposób automatyczny (tzw. *straight-through processing*; STP), nie wymagający manualnej interwencji poszczególnych pośredników, zgodnie z wymogiem art. 2 ust. 3 Rozporządzenia 2018/1212. Zgodnie z art. 2 ust. 4 rozporządzenia 2018/1212, pośrednicy umożliwiają akcjonariuszom, którzy nie są pośrednikami, dostęp do wszystkich informacji i sposobów działania za pomocą ogólnie dostępnych narzędzi i instrumentów, chyba że akcjonariusz postanowi inaczej. W praktyce informacje te przekazywane są akcjonariuszom przez firmy inwestycyjne w formie e-mailowej lub na odpowiedniej podstronie na koncie internetowym klienta⁹⁶³.

⁹⁶⁰ Zob. też komentarz przy tabeli 3 załącznika do Rozporządzenia 2018/1212. Warunkowe sformułowanie tej regulacji jest niezrozumiałe, zważywszy, że informacje o walnym zgromadzeniu zawsze muszą być też udostępnione na stronie spółki. Możliwe, że wynika z tego, iż art. 3b ust. 1 odnosi się nie tylko do informacji o walnym zgromadzeniu, ale też innych zdarzeniach korporacyjnych, co do których brak może być obowiązku publikacji informacji na stronie.

⁹⁶¹ JWGGM, *General Meetings Market Standards Questions and Answers*, 2020, s. 3, <https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2020/07/2qa-General-Meetings-Market-Standards-Questions-and-Answers-version-5.1.pdf> (dostęp: 23.01.2023 r.). KDPW, *Obsługa walnych zgromadzeń – podstawowa i rozszerzona. Informator dla emitentów krajowych*, s. 6: “uzupełnienie porządku obrad w ramach rejestracji walnego zgromadzenia w KDPW jest opcjonalne, niemniej, pożądane zgodnie z międzynarodowymi standardami i praktykami, w szczególności z perspektywy obsługi i komunikacji o walnym zgromadzeniu w łańcuchu pośredników (...) W przypadku spółek giełdowych, zgodnie z przepisami dyrektywy SRD II oraz rozporządzenia wykonawczego (UE) 2018/1212, brak uzupełnienia porządku obrad w systemie KDPW, skutkuje koniecznością publikacji porządku obrad, zgodnie z formatem określonym w tabeli 3 załącznika do ww. rozporządzenia, na stronie internetowej spółki”.

⁹⁶² W przypadku gdy pośrednik otrzymuje informacje po godz. 16.00, przekazuje je dalej niezwłocznie i nie później niż do godz. 10.00 następnego dnia roboczego (art. 9 ust. 2 rozporządzenia 2018/1212).

⁹⁶³ Stranz w: T. Sójka (red.) *Obrót...*, s. 425.

Zgodnie z art. 68k ust. 4 u.o.i.f. przepisów o przekazywaniu informacji przez pośredników nie stosuje się, jeżeli spółka sama przekaze informacje akcjonariuszom. Teoretycznie mogłoby to mieć miejsce po zidentyfikowaniu akcjonariuszy na podstawie art. 68j u.o.i.f., w praktyce jednak taka sytuacja wydaje się mało prawdopodobna, a regulacje KDPW nie przewidują odpowiadającego treści art. 68k ust. 4 u.o.i.f. wyjątku od obowiązku przekazania KDPW informacji o zwołaniu zgromadzenia.

iii) *Ocena wprowadzonych rozwiązań*

Dzięki komentowanemu rozwiązaniu akcjonariusze mogą uzyskać informację dotyczącą zwołania walnego zgromadzenia bez potrzeby śledzenia strony internetowej spółki lub jej raportów bieżących, za pośrednictwem podmiotu prowadzącego dla nich rachunek papierów wartościowych. Stanowi to z pewnością ułatwienie dla akcjonariuszy, choć można zastanawiać się na ile śledzenie tych źródeł informacji stanowi dla akcjonariuszy uciążliwość, a w konsekwencji na ile jest to rzeczywista bariera dla ich aktywnego zaangażowania w wykonywanie prawa głosu⁹⁶⁴. Jak się wydaje, wprowadzone rozwiązanie w większym stopniu poprawia sytuację drobnych akcjonariuszy detalicznych niż inwestorów instytucjonalnych, którzy dysponują większymi zasobami i generalnie na bieżąco monitorują informacje udostępniane przez spółki. Bardziej istotne są wprowadzone przez SRD II rozwiązania dotyczące roli pośredników finansowych w komunikacji od akcjonariusza do spółki, omawiane w pkt. 6.4 poniżej.

3.4 Dzień rejestracji uczestnictwa (*record date*) i zakaz blokowania akcji

SRD (art. 7) wprowadziła istotne, zwłaszcza dla inwestorów instytucjonalnych zmiany w sposobie uzyskiwania legitymacji do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, implementowane nowelą KSH z 8.12.2008 r. Przed wejściem w życie tych zmian, art. 406 § 2 i 3 KSH nakazywał akcjonariuszom spółek publicznych posiadających akcje zdematerializowane złożenie w spółce na tydzień przed terminem walnego zgromadzenia imiennych świadectw depozytowych wystawionych przez podmiot prowadzący rachunek papierów wartościowych, na którym akcje te były zapisane. Wiązało się to z zablokowaniem akcji na rachunku papierów wartościowych do czasu zwrotu albo utraty ważności świadectwa (art. 11 ust. 1 u.o.i.f.).

Dyrektywa SRD wymusiła zmianę tego unormowania wprowadzając instytucję dnia rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu (ang. *record date*). Dzień rejestracji uczestnictwa jest dniem miarodajnym dla ustalenia, komu przysługuje uprawnienie do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu⁹⁶⁵. Istotę tej instytucji wyraża art. 406¹ § 1 KSH, zgodnie z którym prawo uczestniczenia w walnym zgromadzeniu spółki publicznej mają tylko osoby będące akcjonariuszami spółki na szesnaście dni przed datą walnego zgromadzenia. Podobnie jak w przypadku tych instytucji uprawnienie do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu ustalone na

⁹⁶⁴ Paternalizm regulacji krytykuje Zacharzewski w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...*, s. 670.

⁹⁶⁵ Analogicznie do dnia dywidendy (art. 348 § 2 KSH) oraz dnia prawa poboru (art. 432 § 2 KSH).

record date podlega utrwaleniu, w tym sensie, że następce zbycie akcji nie prowadzi do jego utraty; w walnym zgromadzeniu mogą więc uczestniczyć osoby, które nie są już akcjonariuszami spółki, o ile tylko były nimi w dniu rejestracji uczestnictwa (i spełniły pozostałe warunki uzyskania legitymacji do uczestnictwa)⁹⁶⁶. Potwierdzeniem tego uprawnienia miał być również dodany art. 406⁴ KSH⁹⁶⁷. Początkowo zmiana ta wzbudzała wiele kontrowersji w doktrynie, zarówno co do stanu prawnego *de lege lata*, jak i co do oceny wprowadzanych zmian⁹⁶⁸.

Zniesienie przez SRD wszelkich form blokowania akcji przed datą walnego zgromadzenia motywowane było przede wszystkim chęcią ułatwienia partycypacji akcjonariuszy w walnym zgromadzeniu. Zablokowanie akcji wiąże się z brakiem możliwości ich odsprzedaży w reakcji na zmiany kursu rynkowego. W odniesieniu do inwestorów instytucjonalnych taka sytuacja jest dodatkowo ryzykowna z punktu widzenia ciążącego na nich obowiązku działania w najlepszym interesie ich klientów i innych obowiązków regulacyjnych np. związanych z dywersyfikacją portfela. Blokowanie akcji stawiało inwestorów instytucjonalnych przed dylematem, czy uczestnictwo w zgromadzeniu warte jest ceny ograniczenia płynności portfela funduszu⁹⁶⁹. Wprowadzenie systemu opartego na *record date* stanowiło więc w założeniu usunięcie potencjalnej bariery dla udziału akcjonariuszy, w szczególności inwestorów instytucjonalnych, w walnym zgromadzeniu⁹⁷⁰.

Pewnym zagrożeniem z którym wiąże się przyjęcie modelu *record date* jest ryzyko wzrostu zjawiska *empty voting*, tj. głosowania przez osoby, których nie dotyczą już jego finansowe konsekwencje na skutek sprzedaży akcji⁹⁷¹. Jednak w toku konsultacji rynkowych prowadzonych w 2011 r. ESMA nie zidentyfikowano nadużyć w tym zakresie⁹⁷². Niezależnie od występowania tego zjawiska w praktyce, przyjmując system *record date* „ustawodawca europejski uznał, że ułatwienie akcjonariuszom skorzystania z ich praw korporacyjnych jest ważniejsze niż zapewnienie zbieżności legitymacji formalnej (...) ze statusem akcjonariusza”⁹⁷³. Warto zauważyć, że jeszcze przed uchwaleniem SRD system *record date*

⁹⁶⁶ Niewłaściwe jest mówienie w tej sytuacji o „rozejściu się legitymacji formalnej i materialnej” (tak Herbet w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 1071; Popiołek w: J. Strzępka (red.) *Kodeks...*, s. 1005). Osoba niebędąca akcjonariuszem w dniu zgromadzenia akcjonariuszem, ale spełniająca warunki z art. 4061 § 1 i 4063 § 1 KSH posiada bowiem zarówno legitymację formalną jak i materialną do uczestnictwa w zgromadzeniu.

⁹⁶⁷ W doktrynie słusznie zauważa się, że przepis ten sformułowany jest nieprecyzyjnie – ogólna dopuszczalność zbywania akcji pomiędzy *record date* a datą zgromadzenia nie jest ograniczona, chodzi raczej o to, że zbycie nie ma wpływu na uprawnienie do uczestnictwa w zgromadzeniu, M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks...*, s. 969.

⁹⁶⁸ Zob. zwłaszcza A. Chłopecki, *Materialnoprawne i legitymacyjne skutki tzw. record date*, PPH nr 6/2010.

⁹⁶⁹ A. Opalski, *Reforma walnego zgromadzenia spółki akcyjnej – implementacja do prawa polskiego dyrektywy 2007/36/WE*, PPH nr 5/2009, s. 12

⁹⁷⁰ K. Grabowski, *Dyrektywa...*, s. 89–90; Herbet w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 1070; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 621; Krysik w: Z. Jara (red.) *Kodeks...*, s. 1990.

⁹⁷¹ K. Grabowski, *Dyrektywa...*, s. 90

⁹⁷² ESMA, *Feedback Statement. Call for Evidence on Empty Voting*, ESMA/2012/415., 2012.

⁹⁷³ A. Opalski, *Reforma...*, s. 12

obowiązywał w wielu państwach członkowskich, choć przyjęte terminy dnia rejestracji były znacząco zróżnicowane i pozostają takie nadal po implementacji SRD⁹⁷⁴.

Zgodnie z art. 406¹ § 1 KSH dzień rejestracji przypada na 16 dni przed datą walnego zgromadzenia. Posiadanie akcji w dniu rejestracji należy utożsamiać z posiadaniem tych akcji na koniec dnia rejestracji. Podobnie jak w odniesieniu do terminu ogłoszenia o zwołaniu zgromadzenia, do obliczania terminu 16 dni z art. 406¹ § 1 KSH nie wlicza się dnia, na który zwołano zgromadzenie⁹⁷⁵. Dzień rejestracji przypada więc po ogłoszeniu o zwołaniu walnego zgromadzenia (26 dni przed zgromadzeniem) oraz po publikacji ewentualnych uzupełnień w ogłoszonym porządku obrad (18 dni przed zgromadzeniem), pozwalając akcjonariuszom podjąć decyzję o uzyskaniu uprawnienia do uczestnictwa z pełnym rozeznanie co do kształtu porządku obrad. Jest to zgodne z art. 7 ust. 3 SRD, który nie wprowadza pełnej harmonizacji terminu dnia rejestracji, a wymaga jedynie - kierując się właśnie względami koordynacji *record date* z procedurą kształtowania porządku obrad – aby minimalny dozwolony okres między najpóźniejszą dopuszczalną datą zwołania zgromadzenia i dniem rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu wynosił osiem dni.

Uprawnienie do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu uzyskane w związku z byciem akcjonariuszem w dniu *record date* obejmuje wszystkie uprawnienia korporacyjne, które akcjonariusz może wykonywać na zgromadzeniu, choć kwestią kontrowersyjną jest przysługiwanie osobie, która zbyła następnie akcje uprawnienia do zaskarżania uchwał walnego zgromadzenia⁹⁷⁶. W przypadku sprzedania akcji po *record date*, osoba uprawniona nie będzie mogła jednak wykonywać praw mniejszości (art. 400 § 1, art. 401 § 1 KSH), które wymagają posiadania statusu akcjonariusza.

4 Uprawnienia korporacyjne akcjonariuszy w związku ze zwoływaniem walnego zgromadzenia i kształtowaniem porządku obrad

4.1 Żądanie zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia

Artykuł 400 § 1 KSH przyznaje akcjonariuszowi lub akcjonariuszom reprezentującym co najmniej jedną dwudziestą (5%) kapitału zakładowego uprawnienie do żądania zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia i umieszczenia określonych spraw w jego porządku obrad⁹⁷⁷. Uprawnienie to przyznawał akcjonariuszom KSH od początku jego przyjęcia (a wcześniej art. 394 § 1 KH), jednak przed zmianą ustawą z 5.12.2008 r., udział kapitałowy, który uprawniał do jego wykonywania wynosił 10%.

⁹⁷⁴ Przykładowo w Anglii *record date* jest ustalony na 48 godzin przed walnym zgromadzeniem (CA, sec. 360B(2)), w Niemczech na 30 dni przed zgromadzeniem (§ 123 ust. 1 AktG).

⁹⁷⁵ Dzień *record date* może być dniem wolnym od pracy, nie ma zastosowania art. 115 KC. Nie wynika to jednak moim zdaniem nijak z odniesienia do „dnia powszedniego” w art. 406³ § 2 KSH jak sugeruje Pabis w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 256 a z imperatywnego brzmienia przepisu i konieczności zapewnienia stałych, ustawowo ustalonych odstępów czasowych pomiędzy poszczególnymi czynnościami i zdarzeniami poprzedzającymi walne zgromadzenie.

⁹⁷⁶ Sołtysiński/Moskwa w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 659.

⁹⁷⁷ Statut może przewidywać niższy próg dla skorzystania z tego uprawnienia.

Żądanie zwołania walnego zgromadzenia należy złożyć zarządowi, na piśmie lub w postaci elektronicznej (art. 400 §2 KSH), zgodnie z zasadami reprezentacji biernej (art. 373 § 3 KSH). Występując z żądaniem, akcjonariusze muszą wykazać dysponowanie odpowiednim udziałem w kapitale zakładowym. W spółce publicznej konieczne będzie pozyskanie w tym celu imiennego świadectwa depozytowego (art. 9 u.o.i.f.), co wiąże się z zablokowaniem akcji na rachunku akcjonariusza do określonego w świadectwie terminu jego ważności (art. 11 ust. 1 u.o.i.f.). Jednak wykazanie legitymacji konieczne jest jedynie w chwili wystąpienia z żądaniem – po jego skutecznym przedłożeniu zarządowi akcjonariusze mogą sprzedać akcje⁹⁷⁸.

Art. 400 KSH nie wskazuje co, poza samym żądaniem zwołania zgromadzenia, powinno znaleźć się w treści wniosku akcjonariuszy, jednak oczywiste jest, że wniosek powinien obejmować przynajmniej wskazanie spraw, które mają zostać ujęte w porządku obrad walnego zgromadzenia. W doktrynie przyjmuje się, z powołaniem na analogiczne stosowanie art. 401 § 1 KSH, że żądanie akcjonariuszy może, a ze względów praktycznych powinno, zawierać uzasadnienie dla umieszczenia wskazanych spraw w porządku obrad, a także, w miarę konieczności, projekty uchwał dotyczące proponowanych punktów porządku obrad⁹⁷⁹. Jako, że przepis tego nie wymaga, zamieszczenie tych elementów w treści żądania nie może być jednak uznawane za warunek jego realizacji. W trybie art. 400 § 1 KSH akcjonariusze mogą domagać się zwołania jedynie nadzwyczajnego zgromadzenia. Żądanie mniejszości nie może więc zasadniczo obejmować umieszczenia w porządku obrad spraw, które powinny być przedmiotem obrad zwyczajnego walnego zgromadzenia (art. 395 § 2 i 3 KSH)⁹⁸⁰.

W poprzednim brzmieniu, art. 400 § 1 KSH stanowił, że żądanie akcjonariusze powinni złożyć najpóźniej na miesiąc przed proponowanym terminem walnego zgromadzenia. Obecnie natomiast, art. 400 KSH, mimo że wskazuje termin, w którym zarząd powinien zwołać walne zgromadzenie, milczy na temat terminu w którym zgromadzenie to powinno się odbyć. Generuje to ryzyko zwoływania przez zarząd walnego zgromadzenia w bardzo odległym

⁹⁷⁸ Tak, trafnie Pabis w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB*..., s. 131. Odmienne stanowisko prezentowane w doktrynie zakłada konieczność popierania wniosku przez co najmniej 5% akcjonariuszy do chwili ogłoszenia o zwołaniu żadanego walnego zgromadzenia, tak: z powołaniem na doktrynę przedwojenną Szwaja/Herbet w: S. Sołtysiński i in., *KSH, t. III*..., s. 961; Popiołek w: J. Strzępka (red.) *Kodeks*..., s. 985 Krysik w: Z. Jara (red.) *Kodeks*..., s. 1953. Dłuższe utrzymanie status akcjonariuszy będzie to konieczne dla ewentualnego dochodzenia zwołania zgromadzenia na drodze sądowej (art. 400 § 3 KSH).

⁹⁷⁹ Szwaja/Herbet w: S. Sołtysiński i in., *KSH, t. III*..., s. 957; Pabis w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB*..., s. 133; K. Oplustil, *Instrumenty*..., s. 562.

⁹⁸⁰ W doktrynie kontrowersyjne jest czy zgromadzenie zwołane w celu rozpatrzenia spraw wskazanych w art. 395 § 2 i 3 KSH, ale odbywające się po ustawowo określonym terminie jest zgromadzeniem zwyczajnym. Takie zgromadzenia uznają za zgromadzenia nadzwyczajne Bieniak/Wawer w: J. Bieniak i in., *KSH*..., s. 1245; A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II. Komentarz do art. 301 - 633*, wyd. 17, Warszawa 2022, s. 501 (2023). Wydaje się jednak, że decydujący jest zakres spraw ujętych w porządku obrad, a nie czas zwołania, co sugeruje brzmienie art. 399 § 2 KSH, mówiącego o zwyczajnym walnym zgromadzeniu zwoływanym po ustawowym terminie, tak Krysik w: Z. Jara (red.) *Kodeks*..., s. 1937. Przeciwno dopuszczalności zwoływania zgromadzenia w trybie art. 400 § 1 dla podjęcia uchwał z art. 395 § 2 i 3 KSH przemawia odmienne uregulowanie kompetencji do zwoływania zwyczajnego zgromadzenia przez akcjonariuszy w art. 399 KSH. Warto jednak zaznaczyć, że KSH nie przewiduje zakazu podejmowania uchwał w przedmiocie spraw wskazanych w art. 395 § 2 KSH na zgromadzeniu określonym jako nadzwyczajne, a jedynie zasadę, że zapadają one na zwyczajnym walnym zgromadzeniu, zob. wyrok SN z 10.06.2005 r., II CK 715/04, wyrok SN z 8.12.1998 r., I CKN 243/98.

terminie (art. 402¹ § 2 KSH określa jedynie minimalny czas pomiędzy terminami zwołania i odbycia walnego zgromadzenia). Pomimo iż przepis w obecnym kształcie nie przewiduje tego wprost, nic nie stoi na przeszkodzie, żeby akcjonariusze wskazali w żądaniu preferowany przez siebie termin odbycia zgromadzenia. Zarząd nie jest terminem tym bezwzględnie związany, ale działając lojalnie wobec akcjonariuszy, powinien wziąć go w miarę praktycznych możliwości pod uwagę. Zwołanie zgromadzenia z bardzo odległym terminem należy uznać za brak uwzględnienia żądania mniejszości⁹⁸¹.

Istotną wątpliwością na tle stosowania wskazanego przepisu jest to, czy zarządowi przysługuje kompetencja do oceny merytorycznych podstaw żądania akcjonariuszy i jego nieuwzględnienia, w przypadku stwierdzenia niecelowości zwoływania zgromadzenia. W doktrynie prezentowane są w tym przedmiocie różne stanowiska. Część autorów przyznaje zarządowi generalną kompetencję do oceny zasadności żądania akcjonariuszy i znaczą swobody⁹⁸². Natomiast stanowiska autorów dopuszczających zasadniczo ocenę merytoryczną wniosku przez zarząd, ale postulujących powściągliwość zarządu w ocenie⁹⁸³, oraz autorów wykluczających zasadniczo możliwość oceny zasadności wniosku przez zarząd, ale uznających wyjątki od tej zasady⁹⁸⁴, w dużej mierze konvergują. Zwolennicy każdego z tych stanowisk wskazują, że nieuwzględnienie żądania akcjonariuszy może być dopuszczalne: jeżeli wyczerpuje ono znamiona nadużycia prawa (art. 5 KC); kiedy akcjonariusze mogą wnioskować o uzupełnienie porządku obrad już zwołanego zgromadzenia (art. 401 § 1 KSH) zamiast żądać zwołania kolejnego zgromadzenia; kiedy zarząd planuje zwołać zgromadzenie w niedługim terminie oraz w przypadku sprzeczności spraw w proponowanym porządku obrad z prawem. W orzecznictwie przeważa natomiast pogląd o generalnym braku uprawnienia zarządu do oceny celowości wniosku akcjonariuszy z art. 400 § 1 KSH⁹⁸⁵.

Należy podzielić stanowisko o dalece ograniczonej kompetencji zarządu do badania zasadności żądania akcjonariuszy, poza wskazanymi powyżej wyjątkowymi sytuacjami. Warto przywołać pogląd SN, wyrażony w kontekście rozważań o zasadności stosowania art. 5 KC do żądania z art. 400 § 1 KSH, że już samo uzależnienie przez ustawodawcę możliwości skorzystania z tego uprawnienia od minimalnego udziału w kapitale zakładowym spółki, przeciwdziała jego

⁹⁸¹ Pabis w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 134.

⁹⁸² Tak Kidyba w: A. Kidyba, *Kodeks...* (art. 400, pkt. 4); Popiołek w: A. Szumański, *Prawo spółek...*, s. 200. Ostrożniej Pabis w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 134. Uzasadniając swoje stanowisko autor wskazuje, że uprawnienie do zwrócenia się do sądu rejestrowego nie miałoby uzasadnienia, gdyby zarząd był zobowiązany uwzględniać żądanie z art. 400 § 1 KSH. Argument ten nie jest pozbawiony podstaw, ale istnienie uprawnienia do zwrócenia się do sądu jest też uzasadnione przy przyjęciu ograniczonej kompetencji zarządu do nieuwzględnienia wniosku, jako swoisty „wentyl bezpieczeństwa”.

⁹⁸³ Szwaja/Herbet w: S. Sołtysiński i in., *KSH, t. III...*, s. 960.

⁹⁸⁴ K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 566; Spyra w: S. Włodyka (red.) *Prawo spółek handlowych. SPH, tom 2.*, Warszawa 2012, s. 1220.

⁹⁸⁵ Wyrok WSA w Warszawie z 18.09.2008 r. VI SA/Wa 958/08 i wydany w tej samej sprawie Wyrok NSA z 6.10.2009 r. II GSK 55/09; wyrok SN z 15.06.2010 r., II CNP 8/10.

nadużywaniu i nakazuje domniemywać, że istotnie chodzi o żądanie dotyczące sprawy ważnej dla spółki, skoro tak traktują ją akcjonariusze reprezentujący wymaganą część kapitału⁹⁸⁶.

Zarząd powinien zwołać zgromadzenie w przeciągu dwóch tygodni od otrzymania wniosku. W przypadku braku zwołania walnego zgromadzenia w tym terminie – w związku z odmową lub bezczynnością zarządu – akcjonariusze, którzy żądali zwołania, mogą wystąpić o upoważnienie do zwołania zgromadzenia do sądu rejestrowego (art. 400 § 3 KSH). KSH nie określa terminu na wystąpienie z wnioskiem do sądu, ale ze względów praktycznych niewątpliwie zasadne jest uczynienie tego jak najszybciej po upływie terminu dla zarządu. Wniosku nie muszą popierać wszyscy akcjonariusze, którzy skierowali wcześniej żądanie do zarządu – może to zrobić część z nich, o ile posiadają oni wciąż akcje reprezentujące przynajmniej 5% kapitału zakładowego⁹⁸⁷. Wydając orzeczenie sąd może oceniać merytoryczną zasadność wniosku akcjonariuszy w tym samym co zarząd, ograniczonym zakresie⁹⁸⁸.

Możliwość uzyskania upoważnienia do zwołania walnego zgromadzenia na drodze sądowej, mimo że w pewnym stopniu chroni przed bezczynnością lub nieuzasadnioną odmową zwołania zgromadzenia przez zarząd, nie zapewnia jednak praktycznej egzekwowalności omawianego uprawnienia, z uwagi na wskazany już powyżej w kontekście art. 399 § 2-4 KSH problem konieczności praktycznego współdziałania zarządu z innymi podmiotami żądającymi lub zwołującymi walne zgromadzenie⁹⁸⁹. Należy przyjąć, że odmowa współdziałania zarządu w tym obszarze, będzie również w kontekście uprawnienia z art. 400 KSH sankcjonowana normą z art. 594 § 1 pkt. 3 KSH, co jest konsekwencją przyjęcia, że poza wyjątkowymi przypadkami zarząd zobowiązany jest zwołać zgromadzenie na żądanie akcjonariuszy⁹⁹⁰.

Kolejną istotną kwestią, która może w praktyce osłabiać atrakcyjność uprawnienia z art. 400 § 1 KSH jest rozstrzygnięcie o tym jaki podmiot ponosi koszty zwołanego zgromadzenia. Zgodnie z art. 400 § 4 KSH, zgromadzenie zwołane na żądanie mniejszości, podejmuje uchwałę rozstrzygającą, czy koszty zwołania i odbycia zgromadzenia ma ponieść spółka. Akcjonariusze, na żądanie których zostało zwołane zgromadzenie, mogą zwrócić się do sądu rejestrowego o zwolnienie z obowiązku pokrycia kosztów nałożonych uchwałą zgromadzenia⁹⁹¹. Pomimo, że brzmienie przepisu może wzbudzać w tym zakresie pewne wątpliwości⁹⁹², należy przyjąć, że w braku podjęcia uchwały obciążającej kosztami odbycia zgromadzenia akcjonariuszy, koszty te ponosi spółka, tak jak ma to miejsce w przypadku

⁹⁸⁶ Wyrok SN z 31.03.2023 r., II CSKP 1283/22

⁹⁸⁷ Ze względu na wiążący sąd art. 361 KPC, akcjonariusze będą jednak musieli wykazać swoją legitymację nie tylko na etapie złożenia wniosku, ale też podtrzymywać ją do momentu wydania orzeczenia.

⁹⁸⁸ K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 568.

⁹⁸⁹ Zob. pkt. 4.1. powyżej.

⁹⁹⁰ Tak też K. Oplustil, *Prawa akcjonariuszy mniejszościowych w związku ze zwołaniem walnego zgromadzenia i uzupełnieniem porządku jego obrad – po nowelizacji KSH ustawą z 5.12.2008 r.*, Monitor Prawniczy nr 6/2009, s. 306

⁹⁹¹ Akcjonariusze mogą też zaskarżyć uchwałę dotyczącą kosztów na podstawie art. 422 KSH, .

⁹⁹² Art. 400 § 4 zd. 1 KSH mówi o uchwale rozstrzygającej „czy koszty (...) ma ponieść spółka”; z kolei zd. 2 tego przepisu mówi o kosztach „nałożonych [na akcjonariuszy] uchwałą zgromadzenia”.

każdego innego walnego zgromadzenia. Jest tak niezależnie od tego czy zgromadzenie zwołał, uwzględniając żądanie mniejszości, zarząd czy sami akcjonariusze z upoważnienia sądu rejestrowego. Ponoszenie kosztów przez spółkę jest więc zasadą, a w celu obciążenia tymi kosztami mniejszość konieczne jest podjęcie przez zgromadzenie uchwały pozytywnie tak stanowiącej⁹⁹³. W konsekwencji, zarząd nie może więc domagać się od akcjonariuszy poniesienia lub zabezpieczenia zapłaty kosztów zwołania i odbycia walnego zgromadzenia przed podjęciem uchwały walnego zgromadzenia w tym przedmiocie. W doktrynie zdaje się przeważać stanowisko przeciwnie, zakładające, że koszty wstępnie ponoszą akcjonariusze, a spółka na mocy uchwały może je nimi albo ostatecznie obciążyć, albo też podjąć uchwałę o zapłacie ich równowartości akcjonariuszom⁹⁹⁴. Takie stanowisko nie tylko jest niekorzystne dla akcjonariuszy mniejszościowych, ale może też generować problemy praktyczne w sferze współdziałania zarządu i akcjonariuszy przy organizacji zgromadzenia⁹⁹⁵. Należy też zauważyć, że zwołanie walnego zgromadzenia oznacza uznanie zasadności żądania akcjonariuszy przez zarząd spółki lub sąd (a przynajmniej, przyjąwszy stanowisko o ograniczonej kompetencji zarządu i sądu rejestrowego do badania jego zasadności, brak jego oczywistej lub rażącej niezasadności); w konsekwencji obciążanie akcjonariuszy jego kosztami byłoby w większości przypadków nieuzasadnione⁹⁹⁶. Ewentualnie, spółka może obciążyć akcjonariuszy częścią kosztów (np. jeżeli poniosła dodatkowe koszty z uwagi na krótki termin zwołania zgromadzenia, którego domagała się mniejszość).

4.2 Umieszczanie spraw w porządku obrad najbliższego walnego zgromadzenia

Art. 401 KSH przyznaje akcjonariuszom posiadającym akcje reprezentujące co najmniej 5% kapitału zakładowego uprawnienie do żądania umieszczenia określonych spraw w porządku obrad najbliższego walnego zgromadzenia. Zmiany dotyczące tego uprawnienia w nowelizacji z 5.12.2008 r., polegały na obniżeniu wymaganego dla jego wykonywania progu kapitałowego z 10% na 5% (por. art. 6 SRD), oraz usunięciu wad poprzedniego brzmienia przepisów ograniczających jego skuteczność w praktyce⁹⁹⁷.

Uprawnienie do uzupełniania porządku obrad dotyczy zarówno zwyczajnego jak i nadzwyczajnego walnego zgromadzenia. Nie ma też znaczenia, czy zgromadzenie zwoływane jest przez zarząd w normalnym trybie, czy też przez inny uprawniony podmiot (zgodnie z art. 399 §2-4 lub art. 400 KSH; w takim przypadku żądanie akcjonariusze powinni i tak skierować

⁹⁹³ Tak, słusznie *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 141.

⁹⁹⁴ *Popiołek* w: A. Szumański, *Prawo spółek...*, s. 201 K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 569 Część autorów różnicuje też sytuację zwołania zgromadzenia przez zarząd na wniosek akcjonariuszy, w której to spółka ponosi wstępnie koszty, oraz zwołanie przez akcjonariuszy, w której to sytuacji wstępnie koszty ponoszą akcjonariusze – tak *Szwaja/Herbet* w: S. Sołtysiński i in., *KSH, t. III...*, s. 967.

⁹⁹⁵ Jeżeli akcjonariusze mieliby wstępnie ponosić koszty zwołania i odbycia zgromadzenia musieliby opłacać usługi zakupione w związku z walnym zgromadzeniem, które ze względów praktycznych często musiałaby zamawiać spółka.

⁹⁹⁶ Tak *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 141–142, choć należy przyznać, że argument ten jest silniejszy przy przyznaniu zarządowi i sądowi rejestrowemu szerokiego marginesu swobody w ocenie zasadności żądania akcjonariuszy.

⁹⁹⁷ *Krysiak* w: Z. Jara (red.) *Kodeks...*, s. (401, Nb 4).

do zarządu). Kontrowersyjne jest natomiast, czy uprawnienie to akcjonariusze mogą wykonywać jedynie już po zwołaniu walnego zgromadzenia, czy również z wyprzedzeniem, jeszcze przed jego zwołaniem. Tę drugą opcję zdaje się sugerować brzmienie art. 401 § 1 zd. 2 KSH, zgodnie z którym żądanie powinno zostać zgłoszone zarządowi nie później niż na czternaście dni przed *wyznaczonym* terminem zgromadzenia, a także skoordynowanie terminów z art. 401 KSH z innymi terminami dotyczącymi procedury zwoływania walnego zgromadzenia. Pomimo, że regulacja tego uprawnienia pozwala na uzupełnianie już ogłoszonego porządku obrad, w doktrynie dominuje pogląd, zgodnie z którym żądanie może dotyczyć też przyszłego, niezwołanego jeszcze zgromadzenia⁹⁹⁸. Jest to o tyle zasadne, że zwyczajne walne zgromadzenie i tak musi odbyć się co roku, w terminie 6 miesięcy po upływie poprzedniego roku obrotowego (art. 395 § 1 KSH), a więc wymaganie od akcjonariuszy oczekiwania na ogłoszenie o zwołaniu zgromadzenia byłoby nieuzasadniona ze względów praktycznych.

Żądanie uzupełnienia porządku obrad w spółce publicznej powinno zostać zgłoszone zarządowi nie później niż na 21 dni przed wyznaczonym terminem zgromadzenia⁹⁹⁹. Zważywszy, że walne zgromadzenie należy zwołać co najmniej na 26 dni przed jego planowanym terminem, pozostawia to akcjonariuszom co najmniej 5 dni na zapoznanie się z opublikowanym porządkiem obrad i zgłoszenie żądania jego uzupełnienia, co należy uznać za adekwatny czas. Zarząd jest obowiązany ogłosić zmiany w porządku obrad, wprowadzone na żądanie akcjonariuszy niezwłocznie, jednak nie później niż na 18 dni przed wyznaczonym terminem walnego zgromadzenia. Ogłoszenie zmian następuje w ten sam sposób co zwołanie walnego zgromadzenia, a więc w przypadku spółki publicznej, poprzez stronę internetową oraz publikację raportu bieżącego. Raport obejmuje nowy porządek obrad wraz z wyliczeniem nowych lub zmienionych punktów oraz z treścią projektów uchwał lub z uzasadnieniem do nowych lub zmienionych punktów (§20 ust. 1 pkt. 3 r.i.b.o.). Biorąc pod uwagę, że data rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu przypada na 16 dni przed datą walnego zgromadzenia, pozwala to akcjonariuszom zapoznać się z ostatecznym kształtem porządkiem obrad po ewentualnych uzupełnieniach przed *record date*, zgodnie z wymogiem art. 6 ust. 4 SRD. Należy jednak zauważyć, że ze względu na fakt, że rozrachunek transakcji zwartej na rynku regulowanym przebiega w cyklu dwudniowym (T+2), w przypadku ogłoszenia przez zarząd zmiany w porządku obrad w ostatnim dniu terminu, inwestor chcący uzyskać prawo do udziału w walnym zgromadzeniu będzie miał tylko jeden dzień na nabycie akcji.

Żądanie może być złożone w dowolnej formie (art. 401 § 1 zd. 5 KSH stanowi jedynie o możliwości, a nie obowiązku skorzystania z formy elektronicznej)¹⁰⁰⁰. Ze względów praktycznych i dowodowych wskazane jest skorzystanie z formy pozwalającej na

⁹⁹⁸ Tak Szwaja/Herbet w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 974; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 571; Popiołek w: J. Strzępka (red.) *Kodeks...*, s. 988; Krysiak w: Z. Jara (red.) *Kodeks...*, s. 1957. Odmienne, Pabis w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 147; A. Kidyba, *Kodeks...* (art. 401, pkt. 1).

⁹⁹⁹ Przy obliczaniu tego terminu nie należy brać pod uwagę dnia na który zwołano zgromadzenie.

¹⁰⁰⁰ Pabis w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 149; Szwaja/Herbet w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 976.

udokumentowanie treści żądania i daty i jego złożenia. Co do wykazania przez występujących z żądaniem akcjonariuszy iż dysponują wymaganym udziałem w kapitale, zastosowanie znajdują uwagi poczynione powyżej w kontekście art. 400 § 1 KSH.

Treść żądania uzupełnienia porządku obrad, powinna zawierać uzasadnienie lub projekt uchwały dotyczącej proponowanego punktu porządku obrad (art. 401 § 1 zd. 4 KSH, por. art. 6 ust. 1 lit. a SRD). Przepis posługuje się alternatywą nierozłączną, w związku z czym żądanie może zawierać obydwa te elementy. Słusznie wskazuje się, że biorąc pod uwagę brak dostępu akcjonariuszy mniejszościowych do informacji wewnętrznych spółki, uzasadnienie nie musi być wyczerpujące lub poparte dowodami, wystarczy że w sposób ogólny uprawdopodobnia potrzebę poddania określonych spraw pod dyskusję lub głosowanie na walnym zgromadzeniu¹⁰⁰¹. Poza uzasadnieniem samego żądania uzupełnienia porządku obrad, odrębne uzasadnienie może też stanowić element projektu uchwały, o ile taki jest przez akcjonariuszy przedkładany¹⁰⁰². Uzasadnienie należy uznać za integralną (choć nieobowiązkową) część „projektu uchwały” w rozumieniu art. 401 § 1 zd. 4 KSH. Takie rozwiązanie rekomenduje też pkt. 4.6. DPSN2021, stanowiący, że w przypadku gdy umieszczenie danej sprawy w porządku obrad walnego zgromadzenia następuje na żądanie akcjonariusza lub akcjonariuszy, zarząd zwraca się o przedstawienie uzasadnienia proponowanej uchwały, o ile nie zostało ono uprzednio przedstawione przez akcjonariusza lub akcjonariuszy. Formułowanie odrębnie uzasadnienia żądania uzupełnienia porządku obrad oraz uzasadnienia zgłaszanego projektu uchwały nie zawsze będzie celowe, jednak w niektórych przypadkach będzie wskazane (np. w przypadku żądania dodania punktu porządku dotyczącego powołania dodatkowego członka rady nadzorczej, uzasadnienie żądania odnosić się może do samej konieczności przeprowadzenia zmian personalnych, natomiast uzasadnienie proponowanej uchwały dotyczyć sylwetki proponowanego kandydata).

W doktrynie przyjmuje się też, że żądanie akcjonariuszy może zawierać dodatkowe elementy fakultatywne, poza elementami wskazanymi w art. 401 § 1 zd. 4 KSH¹⁰⁰³. W kontekście praktyk aktywistycznych funduszy, można sobie wyobrazić, że takim elementem fakultatywnym będzie przygotowana przez inwestora lub na jego zlecenie analiza, *white paper* czy raport dotyczący sprawy, która ma być wprowadzona do porządku obrad. Tego typu dokument może stanowić w istocie element uzasadnienia żądania (ewentualnie uzasadnienia projektu uchwały), podlegający publikacji na stornie spółki jako element dokumentacji, która ma być przedstawiona walnemu zgromadzeniu (art. 402³ § 1 pkt. 3 KSH).

Art. 401 § 2 KSH stanowi jednoznacznie, że zarząd jest obowiązany ogłosić zmiany w porządku obrad, wprowadzone na żądanie akcjonariuszy. Z przepisu tego wynika zasadniczy

¹⁰⁰¹ Pabis w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 147–148.

¹⁰⁰² Taki pogląd formułowany jest w doktrynie w odniesieniu do uprawnienia do zgłaszania projektów uchwał z art. 401 § 5 KSH, ale można go z pewnością odnieść również do projektów uchwał zgłaszanych w trybie art. 401 § 1 KSH, zob. *Szwaja/Herbet* w: S. Sołtysiński i in., *KSH, t. III...*, s. 981; Pabis w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 153.

¹⁰⁰³ M. Bieniak w: J. Bieniak i in., *KSH...*, s. 1254

brak kompetencji zarządu do oceny merytorycznej zasadności żądania akcjonariuszy, wykraczającej poza weryfikację wymogów formalnych (spełnienia wymaganego progu udziałowego, zawarcia w żądaniu uzasadnienia bądź projektu uchwały). Przyznanie zarządowi takiej kompetencji rodziłoby oczywiste ryzyko jej nadużywania poprzez odmowę zamieszczenia w porządku obrad propozycji niewygodnych dla funkcjonariuszy spółki lub znaczącego akcjonariusza (np. punktu dot. odwołania członka zarządu). W doktrynie dopuszcza się jednak odmowę uwzględnienia żądania akcjonariuszy w wyjątkowych przypadkach, noszących znamiona nadużycia uprawnienia (art. 5 KC) lub szykanowania spółki, lub też gdy zostanie wykazana oczywista bezzasadność żądania¹⁰⁰⁴.

Mimo iż nie można *a limine* odmówić zarządowi prawa do odmowy uzupełnienia porządku obrad w odpowiedzi na żądanie akcjonariusza, dopuszczenie takiej możliwości ma charakter „wentylu bezpieczeństwa”, zarezerwowanego dla najbardziej jaskrawych przypadków nadużycia omawianego uprawnienia. Również na gruncie prawa do uzupełniania porządku obrad relewantna jest przytaczany wyżej w kontekście art. 400 § 1 KSH pogląd SN, że sam wymóg progu kapitałowego pełni funkcję legitymizującą żądanie akcjonariuszy i chroni spółkę przed nadużyciami¹⁰⁰⁵. Warto też zauważyć, że w odniesieniu do uzupełnianiu porządku obrad odpadają względy praktyczne, które mogłyby uzasadniać badanie przez zarząd zasadności żądania akcjonariuszy z art. 400 § 1 KSH (koszty zwołania zgromadzenia itp.)¹⁰⁰⁶. Uzupełnienie porządku obrad, nawet mające charakter pieniactwa nie wiąże się z istotnymi dodatkowymi kosztami lub nakładem pracy po stronie spółki, a dyskusja i głosowanie na walnym zgromadzeniu, nad dodaną do porządku obrad w złej wierze sprawą zasadniczo nie dezorganizuje przesadnie jego przebiegu. Zwłaszcza więc tam, gdzie ewentualna obiekcja zarządu dotyczy samej *treści* żądania, wskazana jest powściągliwość. W szczególności nie jest zasadne, jak czyni to część doktryny, przyznawanie zarządowi kompetencji do odmowy uzupełnienia porządku obrad o sprawy, które były już przedmiotem debaty lub głosowania na walnym gromadzeniu jeżeli nie zmieniły się okoliczności faktyczne sprawy¹⁰⁰⁷, gdyż ustalenie zajścia takich zmian jest kwestią ocenną.

Zarząd nie może też w żaden sposób ingerować w treść przesłanych przez akcjonariuszy materiałów (uzasadnienia, projektów uchwał lub innych, fakultatywnych treści). Zarząd może natomiast odnieść się do wniosku akcjonariuszy, poprzez opatrzenie go komentarzem, odniesienie się do przedstawionych przez akcjonariuszy twierdzeń lub postulatów oraz rekomendowanie pozostałym akcjonariuszom sposobu głosowania, w przypadku zgłoszenia przez akcjonariuszy projektów uchwał¹⁰⁰⁸.

¹⁰⁰⁴ Szwaja/Herbet w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 977; Pabis w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 151; Popiołek w: J. Strzępka (red.) *Kodeks...*, s. 988.

¹⁰⁰⁵ Wyrok SN z 31.03.2023 r., II CSKP 1283/22.

¹⁰⁰⁶ Okoliczność tę podkreśla się w doktrynie niemieckiej, zob. *Rieckers* w: BOGK (§122, Nb. 56).

¹⁰⁰⁷ Zob. np. Szwaja/Herbet w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 977.

¹⁰⁰⁸ Pabis w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 151; Szwaja/Herbet w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 978; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 562 (w kontekście art. 400 KSH).

Podobnie jak w przypadku (żądania) zwołania zgromadzenia przez akcjonariuszy, istotnym problemem związanym z omawianym uprawnieniem jest możliwość wyegzekwowania przez realizacji żądania w przypadku beczynności lub (nieuzasadnionej) odmowy ze strony zarządu. Pomimo iż uzasadnienie ustawy z 5.12.2008 r. wskazuje, że ustawodawca zmierzał do zapewnienia egzekwowalności omawianego uprawnienia¹⁰⁰⁹, w praktyce brak jest mechanizmów ją zapewniających. Jak się wydaje, w takiej sytuacji mniejszości pozostaje skorzystanie z uprawnienia do żądania zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia z porządkiem obrad obejmującym nieuwzględnione punkty, a następnie (zakładając dalszą bierność zarządu) wystąpienie do sądu rejestrowego z wnioskiem o upoważnienie do zwołania zgromadzenia (art. 400 § 3 KSH). Z uwagi na czas tej procedury, sprawa, której dodania do porządku obrad domagali się akcjonariusze może się już jednak zdezaktualizować; ponadto problem współdziałania zarządu utrzymuje się nawet w przypadku uzyskania sądowego upoważnienia do zwołania zgromadzenia. Wydaje się, że *de lege ferenda* zasadne byłoby sankcjonowanie bezzasadnej odmowy uzupełnienia porządku obrad karnie, analogicznie do art. 594 § 1 pkt. 3 KSH.

4.3 Zgłaszanie projektów uchwał dotyczących spraw ujętych w porządku obrad przed i na walnym zgromadzeniu

Akcjonariuszom spółki publicznej reprezentującym co najmniej 5% kapitału zakładowego przysługuje uprawnienie do zgłaszania spółce projektów uchwał dotyczących spraw wprowadzonych lub spraw, które mają być wprowadzone do porządku obrad przed walnym zgromadzeniem (art. 400 § 4 KSH); przepis ten implementuje art. 6 ust. 1 lit. b SRD. Główną funkcją omawianego uprawnienia jest umożliwienie akcjonariuszom zaprezentowania swoich projektów uchwał pozostałym akcjonariuszom przed walnym zgromadzeniem, co da im więcej czasu na zaznajomienie się z jego treścią i podjęcie z wyprzedzeniem decyzji co do sposobu głosowania¹⁰¹⁰. Pomimo, że w jego braku, akcjonariusze mogliby skorzystać z przysługującego każdemu akcjonariuszowi uprawnienia do zgłaszania projektów uchwał podczas samego walnego zgromadzenia (art. 401 § 5 KSH), projekt zgłoszony na walnym zgromadzeniu trudniej wiarygodnie uzasadniać wobec pozostałych akcjonariuszy ustnie, wobec czego ma on mniejsze szanse powodzenia.

Projekty mogą być zgłaszane spółce na piśmie lub przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej. W odniesieniu do wykazania przez akcjonariuszy posiadania akcji zastosowanie znajdują uwagi do art. 400 i 401 KSH¹⁰¹¹. Projekty uchwał mogą być zgłaszane od dnia ogłoszenia porządku obrad do dnia walnego zgromadzenia, bez żadnego limitu

¹⁰⁰⁹ Uzasadnienie, Druk nr 1130, Sejm VI kadencji, s. 15.

¹⁰¹⁰ *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 152. Uzasadnienie, Druk 1130, Sejm VI kadencji, s. 15 wskazywało, że dzięki temu uprawnieniu „akcjonariusze mniejszościowi mogą koordynować sposób głosowania na walnym zgromadzeniu” oraz „budować koalicje wokół określonych projektów uchwał”.

¹⁰¹¹ Pogląd *Szwaja/Herbet* w: S. Sołtysiński i in., *KSH, t. III...*, s. 980, że akcjonariusze mogą wykazać posiadanie udziału w oparciu o imienne zaświadczenia o prawie do udziału w WZ lub listę z art. 407 KSH zdaje się nie uwzględniać faktu, że dokumenty te potwierdzają status akcjonariusza jedynie na dzień rejestracji uczestnictwa a nie dzień wystąpienia z żądaniem (jeżeli jest inny niż *record date*).

czasowego. Jego wprowadzanie byłoby pozbawione sensu zważywszy, że projekty można zgłaszać również na samym zgromadzeniu. Jednak im później zostanie zgłoszony dany projekt tym większe zaskoczenie będzie on stanowił dla pozostałych akcjonariuszy, i tym mniej czasu będą oni mieli na zapoznanie się z nim i wyrobienie wobec niego własnego stanowiska.

Z opcji późnego zgłoszenia projektu uchwały może też oportunistycznie skorzystać zarząd lub akcjonariusz większościowy. Jak się wydaje, temu ryzyku ma przeciwdziałać zasada 4.8 DPSN 2021 zgodnie z którą, projekty uchwał walnego zgromadzenia do spraw wprowadzonych do porządku obrad walnego zgromadzenia powinny zostać zgłoszone przez akcjonariuszy najpóźniej na 3 dni przed walnym zgromadzeniem. Z uwagi na brzmienie art. 400 § 4 KSH nie jest jednak możliwe zastrzeżenie terminu przez spółkę w statucie lub regulaminie walnego zgromadzenia. Zgodnie z art. 400 § 4 zd. 2 KSH spółka ogłasza zgłoszone projekt niezwłocznie na swojej stronie internetowej; §20 ust. 1 pkt. 4 r.i.b.o. zobowiązuje dodatkowo do publikacji zgłoszonych przez akcjonariuszy projektów uchwał w formie raportów bieżących.

Zarządowi zasadniczo nie przysługuje kompetencja do odmowy przyjęcia i ogłoszenia zgłoszonego projektu uchwały, poza wyjątkowymi sytuacjami (w tym zakresie aktualne są powyższe uwagi do art. 401 § 1 KSH). Jednak podobnie jak w przypadku uprawnienia do uzupełniania porządku obrad, egzekwowalność prawa do zgłaszania projektów uchwał jest wątpliwa. W przypadku bierności lub odmowy realizacji wniosku z art. 401 § 4 KSH przez zarząd, możliwe jest skorzystanie z przedstawianej już powyżej ścieżki żądania zwołania zgromadzenia, ze wszelkimi zaznaczonymi wadami tego rozwiązania. Akcjonariusze których żądanie w trybie art. 400 § 4 KSH nie zostało zrealizowane, mogą też skorzystać z prawa do zgłaszania projektów uchwał na walnym zgromadzeniu. Wydaje się, że uchwały dotyczące danego punktu porządku obrad, podjęte w przypadku nieuwzględnienia przez zarząd projektu mniejszości zgłaszanego w trybie art. 400 § 4 (lub §5 KSH) dotyczącego tego samego punktu, mogłyby zostać uchylone (art. 422 KSH) lub uznane za nieważne (art. 425 KSH). Zaskarżenie uchwały jest jednak procesem czasochłonnym i nawet w przypadku jej uchylenia wciąż nie gwarantuje poddania pod głosowanie projektu zgłaszanego przez mniejszości.

Nie jest to warunkiem przyjęcia i ogłoszenia przez zarząd zgłaszanego projektu uchwały, ale w doktrynie za dozwolone oraz wskazane uznaje się opatrzenie go uzasadnieniem. Do zgłaszania projektów uchwał w tym trybie odnosi się również zasada 4.6 DPSN2021, rekomendująca aby każdy projekt uchwały zawierał uzasadnienie, a w przypadku jego braku przy projektach zgłaszanych przez akcjonariuszy, zarząd powinien zwrócić się do zgłaszających o jego przedstawienie. Zawarcie uzasadnienia projektu z pewnością przyczyni się do realizacji funkcji omawianego uprawnienia jaką jest ułatwianie komunikacji pomiędzy akcjonariuszami przed walnym zgromadzeniem.

Uprawnienie do zgłaszania projektów uchwał w sprawach objętych porządkiem obrad na walnym zgromadzeniu przysługuje akcjonariuszom jako uprawnienie indywidualne, którego wykonywanie nie jest powiązane z progiem kapitałowym (art. 401 § 5 KSH). W doktrynie wskazuje się, że art. 401 § 5 KSH, również dodany ustawą z 15.12.2008 r. stanowi jedynie

potwierdzenie uprawnienia, którego przysługiwanie każdemu akcjonariuszowi uznawano powszechnie przez wprowadzeniem tego przepisu do KSH, jako nieodłączną część uprawnienia akcjonariusza do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu¹⁰¹². Wychodząc od tej obserwacji warto postawić pytanie, czy ograniczenie uprawnienia do zgłaszania projektów przed walnym zgromadzeniem poprzez wprowadzenie progu kapitałowego jest uzasadnione. Jeżeli zgłaszanie projektów uchwał jest inherentnym przymiotem uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, to zgłaszania tych projektów przed nim nie powinno być postrzegane jako jakieś odrębne uprawnienie, dostępne jedynie dla kwalifikowanej mniejszości (przy czym próg 5% w spółkach o największej kapitalizacji jest istotnym ograniczeniem) a raczej jako, wynikające z postępu technologicznego umożliwienie realizacji uprawnień, które dawniej można było praktycznie realizować jedynie osobiście na walnym zgromadzeniu, również w okresie je poprzedzającym.

Zwiększałoby to oczywiście ryzyko nadużywania omawianego uprawnienia przez akcjonariuszy mniejszościowych, którego jednak nie należy wyolbrzymiać. Po pierwsze, można założyć, że nawet jeżeli taka liberalizacja skutkować będzie zwiększeniem liczby projektów zgłaszanych przez mniejszość, to ich liczba nie powinna prowadzić do paraliżu walnego zgromadzenia. Doświadczenia innych państw, dopuszczających zgłaszanie projektów uchwał przez indywidualnych akcjonariuszy nie wskazują na ryzyko zasypywania spółki projektami uchwał. Po drugie, wentylem bezpieczeństwa przeciwko ewentualnemu nadużywaniu tego uprawnienia jest możliwość powołania się przez spółkę na nadużycie prawa (art. 5 KC). Ewentualnie, można by wprowadzić dodatkowe podstawy odmowy ujęcia projektu w porządku obrad, na wzór niektórych państw obcych.

4.4 Uwagi prawnoporównawcze

4.4.1 Uzupełnianie porządku obrad i zgłaszanie projektów uchwał w prawie niemieckim

Prawo niemieckie przyznaje akcjonariuszom zarówno uprawnienie do uzupełniania porządku obrad (§122 ust. 2 AktG), jak i uprawnienie do zgłaszania projektów uchwał w sprawach ujętych w porządku obrad (§126 AktG).

Uprawnienie do uzupełnienia porządku obrad przysługuje akcjonariuszom posiadającym akcje reprezentujące 5% kapitału zakładowego lub o wartości EUR 500 tys., co najmniej przez 90 dni przed dniem zgłoszenia żądania (§122 ust. 2 AktG)¹⁰¹³. Żądanie powinno być zgłoszone na 30 dni przed terminem walnego zgromadzenia, który w spółce publicznej wynosi 30 lub 36 dni¹⁰¹⁴. Porządek obrad powinien zostać uzupełniony niezwłocznie (art. 124 AktG). AktG nie

¹⁰¹² Tak *Szwaja/Herbet* w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 980; *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 154–155.

¹⁰¹³ Wymóg dot. okresu wcześniejszego posiadania akcji wynika z odpowiedniego stosowania §122 ust. 1 AktG, dotyczącego uprawnienia do żądania zwołania walnego zgromadzenia, do uprawnienia do uzupełniania porządku obrad; *Kubis* w: *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, wyd. 6, 2024, beck-online, (§122, Nb. 29).

¹⁰¹⁴ Ustawowy termin ogłoszenia o zwołaniu walnego zgromadzenia wynosi 30 dni, ale ulega on przedłużeniu w przypadku wymogu rejestracji uczestnictwa (§123 ust. 2 *in fine* AktG); *Kubis* w: *MüKoAktG* (§122, Nb. 33).

ustanawia wprost ograniczeń co do treści spraw, których dodania do porządku obrad mogą żądać akcjonariusze. W doktrynie przyjmuje się, że zarząd może nie uwzględnić żądania akcjonariuszy jedynie wyjątkowo, jeżeli stanowi nadużycie prawa, jest sprzeczne z prawem oraz dotyczy spraw nie mieszczących się w kompetencjach walnego zgromadzenia¹⁰¹⁵.

Z kolei projekty uchwał dotyczące spraw ujętych w porządku obrad może zgodnie z §126 AKtG, („kontrprojekty”, *Gegenantrag*) zgłaszać każdy akcjonariusz, do 14 dni przed dniem zgromadzenia. Zarząd może nie opublikować zgłoszonego projektu na stronie internetowej spółki:

1. Jeżeli zarząd popełniałby czyn zabroniony dokonując publikacji.
2. Jeżeli projekt uchwały jest sprzeczny z prawem lub statutem spółki.
3. Jeżeli twierdzenia zawarte w uzasadnieniu projektu zawierają fałszywe lub wprowadzające w błąd informacje lub są obraźliwe.
4. Jeżeli projekt uchwały dotyczącej tych samych okoliczności został już przez spółkę opublikowany.
5. Jeżeli tożsamy co do istoty projekt był już zgłoszony i odpowiednio opublikowany w związku z co najmniej dwoma walnymi zgromadzeniami w przeciągu ostatnich pięciu lat i uzyskał głosy akcjonariuszy reprezentujących mniej niż 5% kapitału zakładowego.
6. Jeżeli akcjonariusz zapowiada, że nie weźmie udziału w walnym zgromadzeniu osobiście lub przez pełnomocnika.
7. Jeżeli akcjonariusz nie poddał pod głosowanie zgłoszonych przez niego i ogłoszonych przez spółkę projektów na dwóch walnych zgromadzeniach w dwóch poprzednich latach¹⁰¹⁶.

Ponadto, zarząd może nie opublikować uzasadnienia projektu, jeżeli przekracza ono 5 tys. znaków. Jeżeli kilku akcjonariuszy zgłosi kontrprojekty dotyczące tej samej sprawy zarząd może opublikować ich zbiorcze podsumowanie (§126 ust. 3 AktG).

Co interesujące, pomimo że uprawnienie do uzupełnienia porządku obrad wydaje się wywoływać większe ryzyko, że zgłaszane projekty będą „nieodpowiednie” w jeden ze sposobów wskazanych w §126 ust. 2 AktG, ani przepisy AktG bezpośrednio, ani ich wykładnia w doktrynie i orzecznictwie nie przewidują odpowiedniego stosowania tych ograniczeń do uzupełniania porządku obrad w trybie §122 ust. 2 AktG (poza ograniczonym katalogiem podstaw nieuwzględnienia żądania akcjonariusza przyjmowanym w doktrynie, wskazanym powyżej)¹⁰¹⁷. Jak się wydaje, powiązanie możliwości skorzystania z tego uprawnienia z posiadaniem określonego udziału kapitałowego jest przez niemieckiego ustawodawcę uznana za dostateczne ograniczenie ryzyka nieodpowiedniego uzupełniania porządku obrad. Z kolei brak ograniczenia uprawnienia do zgłaszania projektów uchwał przed walnym zgromadzeniem progiem kapitałowym nie wydaje się przysparzać problemów praktycznych np. nadużywania

¹⁰¹⁵ Kubis w: MüKoAktG (§122, Nb. 15-27, 35); Rieckers w: BOGK (§122, Nb. 56).

¹⁰¹⁶ Chodzi tu przede wszystkim o sytuację, w której akcjonariusz wycofuje zgłoszony wcześniej projekt. W doktrynie przyjmuje się, że nie jest istotne czy okoliczności te wystąpiły na walnym zgromadzeniu danej spółki czy też zgromadzeniach innych spółek (choć ciężko wyobrazić sobie weryfikację wystąpienia tego drugiego przypadku); Kubis w: MüKoAktG (§126, Nb. 39).

¹⁰¹⁷ Kubis w: MüKoAktG (§126, Nb. 1).

tęgo uprawnienia. W literaturze wskazuje się, że projekty uchwał zgłaszane przez akcjonariuszy mają umiarkowane znaczenie praktyczne; częstotliwość ich zgłaszania zwiększa się głównie w przypadku słabych wyników spółki lub skandali korporacyjnych¹⁰¹⁸.

4.4.2 Propozycje uchwał (*shareholder proposals*) w prawie amerykańskim

Zgłaszane przez akcjonariuszy propozycje uchwał¹⁰¹⁹ (*shareholders proposals*; „propozycje”) w prawie amerykańskim normowane są zarówno przez prawo stanowe jak i przepisy federalne regulujące instytucję pełnomocnictw (*proxies*), przy czym te drugie są zdecydowanie istotniejsze. Kluczową okolicznością jest w tym kontekście fakt, że w USA akcjonariusze głosują niemal wyłącznie przez udzielenie spółce pełnomocnictwa (*proxy*), które umożliwia zawarcie w nim instrukcji głosowania, co zbliża tę formę głosu do głosowania korespondencyjnego. Regulowane przepisami federalnymi i regulacjami SEC materiały do oddania pełnomocnictwa (*proxy materials*) stanowią jednocześnie namiastkę porządku obrad.

W prawie stanowym generalnie brak jest ograniczeń co do możliwości zgłaszania propozycji uchwał, w tym w zupełnie nowych sprawach, na walnym zgromadzeniu¹⁰²⁰. Ograniczenia w tym zakresie może wprowadzać jednak regulamin (*bylaws*) spółki, np. ustanawiając wymóg powiadomienia spółki o planach zgłoszenia propozycji z odpowiednim wyprzedzeniem (*advance notice bylaws*)¹⁰²¹. Ta swoboda zgłaszania nowych projektów uchwał w prawie stanowym jednak nie ma dla akcjonariuszy praktycznego znaczenia – w czasie trwania walnego zgromadzenia zasadniczo wszystkie głosy zostały już oddane poprzez wypełnienie pełnomocnictw, a osobiście na zgromadzeniu obecni są akcjonariusze reprezentujący niewielki ułamek kapitału zakładowego.

W braku Rule 14a-8, jedyną drogą dla zebrania poparcia dla swoich propozycji przez akcjonariusza byłoby pozyskiwanie pełnomocnictw do głosowania od pozostałych akcjonariuszy, co wiąże się jednak z koniecznością rejestracji wysyłanych materiałów w SEC i wysokimi kosztami. Rule 14a-8 warunkowo umożliwia jednak akcjonariuszom zamieszczenie określonego rodzaju propozycji w *proxy* spółki, w sposób który, umożliwia pozostałym akcjonariuszom udzielenia spółce związanego instrukcjami pełnomocnictwa co do tych propozycji (czyli w istocie zagłosowania nad nimi)¹⁰²².

¹⁰¹⁸ F. Möslin, C. Rennig, *Shareholder Engagement in Germany* w: A. Lafarre i in. (red.) *The Cambridge Handbook of Shareholder Engagement and Voting*, Cambridge 2022.

¹⁰¹⁹ Z uwagi na fakt, że propozycje nie muszą dotyczyć punktów porządku obrad możliwość ich zgłaszania jest raczej odpowiednikiem uzupełniania porządku obrad w prawie polskim.

¹⁰²⁰ „Każdy z tysiąca akcjonariuszy CNET może zgłosić i przedstawić po raz pierwszy jakąkolwiek propozycję (uchwały) na walnym zgromadzeniu”, wyr. *JANA Master Fund, Ltd. v. CNET Networks, Inc.*, 954 A.2d 335, 344 (Del. Ch. 2008).

¹⁰²¹ F. Balotti, J. Finkelstein, *The Delaware Law of Corporations & Business Organizations*, Nowy Jork 2022, s. 7–40; J. Cox, T. L. Hazen, *Business...*, s. 359.

¹⁰²² Poza tym, zarząd zobowiązany jest do umieszczenia w materiałach wysyłanych z pełnomocnictwami opisu wszelkich innych zgłoszonych przez akcjonariuszy propozycji, która mają być przedmiotem obrad zgromadzenia, a które nie spełniają warunków z Rule 14a-8, ale już bez konieczności umożliwienia oddania głosu (Schedule 14A, item 20). Przy spełnieniu odpowiednich warunków spółka może też pozyskiwać pełnomocnictwa do

Rule 14a-8 przewiduje szereg ograniczeń co do zgłaszanych propozycji. Po pierwsze, regulacja ta ustanawia szereg podstawowych ograniczeń co do propozycji akcjonariuszy (zarówno w aspekcie podmiotowym jak i przedmiotowym). Po drugie, regulacja przewiduje zamknięty katalog podstaw wykluczenia propozycji z *proxy* spółki. Przed podjęciem decyzji o wykluczeniu spółka zobowiązana jest uprzedzić o tym SEC, która zgadza się na wykluczenie udzielając tzw. *no action letter*. *No action letters* nie są stanowiskami SEC ani decyzjami administracyjnymi, a jedynie stanowiskami (pracowników) urzędu SEC. Komunikują jednak brak zamiaru SEC co do podjęcia działań nadzorczych w związku z wykluczeniem i są istotnym źródłem interpretacji postanowień Rule 14a-8¹⁰²³.

i) *Podstawowe ograniczenia dotyczące propozycji akcjonariuszy*

Legitymację formalną do zgłoszenia projektu uchwały (propozycji) ma akcjonariusz, który w chwili zgłoszenia posiada akcje spółki o wartości rynkowej co najmniej: \$2 tys. przez co najmniej 3 lata; \$15 tys. przez co najmniej 2 lata; \$25 tys. przez co najmniej rok. Spełnienie tych progów nie jest możliwe łącznie przez kilku akcjonariuszy. Akcjonariusz musi posiadać akcje o odpowiedniej wartości do czasu wlanego zgromadzenia, na które musi stawić się osobiście i przedstawić swoją propozycję, pod rygorem możliwości wykluczenia przez spółkę jego propozycji ze swojego *proxy* przez dwa następne lata (14a-8(h)). Termin na zgłoszenie propozycji spółce wynosi zasadniczo 120 dni przed dniem wysyłki *proxy statement* spółki w poprzednim roku (14a-8(e)). W związku z organizacją konkretnego zgromadzenia akcjonariusz może zgłosić tylko jedną propozycję, której treść (łącznie z uzasadnieniem) nie może być dłuższa niż 500 słów.

ii) *Podstawy wykluczenia propozycji akcjonariuszy przez spółkę*

Spółka może wykluczyć propozycję uchwały ze swojego pełnomocnictwa jeżeli propozycja:

1. Jest niezgodna z prawem stanowym – jeżeli przedmiot propozycji nie stanowi odpowiedniego przedmiotu uprawnień akcjonariuszy w prawie stanowym.
2. Narusza prawo – jeżeli wykonanie uchwały skutkowałoby naruszeniem przez spółkę prawa.
3. Narusza regulacje dotyczące pełnomocnictw – jeżeli zamieszczenie propozycji w *proxy materials* spółki, skutkowałoby naruszeniem regulacji dotyczących pełnomocnictw, w tym *antifraud rule* (14a-9), zakazującej zamieszczania fałszywych lub mylących stwierdzeń.
4. Jest związana z osobistymi roszczeniami (*personal grievance*) akcjonariusza lub jego partykularnymi interesami – jeżeli propozycja ma związek z zaspokojeniem osobistego roszczenia akcjonariusza wobec spółki lub ma na celu realizację jego partykularnego interesu, którego nie podzielają pozostali akcjonariusze.

głosowania nad tego typu propozycjami, zob. J. Cox, T. L. Hazen, *Business...*, s. 372; J. R. Brown Jr, *The Proxy Rules and Restrictions on Shareholder Voting Rights*, Seton Hall Law Review nr (47)/2016, s. 56–67.

¹⁰²³W przypadku uznania, że ich propozycja została wykluczona bezzasadnie akcjonariuszom przysługuje przeciwko spółce powództwo o uwzględnienie ich propozycji (sąd może je zabezpieczyć poprzez zakaz odbycia zgromadzenia (*enjoining*) do czasu rozstrzygnięcia sprawy), T. L. Hazen, *The law...*, s. 377.

5. Jest nieistotna – propozycja dotyczy działalności spółki, która odpowiada za mniej niż 5% aktywów oraz mniej niż 5% dochodu lub przychodu za ostatni rok obrotowy, i nie jest z innych względów istotna dla przedsiębiorstwa spółki.
6. Brak możliwości wykonania przez spółkę proponowanej uchwały.
7. Dotyczy obszaru zarządczego – propozycja dotyczy kwestii związanych ze zwykłą działalnością biznesową spółki (*deals with a matter relating to the company's ordinary business operations*).
8. Wybory dyrektorów. Jeżeli propozycja: (i) prowadziłaby do dyskwalifikacji kandydata ubiegającego się o wybór; (ii) prowadziłaby do usunięcia dyrektora z jego stanowiska przed końcem kadencji; (iii) podważa kompetencje, zdolności zarządcze lub charakter jednego z kandydatów; (iv) zmierza do wskazania określonego kandydata w *proxy materials* spółki; (v) w inny sposób wpłynęłaby na wynik wyborów do rady dyrektorów.
9. Konflikt z propozycjami spółki. Jeżeli propozycja jest w bezpośrednim konflikcie z jedną z propozycji spółki, które mają być przedmiotem głosowania na tym samym zgromadzeniu.
10. Zasadniczo zaimplementowana. Jeżeli propozycja została już zasadniczo przez spółkę zaimplementowana.
11. Powielenie. Propozycja w istotnym stopniu powiela inną, wcześniej zgłoszoną propozycję akcjonariusza, która będzie ujęta w *proxy materials* spółki.
12. Ponowne zgłoszenie. Jeżeli propozycja dotyczy zasadniczo tej samej materii co inna propozycja lub propozycje, uwzględnione w *proxy materials* spółki w ciągu poprzednich pięciu lat kalendarzowych, jeżeli ostatnie głosowanie nad nią miało miejsce w ciągu ostatnich trzech lat oraz w głosowaniu tym otrzymała: (i) mniej niż 5% głosów jeżeli poprzednio głosowano nad nią raz; (ii) mniej niż 15% głosów, jeżeli poprzednio głosowano nad nią dwa razy; (iii) mniej niż 25% głosów jeżeli poprzednio głosowano nad nią trzy lub więcej razy.
13. Konkretnie kwoty dywidendy. Jeżeli propozycja dotyczy konkretnych kwot dywidendy w kwocie pieniężnej lub akcjach.

W tym miejscu warto szerzej omówić wybrane przesłanki wykluczenia propozycji, które dotyczą fundamentalnych kwestii granic „głosu” akcjonariuszy i podziału kompetencji w ramach spółki.

Pierwszą istotną przesłanką jest przesłanka niezgodności z prawem stanowym (1), na podstawie której wykluczeniu podlegają propozycje dotyczące spraw, w których akcjonariusze (walne zgromadzenie) nie mają kompetencji decyzyjnych według prawa stanowego¹⁰²⁴. Kompetencje do prowadzenia spraw spółki ma zasadniczo rada dyrektorów (DGCL §141(a)), w związku z czym większość propozycji akcjonariuszy dotyczących kwestii związanych z działalnością spółki podlegałaby wykluczeniu na tej podstawie. Jednak za dopuszczalne uznaje się uchwały akcjonariuszy sformułowane w sposób niewiążący. SEC wskazuje na tę okoliczność w adnotacji (*note*) do przepisu: „większość propozycji, które są sformułowane jako rekomendacje lub prośby (*requests*), żeby rada zajęła się określoną sprawą, jest dopuszczalnych w prawie stanowym. W konsekwencji zakładamy, że propozycje

¹⁰²⁴ Np. propozycja uchwały o zmianie statutu (*articles/certificate of incorporation*) spółki, który zmieniać mogą tylko dyrektorzy (DGCL §242(b)).

sformułowane jako rekomendacje lub sugestie są zgodne z prawem stanowym, jeżeli spółka nie wykaże, że jest inaczej”.

Kolejną interesującą podstawą wykluczenia jest nieistotność sprawy dla działalności spółki (4). Obecnie za nieistotne uznaje się propozycje dotyczące działalności odpowiadającej za mniej niż 5% lub obrotów spółki, i nie będące z innych względów istotne dla przedsiębiorstwa spółki. W poprzednim brzmieniu ta podstawa wykluczenia mówiła o propozycjach, które „są zgłaszane przez akcjonariusza przede wszystkim w celu promocji ogólnych kwestii ekonomicznych, politycznych, rasowych, religijnych, społecznych i innych podobnych”. Przepis został zmieniony m.in. pod wpływem krytyki, w orzecznictwie, gdzie wskazywano, że delegacja funkcji zarządczych na radę dyrektorów, uzasadniona wiedzą i umiejętnościami jej członków w tym obszarze, nie uzasadnia wyłączenia głosu akcjonariuszy w sprawach dotyczących stosunku spółki do fundamentalnych wartości¹⁰²⁵. W konsekwencji przyjmuje się, że „inne względy” mogą dotyczyć kwestii światopoglądowych.

Jedną z najważniejszych podstaw wykluczeń propozycji akcjonariuszy jest odnoszenie się do zwykłej działalności biznesowej spółki (7). Dla zastosowania tej podstawy wykluczenia nie ma znaczenia, że propozycja nie jest sformułowana jako polecenie wobec zarządu (wobec czego zastosowania nie powinna znaleźć podstawa wykluczenia dot. zgodności z prawem stanowym) – wystarczy, że zakres przedmiotowy propozycji dotyczy zwykłej działalności biznesowej¹⁰²⁶. SEC wielokrotnie zmieniała swoje stanowisko dotyczące różnych elementów tej podstawy, po części wraz ze zmieniającym się stanem debaty publicznej co do określonych tematów¹⁰²⁷. Najbardziej istotną kwestią dla stosowania tej podstawy jest właśnie to, czy dany obszar działalności spółki może wiązać się z szerszymi kontrowersjami.

Szeroko swoje podejście do tego zagadnienia SEC przedstawiła w stanowisku z 1998 r. (które można uznać za aktualne)¹⁰²⁸:

¹⁰²⁵ *Medical Committee for Human Rights v. SEC*, 432 F.2d 659 (D.C.Cir.1970).

¹⁰²⁶ W pierwotnym brzmieniu przepis ten wprost odnosił się do propozycji sformułowanych w niewiążący sposób: („If the proposal consists of a recommendation or request that the management take action with respect to a matter relating to”). Zob. też *Trinity Wall St. v. Wal-Mart Stores, Inc.*, 792 F.3d 323 (3d Cir. 2015), pkt. 344-345: *A proposal need only relate to a company's ordinary business to be excludable. (...) It need not dictate any particular outcome.*

¹⁰²⁷ Przykładowo, pomimo iż SEC zezwalała wcześniej na wykluczenia propozycji dotyczących tzw. złotych spadochronów, zmieniła swoje stanowisko w tej sprawie podkreślając, że „debata publiczna dotycząca potencjalnych konsekwencji złotych spadochronów w obszarze prawnym, podatkowym i w zakresie ograniczania możliwości przejęcia spółki, obrazuje, że są one w coraz większym stopniu postrzegane jako wzbudzające kontrowersje”, *TransAmerica Corp.*, SEC No-Action Letter (Jan. 10, 1990) (cyt. za: L. Loss, J. Seligman, T. A. Paredes, *Securities Regulation*, wyd. 6, 2020, Ch.6.C.4.c).

¹⁰²⁸ SEC, *Amendments To Rules On Shareholder Proposals*, Release No. 34-40018; Federal Register Vol. 63, No. 183, 21.05.1998 r., <https://www.sec.gov/rules/1998/05/amendments-rules-shareholder-proposals>. Zob. interpretację tego stanowiska SEC wyr. *Trinity Wall St. v. Wal-Mart Stores, Inc.*, gdzie sąd dokonał osobnej oceny tego czy propozycja uchwały: (i) podnosi istotne kwestie z dziedziny polityki społecznej oraz (ii) czy wychodzi poza bieżące sprawy biznesowe, jako kumulatywnych przesłanek. Urząd SEC jednak zdystansował się do tej interpretacji, wskazując, że propozycja wychodzi poza bieżące sprawy biznesowe spółki jeżeli podnosi istotne kwestie dot. polityki społecznej, zob. *Shareholder Proposals: Staff Legal Bulletin No. 14H (CF)*, 22.10.2015 r., <https://www.sec.gov/corpfin/staff-legal-bulletin-14h-shareholder-proposals>

Polityka [SEC] wobec tej podstawy wykluczenia opiera się na dwóch przesłankach. Pierwsza związana jest z przedmiotem proponowanej uchwały. Niektóre zadania są tak fundamentalne dla zdolności bieżącego (*day-to-day*) zarządzania spółką, że nie mogą, ze względów praktycznych być przedmiotem nadzoru ze strony akcjonariuszy. (...) Jednak wykluczenie propozycji dotyczących tego typu spraw, ale skupiających się na dostatecznie doniosłych kwestiach społecznych (np. dyskryminacji) generalnie nie powinno być dopuszczalne, gdyż takie propozycje wychodzą poza bieżące sprawy biznesowe (*transcend the day-to-day business matters*) i podnoszą kwestie z dziedziny polityki spółki na tyle istotne, że wskazane jest umożliwienie poddania ich pod głosowanie akcjonariuszy.

Druga przesłanka dotyczy stopnia w jakim propozycja uchwały stanowi *micromanagement* zarządu, poprzez zbyt głębokie wnikanie w skomplikowane kwestie co do których akcjonariusze jako grupa nie są w stanie dokonać rzetelnej oceny. Może to mieć miejsce gdy propozycja odnosi się do kwestii szczegółowych, zmierza do narzucenia określonych ram czasowych lub metod dla implementacji złożonych polityk.

iii) *Shareholder proposals jako instrument zaangażowania akcjonariuszy w praktyce*

Badania empiryczne dostarczają danych dotyczących funkcjonowania przedstawionych powyżej rozwiązań w praktyce. Po pierwsze, interesującą kwestią jest tożsamość akcjonariuszy zgłaszających propozycje. Analiza na propozycji z lat 2003 – 2014 wskazuje, że inwestorzy indywidualni zgłosili 37% propozycji, inwestorzy instytucjonalni 45%, a pozostali (stowarzyszenia inwestorów, organizacje religijne, NGO itp.) 18%¹⁰²⁹. Za tak wysoki udział indywidualnych propozycji odpowiada w dużej mierze garstka tzw. „korporacyjnych giezów” (*corporate gadflies*) – drobnych akcjonariuszy detalicznych „seryjnie” składających zbliżone w treści propozycje w wielu spółkach. W przytoczonym badaniu piątka najbardziej aktywnych osób odpowiadała za 1240 (25%) wszystkich propozycji¹⁰³⁰.

W grupie inwestorów instytucjonalnych dominowały fundusze związków zawodowych (*union funds*) odpowiadające za 57% propozycji inwestorów instytucjonalnych. Fundusze emerytalne odpowiadały za 26% a fundusze inwestycyjne za 16% propozycji. Jak wynika z tych statystyk, poza szczególnymi rodzajami inwestorów (pracownicze fundusze emerytalne sektora publicznego, fundusze związków zawodowych), inwestorzy instytucjonalni składają *shareholder proposals* rzadko. Tłumaczy się to omawianymi w Rozdz. 1 negatywnymi bodźcami ograniczającymi zaangażowanie inwestorów ale też publicznym charakterem procesu składania *shareholder proposals*, który narażać może inwestorów na zarzut nadmiernego wpływania na spółki i który sprawia, że składanie propozycji jest mniej preferowane niż prywatny dialog ze spółką¹⁰³¹. Inwestorzy instytucjonalni mają jednak decydujący wpływ na to, jakiego rodzaju propozycje zostaną przyjęte.

¹⁰²⁹ N. Gantchev, M. Giannetti, *The costs and benefits of shareholder democracy: Gadflies and low-cost activism*, *The Review of Financial Studies* nr 12(34)/2021, s. 9

¹⁰³⁰ Wartość tego typu aktywizmu jest niejednoznaczna – niektóre analizy sugerują, że propozycje aktywnych jednostek uzyskują wysokie poparcie inwestorów instytucjonalnych, gdyż dotyczą szeroko popieranych najlepszych praktyk z zakresu ładu korporacyjnego, K. Kastiel, Y. Nili, *The Giant Shadow of Corporate Gadflies*, *Souther California Law Review* nr (94)/2020; Inne badania sugerują, że przyjęcie zgłaszanych przez nich propozycji negatywnie wpływa na wartość spółki, N. Gantchev, M. Giannetti, *The costs...*

¹⁰³¹ K. Kastiel, Y. Nili, *The Giant...*, s. 599–603; N. Gantchev, M. Giannetti, *The costs...*, s. 11; szerzej zob. Rozdz. 1, pkt. 8.2.1.

Składane propozycje uchwał nie dotyczą wyłącznie kwestii społecznych czy środowiskowych, ale w dużej mierze również ładu korporacyjnego. Trendom w propozycjach akcjonariuszy przypisuje się upowszechnienie takich rozwiązań jak deklasyfikacja rady dyrektorów (poparcie uzyskało 82% propozycji z tego obszaru), usunięcia zatrutych pigulek (71%), wprowadzenie głosowania większościowego w wyborach do rady dyrektorów (51%) czy wprowadzenie *proxy access* (49%)¹⁰³². Propozycje dotyczące ładu korporacyjnego cieszą się też generalnie najwyższym średnim poparciem spośród wszystkich typów propozycji¹⁰³³. Propozycje zgłoszone w 2023 r. dotyczyły następujących kategorii: społeczne (34%); ład korporacyjny (24%); środowiskowe (22%); działalność lobbingowa spółki (11%); wynagrodzenie (9%)¹⁰³⁴. W 2023 r. większościowe poparcie uzyskało jedynie 3% wszystkich uchwał, jednak jak widać z powyższych danych, w dłuższej perspektywie czasowej i w odniesieniu do wybranych obszarów tematycznych, udział przyjmowanych propozycji jest znacznie wyższy¹⁰³⁵.

Pomimo dużego odsetka propozycji, które nie zostają przyjęte, w amerykańskiej literaturze podkreśla się pozytywną funkcję informacyjną *shareholder proposals*, które pozwalają akcjonariuszom, bez ponoszenia kosztów zakomunikować swoje preferencje i oczekiwania wobec zarządców a także na urzeczywistnienie przez tę instytucję idei demokracji akcjonariuszy¹⁰³⁶; w związku z tym Rule 14a-8 określana jest mianem „*town meeting rule*”¹⁰³⁷.

4.4.3 Wnioski dla prawa polskiego

Z powyższej analizy można wyciągnąć dwa główne wnioski dla prawa polskiego.

Po pierwsze, że analizowane systemy prawne, poza wymaganymi udziałami kapitałowymi, posługują się znacznie szerszą gamą ograniczeń uprawnień mniejszości związanych z walnym zgromadzeniem, niestosowanych w KSH, takich jak minimalny wymagany okres posiadania akcji oraz ustanowione wprost ograniczenia przedmiotowe co do treści uchwały, które pozwalają zarządowi odmówić publikacji (zamieszczenia w *proxy*) zgłaszanych projektów w większej liczbie przypadków. Na tle omawianych regulacji przepisy art. 401 § 1 KSH oraz 401 § 4 KSH jawią się jako relatywnie liberalne. Można więc wyciągnąć wniosek, że przepisy KSH

¹⁰³² K. Papadopoulos, *The Long View: The Role of Shareholder Proposals in Shaping U.S. Corporate Governance (2000-2018)*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance z 6.02.2019 (<https://corpgov.law.harvard.edu/2019/02/06/the-long-view-the-role-of-shareholder-proposals-in-shaping-u-s-corporate-governance-2000-2018/>), (dane za lata 2000 – 2018). Zob. też opis wyników kampanii takich jak The Shareholder Rights Project w K. Kastiel, Y. Nili, *The Giant...*, s. 586–588.

¹⁰³³ Sullivan & Cromwell LLP, 2023 Proxy Season Review: Part 1, 11.08.2023 r., <https://www.sullcrom.com/insights/memo/2023/August/2023-Proxy-Season-Review-Part-1>, s. 2

¹⁰³⁴ Gibson Dunn Shareholder Proposal Developments During the 2023 Proxy Season, 25.07.2023 r., <https://www.gibsondunn.com/shareholder-proposal-developments-during-the-2023-proxy-season/>, s. 4. Pięć szczegółowych zagadnień, których najczęściej dotyczyły propozycje w 2023 r. to: zmiany klimatu (17%); niezależność przewodniczącego rady (10%); różnorodność i niedyskryminacja (9%); zatwierdzanie przez akcjonariuszy odpraw (5%); nadzwyczajne walne zgromadzenia (5%).

¹⁰³⁵ W próbie N. Gantchev, M. Giannetti, *The costs...* poparcie uzyskało ok. 20% wszystkich propozycji.

¹⁰³⁶ J. D. Cox, R. S. Thomas, *The SEC's Shareholder Proposal Rule: Creating a Corporate Public Square*, Columbia Business Law Review nr 3/2021.

¹⁰³⁷ Zob. np. W. T. Allen, R. Kraakman, V. S. Khanna, *Commentaries and cases on the law of business organization*, Aspen Publishing 2021, s. 234.

regulujące uprawnienia mniejszości związane z walnym zgromadzeniem nie stanowią znaczącego ograniczenia dla zaangażowania akcjonariuszy w ład korporacyjny.

Po drugie, prawo niemieckie, pomimo iż ustanawia szereg ograniczeń przedmiotowych, nie uzależnia uprawnienia do zgłaszania projektów uchwał przed walnym zgromadzeniem od posiadania określonego progu kapitałowego, bez, jak się wydaje, uszczerbku dla przebiegu walnego zgromadzenia. Jest to argument porównawczy za postulowanym już wcześniej zniesieniem ograniczenia kapitałowego w art. 401 § 4 KSH. §126 ust. 2 AktG może z kolei stanowić inspirację dla wprowadzania ewentualnych innych ograniczeń uprawnienia do zgłaszania projektów uchwał, w przypadku postulowanej liberalizacji aspektu kapitałowego¹⁰³⁸.

5 Prawo akcjonariusza do informacji na walnym zgromadzeniu

Prawo do informacji, uregulowane jest w art. 428 – 429 KSH. Stanowi ono uprawnienie indywidualne akcjonariusza, przysługujące mu bez względu na wielkość udziału kapitałowego¹⁰³⁹. Prawo akcjonariusza do informacji zostało po raz pierwszy wprost wyrażone w KSH, choć jego istnienie przyjmowano już na gruncie KH, wywodząc je z natury stosunku członkostwa w spółce¹⁰⁴⁰. Obecne brzmienie przepisów regulujących prawo do informacji zostało zmienione nowelizacją z 2008 r., w celu implementacji SRD (art. 9).

5.1 Sposób wykonywania prawa do informacji na walnym zgromadzeniu

Zgodnie z art. 428 § 1 KSH, podczas obrad walnego zgromadzenia zarząd jest obowiązany do udzielenia akcjonariuszowi na jego żądanie informacji dotyczących spółki, jeżeli jest to uzasadnione dla oceny sprawy objętej porządkiem obrad. Warto zauważyć, że przepis ten zakłada obecność zarządu na walnym zgromadzeniu, choć art. 406⁶ KSH przyznaje członkom zarządu jedynie prawo do uczestnictwa w obradach. KSH nie przewiduje natomiast możliwości zadawania pytań członkom rady nadzorczej, natomiast nie ma przeszkód, aby spółka zezwalała na zadawanie pytań członkom rady. Obecność, zarówno zarządu jak i rady nadzorczej na walnym zgromadzeniu, „w składzie umożliwiającym wypowiedzenie się na temat spraw będących przedmiotem obrad walnego zgromadzenia oraz udzielenie merytorycznej odpowiedzi na pytania zadawane w trakcie walnego zgromadzenia” zalecają DPSN 2021 (4.10).

Żeby uprawnienie akcjonariuszy do informacji nie było iluzoryczne, przewodniczący walnego zgromadzenia powinien umożliwić akcjonariuszom zadawanie pytań w ramach dyskusji nad

¹⁰³⁸ Ograniczenia z §126 ust. 2 AktG mogą budzić zastrzeżenia co do ich zgodności z art. 6 ust. 1 SRD, który nie przewiduje dla uprawnienia do zgłaszania projektów uchwał ograniczeń innych niż posiadanie udziału kapitałowego w maksymalnej wysokości 5%, jednak w niemieckiej doktrynie przyjmuje się, że ograniczenia tego typu są dozwolone wskazując na motyw 7 SRD, który mówi, że uprawnienia z art. 6 ust. 1 SRD wprowadzone są „bez uszczerbku dla różnych ram czasowych i trybów stosowanych obecnie we Wspólnocie”,

¹⁰³⁹ Uprawnienie to przysługuje również akcjonariuszom uprawnionym z akcji niemych, zob. A. Gierat, *Korporacyjne...*, s. 217.

¹⁰⁴⁰ A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 796; M. Bielecki, *Uprawnienia informacyjno-kontrolne akcjonariuszy w spółce akcyjnej*, Prawo Spółek nr 1/2004, s. 11.

poszczególnymi punktami porządku obrad, przed głosowaniem nad uchwałami. Art. 428 § 1 KSH nie jest środkiem pozyskiwania rozległych raportów na temat spółki, stąd pytanie akcjonariusza powinno być sformułowane jasno i dotyczyć konkretnie wskazanych kwestii¹⁰⁴¹. Sformułowanie pytania w sposób jasno wskazujący jakiej informacji żąda akcjonariusz jest też konieczne dla umożliwienia zarządowi oceny, czy zachodzą przesłanki odmowy jej udzielenia¹⁰⁴². Zarówno pytanie akcjonariusza jak i odpowiedź zarządu następuje na walnym zgromadzeniu w formie ustnej.

Prawo do zadawania pytań ograniczone jest przedmiotowo informacjami, których udzielenie jest uzasadnione dla oceny sprawy objętej porządkiem obrad. Ograniczenie to podkreśla pomocniczy charakter tego uprawnienia, którego głównym celem jest umożliwienie akcjonariuszowi wykonywania prawa głosu w sposób świadomy. Przy tym nie sama informacja a jej udzielenie przez zarząd na walnym zgromadzeniu powinno być uzasadnione dla oceny sprawy objętej porządkiem obrad – co nie będzie mieć miejsca np. jeżeli informacja została udzielona akcjonariuszom wcześniej (przykładowo, w uzasadnieniu projektów uchwał, które mają być podjęte na zgromadzeniu)¹⁰⁴³. Ograniczenie to wydaje się zgodne z celami SRD – co prawda art. 9 ust. 1 SRD mówi szerzej, o prawie do zadawania „pytań dotyczących spraw umieszczonych w porządku obrad”, jednak ust. 2 tego przepisu zezwala państwowym członkowskim na wprowadzenie ograniczeń w celu sprawnego przebiegu walnego zgromadzenia, za które, jak się wydaje można uznać również przedmiotowe ograniczenia prawa do informacji¹⁰⁴⁴. Zarząd, kierując się obowiązkiem lojalności wobec akcjonariuszy powinien jednak wykazywać powściągliwość w odmawianiu udzielenia akcjonariuszowi informacji z powołaniem na własną ocenę tego, czy jest to uzasadnione dla oceny spraw w porządku obrad. Nic nie stoi na przeszkodzie, żeby w odpowiedzi na pytanie akcjonariusza, zarząd udzielił, choćby w skrótovej formie, informacji już wcześniej udostępnionych akcjonariuszom w innej formie, jeżeli nie zakłóca to przebiegu obrad walnego zgromadzenia.

Z drugiej jednak strony, uprawnienie akcjonariusza do informacji nie może być nadużywane, gdyż narusza to prawo pozostałych akcjonariuszy do udziału w walnym zgromadzeniu¹⁰⁴⁵. Tak więc w sytuacji oczywistego braku związku pomiędzy pytaniem a daną sprawą, jak również wtedy, kiedy pytania zadawane są w złej wierze (np. zasypywanie zarządu pytaniami w celu dezorganizacji obrad zgromadzenia) zarząd może odmówić udzielania informacji powołując się na przesłankę braku uzasadnienia dla jej udzielenia lub na nadużycie prawa przez akcjonariusza (art. 5 KC w zw. z art. 2 KSH)¹⁰⁴⁶. Również zgodnie z rekomendacją 4.10 DPSN,

¹⁰⁴¹ Opalski w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 800 Por. treść art. 428 § 1 KSH z art. 212 § 1 KSH, który przyznaje współnikowi spółki z o.o. prawo „żądania wyjaśnień” od zarządu.

¹⁰⁴² Popiołek w: J. Strzępka (red.) *Kodeks...*, s. 1083; S. Sołtysiński i in., *KSH, t. III...*, s. 1548.

¹⁰⁴³ A. Chłopecki, *Obowiązki...*, s. 5; z powołaniem się na wykładnię językową A. Gierat, *Korporacyjne...*, s. 221

¹⁰⁴⁴ Odmienne, bez odniesienia jednak do ust. 2 art. 9 SRD, J. J. Zięty, *Uprawnienia akcjonariuszy polskich spółek publicznych w świetle dyrektywy 2007/36/WE*, Warszawa 2015, s. 105–106

¹⁰⁴⁵ Sołtysiński/Moskwa w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 678, A. Chłopecki, *Obowiązki...*, s. 5

¹⁰⁴⁶ Sołtysiński/Moskwa w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 678, A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 816 Odmienne Szumański w: S. Sołtysiński i in., *KSH, t. III...*, s. 1550, ponosząc, że art. 428 § 2 i 3 stanowią *lex*

realizacja uprawnień akcjonariuszy oraz sposób wykonywania przez nich posiadanych uprawnień nie mogą prowadzić do utrudniania prawidłowego działania organów spółki. Odmowa odpowiedzi z powołaniem na brak uzasadnienia jej udzielenia lub z powołaniem na nadużycie prawa, podlega kontroli sądowej zgodnie z art. 429 § 1 KSH.

Zarząd udziela odpowiedzi na zadane na walnym zgromadzeniu pytania ustnie, co do zasady niezwłocznie po zadaniu pytania. Decyzja o udzieleniu danej informacji powinna być podjęta przez zarząd *in corpore* – w składzie, w jakim jest obecny na walnym zgromadzeniu - choć nie jest w tym przedmiocie wymagana uchwała zarządu. Samo udzielenie odpowiedzi może jednak zostać dokonane przez jednego z członków zarządu, najlepiej zorientowanego w sprawie¹⁰⁴⁷. Nie ma też przeszkód, aby zarząd udzielił upoważnienia do udzielenia odpowiedzi osobie spoza grona członków zarządu, np. pracownikowi spółki czy zewnętrznemu ekspertowi, posiadającemu wiedzę dotyczącą zagadnienia, którego dotyczy pytanie¹⁰⁴⁸.

Zgodnie z art. 428 § 5 KSH, w odpowiedzi na żądanie informacji akcjonariusza na walnym zgromadzeniu, zarząd może udzielić informacji na piśmie poza walnym zgromadzeniem, jeżeli przemawiają za tym ważne powody, nie później niż w terminie dwóch tygodni od dnia zgłoszenia żądania. W brzmieniu sprzed nowelizacji KSH z 2008 r., przepis zezwalał na opóźnienie udzielenia odpowiedzi „w uzasadnionych przypadkach”, nowe brzmienie przepisu miało więc zawęzić podstawy odroczenia odpowiedzi na pytanie¹⁰⁴⁹. Okolicznością stanowiącą ważne powody jest przede wszystkim niedysponowanie daną informacją przez zarząd na walnym zgromadzeniu i konieczność zapoznania się z określonymi dokumentami lub konsultacji z pracownikami spółki, celem jej uzyskania. Okolicznością taką może też być konieczność dokonania oceny, czy nie zachodzą przesłanki odmowy odpowiedzi z art. 428 § 2 i 3 KSH¹⁰⁵⁰. Może się więc okazać, że zarząd poza walnym zgromadzeniem przekaze w trybie art. 438 § 5 KSH nie żadaną przez akcjonariusza informację, a informację o odmowie jej udzielenia.

Na art. 428 § 5 KSH, powstaje pytanie o użyteczność informacji przekazanej po walnym zgromadzeniu w tym trybie, skoro jej udzielenie ma być uzasadnione dla oceny spraw ujętych porządku obrad i umożliwiać świadome oddanie głosu¹⁰⁵¹. Zdecydowanie należy poprzeć zgłoszony w literaturze postulat umożliwienia zadawania przez akcjonariuszy pytań w trybie art. 428 KSH jeszcze przed walnym zgromadzeniem¹⁰⁵². Pozwoliłoby to zarządowi odpowiednio przygotować się do udzielenia na nie odpowiedzi w trakcie obrad walnego

specialis wobec art. 5 KC i wyłączają jego zastosowanie. Stanowisko to przekonującej krytyce poddaje M. Rodzyński, *Uprawnienie...*, s. 46–47

¹⁰⁴⁷ Szumański w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 1549

¹⁰⁴⁸ A. Gierat, *Korporacyjne...*, s. 235; A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 801

¹⁰⁴⁹ Uzasadnienie..., s. 53.

¹⁰⁵⁰ Popiołek w: J. Strzępka (red.) *Kodeks...*, s. 1084 A. Gierat, *Korporacyjne...*, s. 229

¹⁰⁵¹ Opalski w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 802

¹⁰⁵² A. Gierat, *Korporacyjne...*, s. 231 Warto zauważyć, że art. 9 ust. 1 SRD nie wskazuje, że prawo do zadawania pytań musi przysługiwać akcjonariuszom na walnym zgromadzeniu, a motyw 8 dyrektywa podkreśla, że „określenie zasad dotyczących sposobu i czasu zadawania pytań należy pozostawić państwom członkowskim”.

zgromadzenia (ewentualnie, jeszcze przed nim), co zwiększyłoby szanse akcjonariuszy na otrzymanie odpowiedzi na bardziej szczegółowe pytania. Jak się wydaje, za zasadne należałoby też zobowiązać zarząd do udzielenia odpowiedzi na pytania sformułowane przed walnym zgromadzeniem jeszcze przed jego odbyciem (w materiałach na stronie internetowej spółki).

Kolejne przedmiotowe ograniczenie prawa do uzyskania informacji na walnym zgromadzeniu zawiera art. 428 § 4 KSH, zgodnie z którym odpowiedź uznaje się za udzieloną, jeżeli odpowiednie informacje są dostępne na stronie internetowej spółki w miejscu wydzielonym na zadawanie pytań przez akcjonariuszy i udzielanie im odpowiedzi. Jak wynika z jego brzmienia, informacje muszą znajdować się na stronie spółki nie w dowolnym miejscu, a miejscu wydzielonym na zadawanie pytań przez akcjonariuszy. Przepis ten nie ustanawia jednak żadnych wymogów czasowych co do tego, kiedy informacja powinna się w tym miejscu pojawić – nawet więc jeżeli zostanie ona zamieszczona na stronie internetowej w dniu obrad walnego zgromadzenia (w ekstremalnym przypadku, już trakcie obrad), zarząd będzie mógł powołać się na art. 428 § 5 KSH¹⁰⁵³. Oznacza to, że akcjonariusza obciąża ryzyko nieznajomości strony internetowej spółki¹⁰⁵⁴. W tym zakresie bardziej optymalne wydaje się rozwiązanie przyjęte w prawie niemieckim, gdzie zarząd może odmówić udzielenia informacji na walnym zgromadzeniu jeżeli jest ona dostępna na stronie internetowej spółki przez co najmniej 7 dni przed rozpoczęciem walnego zgromadzenia (§131 ust. 3 pkt. 7 AktG).

Obowiązek lojalności członków zarządu wobec akcjonariuszy przemawia jednak po pierwsze, za publikacją informacji na stronie spółki z odpowiednim wyprzedzeniem, a po drugie także za przytoczeniem na walnym zgromadzeniu choćby pokrótce, opublikowanych na stronie odpowiedzi, jeżeli stanie się jasne, że część akcjonariuszy nie zapoznała się z nimi, a nie zakłóca to przebiegu obrad¹⁰⁵⁵. W przypadku odmowy z powołaniem na art. 428 § 4 KSH, akcjonariusz może domagać się udzielenia informacji na drodze sądowej (art. 429 § 2 KSH), jeżeli uzna, że odpowiednie informacje w istocie nie były (i wciąż nie są) dostępne na stronie spółki a nadal chce się z nimi zapoznać.

7. Odmowa udzielenia informacji

Choć już „relewantność” danej informacji (to, czy jej żądanie jest uzasadnione dla oceny sprawy objętej porządkiem obrad) może być uznane za osobną podstawę odmowy udzielenia informacji przez zarząd, art. 428 KSH zawiera zasadniczo dwie wprost sformułowane podstawy odmowy udzielenia przez zarząd żądanej informacji.

Po pierwsze, zgodnie z art. 428 § 2 KSH, zarząd obowiązkowo odmawia udzielenia informacji, jeżeli mogłoby to wyrządzić szkodę spółce, spółce z nią powiązanej albo spółce lub spółdzielni zależnej, w szczególności przez ujawnienie tajemnic technicznych, handlowych lub

¹⁰⁵³ Ibid., s. 223

¹⁰⁵⁴ Kupryjańczyk w: Z. Jara (red.) *Kodeks...*, s. 2084

¹⁰⁵⁵ Ibid.

organizacyjnych przedsiębiorstwa¹⁰⁵⁶. Podstawa ta sformułowana jest dość liberalnie, gdyż wystarczy sama możliwość wystąpienia szkody, wielkość której nie jest w dodatku w żaden sposób kwalifikowana (por. art. 212 § 2 KSH)¹⁰⁵⁷, a odwołanie się do tajemnic przedsiębiorstwa ma charakter jedynie przykładowy.

Po drugie, członek zarządu fakultatywnie może odmówić udzielenia informacji, jeżeli jej udzielenie mogłoby stanowić podstawę jego odpowiedzialności karnej, cywilnoprawnej bądź administracyjnej. Przepis ten, po nowelizacji z 2008 roku zastrzega jedynie możliwość odmowy na pytanie, zgodnie z zasadą, że nie narażanie się na odpowiedzialność prawną jest uprawnieniem podmiotu, który jest nią zagrożony, a nie obowiązkiem¹⁰⁵⁸. Według intencji twórców nowelizacji – i zgodnie z dominującym poglądem doktryny – chodzi tu o sytuację, w której sam akt ujawnienia danej informacji stanowiłby podstawę odpowiedzialności zarządcy, a nie o prawo do nieujawniania informacji których treść (np. dotycząca zachowania członka zarządu) mogłaby skutkować pociągnięciem zarządcy do odpowiedzialności, co jednak nie wynika to w sposób oczywisty z brzmienia samego przepisu¹⁰⁵⁹. Chodzi więc tutaj o ujawnianie informacji, których ujawnianie jest zabronione ze względu na nadanie im określonej klauzuli niejawności na mocy ustawy szczególnych, stanowiących informacje poufne w rozumieniu MAR, lub informacje do których nieujawniania spółka, lub członek zarządu osobiście, zobowiązali się umownie (jeżeli zobowiązana jest spółka dodatkowo zachodzi też zbieg z art. 428 § 2 KSH)¹⁰⁶⁰. Aby móc skorzystać z tej przesłanki wystarczy sama możliwość pociągnięcia członka zarządu do odpowiedzialności. Ocena ta jednak powinna być oparta o obiektywne kryteria – subiektywne przekonanie członka zarządu o możliwości poniesienia odpowiedzialności prawnej, nie znajdujące uzasadnienia w jego sytuacji prawnej i faktycznej nie stanowi podstawy do odmowy udzielenia informacji.

Odmowa udzielenia informacji na walnym zgromadzeniu podlega kontroli sądowej. Akcjonariusz, któremu odmówiono - z powołaniem na jakąkolwiek podstawę odmowy, a więc również podnosząc, że udzielenie informacji nie jest uzasadnione dla oceny sprawy¹⁰⁶¹ -

¹⁰⁵⁶ Przepis ten rozszerza przesłanki odmowy udzielenia informacji chroniąc interes również spółki i spółdzielni zależnej lub powiązanej, wobec art. 9 ust. 2 SRD, który zezwala na odmowę ze względu na interes spółki, której dotyczy pytanie, zob. J. J. Zięty, *Uprawnienia...*, s. 107

¹⁰⁵⁷ Przepis ten zezwala zarządowi spółki z o.o. odmówić wspólnikowi wykonywania prawa kontroli jeżeli istnieje „uzasadniona obawa”, że wspólnik wykorzystując je wyrządzi spółce „znaczną szkodę”.

¹⁰⁵⁸ Zob. *Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi z 8.10.2008 r.*, Druk sejmowy VI kadencji, Nr 1130, s. 53. Wbrew twierdzeniom A. Gierata nie ma sprzeczności pomiędzy tym, że art. 428 § 3 jedynie zezwala na odmowę udzielenia informacji, której rozpowszechnianie przepisy szczególne (np. dot. tajemnic państwowych) zakazują. Art. 428 § 3 KSH w żaden sposób nie podważa zakazów wynikających z przepisów szczególnych. „Możliwość” odmowy, o której w nim mowa istnieje jedynie *vis-a-vis* uprawnienia akcjonariusza.

¹⁰⁵⁹ *Uzasadnienie...*, s. 52: „Członek zarządu nie powinien natomiast mieć prawa odmowy udzielenia informacji o własnych działaniach, z tytułu których może ponosić odpowiedzialność karną, cywilnoprawną bądź administracyjną. Proponowana redakcja art. 428 § 3 K.s.h. nie daje zatem członkowi zarządu prawa do odmowy udzielenia informacji z powodu obawy przed odpowiedzialnością prawną wynikającą z podejmowanych przez niego działań lub dokonywanych zaniechań”. W doktrynie zob. literaturę przywołaną w

¹⁰⁶⁰ Tego typu zbieg może zachodzić też w innych przypadkach, zob. M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks...*, s. 1050.

¹⁰⁶¹ K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 695

ujawnienia żądanej informacji podczas obrad walnego zgromadzenia i który zgłosił sprzeciw do protokołu, może w ciągu tygodnia od dnia zakończenia obrad walnego zgromadzenia złożyć wniosek do sądu rejestrowego o zobowiązanie zarządu do udzielenia informacji, na podstawie art. 429 § 1 KSH.

Szczególnych problemów nastrocza sytuacja odmowy odpowiedzi z powołaniem na art. 428 § 2 i 3 KSH. Problematiczna natomiast jest sytuacja akcjonariusza wobec którego zarząd odradza udzielenie żądanej informacji z uwagi na ważne powody (428 § 5 KSH), ostatecznie jednak nie udzielając informacji poza walnym zgromadzeniem – czy to poprzez bezczynność, czy też komunikując mu, że uważa, że zachodzi któraś z podstaw odmowy udzielenia informacji. Przepis art. 429 § 1 KSH, uzależnia możliwość sądowego dochodzenia udzielenia informacji od zgłoszenia sprzeciwu do protokołu, a jednocześnie sprzeciw ten składa się wobec odmowy udzielenia informacji. Tymczasem w sytuacji, o której mowa w art. 428 § 5 KSH niejasnym jest, czy na walnym zgromadzeniu doszło do odmowy udzielenia informacji czy jedynie jej odroczenia w czasie¹⁰⁶². Jednak nawet jeżeli nie można stwierdzić, że w sytuacji, o której mówi art. 428 § 5 KSH akcjonariuszowi definitywnie odmówiono udzielenia informacji, to z pewnością odmówiono mu „ujawnienia żądanej informacji *podczas obrad walnego zgromadzenia*” jak stanowi art. 429 § 1 KSH. W związku z tym jest on zarówno uprawniony do zgłoszenia sprzeciwu do protokołu, jak i co do zasady powinien to zrobić jeżeli chce skorzystać z uprawnienia z art. 429 § 1 KSH¹⁰⁶³. Ze względu jednak na niejednoznaczność sytuacji, w której zarząd powołuje się na 428 § 5 KSH, brak zgłoszenia sprzeciwu nie powinien tamować drogi sądowej takiemu akcjonariuszowi. Termin na złożenie wniosku sądowego powinien zaś liczyć się od momentu upływu terminu na pisemne udzielenie informacji przez zarząd w trybie art. 428 § 5 KSH¹⁰⁶⁴.

Niesatysfakcjonujące jest stanowisko niektórych przedstawicieli doktryny, że akcjonariuszowi, w sytuacji o której mowa w art. 428 § 5 KSH nie przysługuje żaden środek ochrony prawnej, uzasadniane przez stwierdzenie, że art. 429 KSH reguluje jedynie niektóre aspekty prawa do informacji¹⁰⁶⁵. Przy takiej interpretacji zarząd mógłby dowolnie obchodzić przepisy regulujące prawo do informacji, powołując się na walnym zgromadzeniu na art. 428 § 5 KSH i następnie nie udzielając akcjonariuszowi żądanej informacji.

¹⁰⁶² Szumański w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 1555

¹⁰⁶³ Popiołek w: J. Strzępka (red.) *Kodeks...*, s. 1085; M. Bieniak w: J. Bieniak i in., *KSH...*, s. 1313 Odmienne Z. Jara (red.) *Kodeks...*, s. 2088, M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks...*, s. 1051 według których nie można stwierdzić, że doszło do odmowy udzielenia informacji, w przypadku powołania się przez zarząd na art. 428 § 5 KSH, i tym samym brak podstaw od zgłoszenia sprzeciwu.

¹⁰⁶⁴ Frąckowiak w: W. Pyziół, *Kodeks...*, (art. 429, Nb. 2), LEX; Szumański w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 1556 K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 699.

¹⁰⁶⁵ Tak Opalski w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 820; Kupryjańczyk w: Z. Jara (red.) *Kodeks...*, s. 2088 Podobnie M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks...*, s. 1054.

6 Formy zdalnego wykonywania prawa głosu i uczestnictwa w walnym zgromadzeniu

Jak wskazano na wstępie rozdziału, z uwagi na posiadanie w zarządzanych portfelach akcji setek spółek, oraz fizyczne rozproszenie miejsc odbywania zgromadzeń przy jednoczesnym skumulowaniu ich w czasie, dostępność zdalnych form głosowania (*in absentia*; bez konieczności fizycznej obecności akcjonariusza na walnym zgromadzeniu) jest szczególnie wartościowa dla inwestorów instytucjonalnych. W niniejszej części rozdziału, w pierwszej kolejności analizowane są dostępne w KSH formy zdalnego głosowania - głosowanie korespondencyjne, głosowanie przez pełnomocnika, elektroniczny udział w walnym zgromadzeniu i głosowanie za pośrednictwem pośredników finansowych – pod kątem ich użyteczności dla akcjonariuszy i znaczenia praktycznego. Krytyczne wnioski z tej analizy służą za podstawę krytyki obecnego modelu walnego zgromadzenia w prawie polskim i stanowią podstawę do sformułowania postulatów modyfikacji funkcjonowania tego organu w spółkach giełdowych w kierunku zwiększenia przydatności walnych form głosowania, co powinno ułatwić wykonywanie przez akcjonariuszy prawa głosu.

6.1 Głosowanie korespondencyjne

Głosowanie drogą korespondencyjną (głosowanie korespondencyjne) zostało wprowadzone do KSH ustawą z 5.12.2008 r., w ramach implementacji SRD. Ten tryb głosowania jest dostępny dla akcjonariuszy spółek publicznych jeżeli przewiduje to regulamin walnego zgromadzenia (art. 411¹ § 1 KSH).

Przepisy KSH nie określają wprost formy w jakiej można głosować korespondencyjnie, co mogłoby sugerować, że obejmuje ono też głosownie drogą elektroniczną. Jednak ze względu na wyraźne rozróżnianie tych dwóch trybów głosowania w przepisach KSH (art. 411¹ i art. 406⁵ KSH; por. też art. 11 i art. 8 SRD) oraz odmienne przesłanki dopuszczalności głosowania w tych dwóch trybach, należy przyjąć, że głosowanie korespondencyjne obejmuje wyłącznie głosowanie na piśmie (w formie dokumentowej, bez konieczności zachowania formy pisemnej), ale z wyłączeniem form elektronicznych¹⁰⁶⁶.

Głosy w głosowaniu korespondencyjnym muszą zostać oddane na formularzu, który spółka udostępniła na stronie internetowej w związku ze zwołaniem walnego zgromadzenia (art. 402³ §1 pkt. 5 KSH). Zgodnie z art. 4023 §3 KSH, formularze te powinny zawierać proponowaną treść uchwały walnego zgromadzenia i umożliwiać: 1) identyfikację

¹⁰⁶⁶ Tak K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 659; Herbet w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 1139, *Krysiak* w: Z. Jara (red.) *Kodeks...*, s. 2013 odmiennie (z powołaniem m.in. na brzmienie art. 421 § 2 zd. 2 KSH) *Sołtysiński/Moskwa* w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 674. Odmienne podstawy dopuszczalności dla tych dwóch trybów zdalnego głosowania jest krytykowane w doktrynie, ze względu na ich zbliżony charakter (tak K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 659, ale por. Uzasadnienie 1130, s. 27). Warto zauważyć, że nowelizacja 4065 § 1 KSH w 2020 r. generalnie zezwoliła spółkom na dopuszczenie głosowania elektronicznego każdorazowo przy zwoływaniu WZ, chyba że statutu tego zabrania (model opt-out), a więc złagodziła, względem głosowania korespondencyjnego, warunki korzystania z trybu, który we wcześniejszym stanie prawnym wymagał upoważnienia statutowego jako rzekomo bardziej ingerujący w przebieg zgromadzenia.

akcjonariusza oddającego głos; 2) oddanie głosu w rozumieniu art. 4 § 1 pkt 9 KSH – a więc oddanie głosu „za, „przeciw” lub „wstrzymującego się”; 3) złożenie sprzeciwu przez akcjonariuszy głosujących przeciwko uchwale¹⁰⁶⁷. Głos oddany w innej formie niż na formularzu, na formularzu niespełniającym wymagań wskazanych w art. 402³ § 3 lub dodatkowych wymagań przewidzianych statutem spółki lub regulaminem walnego zgromadzenia jest nieważny¹⁰⁶⁸.

Z uwagi na pisemną formę głosowania korespondencyjnego, należy uznać je obecnie – wobec dostępności głosowania elektronicznego - za rozwiązanie anachronistyczne, które nie stanowi efektywnego środka ułatwiania zdalnego głosowania. Jest ono również, jak zauważa się w doktrynie, bardzo rzadko spotykane w praktyce¹⁰⁶⁹. Z tego względu szczegółowa analiza funkcjonowania tego trybu głosowania wykracza poza zakres dalszych rozważań. Warto jednak zwrócić uwagę na pewne szczególne problemy związane z głosowaniem korespondencyjnym, wynikające z faktu, że jest to zasadniczo jedyny tryb głosowania zakładający spływanie do spółki głosów jeszcze przed walnym zgromadzeniem¹⁰⁷⁰. Problemy zidentyfikowane w związku z tą okolicznością w kontekście głosowania korespondencyjnego mają znaczenie dla formułowanych w dalszej części rozdziału postulatów rozszerzenia zdalnej partycypacji akcjonariuszy w walnym zgromadzeniu.

Problemy z głosowaniem korespondencyjnym wynikają z faktu, że głosując w ten sposób akcjonariusz nie jest w stanie reagować na nowe zdarzenia na walnym zgromadzeniu, co może prowadzić do „unieważnienia” oddanych przed nim głosów. Może to nastąpić na dwa sposoby.

Po pierwsze, w przypadku zmiany treści uchwały za którą akcjonariusz oddał głos. W takiej sytuacji – poza przypadkami zmian o charakterze czysto redakcyjnym, sprostowania oczywistych błędów itp. - głosów akcjonariusza dotyczących danej uchwały nie można uwzględnić¹⁰⁷¹, choć zgodnie z art. 411² § 1 KSH powinny one być uwzględnione na potrzeby ustalenia większości głosów potrzebnych do podjęcia zmienionej uchwały. Akcjonariusze lub funkcjonariusze spółki mogą wykorzystywać ten fakt oportunistycznie, do wprowadzania niewielkich zmian merytorycznych w zgłoszonych przez siebie wcześniej projektach, w celu

¹⁰⁶⁷ Formularze, o których mowa w art. KSH mają w założeniu ustawodawcy znajdować zastosowanie również do ustanowienia pełnomocnika (zob. pkt. 6.2. poniżej). Z uwagi na kontekst analizy w niniejszym punkcie, pominięto odwołania do głosowania przez pełnomocnika w przytaczanej treści art. 402³ §3 KSH.

¹⁰⁶⁸ Jeżeli formularz jest wadliwy z winy spółki, może ponosić ona odpowiedzialność za ewentualną szkodę jakiej doznał akcjonariusz, zob. Uzasadnienie 1130 s. 28; M. Romanowski, A. Opalski, *Nowelizacja Kodeksu spółek handlowych w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym*, nr 7/2009, s. 11. Ponadto, w takim przypadku akcjonariusza uznaje się za bezzasadnie niedopuszczonego do udziału w walnym zgromadzeniu (art. 422 § 2 pkt. 3 KSH), co umożliwi mu zaskarżenie podjętych na nim uchwał, *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 357 (wykluczając sytuacje, w których akcjonariusz wiedział o wadliwości formularza); *Popiołek* w: J. Strzępka (red.) *Kodeks...*, s. 1014; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 661.

¹⁰⁶⁹ *Pabis* w A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 349

¹⁰⁷⁰ Teoretycznie głosowanie przed WZ dopuszczalne jest też w trybie elektronicznym, ale z uwagi na wymóg zapewnienia w tym trybie komunikacji w czasie rzeczywistym, zakłada on raczej głosowanie w czasie walnego zgromadzenia.

¹⁰⁷¹ K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 661; *Krysik* w: Z. Jara (red.) *Kodeks...*, s. 2013; *Spyra* w: S. Włodyka (red.) *SPH, t.2*, s. 1271; *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 355.

„unieważnienia” głosów korespondencyjnych. Po drugie, głosowanie korespondencyjnie nie umożliwia oddania głosu nad projektami uchwał zgłaszanych dopiero na zgromadzeniu (art. 401 § 5 KSH), lub jeszcze przed nim, ale ze zbyt krótkim wyprzedzeniem. Można wyobrazić sobie tutaj zarówno sytuację zgłoszenia pierwszego projektu uchwały dotyczącego danego punktu porządku obrad, jak i zgłoszenia nowego projektu uchwały, obok innego projektu zgłoszonego wcześniej, co do którego akcjonariusze mieli możliwość głosowania korespondencyjnego. Brak w KSH jasnych wytycznych co do kolejności głosowania poszczególnych projektów uchwał sprawia, że konkurencyjny projekt zgłoszony później (na zgromadzeniu lub krótko przed jego terminem) mógłby być poddany pod głosowanie jako pierwszy, co - w przypadku jego przegłosowania - czyniłoby głosowanie nad wcześniej ogłoszonym projektem, co do którego oddano głosy korespondencyjnie, bezprzedmiotowym¹⁰⁷².

W doktrynie przyjmuje się, że w tego typu sytuacjach, alternatywna uchwała, powzięta w celu pominięcia głosów korespondencyjnych może być uznana za sprzeczną z dobrymi obyczajami i zmierzającą do pokrzywdzenia współnika, a akcjonariusze głosujący korespondencyjnie za bezzasadnie niedopuszczonych do głosowania¹⁰⁷³. Dalej idą sugestie *M. Sypry*, który dodatkowo podnosi, że „przewodniczący zgromadzenia musi zarządzić głosowanie nad projektami, których dotycząc głosy oddane korespondencyjnie”¹⁰⁷⁴. Ze stanowiskiem tym należy się zgodzić i można je doprecyzować, wskazując że projekty nad którymi głosowano korespondencyjnie muszą być podane pod głosowanie w *pierwszej kolejności*. Ewentualne odmienne postępowanie przewodniczącego walnego zgromadzenia nie jest jednak w żaden sposób sankcjonowane.

Pewnym ograniczeniem dla tego typu oportunistycznych zachowań jest okoliczność, że głosy oddane korespondencyjnie uwzględniane są na potrzeby ustalania większości potrzebnej do podjęcia uchwały (art. 411² § 1 KSH) – wszelkie nowe lub zmienione głosowane projekty muszą więc uzyskać większość z uwzględnieniem głosów korespondencyjnych. Jeżeli nowe lub zmienione projekty uzyskają tak ustaloną większość, można uznać, że oportunistyczne zmiany treści uchwał nie są istotne, gdyż wynik głosowania byłby i tak taki sam, nawet gdyby głosująca korespondencyjnie mniejszość mogła głosować nad nowymi projektami. Poprawność tego wniosku wydaje się jednak zależeć od siły głosu dominującego akcjonariusza i okoliczności konkretnego przypadku¹⁰⁷⁵. Niezależnie od wpływu takich zabiegów na

¹⁰⁷² Wagę kolejności głosowania w przypadku zgłoszenia kilku projektów dostrzega *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 355, Autor zajmuje jednak stanowisko, że pominięcie uchwały co do której głosowano wcześniej korespondencyjnie będzie uzasadnione jeżeli projekt głosowany jako pierwszy jest projektem dalej idącym, *ibid.*

¹⁰⁷³ *Spyra* w: S. Włodyka (red.) *SPH, t.2.*, s. 1271; *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 355.

¹⁰⁷⁴ *Spyra* w: S. Włodyka (red.) *SPH, t.2.*, s. 1271.

¹⁰⁷⁵ Jednak w spółkach w których główny akcjonariusz nie ma samodzielnej większości głosów, i musi liczyć na poparcie choćby niewielkiej liczby akcjonariuszy mniejszościowych, kolejność głosowania uchwał może mieć istotne znaczenie. Zilustrować to może następujący przykład: za uchwałą oddano korespondencyjnie 40 głosów; na walnym zgromadzeniu reprezentowanych jest dodatkowo 60 głosów, z czego 40 głosów posiada dominujący akcjonariusz, który zgłasza nowy projekt uchwały. Wśród pozostałych 20 głosów, 12 popiera nowy projekt, ale

ostateczny wynik głosowania, przeciwdziałanie im uzasadnione jest tym, że czynią one uprawnienie do głosowania korespondencyjnego iluzorycznym.

6.2 Głosowanie przez pełnomocnika

6.2.1 Swoboda ustanawiania pełnomocników do głosowania

Nowelizacja KSH z 5.12.2008 r. znacząco rozszerzyła przepisy KSH regulujące pełnomocnictwo do głosowania na walnym zgromadzeniu. Przed jej wejściem w życie, regulacja pełnomocnictwa w art. 412 KSH była dość lakoniczna i sprowadzała się do zastrzeżenia wymogu formy pisemnej pod rygorem nieważności oraz ustanowienia zakazu udzielania pełnomocnictwa członkom zarządu lub pracownikom spółki. Obecnie, w wyniku implementacji SRD, KSH zawiera rozbudowaną regulację pełnomocnictwa do głosowania, właściwą specyficznemu charakterowi tego rodzaju pełnomocnictwa.

Jak podkreśla motyw 10 SRD, dobry ład korporacyjny wymaga sprawnej i skutecznej procedury głosowania przez pełnomocnika, w związku z czym wszystkie istniejące ograniczenia i niedogodności, których efektem jest zbytnie komplikowanie lub podrażanie głosowania przez pełnomocnika powinny zostać usunięte. W konsekwencji art. 412 KSH wyraźnie stanowi, że akcjonariusz może uczestniczyć w walnym zgromadzeniu oraz wykonywać prawo głosu osobiście lub przez pełnomocnika (§1), a prawa ustanawiania pełnomocnika na walnym zgromadzeniu i liczby pełnomocników nie można ograniczać (§2). Zakazane są więc statutowe lub zawarte w regulaminie walnego zgromadzenia ograniczenia np. co do dopuszczalnej liczby pełnomocników¹⁰⁷⁶, kwalifikacji podmiotowych pełnomocnika lub dotyczących rodzaju walnych zgromadzeń czy rodzaju uchwał, co do których można udzielać pełnomocnictwa do głosowania¹⁰⁷⁷.

Ustanowienie większej liczby pełnomocników może się jednak wywoływać pewne problemy, związane z określeniem zakresu umocowania każdego z pełnomocników. Najbardziej racjonalnym rozwiązaniem byłoby udzielenie każdemu pełnomocnikowi samodzielnemu pełnomocnictwa, ze wskazaniem liczby akcji, z których jest on umocowany do wykonywania prawa głosu, zgodnie z zasadą „jeden głos – jeden pełnomocnik”¹⁰⁷⁸. W obliczu zakazu ograniczania prawa do ustanawiania pełnomocnika wywodzenie takiej zasady w drodze wykładni jest jednak utrudnione, w związku z czym w doktrynie powszechnie dopuszcza się

wszystkie 20 popierają projekt zgłoszony wcześniej. Każdy ze zgłoszonych projektów uzyska wymaganą większość, jeżeli będzie głosowany jako pierwszy, a drugi projekt stanie się bezprzedmiotowy.

¹⁰⁷⁶ Błędne jest, przyjmowane przez część doktryny (np. M. Bieniak w: J. Bieniak i in., *KSH*..., s. 1281; *Popiołek* w: J. Strzępka (red.) *Kodeks*..., s. 1018) wnioskowanie *a contrario* z art. 412 § 6 KSH, że ustanowienie kilku pełnomocników jest dopuszczalne tylko we wskazanym w tym przepisie przypadku. Wobec brzmienia art. 412 § 2 KSH, ustanawiającego zakaz ograniczania prawa do ustanawiania pełnomocnika, co dotyczy również liczby pełnomocników, §6 stanowi *superfluum* i przepis jedynie potwierdzający generalną zasadę z §2 J. Jastrzębski, *Pełnomocnictwo do udziału i głosowania na walnym zgromadzeniu spółki publicznej po nowelizacji kodeksu spółek handlowych (zagadnienia ogólne z wyłączeniem konfliktu interesów)*, PPH nr 9/2009, s. 12; K. Oplustil, *Instrumenty*..., s. 669; Pabis w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB*..., s. 382.

¹⁰⁷⁷ Pabis w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB*..., s. 378.

¹⁰⁷⁸ Tak Krysiak w: Z. Jara (red.) *Kodeks*..., s. 2020. Taki wymóg przyjęty jest np. w prawie angielskim (s. 324(2) CA), szerzej L. Kosmin, C. Roberts, *Company*..., s. 161.

ustanawianie kilku pełnomocników o tym samym lub pokrywającym się zakresie umocowania (kilku pełnomocników do głosowania ze wszystkich akcji), a także pełnomocnictw łącznych. Tego typu sytuacje mogą prowadzić do wątpliwości co do sposobu głosu na walnym zgromadzeniu jeżeli pełnomocnicy nie będą w stanie wskazać jednego sposobu głosowania¹⁰⁷⁹. Zakładając racjonalność działania zarówno mocodawców jak i pełnomocników, obawy te nie powinny być wyolbrzymiane¹⁰⁸⁰. Jednak dopuszczenie takiego ukształtowania pełnomocnictwa do głosowania jest moim zdaniem również wątpliwe normatywnie. Nie można moim zdaniem do pełnomocnictwa do głosowania na walnym zgromadzeniu stosować ogólnej zasady z art. 107 KC, zgodnie którą dopuszczalne jest ustanowienie kilku pełnomocników samodzielnych z tym samym zakresem umocowania. Głosowanie nad uchwałą walnego zgromadzenia ma inny charakter niż dokonanie czynności prawnej czynności prawnej. Czynności prawnej można dokonać lub nie, nie można natomiast być „przeciw” jej dokonaniu w sposób prowadzący do sprzeczności z oświadczeniem woli drugiego pełnomocnika; dokonanie dwustronnej czynności prawnej przez jednego z kilku samodzielnych pełnomocników wyczerpuje konsumuje sferę możliwości działania wszystkich pełnomocników w odniesieniu do danej czynności prawnej. Odmienne jest w przypadku głosowania nad uchwałą, gdzie głos jednego pełnomocnika „za” pozostaje w bezpośrednim konflikcie z głosem innego pełnomocnika „przeciw” uchwale.

Art. 412 § 5 KSH reguluje z kolei sytuację wielości mocodawców, przesądzając że pełnomocnik może reprezentować więcej niż jednego akcjonariusza i głosować odmiennie z akcji każdego akcjonariusza.

6.2.2 Forma i treść pełnomocnictwa

W odniesieniu do formy pełnomocnictwa, art. 412¹ § 2 KSH stanowi, że w spółce publicznej, pełnomocnictwo wymaga udzielenia na piśmie – co odpowiada formie dokumentowej, a nie zwykłej pisemnej - lub w postaci elektronicznej, co jak wskazuje wprost przepis, nie wymaga opatrzenia kwalifikowanym podpisem elektronicznym (dopuszczalna jest więc np. forma e-mailowa lub dokument elektroniczny z podpisem zaufanym EPUAP). Statut nie może wprowadzać dalej idących ograniczeń co do formy (§3), ale spółka może i powinna podjąć proporcjonalne działania służące identyfikacji akcjonariusza i pełnomocnika, w celu weryfikacji poprawności pełnomocnictwa udzielonego w formie elektronicznej (§5).

KSH nie nakazuje też zamieszczenia w pełnomocnictwie instrukcji co do głosowania. Brak też takiego obowiązku w SRD – w literaturze przyjmuje się, że art. 10 ust. 4 SRD, zgodnie z którym pełnomocnik głosuje zgodnie z instrukcjami udzielonymi mu przez akcjonariusza, którego reprezentuje nie ustanawia nakazu udzielenia instrukcji, a jedynie zapewnienia, aby w

¹⁰⁷⁹ Tak zwłaszcza *Sołtyński/Moskwa* w: S. Sołtyński (red.) *SPP*, t. 17B..., s. 661–662.

¹⁰⁸⁰ *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH*, t. IIIB..., s. 383.

przypadku ich udzielenia były one wiążące¹⁰⁸¹. Zgodnie z zasadniczym brakiem obowiązku zawarcia w pełnomocnictwie instrukcji, przepisy nie przewidują wymogu udzielenia pełnomocnictwa na formularzu opublikowanym przez spółkę zgodnie z art. 402³ § 1 pkt. 5 KSH¹⁰⁸², ani sankcji za jego niewykorzystanie (por. art. 411¹ § 3 KSH dot. głosowania korespondencyjnego). Formularze pełnomocnictwa należy więc uznać jedynie za fakultatywny środek ułatwiający akcjonariuszowi udzielanie pełnomocnictw, zwłaszcza obejmujących instrukcje co do głosowania. Inaczej sytuacja przedstawia się w odniesieniu do pełnomocnictw osobom powiązanym ze spółką (zob. pkt. 6.2.3. poniżej).

Zgodnie z art. 412 § 3 pełnomocnik wykonuje wszystkie uprawnienia akcjonariusza na walnym zgromadzeniu, chyba że co innego wynika z treści pełnomocnictwa. Oznacza to, że dopuszczalne jest udzielenie tylko pełnomocnictwa do głosowania albo tylko do zadawania pytań. Pozostałe uprawnienia może wykonywać sam akcjonariusz lub inny pełnomocnik. Substytucja jest możliwa tylko, jeżeli wynika to z treści pełnomocnictwa (412 § 4 KSH).

Poza samym pełnomocnictwem, przepisy odnoszą się również do kwestii zawiadomienia spółki (notyfikacji) o jego udzieleniu. Zgodnie z art. 412¹ § 4 KSH spółka publiczna wskazuje akcjonariuszom co najmniej jeden sposób zawiadamiania przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej o udzieleniu pełnomocnictwa w postaci elektronicznej. O sposobie zawiadamiania rozstrzyga regulamin walnego zgromadzenia, zaś w braku regulaminu – zarząd spółki. Obowiązek zawiadomienia umożliwia spółce dokonanie weryfikacji poprawności udzielonego pełnomocnictwa i tożsamości pełnomocnika i mocodawcy, o którym mowa w art. 412¹ § 5 KSH. Nie jest jednak jasne czy brak wcześniejszego notyfikowania udzielenia pełnomocnictwa wpływa na ważność pełnomocnictwa lub upoważnia spółkę do jego nieuznania i oraz odmowy dopuszczenia pełnomocnika do udziału w zgromadzeniu.

7.1. Pełnomocnictwo udzielane osobom związanym ze spółką

Art. 412² KSH reguluje szczególny przypadek pełnomocnictw udzielanych członkom zarządu, członkom rady nadzorczej, likwidatorom i pracownikom spółki oraz członkom organów lub pracownikom spółki lub spółdzielni zależnej (osoby związane ze spółką). §1 tego przepisy wyłącza możliwość udzielenia pełnomocnictwa członkom zarządu i pracownikom spółki, w spółce niepublicznej, co uzasadnione jest konfliktem interesów, w jakim osoby te znajdują się dysponując pełnomocnictwem akcjonariusza do głosowania. Zakaz ten wyłączony jest jednak w odniesieniu do spółki publicznej (zgodnie z wymogiem art. 10 ust. 3 SRD) w celu umożliwienia akcjonariuszom, zadysponowania głosem poprzez udzielenie pełnomocnictw „spółce”, na wzór anglosaskich *proxies*. Jednocześnie z myślą o wskazanym konflikcie interesów unijny prawodawca ustanowił (zamknięty) katalog środków ochronnych, które mogą przyjąć państwa członkowskie (art. 10 ust. 3 lit. a – c SRD).

¹⁰⁸¹ Wynika to z motywu 10 zd. 3 SRD, który mówi o „instrukcjach, które [pełnomocnik] może otrzymać od akcjonariusza”. Tak, z powołaniem na doktrynę niemiecką, *Lieder/Bialluch* w: P. Kindler, J. Lieder (red.) *European...*, s. 964

¹⁰⁸² K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 674; *Popiolek* w: J. Strzępka (red.) *Kodeks...*, s. 1020.

Zgodnie z art. 412² § 3 KSH pełnomocnictwo udzielane osobom związanym ze spółką: 1) może upoważniać do reprezentacji wyłącznie na jednym walnym zgromadzeniu¹⁰⁸³; 2) pełnomocnik związany ze spółką ma obowiązek ujawnić akcjonariuszowi okoliczności wskazujące na istnienie bądź możliwość wystąpienia konfliktu interesów; 3) udzielenie dalszego pełnomocnictwa jest wyłączone. Ponadto, art. 412² § 4 KSH zastrzega, że pełnomocnik, związany ze spółką głosuje zgodnie z instrukcjami udzielonymi przez akcjonariusza. Znaczenie tego ostatniego przepisu budzi wątpliwości. Zdaniem części doktryny art. 412² § 4 KSH ustanawia obowiązek zawarcia przez akcjonariusza w pełnomocnictwie, udzielanym osobom związanym ze spółką, instrukcji co do głosowania i jednocześnie zobowiązuje pełnomocnika do głosowania zgodnie z nimi¹⁰⁸⁴. Zdaniem innych autorów, art. 412² § 4 KSH przesądza, że w przypadku udzielenia instrukcji co do głosowania pełnomocnik związany ze spółką byłby zobowiązany do głosowania zgodnie z nimi, co nie oznacza jednak iż niedopuszczalne jest udzielenie pełnomocnictwa bez instrukcji¹⁰⁸⁵.

Próbując rozstrzygnąć powyższe wątpliwości należy ustalić, jaki przepis SRD polski ustawodawca chciał implementować w art. 412² § 4 KSH. Przepis ten jest tożsamy w brzmieniu z przywołanym powyżej art. 10 ust. 4 SRD, który jednak na gruncie dyrektywy dotyczy wszystkich pełnomocnictw, a nie jedynie tych udzielanych osobom powiązanym ze spółką. Jednak bardziej przekonującym kandydatem jest art. 10 ust. 3 lit. b SRD, odnoszący się do pełnomocnictw udzielanych osobom związanym ze spółką, który stanowi, że państwa członkowskie mogą ograniczyć lub wykluczyć wykonywanie praw akcjonariusza poprzez pełnomocnika związanego ze spółką, nieposiadającego szczególnych instrukcji dotyczących głosowania w odniesieniu do każdej z uchwał, nad którą pełnomocnik ma głosować w imieniu akcjonariusza. Z uzasadnienia ustawy z 5.12.2008 r. wynika, że zamysłem polskiego ustawodawcy była implementacja właśnie tego drugiego przepisu i tym samym wykluczenie możliwości udzielania osobom związanym ze spółką pełnomocnictwa bez instrukcji¹⁰⁸⁶. Nie jest jasne, dlaczego w art. 412² § 4 KSH zamiast tego powtórzono jednak brzmienie art. 10 ust. 4 SRD.

Pomimo tego, że literalne brzmienie art. 412² § 4 KSH odpowiadające art. 10 ust. 4 SRD, nie wyraża w sposób jasny normy wynikającej z art. 10 ust. 3 lit. b SRD, to możliwa jest jego literalna interpretacja zgodna z intencją prawodawcy, przesądzająca, że pełnomocnictwo dla osób związanych ze spółką powinno zawierać instrukcje co do głosu. Przede wszystkim, przyjmując, że wyraża on jedynie potwierdzenie wiążącej mocy nieobowiązkowych instrukcji,

¹⁰⁸³ Katalog z art. 10 ust. 3 SRD nie przewiduje takiego środka ochronnego, ale z art. 10 ust. 2 SRD wynika możliwość wprowadzenia przez państwa członkowskie analogicznego ograniczenia dla wszystkich pełnomocnictw, w związku z czym *a maiori ad minus* należy uznać wprowadzenie tego ograniczenia dla pełnomocnictw dla spółki za dopuszczalne.

¹⁰⁸⁴ Popiołek w: J. Strzępka (red.) *Kodeks...*, s. 1021; Sołtysiński/Moskwa w: S. Sołtysiński (red.) *SPP*, t. 17B..., s. 667.

¹⁰⁸⁵ K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 677; Herbet w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 1185; Pabis w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 408.

¹⁰⁸⁶ „Wskazane jest wprowadzenie w prawie polskim wszystkich instrumentów (ograniczeń), na które zezwala dyrektywa (proponowany art. 412² § 3 i 4 K.s.h.)” – Druk 1130, Sejm VI Kadencji. Uzasadnienie, s. 34.

przepis ten nie miałby sensu umieszczony w art. 412² KSH - jego umiejscowienie w przepisie dotyczącym pełnomocnictw dla osób związanych ze spółką nasuwałaby wniosek *a contrario*, że instrukcje dla innych pełnomocników nie mają mocy wiążącej. Jednocześnie, brak odnoszącego się do wszystkich pozostałych pełnomocników przepisu o treści art. 412² § 4 KSH (a więc brak wyraźnej implementacji art. 10 ust. 4 SRD) można wyjaśnić poprzez przyjęcie, że instrukcje z samej swej natury są wiążące dla pełnomocnika, gdyż określają one zakres umocowania pełnomocnika w rozumieniu przepisów KC o pełnomocnictwie. W konsekwencji, bardziej zasadną interpretacją art. 412² § 4 KSH jest przyjęcie, że wyraża on obowiązek udzielenia instrukcji w przypadku udzielania pełnomocnictwa osobom związanym ze spółką. Takie pełnomocnictwo nie zawierające instrukcji jest nieważne, podobnie jak oświadczenie woli (co do głosowania) złożone w takiej sytuacji przez osobę związaną ze spółką.

Jak się jednak wydaje, wymogowi art. 412² § 4 KSH w powyższej interpretacji uczyni zadość nawet udzielenie instrukcji tylko kierunkowych, co do sposobu głosu, nie muszą to być bezpośrednie wskazania co do tego czy pełnomocnik ma głosować za lub przeciwko danej uchwale. Zastanawiające jest w tym kontekście, że ani unijny, ani w ślad za nim polski prawodawca, nie wymagają aby pełnomocnictwo dla osób związanych ze spółką było udzielone na formularzu, o którym mowa w art. 402³ § 3 KSH, który ma umożliwiać akcjonariuszowi wskazanie sposobu głosowania nad każdą z uchwał. Tymczasem wymóg udostępnienia akcjonariuszom tzw. *three-way proxy* (umożliwiającym oddanie głosu „za”, „przeciw” i wstrzymującego się) jest podstawową formą ochrony akcjonariuszy w państwach gdzie standardem jest ta forma „głosowania”¹⁰⁸⁷. Tak więc udzielenie pełnomocnictwa na formularzu jest dopuszczalne ale nieobowiązkowe, nawet w przypadku udzielania instrukcji osobie związanej ze spółką zgodnie z art. 412² § 4 KSH.

W kontekście zaprezentowanej powyżej interpretacji art. 412² § 4 KSH – ale też w przypadku zamieszczenia instrukcji w pełnomocnictwie udzielanym osobom niepowiązanym ze spółką – istotne jest pytanie o konsekwencje głosowania przez pełnomocnika z naruszeniem instrukcji otrzymanych od mocodawcy. Należy uznać, że skutkuje ono nieważnością oświadczenia woli pełnomocnika, jako dokonanego z przekroczeniem umocowania, o ile instrukcje zawarte są w treści pełnomocnictwa¹⁰⁸⁸. Jednak ani spółka (w przypadku głosowania przez niepowiązanego

¹⁰⁸⁷ Zob. UK Listing Rules 9.3.6.; SEC Rule 14a-4(b). Przywołane przepisy nie zabraniają udzielania spółce pełnomocnictwa niezwiązanego instrukcjami, jednak wymagają zamieszczenia, w odniesieniu do każdego projektu uchwały, informacji o tym jak spółka zamierza zagłosować z niezwiązanymi nimi pełnomocnictwami.

¹⁰⁸⁸ Tak K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 679, i w orzecznictwie wyrok SN z 7.10.2004, II PK 35/04, choć poglądy te wskazują dodatkowo na konieczność ujawnienia treści takiego pełnomocnictwa spółce dla osiągnięcia „zewewnętrznej skuteczności” związania instrukcjami. Nieważność głosu wprost przyjmują *Sołtysiński/Moskwa* w: S. Sołtysiński (red.) *SPP*, t. 17B..., s. 667 i *Popiołek* w: J. Strzępka (red.) *Kodeks...*, s. 1021. Inni autorzy przyjmują jedynie wewnętrzną skuteczność instrukcji, których naruszenie skutkować może jedynie odpowiedzialnością odszkodowawczą pełnomocnika; takie stanowisko zdaje się być oparte o uznanie instrukcji za odrębny od pełnomocnictwa stosunek podstawowy (tak wprost *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH*, t. IIIB..., s. 382). Tymczasem moim zdaniem instrukcje, przynajmniej o ile zawarte są w samym pełnomocnictwie, bezpośrednio określają zakres umocowania i jako takie ich naruszenie, jako przekroczenie zakresu umocowania, wywołuje skutek wskazany w stosowanym odpowiednio art. 104 zd. 1 KC (lub ewentualnie art. 103 ust. 1 KC - co do możliwości

z nią pełnomocnika), ani akcjonariusz (również w przypadku udzielenia pełnomocnictwa spółce) nie mają możliwości łatwej weryfikacji, czy pełnomocnik zagłosował zgodnie z instrukcjami. Z jednej strony czyni to ochronę mocodawcy poprzez sankcję nieważności głosu niezgodnego z instrukcjami iluzoryczną; z drugiej może też narażać spółkę na niepewność co do ważności powziętych uchwał (o ile poprzez pełnomocników głosuje znaczny udział akcjonariuszy lub uchwała powzięta jest niską większością głosów). Przepisy nie wskazują żadnego podmiotu weryfikującego zgodność głosu pełnomocnika z instrukcjami (co byłoby też problematyczne punktu widzenia konieczności zapewnienia poufności głosu), ani choćby obowiązku przechowywania pełnomocnictw z instrukcjami w celach dowodowych i weryfikacyjnych (co przewiduje niezaimplementowany art. 10 ust. 4 akapit 2 SRD), lub kompetencji kontrolnych w tym obszarze KNF, które postuluje się w doktrynie jako dodatkowe środki ochrony akcjonariuszy¹⁰⁸⁹.

Wreszcie należy zauważyć, że osoby powiązane ze spółką nie mają obowiązku godzić się na bycie pełnomocnikiem akcjonariusza, który chciałby wykorzystać pełnomocnictwo udzielane im jako formę głosowania zdalnego. Ewentualne wywodzenie takiego obowiązku z obowiązku lojalności tych osób jest wątpliwe, gdyż obowiązek ten ciąży na nich wobec spółki, a nie bezpośrednio wobec poszczególnych akcjonariuszy¹⁰⁹⁰. Większość polskich spółek giełdowych, posiadająca akcjonariusza większościowego nie ma również pozaprawnych motywacji od umożliwiania udzielenia pełnomocnictwa do głosowania spółce przez akcjonariuszy.

6.3 Elektroniczne głosowanie i uczestnictwo w walnym zgromadzeniu

Kolejną formą udziału w walnym zgromadzeniu *in absentia* jest udział przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej (udział elektroniczny). Ten sposób uczestnictwa uregulowany jest w dodanej ustawą z 5.12.2008 r., artykule 406⁵ KSH, implementującym art. 8 SRD. Polski ustawodawca zdecydował się jednak rozszerzyć krąg podmiotów, których dotyczy ten przepis również na spółki niepubliczne.

Obecne brzmienie art. 406⁵ KSH jest rezultatem zmian dokonanych ustawą z 31.03.2020 r. (tzw. tarcza antykryzysowa)¹⁰⁹¹, mających ułatwić korzystanie z elektronicznego udziału w walnym zgromadzeniu w sytuacji pandemii Covid-19. Umożliwienie akcjonariuszom przez spółki elektronicznego udziału w walnym zgromadzeniu było pierwotnie uzależnione od

potwierdzenia przez mocodawcę oświadczenia woli w kontekście pełnomocnictwa do głosowania na zgromadzeniu spółki zob. wyrok SA w Gdańsku z 12.05.2021 r. I AGa 16/21).

¹⁰⁸⁹ Tak (w kontekście masowego pozyskiwania pełnomocnictw) K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 682; *Herbet* w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 1185. *Sołtysiński/Moskwa* w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 663.

¹⁰⁹⁰ Szerzej ws. obowiązku lojalności funkcjonariuszy spółki zob. Rozdz. 4, pkt. 4.2. W USA, główną motywacją spółek do pozyskiwania pełnomocnictw jest wymóg 50% kworum (DGCL §216). Ponadto Rule 14c-2 nakłada na spółki obowiązek wysłania akcjonariuszom, od których spółka nie pozyskuje pełnomocnictwa analogicznych informacji jak te znajdujące się w materiałach towarzyszących pełnomocnictwu. W prawie angielskim, sec. 326(1) CA zabrania spółce selektywnego pozyskiwania pełnomocnictw wymagając aby „zaproszenie do udzielenia pełnomocnictwa” zostało rozesłane do wszystkich akcjonariuszy.

¹⁰⁹¹ Dz.U. 2020 poz. 568.

istnienia wyraźnego postanowienia w statucie przewidującego taką możliwość. Nowelizacja z 2020 r. odwróciła tę zasadę - udział elektroniczny jest zasadniczo dopuszczalny, chyba że statut spółki stanowi inaczej; o elektronicznym udziale w walnym zgromadzeniu postanawia każdorazowo zwołujący to zgromadzenie (art. 406⁵ § 1 KSH). Statutu może wyłączyć dopuszczalność elektronicznego udziału w ogóle, lub ograniczyć ją np. do określonych rodzajów walnych zgromadzeń.

Art. 406⁵ § 2 KSH określa na czym polega elektroniczny udział w walnym zgromadzeniu. Przed zmianą z 2020 r., art. 406⁵ § 1 stanowił, że udział elektroniczny obejmuje w szczególności 1) transmisję obrad walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym; 2) dwustronną komunikację w czasie rzeczywistym, w ramach której akcjonariusze mogą wypowiadać się w toku obrad walnego zgromadzenia, przebywając w miejscu innym niż miejsce obrad walnego zgromadzenia; 3) wykonywanie osobiście lub przez pełnomocnika prawa głosu przed lub w toku walnego zgromadzenia. W zgodnej opinii doktryny, i w zgodzie z brzmieniem art. 8 ust. 1 SRD, z przepisu tego wynikało, że udział elektroniczny może obejmować tylko jeden ze wskazanych trybów uczestnictwa lub dowolną ich kombinację, a także ewentualnie inne, niewskazane formy elektronicznego uczestnictwa, ze względu na otwarty charakter zamieszczonego tam katalogu¹⁰⁹².

Obecnie, zgodnie z art. 406⁵ § 4 KSH zapewnienie transmisji obrad walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym jest obowiązkiem spółek publicznych. Jedna z dopuszczalnych form elektronicznego udziału wskazanych w dawnym art. 4056 § 1 stała się więc obowiązkowa. Ujęcie transmisji obrad w osobnej jednostce redakcyjnej wskazuje też, że ustawodawca nie traktuje jej już jako jednej z form udziału elektronicznego, co należy ocenić pozytywnie, gdyż trudno za taki uznać samą transmisję obrad¹⁰⁹³. Pewne potwierdzenie tego stanowiska stanowi fakt, iż transmisję obrad dopuszczano w doktrynie jeszcze przed wprowadzeniem art. 406⁵ KSH¹⁰⁹⁴.

Do pozostałych dwóch form udziału elektronicznego odnosi się z kolei art. 4065 § 2 KSH, który stanowi, że udział w walnym zgromadzeniu obejmuje w szczególności:

- 1) dwustronną komunikację w czasie rzeczywistym wszystkich osób uczestniczących w walnym zgromadzeniu, w ramach której mogą one wypowiadać się w toku obrad walnego zgromadzenia, przebywając w innym miejscu niż miejsce obrad walnego zgromadzenia, i

¹⁰⁹² *Herbet* w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 1084; A. Szumański, *Nowa regulacja udziału w zgromadzeniu spółki kapitałowej przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej*, PPH nr 5/2020, s. 6. Odmienne jak się wydaje *Popiołek* w: J. Strzępka (red.) *Kodeks...*, s. 1006.

¹⁰⁹³ Podobnie *Pabis* w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 275 wskazując na „czysto konwencjonalny” charakter takiej klasyfikacji.

¹⁰⁹⁴ *Zob. O. Horwath, Elektroniczne walne zgromadzenie w świetle regulacji dyrektywy 2007/36/WE oraz prawa polskiego*, *Transformacje Prawa Prywatnego* nr 3–4/2007, s. 52–53; M. Engeleit, *Wirtualne walne zgromadzenie: wpływ Internetu na prawo spółki akcyjnej*, Warszawa 2005, s. 240–245. Pierwsza transmisja obrad walnego zgromadzenia miała miejsce w czerwcu 2006 r. w spółce Polska Grupa Farmaceutyczna S.A.

2) wykonywanie osobiście lub przez pełnomocnika prawa głosu przed lub w toku walnego zgromadzenia.

Użycie spójnika „i” w wyliczeniu wskazuje, że obecnie, odmiennie niż w poprzednim stanie prawnym, udział elektroniczny musi obejmować obydwa wskazane tryby uczestnictwa¹⁰⁹⁵. Brzmienie przepisu sugeruje, że teoretycznie dopuszczalne jest umożliwienie akcjonariuszom elektronicznego głosowania wyłącznie przed walnym zgromadzeniem, ale ze względu na fakt, że komunikacja w czasie rzeczywistym w czasie obrad zgromadzenia i tak musi zostać zapewniona, należy przyjąć, że w praktyce zasadą jest przede wszystkim (jeżeli nie wyłącznie) wykonywanie prawa głosu w toku zgromadzenia.

Pomimo znaczącej liberalizacji regulacji elektronicznego udziału w walnym zgromadzeniu, nadal nie jest możliwe odbywanie w pełni wirtualnych zgromadzeń¹⁰⁹⁶. Zgromadzenie wciąż musi odbyć się w określonym miejscu (zob. art. 403 KSH), w którym fizycznie muszą być obecne przynajmniej osoby zdolne do jego otwarcia (art. 409 § 1 KSH), przewodniczący walnego zgromadzenia oraz notariusz.

Przepisy dotyczące elektronicznego udziału są dość lakoniczne, zwłaszcza w porównaniu do regulacji głosowania korespondencyjnego oraz głosowania przez pełnomocnika. Nie określają one szczegółowych kwestii technicznych dotyczących sposobu zapewniania elektronicznego udziału. Zgodnie z art. 406⁵ § 3 KSH szczegóły tego trybu uczestnictwa powinien określać regulamin uchwalony przez radę nadzorczą, który nie może określać wymogów i ograniczeń, które nie są niezbędne do identyfikacji akcjonariuszy i zapewnienia bezpieczeństwa komunikacji elektronicznej. Wśród dopuszczalnych ograniczeń można wskazać np. na wymóg zadeklarowania chęci elektronicznego uczestnictwa z odpowiednim wyprzedzeniem, co pozwoli spółce przygotować odpowiednie rozwiązania technologiczne¹⁰⁹⁷. Z uwagi na ograniczoną regulację normatywną w doktrynie słusznie postuluje się też analogiczne stosowanie do głosowania elektronicznego niektórych przepisów regulujących tryb korespondencyjny (np. w zakresie tajności głosu i głosowania tajnego)¹⁰⁹⁸.

Zgodnie z art. 406⁵ § 5 i §6 KSH, spółka niezwłocznie przesyła akcjonariuszowi potwierdzenie otrzymania jego głosu, jak również, co najmniej na wniosek akcjonariusza, potwierdzenie, że jego głos został prawidłowo zarejestrowany oraz policzony. Przepisy te implementują art. 3c ust. 2 SRD II, przy czym zakres ich zastosowania nie jest ograniczony do spółek giełdowych, inaczej niż zakres większości przepisów implementujących tę dyrektywę ujętych w Dział IIIA u.o.i.f., podobnie jak art. 406⁵ § 7 KSH, który stanowi, że w przypadku gdy potwierdzenie

¹⁰⁹⁵ A. Szumański, *Nowa...*, s. 9.

¹⁰⁹⁶ *Sołtysiński/Moskwa* w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 673, *Herbet* w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 1081; *Krysiak* w: Z. Jara (red.) *Kodeks...*, s. 1993.

¹⁰⁹⁷ W doktrynie na gruncie poprzedniego stanu prawnego powszechnie też wskazywano na zastrzeżenie przez spółkę terminu na oddanie elektronicznego głosu przed walnym zgromadzeniem, co jednak obecnie, w kontekście konieczności zapewnienia zarówno e-głosowania jak i uczestnictwa w obradach ma mniejsze znaczenie, gdyż umożliwienie głosowania wyłącznie przed walnym zgromadzeniem będzie rzadkością.

¹⁰⁹⁸ *Herbet* w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 1089.

oddania głosu otrzyma pośrednik finansowy, niezwłocznie przekazuje on potwierdzenie akcjonariuszowi lub jego pełnomocnikowi. Nie jest jasne na ile rozszerzenie zakresu art. 406⁵ § 5 i §6 KSH na spółki inne niż giełdowe jest zasadny. Przepis art. 3c ust. 2 SRD II mówi co prawda ogólnie do „elektronicznego głosowania”, jednak jego umiejscowienie w SRD II sugeruje, że jego zakres jest ograniczony do spółek giełdowych, co do których odpowiednie obowiązki ciąży na pośrednikach finansowych¹⁰⁹⁹. Spółki giełdowe mogą bowiem wykorzystywać do realizacji wskazanych obowiązków dostosowaną do wymogów SRD II infrastrukturę informatyczną KDPW i innych uczestników systemu depozytowego; inne spółki nie mają takiej możliwości. Z drugiej jednak strony, jak się wydaje nawet bez tych przepisów spółka, dokładając należytej staranności, powinna zadbać o to aby wykorzystywane rozwiązania technologiczne umożliwiały potwierdzenie otrzymania głosu akcjonariusza oraz poprawności jego zarejestrowania i policzenia głosu.

6.4 Głosowanie przez pośredników finansowych

Implementacja SRD II wprowadziła do prawa polskiego nowe rozwiązania w zakresie zaangażowania pośredników finansowych tworzących system depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowy w funkcjonowanie spółek giełdowych i ich interakcje z akcjonariuszami. Wcześniej omówiono już zmiany dotyczące identyfikacji akcjonariuszy przez spółkę oraz przekazywania przez pośredników informacji od spółki do akcjonariuszy¹¹⁰⁰. Najistotniejsze jednak są wprowadzane przez SRD II rozwiązania dotyczące roli pośredników w komunikacji od akcjonariuszy do spółki i ułatwianiu wykonywania akcjonariuszom ich praw.

6.4.1 Kontekst przyjęcia regulacji

Znaczenie wprowadzanych przez SRD II rozwiązań w zakresie komunikacji od akcjonariusza do spółki i ułatwiania wykonywania prawa głosu jest różne, w zależności od modelu dematerializacji papierów wartościowych przyjętego w danym państwie członkowskim¹¹⁰¹. Dematerializacja z konieczności oznacza, że inwestorzy „muszą korzystać z pomocy pośredników, żeby móc wykonywać swoje uprawnienia oraz czerpać korzyści z własności papierów wartościowych”¹¹⁰². W prawie polskim widoczne jest to w procedurze uzyskiwania przez akcjonariusza legitymacji do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu (sporządzania wykazu osób uprawnionych do uczestnictwa oraz wystawiania imiennych zaświadczeń o prawie do uczestnictwa; art. 406³ KSH), jednak poza tym uzależnienie to nie jest istotne, co zarówno z modelu interakcji pomiędzy spółką a akcjonariuszami jak i z faktu, że za

¹⁰⁹⁹ Tak też *Lieder/Bialluch* w: P. Kindler, J. Lieder (red.) *European...*, s. 881.

¹¹⁰⁰ Odpowiednio Rozdz. 2 pkt. 4.8, oraz Rozdz. 5 pkt. 3.3.2

¹¹⁰¹ Ws. porównawczego przeglądu modeli dematerializacji papierów wartościowych zob. *Unidroit, Legislative guide on Intermediated Securities*, 2017, <https://www.unidroit.org/wp-content/uploads/2021/06/LEGISLATIVE-GUIDE-English.pdf> oraz V. Dixon, *The Legal Nature of Intermediated Securities: An Insurmountable Obstacle to Legal Certainty* w: L. Gullifer, J. Payne (red.) *Intermediation and Beyond*, Oxford and Portland, Oregon 2019.

¹¹⁰² A. Waclawik-Wejman, *Of corporations and plumbers: shareholder voting rights and securities clearing and settlement in Europe* w: K. Alexander, N. Moloney (red.) *Law Reform and Financial Markets*, Cheltenham 2011, s. 213.

akcjonariusza uważa się w prawie polskim osobę uprawnioną z akcji zapisanych na prowadzonym dla tej osoby rachunku papierów wartościowych (art. 7 ust. 1 u.o.i.f.).

Tymczasem „najwyższy stopień pomocy [ze strony pośredników finansowych] jest wymagany przy działalności pośredników w tych systemach prawnych, które przypisują własność papierów wartościowych pośrednikowi, a nie końcowemu inwestorowi”¹¹⁰³.

Sytuacja taka jest charakterystyczna dla państw anglosaskich, które za akcjonariuszy uważają pośredników finansowych. Osobom na dalszych szczeblach łańcucha pośredników uznawani są za beneficjentów trustu lub sub-trustu, którym przysługuje jedynie „własność godziwa” (*equitable ownership*) akcji¹¹⁰⁴. Jeżeli system prawny przewidujący tego typu rozwiązania nie ustanawia dodatkowych obowiązków głosowania przez pośredników zgodnie z wytycznymi uzyskanymi od ich klientów będących ostatecznymi beneficjentami akcji lub też nie zobowiązuje ich do udzielenia takim osobom pełnomocnictwa do głosowania¹¹⁰⁵, możliwość wykonywania przez klienta uprawnień korporacyjnych uzależniona jest od treści ustaleń umownych pomiędzy nim a pośrednikiem, przy czym umowy takie mają zazwyczaj charakter adhezyjny. Rozwiązania wprowadzone w SRD II (art. 3b ust. 4 i art. 3c) zmierzają do prawnego zagwarantowania możliwości wykonywania uprawnień korporacyjnych w tego typu systemach ostatecznym inwestorom.

Ponadto, ingerencja unijnego ustawodawcy jest też kluczowa w związku z koniecznością zagwarantowania skuteczności wykonywania uprawnień korporacyjnych w kontekście transgranicznym, gdzie nawet pomimo jeżeli przepisy gwarantują wykonywanie uprawnień korporacyjnych krajowym akcjonariuszom, element transgraniczny może pozbawiać je skuteczności¹¹⁰⁶. W prawie polskim to zagraniczny pośrednik będący posiadaczem rachunku

¹¹⁰³ Ibid., s. 214, s. 214.

¹¹⁰⁴ W prawie angielskim, osoby takie łączy bezpośrednia relacja prawna jedynie z bezpośrednim pośrednikiem, natomiast nie łączy ich relacja prawna z pośrednikami znajdującymi się na „wyższych” szczeblach łańcucha pośredników oraz z samym emitentem (tzw. *no-look through rule*). Ogólnie o pozycji prawnej ostatecznego inwestora w przyjętym w Anglii modelu dematerializacji zob. B. MacFarlane, R. Stevens, *Interests in Securities: Practical Problems and Conceptual Solutions* w: J. Payne, L. Gullifer (red.) *Intermediated Securities. Legal Problems and Practical Issues*, Bloomsbury Publishing 2010. Szerzej ws. konsekwencji przyjętego w prawie angielskim modelu dematerializacji dla wykonywania praw akcjonariuszy zob. A. Hainsworth, *The Shareholder...*; M. Ooi, *Re-enfranchising the investor of intermediated securities*, *Journal of Private International Law* nr 1(16)/2020.

¹¹⁰⁵ Tego typu obowiązki przewiduje prawo USA, zob. §6(b)(10) Securities and Exchange Act, dodany przez Dodd-Frank Act w 2010 r. W prawie angielskim obowiązek zastosowania się powiernika do instrukcji beneficjenta trustu wynika z common law, jednak może on zostać wyłączony umownie (szerzej zob. E. McGaughey, *Does corporate governance exclude the ultimate investor?*, JCLS nr 1(16)/2016), co w praktyce często ma miejsce, zob. G. Morton, *Historical introduction: the growth of intermediation and development of legal analysis of intermediated securities* w: L. Gullifer, J. Payne (red.) *Intermediation and Beyond*, Oxford and Portland, Oregon 2019.

¹¹⁰⁶ Przykładowo, nawet jeżeli prawo państwa A w którym siedzibę ma spółka uznaje za akcjonariusza ostatecznego inwestora w zgodnie z krajowym systemem dematerializacji papierów wartościowych, jeżeli jej akcje posiada ostateczny inwestor z państwa B, którego prawo uznaje za akcjonariusza pośrednika finansowego, prowadzącego rachunek papierów wartościowych dla inwestora w państwie B. Szerzej nt. problemów w kontekście transgranicznym zob. D. Zetsche, *Shareholder...*

zbiorczego wskazuje KDPW osoby uprawnione do wykonywania prawa głosu, przy czym do ich ustalenia nie stosuje się przepisów prawa polskiego (zob. art. 8s ust. 3 i 4 u.o.i.f.)¹¹⁰⁷.

6.4.2 Rozwiązania wprowadzone w wyniku implementacji SRD II

Zgodnie z art. 3b ust. 4 SRD II państwa członkowskie zobowiązują pośredników do bezzwłocznego przekazywania spółce, zgodnie z instrukcjami otrzymanymi od akcjonariuszy, otrzymanych od akcjonariuszy informacji związanych z wykonywaniem praw wynikających z ich akcji. Przepis ten został niemal dosłownie implementowany w art. 68k ust. 5 u.o.i.f. Art. 3c SRD stanowi ponadto, że państwa członkowskie zapewniają, by pośrednicy ułatwiali wykonywanie praw przez akcjonariuszy, w tym prawa do uczestnictwa w walnych zgromadzeniach i prawa głosu podczas takich zgromadzeń¹¹⁰⁸. Ten drugi przepis nie został bezpośrednio implementowany w żadnym konkretnym przepisie prawa polskiego.

Podobnie jak przepisy SRD II dotyczące komunikacji od spółki i przepisy u.o.i.f. je implementujące, przywołane powyżej przepisy dotyczące komunikacji od akcjonariuszy do spółki są dość lakoniczne. W szczególności nie wynika z nich jakiego rodzaju informacje akcjonariusze mogą przekazywać spółkom. W odniesieniu do tej kwestii również konieczne jest sięgnięcie do przepisów wykonawczego Rozporządzenia 2018/1212, wypracowanych na jego podstawie przez europejską branżę instytucji depozytowych standardów rynkowych oraz zgodnych z nimi regulacji wewnętrznych KDPW.

6.4.3 Zawiadomienie o udziale w walnym zgromadzeniu

Pierwszym rodzajem informacji przekazywanych w górę łańcucha pośredników, na który można wskazać, jest zawiadomienie o udziale akcjonariusza w walnym zgromadzeniu, o którym mowa w art. 6 Rozporządzenia 2018/1212¹¹⁰⁹. Implementację tych przepisów w prawie polskim stanowi art. 68l ust. 1 pkt. 2 u.o.i.f., zgodnie z którym na wniosek akcjonariusza spółki giełdowej pośrednik przekazuje spółce giełdowej zawiadomienie o udziale akcjonariusza lub jego pełnomocnika w walnym zgromadzeniu. Wydawać by się mogło, że przepis ten wprowadza jakąś nową instytucję „zawiadamiania spółki o udziale akcjonariusza w walnym zgromadzeniu”¹¹¹⁰. Jednak lektura postanowień Regulaminu KDPW pozwala stwierdzić, że na gruncie prawa polskiego owym „zawiadomieniem” jest uwzględnienie akcjonariusza na wykazie osób uprawnionych do uczestnictwa w zgromadzeniu sporządzany przez uczestników KDPW zgodnie z art. 406³ § 4-6 KSH, do którego §142 ust. 3a Regulaminu KDWP (w

¹¹⁰⁷ Szerzej zob. E. Szlachetka, R. Kluziak, *Wykonywanie uprawnień korporacyjnych przez podmioty uprawnione z akcji spółek publicznych zapisanych na rachunkach zbiorczych*, Monitor Prawniczy nr (23)/2012.

¹¹⁰⁸ W dalszej części przepis stanowi, że następuje to poprzez przynajmniej jedno z następujących działań: a) pośrednik dokonuje niezbędnych działań, aby akcjonariusz lub osoba trzecia wyznaczona przez tego akcjonariusza mogli samodzielnie wykonywać takie prawa; b) pośrednik wykonuje prawa wynikające z akcji na podstawie wyraźnego upoważnienia i zgodnie z instrukcjami akcjonariusza oraz na jego rzecz.

¹¹⁰⁹ Zacharzewski w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...*, s. 671.

¹¹¹⁰ Tak Zacharzewski w: *Ibid.*, s. 672 („oryginalna prerogatywa”). Mylące jest w tym zakresie też uzasadnienie ustawy implementującej SRD II, które dodanie komentowanego przepisu uzasadnia wskazując, że „niektóre spółki wymagają od swoich akcjonariuszy wcześniejszego potwierdzenia udziału w walnym zgromadzeniu” (s. 78).

odniesieniu do wykazów dla spółek giełdowych) nakazuje stosować właśnie art. 6 Rozporządzenia 2018/1212, co oznacza konieczność sporządzanie go w formacie zgodnym z tabelą 5 załącznika Rozporządzenia 2018/1212. Z perspektywy spółki zawiadomieniem o udziale jest więc wykaz, natomiast jeżeli rozważać ten problem od strony akcjonariusza, należy przyjąć, że zawiadamia on spółkę o swoim udziale poprzez wystąpienie do pośrednika z żądaniem wystawienia imiennego zaświadczenia o prawie uczestnictwa w walnym zgromadzeniu (art. 406³ § 1 KSH).

6.4.4 Informacja o ustanowieniu pełnomocnika oraz sposobie wykonania prawa głosu

Pomimo, że dostosowanie regulacji wewnętrznych KDWP do SRD II pozostawiają dotychczasową procedurę sporządzania wykazu w zasadniczo niezmienionej formie, wprowadzają one istotne rozszerzenie zakresu przedmiotowego informacji, które mogą w nim zostać ujęte. Zgodnie z § 142 ust. 3a zd. 2 Regulaminu KDPW, jeżeli wykaz jest sporządzany w związku z walnym zgromadzeniem spółki giełdowej, może on zawierać także:

- 1) dane identyfikujące pełnomocników ustanowionych do udziału w walnym zgromadzeniu przez poszczególne osoby uprawnione, lub
- 2) - jeżeli w informacji o zwołaniu walnego zgromadzenia przekazywanej przez emitenta do KDPW emitent dopuścił taką możliwość – informacje o *sposobie wykonywania prawa głosu przez poszczególne osoby uprawnione*.

Tak więc ze wskazanego postanowienia Regulaminu KDPW wynika, że akcjonariusz może obecnie, w drodze przesłania komunikatu poprzez pośredników finansowych: wskazać pełnomocnika do udziału w walnym zgromadzeniu oraz *oddać głos*, co dość niejednoznacznie nazywane jest „informacją o sposobie wykonywania prawa głosu”. Przekazanie tych informacji przewiduje format komunikatu zawiadomienia o udziale określony w Tabeli 5 załącznika Rozporządzenia 2018/1212.

i) Ustanowienie pełnomocnika

W odniesieniu do uprawnienia od ustanowienia pełnomocnika, problematyczna jest relacją pomiędzy wynikającą z KDPW możliwością przesłania spółce danych pełnomocnika przez pośredników finansowych, a instytucją notyfikacji pełnomocnictwa z art. 4121 § 4 KSH. Nie jest jasne, czy wobec przekazania tej informacji poprzez system depozytowy, akcjonariusz musi osobno zawiadomić o tym spółkę we wskazany przez nią sposób (art. 412¹ § 4 KSH), co znacząco ograniczałoby użyteczność skorzystania z komunikacji przez pośredników finansowych. Nie jest też jasne czy zakres danych przekazywanych przez pośredników zawsze pozwoli spółce na weryfikację ważności pełnomocnictwa (art. 4121 § 5 SH).

ii) Oddanie głosu poprzez pośrednika

Dalece bardziej istotne jest wprowadzenie możliwości oddania przez akcjonariuszy głosu za pośrednictwem pośrednika.

Pośrednik nie jest w takiej sytuacji pełnomocnikiem akcjonariusza, a posłańcem, przekazującym przez system informatyczny zintegrowany z systemem KDPW treść głosu akcjonariusza. Wydaje się, że wprowadzenie tego trybu oddania głosu *in absentia* nie wzbudziło większego zainteresowania w doktrynie, co należy wytłumaczyć z pewnością również brakiem jasnego odzwierciedlenia tej zmiany na poziomie ustawowym (gdyż trudno za takie uznać art. 68k ust. 5 u.o.i.f.) i „ukrycia” jej w postanowieniach regulaminu KDPW. Tymczasem zmiana ta ma potencjał zdecydowanie ułatwić akcjonariuszom głosowanie. Perspektywa możliwości oddania głosów *in absentia*, na zgromadzeniach wszystkich spółek, których akcje posiada akcjonariusz z „jednego miejsca”, tj. za pomocą jednego interfejsu udostępnianego mu przez podmiot prowadzący jego rachunek papierów wartościowych, bez konieczności osobistego uczestnictwa w zgromadzeniach ale też bez konieczności zapoznawania się z używanym przez każdą ze spółek systemem informatycznym w przypadku udziału elektronicznego, jest niewątpliwie perspektywą rewolucyjną.

Niestety pozostaje też jednak perspektywą niezrealizowaną, gdyż omawiana forma głosowania posiada jedno zasadnicze ograniczenie – jest ona dostępna dla akcjonariusza tylko „jeżeli w informacji o zwołaniu walnego zgromadzenia przekazywanej przez emitenta do KDPW emitent dopuścił taką możliwość” (zob. §142 ust. 3a, §142b ust. 1 Regulaminu KDPW). Sformułowanie to oznacza, że dopuszczenie tej formy głosowania jest fakultatywne i uzależnione od decyzji emitenta. Jest tak dlatego, że ta forma głosowania stanowi w istocie podtyp głosowania elektronicznego, którego dopuszczalność jest również pozostawiona do decyzji emitenta (art. 406⁵ § 1 KSH)¹¹¹¹. Ze względu na fakultatywny charakter udziału elektronicznego, którego głosowanie przez pośredników stanowi podtyp, wykorzystanie nowych możliwości wprowadzonych przez SRD II będzie w praktyce możliwe bardzo rzadko. Stawia to pod znakiem zapytania sens ponoszenia przez KDPW i uczestników bezpośrednich kosztów dostosowania systemów teleinformatycznych do wymogów nowej regulacji.

Ponadto, pojawia się szereg wątpliwości co do skoordynowania możliwości głosowania przez pośredników finansowych z wymogami elektronicznego udziału w zgromadzeniu ustanowionymi w KSH. Udział elektroniczny zgodnie z KSH musi obejmować dwie funkcjonalności: możliwość oddania głosu elektronicznie przed lub w trakcie zgromadzenia oraz dwustronną komunikację w czasie rzeczywistym (art. 406⁵ § 2 KSH). Oddanie głosu przez pośredników finansowych zapewnia spełnienie pierwszego wymogu, ale w obliczu konieczności zapewnienia komunikacji w czasie rzeczywistym emitent i tak będzie musiał poszukiwać dodatkowych usług komercyjnych dostawców zapewniających dwustronną komunikację w czasie rzeczywistym. Pojawia się też pytanie, czy w przypadku zapewnienia takiej komunikacji, powinna ona umożliwiać zmianę głosu oddanego wcześniej przez pośredników oraz czy dopuszczenie przez emitenta elektronicznego uczestnictwa zawsze

¹¹¹¹Potwierdzają to materiały KDPW dla emitentów – „Dostępne metody uczestnictwa w walnym zgromadzeniu to: (...) - Głosowanie elektroniczne *w odniesieniu do spółek giełdowych opcja ta daje możliwość przekazania głosów w instrukcjach przekazywanych do KDPW w ramach zgłoszenia udziału w WZ przed terminem WZ.”, KDPW, Obsługa..., s. 5.

skutkuje automatyczną możliwością oddania przez akcjonariusza głosu przez pośredników finansowych¹¹¹².

W odniesieniu do sposobów i terminów przekazywania informacji od akcjonariusza do spółki, powinno ono się odbywać - tak jak przekazywanie informacji „w dół” łańcucha pośredników – niezwłocznie i w sposób zautomatyzowany (STP) (zob. art. 2 ust. 3, art. 9 ust. 4 SRD II). §142 ust. 3a sugeruje, że informacje o udzieleniu pełnomocnictwa oraz oddaniu głosów powinny być przekazane KDPW już w wykazie osób uprawnionych do uczestnictwa. Jednak jak wynika z § 188 ust. 3 i 4 SZD KDPW oświadczenia o ustanowieniu pełnomocników oraz oddaniu głosu mogą być przekazywane do KDPW przez uczestników bezpośrednich także po przekazaniu wykazu osób uprawnionych do uczestnictwa, nie później, niż: 1) w ostatnim dniu terminu emitenta¹¹¹³; 2) w braku terminu emitenta - do godziny 14:00 na dwa dni przed dniem walnego zgromadzenia. Uprawnienie do późniejszego ich przekazywania jest oczywiście konieczne, aby akcjonariusz mógł oddać głos w przypadku późniejszego uzupełnienia porządku obrad o nowe projekty uchwały.

6.4.5 Ocena wprowadzonych rozwiązań

Możliwość oddania głosu przez pośrednika finansowego stanowi znaczące ułatwienie wykonywania prawa głosu. Zmiany wprowadzone przez SRD II umożliwiają potencjalnie realizację prawa głosu w odniesieniu do wszystkich spółek portfelowych (w tym spółek zagranicznych) „z jednego miejsca”, tj. za pośrednictwem interfejsu udostępnianego przez pośrednika prowadzącego rachunek papierów wartościowych akcjonariusza, co znacząco ułatwia głosowanie.

Regulacja głosowania przez pośredników finansowych ma jednak szereg wad, które stawiają jej praktyczne znaczenie pod znakiem zapytania. Po pierwsze, jako podtyp głosownia elektronicznego, i podobnie jak głosowanie korespondencyjne, jest to forma fakultatywna, której dostępność zależy do decyzji spółki. Tymczasem spółki w praktyce rzadko decydują się na umożliwienie korzystania ze zdalnych form głosowania, mając do tego ograniczone bodźce.

¹¹¹² Innymi słowy nie jest jasne czy emitent chcący przeprowadzić elektroniczne walne zgromadzenie z wykorzystaniem komercyjnych rozwiązań technologicznych, może wyłączyć uprawnienie akcjonariuszy do oddania głosów przez pośredników finansowych przed walnym zgromadzeniem. Wyłączenie takie Regulamin KDPW przewiduje wprost w przypadku wyboru przez emitenta tzw. rozszerzonego trybu obsługi zgromadzenia przez KDPW, z wykorzystaniem aplikacji KDPW eVoting (która umożliwia głosowanie przed zgromadzeniem ale też późniejszą zmianę głosu). Zob. §142 ust. 3b Regulaminu KDPW. Skorzystanie z tego trybu obsługi WZ z wykorzystaniem aplikacji eVoting jest możliwe tylko, jeżeli emitent dopuścił tryb elektroniczny (§142a ust. 1 Regulaminu). Wyłączenie możliwości przekazywania głosów przez pośredników w tej sytuacji wynika z konieczności zapewnienia aby głosy elektroniczne były przekazywane jednym kanałem (aplikacją eVoting). Wydaje się, że analogicznie należałoby dopuścić taką możliwość również jeżeli emitent korzysta z innego niż eVoting KDPW rozwiązania technologicznego, umożliwiającego udział elektroniczny w walnym zgromadzeniu zgodnie z art. 4065 § 2 KSH, jeżeli w takiej sytuacji głosowanie przez pośredników byłoby niepraktyczne.

¹¹¹³ Termin emitenta zdefiniowany jest w art. 1 pkt. 14 Rozporządzenia 2018/1212. Terminy emitenta są zgodne z §185 ust. 2 SZDKDPW fakultatywnym elementem informacji o zwołaniu walnego zgromadzenia przekazywanej przez emitenta do KDPW. Ustalając je emitent nie ma pełnej swobody – powinien brać pod uwagę odpowiednie przepisy KSH oraz postanowienia aktów wewnętrznych regulujące te kwestie (zob. art. 4065 § 3 KSH oraz art. 4121 § 4 KSH).

Po drugie, głosowanie w tym trybie możliwe jest jedynie w sytuacji dopuszczenia przez spółkę elektronicznego udziału w walnym zgromadzeniu, co z kolei łączyć się będzie z koniecznością każdorazowego zapewnienia akcjonariuszom możliwości dwustronnej komunikacji w rzeczywistym czasie obrad walnego zgromadzenia (art. 406⁵ § 2 KSH). Jak się wydaje takie powiązanie jest niezasadne – z punktu widzenia spółki, konieczność zapewnienia komunikacji w czasie rzeczywistym w toku obrad zgromadzenia generuje dodatkowy wysiłek organizacyjny i ryzyka (np. co do skutków zakłóceń technicznych), których można by uniknąć gdyby spółka mogła ograniczyć się do umożliwienia akcjonariuszom głosowania elektronicznego jedynie poprzez oddanie głosu przed walnym zgromadzeniem. Po trzecie jednak, należy zauważyć, że w zakresie, w jakim głosowanie przez pośredników możliwe jest przed walnym zgromadzeniem, głosowanie w tym trybie może wiązać się z problemami dotyczącymi zgłaszania nowych projektów uchwał i zmiany ogłoszonych wcześniej projektów uchwał, omawianymi wcześniej w kontekście głosowania korespondencyjnego, (zob. pkt. 6.5. poniżej).

6.5 Podsumowanie – nieefektywność obecnej regulacji zdalnych form wykonywania prawa głosu

W powyższych rozważaniach częściowo wskazywano już wady regulacji poszczególnych form zdalnego głosowania i uczestnictwa w walnym zgromadzeniu. W niniejszym punkcie, tytułem podsumowania wskazuję na trzy główne wady ogółu omawianych przepisów pozwalające na przyjęcie generalnego wniosku o tym, że KSH nie zapewnia efektywnie akcjonariuszom możliwości zdalnego głosowania.

i) Fakultatywny charakter form zdalnego głosowania

Główną wadą obecnych rozwiązań jest fakt, że umożliwienie akcjonariuszom zdalnego głosowania w każdej z dostępnych form (korespondencyjnej, elektronicznej oraz przez pośredników finansowych, stanowiącej podtyp formy elektronicznej) jest obecnie nieobowiązkowe i uzależnione od decyzji samej spółki. Głosowanie przez pełnomocnika jest dopuszczalne zawsze, jednak jest to forma mniej wygodna, w związku z koniecznością osobistego udziału pełnomocnika w walnym zgromadzeniu¹¹¹⁴. Tymczasem polskie spółki giełdowe, zdominowane w większości przez akcjonariuszy większościowych i mających przede wszystkim ich interes na uwadze członków zarządu, nie mają dostatecznej motywacji do ułatwiania udziału w walnym zgromadzeniu akcjonariuszom mniejszościowym. Korporacyjnym insiderom zależeć będzie raczej na jak najbardziej sprawnym podjęciu wymaganych uchwał, czemu zagrażać może głosowanie przez szerokie grono akcjonariuszy; im większa liczba osób oddających głos, tym większa też liczba osób mogących zaskarżyć

¹¹¹⁴ Przy czym jak wskazywano powyżej (pkt. 6.2.3.), żaden przepis nie wymaga od spółek giełdowych umożliwienia udzielenia pełnomocnictwa „spółce” (osobom związanym ze spółką), co mogłoby ograniczać koszty związane z powołaniem pełnomocnika i czynić z tej formy głosowania namiastkę głosowania zdalnego.

podjęte uchwały¹¹¹⁵. Do zapewnienia wysokiej liczby oddanych głosów nie motywuje też brak ustawowego wymogu kworum (art. 408 § 1 KSH).

Taki stan rzeczy potwierdzają dane dotyczące częstotliwości korzystania przez spółki z trybów zdalnych. Jedynie 36% spółek z indeksu WIG deklaruje stosowanie rekomendacji 4.1 DPSN 4.1. zgodnie z którą spółka powinna umożliwić akcjonariuszom udział w walnym zgromadzeniu przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej (e-walne), jeżeli jest to uzasadnione z uwagi na zgłaszane spółce oczekiwania akcjonariuszy, o ile jest w stanie zapewnić infrastrukturę techniczną niezbędną dla przeprowadzenia takiego walnego zgromadzenia¹¹¹⁶. Ze względu na warunkowe sformułowanie tej rekomendacji, można domniemywać, że nie wszystkie spółki deklarujące jej stosowanie umożliwiają udział elektroniczny w większości zwoływanych zgromadzeń.

Pewnych danych o popularności głosowania elektronicznego dostarczają też statystyki wykorzystania udostępnianej przez KDPW aplikacji e-Voting. Liczba walnych zgromadzeń przeprowadzonych z jej wykorzystaniem przedstawiała się następująco: 2020 r. – 5, 2021 – 13, 2022 – 8, 2023 – 5¹¹¹⁷. Tymczasem liczba walnych zgromadzeń (uwzględniając spółki notowane na NewConnect) wynosi rocznie ok. 1000. Oczywiście spółki mogą korzystać z innych rozwiązań technologicznych, niż aplikacja KDPW, czego powyższe statystyki nie uwzględniają, jednak wątpliwe jest aby takich przypadków było zdecydowanie więcej. Jak widać nawet pandemiczne lata 2020 i 2021 nie zwiększyły znacząco zainteresowania spółek tym trybem przeprowadzania WZ.

ii) *Powiązanie głosowania w formie elektronicznej z dwustronną komunikacją w czasie rzeczywistym*

Kolejną istotną wadą, dotyczącą głosowania elektronicznego (a w konsekwencji głosowania przez pośredników jako jego podtypu) jest powiązanie dopuszczenia elektronicznej formy oddania głosu z koniecznością zapewnienia przez spółkę możliwości dwustronnej komunikacji w czasie rzeczywistym wszystkich osób uczestniczących w walnym zgromadzeniu (art. 406⁵ § 2 pkt. 1 KSH). W konsekwencji istnienia tego wymogu, wydaje się, że te nieliczne spółki, które dopuszczają udział w trybie elektronicznym, w większości nie będą udostępniać akcjonariuszom możliwości oddania głosu przed walnym zgromadzeniem, skoro i tak następnie akcjonariusze uczestniczący elektronicznie muszą zostać dopuszczeni do obrad w czasie rzeczywistym. Takie ukształtowanie elektronicznego udziału w walnym zgromadzeniu jest spójne z ogólną koncepcją walnego zgromadzenia przyjęta na gruncie KSH, zakładającą

¹¹¹⁵ Krysiak w: Z. Jara (red.) *Kodeks...* (art. 411¹, Nb. 2; art. 4065, Nb. 4); D. Wajda, *Problemy związane z uczestnictwem akcjonariuszy mniejszościowych w walnych zgromadzeniach*, PPH nr 7/2006, s. 48; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 556.

¹¹¹⁶ Wg. Skanera Dobrych Praktyk GPW (<https://www.gpw.pl/dpsn-skaner>) na dzień 1.06.2022.

¹¹¹⁷ P. Tychmanowicz, *eVoting wciąż nie może przebić się do masowej świadomości*, Parkiet z 31.03.2022; P. Tychmanowicz, *eVoting wciąż tkwi w rynkowej niszy*, Parkiet z 23.05.2024.

fizyczny, osobisty udział (większości) akcjonariuszy w zgromadzeniu i aktywne kształtowanie ich woli w toku jego obrad (zob. pkt. 7.1 poniżej).

Elektroniczny udział w walnym zgromadzeniu w czasie rzeczywistym jako forma zdalnego wykonywania prawa głosu, mimo że stanowi pewne ułatwienie wobec wymogu osobistego stawiennictwa, wciąż nie jest formą szczególnie dogodną dla inwestorów instytucjonalnych, którzy potencjalnie muszą brać udział w dziesiątkach zgromadzeń. Udział w zgromadzeniu tym trybie wiąże się z kilkugodzinnym (jeżeli nie całonocnym), śledzeniem przebiegu obrad przed monitorem, w oczekiwaniu na głosowania nad uchwałami¹¹¹⁸. Z perspektywy inwestorów instytucjonalnych, dysponujących prawem głosu w setkach spółek, najbardziej dogodna byłaby możliwość samego głosowania zdalnego przed walnym zgromadzeniem. Ponadto, wymóg zapewnienia elektronicznego uczestnictwa w czasie rzeczywistym może też zniechęcać do umożliwiania udziału w zgromadzeniu w tym trybie same spółki - konieczność zapewnienia dwustronnej komunikacji w czasie rzeczywistym znacząco oddziałuje na przebieg obrad walnego zgromadzenia, utrudniając jego prowadzenie przewodniczącemu oraz generując ryzyko utraty czy zakłócenia połączenia z osobami uczestniczącymi zdalnie¹¹¹⁹.

iii) Brak dostosowania przepisów o możliwości oddania głosu przed walnym zgromadzeniem do pozostałych przepisów KSH

Choć, jak już zaznaczono, wydaje się że możliwość oddania głosu przez akcjonariusza *przed* walnym zgromadzeniem jest w praktyce rzadko spotykana, to formalnie rozwiązanie takie przewidują trzy z omawianych powyżej trybów głosowania zdalnego. Jak jednak wskazano na marginesie analizy głosowania korespondencyjnego (pkt. 6.1. powyżej), głosując przed walnym zgromadzeniem, akcjonariusz musi liczyć się z ryzykiem, że jego głosy zostaną „unieważnione” na skutek zmiany treści projektu uchwały lub głosowania nad nowym projektem uchwały. Ponownie, wynika to z faktu, że pozostałe przepisy KSH dotyczące walnego zgromadzenia przewidują jako zasadę osobiste uczestnictwo akcjonariusza w obradach walnego zgromadzenia, umożliwiające mu reagowanie na tego typu zmiany.

7 Ocena obecnego modelu funkcjonowania walnego zgromadzenia i propozycje zmian

Wnioski z przeprowadzonej w poprzednich punktach analizy rozwiązań dotyczących przekazywania przez spółkę informacji przed walnym zgromadzeniem, uzupełniania porządku obrad przez akcjonariuszy, prawa do informacji oraz form zdalnego wykonywania prawa pozwalają sformułować ogólną charakterystykę modelu walnego zgromadzenia przyjętego na gruncie KSH. Jest to model zakładający fizyczne uczestnictwo (większości) akcjonariuszy – lub ewentualnie ich pełnomocników - w walnym zgromadzeniu (szerzej pkt. 7.1. poniżej). W niniejszym punkcie założenia tego modelu poddane zostają krytyce, jako trudne do realizacji

¹¹¹⁸ U. Noack, *Hauptversammlung...*, s. 175.

¹¹¹⁹ Co wywołuje wątpliwości co do odpowiedzialności za skutki tego typu zdarzeń, zob. *Herbet* w: S. Sołtysiński i in., *KSH. t. III...*, s. 1090.

we współczesnych spółkach giełdowych (pkt. 7.2.). W związku z tym proponuję zmiany obecnego modelu walnego zgromadzenia (pkt. 7.3.). ukierunkowane na „przesunięcie” możliwości wykonywania uprawnień korporacyjnych (prawa głosu i prawa do informacji) na okres przed walnym zgromadzeniem; kluczowe jest w tym kontekście zapewnienie akcjonariuszom efektywnych form głosowania zdalnego.

7.1 Model walnego zgromadzenia oparty na fizycznym uczestnictwie akcjonariuszy

Historycznie, instytucja walnego zgromadzenia akcjonariuszy była inspirowana modelem bezpośredniej demokracji partycypacyjnej¹¹²⁰, który zakłada bezpośredni udział członków zgromadzenia w jego obradach i podejmowanie decyzji w toku deliberacji, a więc debaty i wymiany informacji podczas zgromadzenia. Przejawem tej koncepcji walnego zgromadzenia był w angielskim i amerykańskim *common law* brak możliwości uczestnictwa w zgromadzeniu przez pełnomocnika¹¹²¹. Model osobistego uczestnictwa w walnym zgromadzeniu był też historycznie powszechny w państwach Europy kontynentalnej, i nadal dominuje w tych państwach, gdzie formy zdalnego głosowania nie zyskały silnego upowszechnienia¹¹²².

Do ich grona zalicza się pewnością Polska. Jak wskazuje K. Oplustil, „w modelowym ujęciu walne zgromadzenie stanowi „zebranie „ekonomicznych właścicieli” spółki, podczas którego każdy akcjonariusz uzyskuje bezpośredni dostęp do informacji o spółce od obecnych na nim zarządców, a także ma możliwość bezpośredniej wymiany poglądów i dyskusji z innymi akcjonariuszami i członkami władz spółki”¹¹²³. Taka charakterystyka walnego zgromadzenia znajduje silne poparcie w kształcie przepisów KSH. Poza analizowanym powyżej brakiem efektywnych metod zdalnego głosowania oraz niedopuszczalnością odbywania zgromadzeń zupełnie wirtualnych (art. 403 KSH), na model osobistego uczestnictwa wskazuje również ukształtowanie prawa od informacji (art. 428 KSH) jako uprawnienia wykonywanego na walnym zgromadzeniu, a także niektórych innych uprawnień (np. wyboru rady nadzorczej grupami).

¹¹²⁰ W USA jego przejawem była instytucja zebrania miasta (*town meeting*) powszechna historycznie w Nowej Anglii i często używana w amerykańskiej literaturze jako punkt odniesienia dla zgromadzenia akcjonariuszy, zob. np. J. D. Cox, R. S. Thomas, *The SEC's...*, s. 1152. Jednak słusznie podkreśla się w doktrynie niemieckiej, że z uwagi na model walnego zgromadzenia oparty na osobistym uczestnictwie a nie głosu w drodze proxies, współcześnie to raczej prawo niemieckie (i inne zbliżone ustawodawstwa europejskie) przewidują model zgromadzenia bliższy demokracji bezpośredniej, zob. A. Hellgardt, A. Hoyer, *Transatlantische Konvergenz der Aktionärsrechte–Systemvergleich und neuere Entwicklungen–*, ZGR nr 1/2011; K. Hofstetter, *Von der „Landsgemeinde“ –zur „proxy“-Generalversammlung: Vorschläge für einen Paradigmenwechsel in der Schweiz. Analoge Anregungen zur deutschen Hauptversammlung*, ZGR nr 4/2008.

¹¹²¹ Zob. odpowiednio L. H. Axe, *Corporate Proxies*, Michigan Law Review nr 1(41)/1942, s. 38–39; *Harben v Phillips* (1883) 23 Ch D 14, pkt. 22.

¹¹²² Tak charakteryzuje się również model walnego zgromadzenia przyjęty w prawie niemieckim, zob. U. Noack, *Hauptversammlung...*, s. 172; A. Hellgardt, A. Hoyer, *Transatlantische...*, s. 49. Nie wiązało się to natomiast z koniecznością z brakiem możliwości uczestnictwa w zgromadzeniu przez pełnomocnika, co historycznie było dopuszczane zarówno w prawie niemieckim jak i polskim (art. 405 KH).

¹¹²³ K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 554. Podobnie Sołtysiński/Moskwa określają walne zgromadzenie mianem „forum kształtowania woli korporacji w strategicznych obszarach jej działalności. Stanowi ono najważniejsze forum wykonywania uprawnień organizacyjnych przez akcjonariuszy. (...) posiedzenia tego organu stanowią forum demokracji akcjonariatu” w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 643–644.

W modelu osobistego uczestnictwa w walnym zgromadzeniu wyróżnić można trzy zasadnicze funkcje pełnione przez obrady walnego zgromadzenia¹¹²⁴: (i) funkcję informacyjną, a więc przekazywanie przez zarząd spółki akcjonariuszom informacji, w tym w wykonaniu ich uprawnienia do zadawania pytań; (ii) funkcję deliberatywną, związaną z pełnieniem przez walne zgromadzenie forum debaty, wymiany argumentów i ucierania się stanowisk, co do spraw ujętych w porządku obrad; oraz (iii) funkcję decyzyjną, związaną z podejmowaniem przez walne zgromadzenie uchwał, co modelowo następuje na skutek wykonywania przez akcjonariuszy prawa głosu w oparciu o udzielone informacje i argumenty przedstawione w debacie¹¹²⁵. Realizacja każdej z tych funkcji w modelu osobistego uczestnictwa nie jest jednak współcześnie optymalna w praktyce.

7.2 Wady modelu walnego zgromadzenia opartego na fizycznym uczestnictwie

Pomimo, że model walnego zgromadzenia oparty na fizycznym uczestnictwie w jego obradach nadal pozostaje ważnym punktem odniesienia dla koncepcji „demokracji akcjonariuszy”¹¹²⁶, jednak często negatywnym – we współczesnych realiach, gdzie akcjonariat największych spółek publicznych liczy tysiące akcjonariuszy, walne zgromadzenie nie może urzeczywistniać go w pełni¹¹²⁷. Rzeczywistość odbiega więc od normatywnie zakładanego modelu walnego zgromadzenia opartego na osobistym uczestnictwie akcjonariuszy. Można wskazać na następujące główne problemy trapiące w praktyce walne zgromadzenie – przynajmniej w spółce giełdowej o licznych akcjonariacie - w modelu osobistego uczestnictwa.

i) Niska frekwencja na walnym zgromadzeniu

Pierwszym obszarem, w którym praktyka walnych zgromadzeń odbiega od modelu bezpośredniej demokracji akcjonariuszy jest niska frekwencja na walnych zgromadzeniach. Wynika to oczywiście z kosztów jakie wiążą się z fizycznym udziałem w zgromadzeniu w braku możliwości głosowania zdalnego (konieczności wzięcia urlopu w pracy, kosztach dojazdu lub noclegu). Koszty te w największym stopniu ograniczają z pewnością udział drobnych inwestorów detalicznych. Brak udziału w walnym zgromadzeniu deklaruje aż 95% inwestorów detalicznych, jako najczęstszą przyczynę wskazując brak czasu (54%)¹¹²⁸. Koszty te jednak mogą również dotyczyć inwestorów instytucjonalnych – ze względu na dużą liczbę

¹¹²⁴ U. Noack, *Hauptversammlung...*, s. 178; W polskiej doktrynie funkcję „forum wymiany informacji i poglądów” wyróżnia K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 554.

¹¹²⁵ K. Hofstetter, *Von der „Landsgemeinde“ -zur „proxy“-Generalversammlung: Vorschläge für einen Paradigmenwechsel in der Schweiz. Analoge Anregungen zur deutschen Hauptversammlung*, ZGR nr 4/2008, s. 566.

¹¹²⁶ Rule 14a-8 SEC dotycząca *shareholder proposals* określana jest mianem „town meeting rule”, W. T. Allen, R. Kraakman, V. S. Khanna, *Commentaries...*, s. 234.

¹¹²⁷ „spółki publiczne mają zbyt wielu akcjonariuszy żeby prowadzić zgromadzenie jak zebranie miasta w Nowej Anglii” - H. G. Manne, *Shareholder social proposals viewed by an opponent*, Stanford Law Review nr (24)/1971, s. 491. Często jednak raczej w kontekście podziału kompetencji pomiędzy organami spółki, np. TW Servs. V. SWT Acquisition Corp., Nos. CIV.A.10427, 10298, 1989 WL 20290, n.14 (Del. Ch. Mar. 2, 1989), pkt. 8: “Choć korporacyjna demokracja pozostaje relewantną koncepcją, korporacja nie jest zebraniem miasteczka w Nowej Anglii; dyrektorzy, a nie akcjonariusze mają obowiązek zarządzania jej sprawami”.

¹¹²⁸ Stowarzyszenie Inwestorów Instytucjonalnych, *Wyniki Ogólnopolskiego Badania Inwestorów 2023*, 24.11.2023 r., <https://www.sii.org.pl/static/img/016878/obi2023-prezentacja.pdf>, s. 35.

spółek portfelowych, których zgromadzenia odbywają się w dość krótkim okresie czasu (w większości od lutego do czerwca), zapewnienie osobistego stawiennictwa reprezentanta inwestora na każdym zgromadzeniu może być niemożliwe, albo wiązać się z dużymi kosztami. Paradoksalnie więc model fizycznego uczestnictwa, mający realizować ideę bezpośredniej demokracji akcjonariuszy, wyklucza znacząco ich część¹¹²⁹.

Doświadczenia jurysdykcji, w których głosowanie zdalne jest powszechnie stosowane i dostępne dla akcjonariuszy potwierdzają małe zainteresowanie osobistym uczestnictwem w walnym zgromadzeniu i zdecydowaną preferencję akcjonariuszy dla głosowania zdalnego. Wśród największych spółek notowanych w UK, osobiście w średnim zgromadzeniu bierze udział 6% wszystkich akcjonariuszy, a głosy oddane osobiście reprezentują 0.07% kapitału zakładowego spółki¹¹³⁰. Podobnie we Francji zdecydowana większość głosów oddawana jest w jednej z dostępnych form głosowania *in absentia*. W 2018 roku 58% wszystkich głosów stanowiły głosy oddane korespondencyjnie, a kolejne 34% stanowiły pełnomocnictwa udzielone przewodniczącemu walnego zgromadzenia¹¹³¹. Te statystyki stanowią „ujawnioną preferencję” akcjonariuszy co do osobistej partycypacji w walnym zgromadzeniu, sugerującą, że przywiązują oni do niej małą wagę. Ponadto w państwach, w których wykonywania prawa głosu oparte jest na różnych formach głosowania zdalnego, odsetek oddanych głosów jest zauważalnie wyższy, niż w państwach polegających na osobistym uczestnictwie w zgromadzeniu – w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii regularnie oddawanych jest ok. 80% głosów¹¹³². Analogiczne dane dla Polski są niedostępne, natomiast w Niemczech, w których również zasadą jest osobiste uczestnictwo w zgromadzeniu frekwencja wynosi zazwyczaj ok 50% głosów¹¹³³. W Polsce aż 30% inwestorów detalicznych nieuczestniczących w walnym zgromadzeniu podaje brak możliwości udziału elektronicznego jako powód¹¹³⁴. Inwestorzy instytucjonalni również wskazują na brak możliwości udziału zdalnego jako na przeszkodę¹¹³⁵. Powyższe dane sugerują, że zwiększenie możliwości głosowania *in absentia* pozwoliłoby znacząco zwiększyć frekwencję na polskich walnych zgromadzeniach.

ii) Niska jakość debaty na walnym zgromadzeniu

Niezależnie od tego, że frekwencja na walnych zgromadzeniach spółek giełdowych jest niska, walne zgromadzenia stanowią wydarzenia o charakterze masowym, w których udział biorą często setki osób. Nie sprzyja to jednak jakości debaty podczas obrad. W praktyce, prawo

¹¹²⁹ U. Noack, *Hauptversammlung...*, s. 179

¹¹³⁰ GC100, *Shareholder meetings - time for change?*, 2021, s. 2.

¹¹³¹ C. Van der Elst, *Shareholder Engagement and Voting in France* w: A. Lafarre i in. (red.) *The Cambridge Handbook of Shareholder Engagement and Voting*, Cambridge 2022, s. 296-297.

¹¹³² K. Kastiel, Y. Nili, *In Search of the Absent Shareholders: A New Solution to Retail Investors' Apathy*, Deaware Journal of Corporate Law nr (41)/2016, s. 61, autorzy przytaczają dane za 2015 r.; dla Wielkiej Brytanii zob. KPMG, *Review of the 2020 AGM season*, 2020, s. 5, <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/uk/pdf/2021/08/review-of-the-2020-agm-season.pdf> (dane za 2020 r. dla spółek z indeksu FTSE250).

¹¹³³ F. Möslin, C. Rennig, *Shareholder...*, s. 325; W.-G. Ringe, *Stewardship...*, s. 97

¹¹³⁴ Stowarzyszenie Inwestorów Instytucjonalnych, *Wyniki...*, s. 35.

¹¹³⁵ D. Bosek-Rak, *Zaangażowanie...*, s. 224.

akcjonariuszy do informacji oraz zbierania głosu w debacie często jest wykorzystywane do poruszania kwestii, które nie są istotne dla spraw ujętych w porządku obrad, co prowadzi do mało konstruktywnej, chaotycznej i przedłużającej się debaty.

Nie jest to zjawisko obserwowane wyłącznie w Polsce - pouczające w tym zakresie są doświadczenia niemieckie, szeroko opisywane w niemieckiej literaturze. Tamtejsi komentatorzy zauważają, że walne zgromadzenie, będące z założenia jednodniowym, masowym wydarzeniem, skupiającym setki uczestników, nie jest odpowiednim forum dla prowadzenia konstruktywnego dialogu dotyczącego najważniejszych spraw spółki. Wypowiedzi akcjonariuszy na walnym zgromadzeniu często są nie na temat i służą raczej dawaniu upustu frustracjom poszczególnych akcjonariuszy dotyczących szczegółowych aspektów działalności spółki, co skutkuje zbyt długimi i rozwlekłymi dyskusjami¹¹³⁶.

W związku z przeciągającymi się walnymi zgromadzeniami, które wśród największych niemieckich spółek trwały nierzadko dwa dni, ustawodawca niemiecki dodał w 2005 r. §131 ust. 2 zd. 2 AktG, zgodnie z którym statut spółka lub regulamin walnego zgromadzenia może upoważnić przewodniczącego do ustanawiania rozsądnych ograniczeń czasowych dla prawa akcjonariuszy do zadawania pytań i zabierania głosu w dyskusji. Te same względy stały też za dodaniem w 2007 r. w DCGK rekomendacji, zgodnie z którą przewodniczący zgromadzenia powinien dokładać starań, aby obrady zgromadzenia zamknęły się w czasie od 4 do 6 godzin (rekomendacja A.7 w wersji DCGK z 2022 r.)¹¹³⁷. Równocześnie, akcjonariusze, którzy posiadają na tyle znaczący pakiet akcji, aby wpłynąć na zarząd lub też sformułować pod jego adresem konstruktywną krytykę (w tym inwestorzy instytucjonalni) preferują inne, nieformalne kanały dialogu z i wywierania wpływu na zarząd spółki poza walnym zgromadzeniem, i decydują się na publiczną konfrontację na forum zgromadzenia jedynie w wyjątkowych sytuacjach¹¹³⁸.

iii) *Decydująca rola informacji powziętych przez walnym zgromadzeniem dla decyzji co do głosu*

Model osobistego uczestnictwa w walnym zgromadzeniu nie przedstawia również wielu zalet z punktu widzenia realizacji funkcji informacyjnej. Po pierwsze, rola ewentualnych informacji przekazywanych na samym zgromadzeniu jest niewielka zważywszy na mnogość alternatywnych źródeł informacji o spółkach giełdowych, wśród których należy wskazać przede wszystkim informacje publikowane w wynikaniu obowiązków informacyjnych, które umożliwiają akcjonariuszom bieżące śledzenie działalności spółki oraz zapoznanie się z kontekstem spraw, które mogą być przedmiotem głosowania na walnym zgromadzeniu¹¹³⁹.

¹¹³⁶ Zob. Decher w: H. Hirte, P. Mülbert, M. Roth (red.) *Aktiengesetz....* (§131, Nb 38-49); Kubis w: *MüKommAktG, t. 3* (§131, Nb. 26); U. Noack, *Hauptversammlung...*, s. 176.

¹¹³⁷ Decher w: H. Hirte, P. Mülbert, M. Roth (red.) *Aktiengesetz....* (§131, Nb 38, 293, 305); C. E. Decher, *Aktionärsinformation:...*, s. 240.

¹¹³⁸ Zob. Rozdz. 1, pkt. 8.2.4.

¹¹³⁹ K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 554; U. Noack, *Hauptversammlung...*, s. 178.

Po drugie, co do informacji *stricte* dotyczących spraw będących przedmiotem obrad walnego zgromadzenia, funkcja informacyjna jest obecnie realizowana w przeważającej mierze poprzez przepisy regulujące publikację porządku obrad i dokumentacji mającej zostać przedłożonej walnemu zgromadzeniu na stronie spółki¹¹⁴⁰. Z perspektywy podejmowania przez akcjonariuszy decyzji, jest to o wiele lepsze rozwiązanie – zapoznanie się z informacjami dotyczącymi skomplikowanych kwestii gospodarczych wymaga czasu i wysiłku intelektualnego¹¹⁴¹. Na takim samym założeniu opierał się prawodawca europejski wskazując na uzasadnienie rozwiązań dotyczących publikacji porządku obrad wprowadzanych w SRD¹¹⁴². Dotyczy to nie tylko wertykalnego przekazywania informacji przez spółkę, ale również horyzontalnej deliberacji pomiędzy akcjonariuszami – jak wskazują wnioski z analizy uprawnień korporacyjnych związanych z walnym zgromadzeniem (pkt. 3.3.1, pkt. 4.1 - 4.3), akcjonariusze w obecnym stanie prawnym mogą relatywnie łatwo uzupełniać porządek obrad, szeroko przedstawiając przy tym swoje stanowisko pozostałym akcjonariuszom, i w ten sposób efektywnie wykorzystując porządek walnego zgromadzenia jako forum debaty, jeszcze przed rozpoczęciem obrad.

Można też założyć, że nawet gdyby już na samym walnym zgromadzeniu doszło do ujawnienia jakiejś istotnej nowej informacji, lub wyrażenia przekonującego poglądu przez uczestnika, akcjonariusze nie zawsze mogliby należycie ocenić ich znaczenie i zmienić sposób głosowania. Dotyczy to w szczególności inwestorów instytucjonalnych, którzy często ustalają sposób głosowania zgodnie z wewnętrznymi procesami; jego spontaniczna zmiana na samym walnym zgromadzeniu mogłaby być problematyczna z punktu widzenia konieczności zachowania należytej staranności. W konsekwencji, zmiana przez akcjonariusza powziętej wcześniej decyzji co do sposobu głosowania już na samym walnym zgromadzeniu, jest mało prawdopodobna. Z powodzeniem można odnieść do polskich realiów walnych zgromadzeń obserwację U. Noacka, że „właściwe podejmowanie decyzji ma miejsce przed samym walnym zgromadzeniem (...) Istotniejsze jest formowanie się woli [akcjonariuszy], a nie jej ostateczne ustalenie. Decydujący jest nie sam dzień walnego zgromadzenia, ale procedura, która do niego prowadzi”¹¹⁴³.

¹¹⁴⁰ A. Hellgardt, A. Hoger, *Transatlantische...*, s. 67; C. E. Decher, *Aktionärsinformation...*, s. 241; P. C. Leyens, *System...*, s. 582.

¹¹⁴¹ P. C. Leyens, *System...*, s. 582

¹¹⁴² Zob. motyw 6 SRD: „Akcjonariusze powinni mieć możliwość oddawania głosów w sposób świadomy podczas walnego zgromadzenia lub przed nim, niezależnie od rezydencji. Wszyscy akcjonariusze powinni dysponować wystarczającym czasem na analizę dokumentacji, która ma zostać przedstawiona walnemu zgromadzeniu oraz na przemyślenie decyzji o sposobie wykonania prawa głosu ze swoich akcji”.

¹¹⁴³ U. Noack, *Hauptversammlung...*, s. 175, 180, s. 175, 180; zob. też P. C. Leyens, *System...*, s. 583. Podobne stwierdzenia pojawiają się w wypowiedziach dotyczących walnego zgromadzenia w krajach anglosaskich, gdzie, ze względu na powszechność głosowania przez proxies są one tym bardziej uzasadnione, zob. GC100, *Shareholder...*, s. 11 – “dla większości spółek prawdziwym „forum” jest okres pomiędzy publikacją ogłoszenia o zwołaniu walnego zgromadzenia a otrzymaniem pełnomocnictw (*proxies*) przed zgromadzeniem”; SEC *Procedural Requirements and Resubmission Thresholds Under Exchange Act Rule 14a-8*, Release No. 34-87458, FR, Vol. 84, No. 233, 4.12.2019, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2019-12-04/pdf/2019-24476.pdf>, s. 66458-9: *the proxy solicitation process rather than the shareholder meeting itself has become the “forum for shareholder suffrage”*.

Z uwagi na powyższe wady walnego zgromadzenia w międzynarodowej debacie proponowano różne reformy funkcjonowania tego organu. Już w 1999 r., The Company Law Review Steering Group (CLRSG), grupa ekspertów opracowująca założenia reformy angielskiego prawa spółek dla brytyjskiego rządu, zaproponowała umożliwienie spółkom zrezygnowania z odbywania walnego zgromadzenia, które jest „często nieefektywne w realizacji funkcji, które są mu teoretycznie przypisywane, w związku z czym spółki powinny mieć możliwość zastąpienia go czymś mniej uciążliwym, co pozwoli osiągnąć niezbędne funkcje nadzorcze tej instytucji”¹¹⁴⁴. CLRSG zasugerowała, żeby miejsce walnego zgromadzenia zajęła „starannie regulowana sekwencja zdarzeń: –publikacja raportów i sprawozdań finansowych; –okres spotkań z akcjonariuszami „na żywo” i publikacja nagrań z tych spotkań; –możliwość przedkładania projektów uchwał przez akcjonariuszy; –publikacja projektów uchwał; –głosowanie”¹¹⁴⁵. Propozycja zupełnej rezygnacji z walnego zgromadzenia nie spotkała się z przychylnością inwestorów instytucjonalnych, którzy podkreślali w konsultacjach, że możliwość wzięcia fizycznego udziału w walnym zgromadzeniu, choć rzadko wykorzystywana w praktyce, jest kluczowym instrumentem kontroli funkcjonariuszy spółki¹¹⁴⁶. Zalecenia CLRSG nie zostały przez rząd brytyjski implementowane w CA.

Diagnozy i postulaty formułowane w nowszych analizach roli walnego zgromadzenia są jednak zbliżone. Przykładowo, UK Financial Reporting Council niedawno zasugerowała „rozbitcie tradycyjnego walnego zgromadzenia na dwa wydarzenia - jednego, dla prezentacji, Q&A i omówienia raportu rocznego, drugiego dla głosowania nad uchwałami”¹¹⁴⁷. Podobne rekomendacje sformułowała grupa GC100, zrzeszająca głównych prawników największych brytyjskich spółek publicznych¹¹⁴⁸. Z kolei organizacja pozarządowa ShareAction zaproponowała pozostawienie WZ jako głównego wydarzenia, jednak ze zmianą jego charakteru na wydarzenie poświęcone debacie oraz wymianie informacji, z jednoczesnym wydłużeniem terminu na przedkładanie propozycji uchwał i głosowanie na pewien okres *po* walnym zgromadzeniu¹¹⁴⁹. Podobne propozycje można odnaleźć też w doktrynie niemieckiej¹¹⁵⁰.

¹¹⁴⁴ CLRSG, *Modern Company Law For a Competitive Economy. Company General Meetings and Shareholder Communication*, 1999, s. 8,

<https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/ukgwa/20080610211254/http://www.berr.gov.uk/bbf/co-act-2006/clr-review/page22794.html>

¹¹⁴⁵ Ibid., s. 9.

¹¹⁴⁶ Zob. przegląd stanowisk respondentów w R. Strätling, *General meetings: a dispensable tool for corporate governance of listed companies?*, *Corporate Governance: An International Review* nr 1(11)/2003.

¹¹⁴⁷ FRC, *Corporate Governance. AGMs: an opportunity for change*, 2020, s. 15.

¹¹⁴⁸ GC100, *Shareholder...*, s. 14.

¹¹⁴⁹ Share Action, *Fit-for-purpose? The future of the AGM*, 2021.

¹¹⁵⁰ W szczególności G. Bachmann, *Abschaffung der Hauptversammlung?* w: H. Altmeyden, H. Fitz, H. Honsell (red.) *Festschrift für Günther H. Roth zum 70. Geburtstag*, Monachium 2011; U. Noack, *Hauptversammlung...*, s. 179.

7.3 Propozycje zmiany modelu walnego zgromadzenia opartego na fizycznym uczestnictwie

W świetle powyższych konstatacji co do ograniczonej funkcjonalności fizycznego walnego zgromadzenia jako forum debaty i wymiany informacji oraz doświadczeń innych państw wskazujących na preferowanie przez akcjonariuszy modelu głosowania zdalnego zasadna wydaje się zmiana modelu walnego zgromadzenia, zmierzająca przede wszystkim do zapewnienia efektywnej możliwości oddania przez akcjonariuszy głosu w formie zdalnej, bez konieczności fizycznego uczestnictwa w walnym zgromadzeniu.

Projektowanie nowego modelu walnego zgromadzenia musi opierać się na wnioskach wynikających z analizy obecnej regulacji zdalnego głosowania (zob. pkt. 6.5. powyżej), a więc przede wniosku o braku motywacji spółek do dobrowolnego umożliwiania akcjonariuszom zdalnego oddania głosu na walnym zgromadzeniu. Z tego powodu, nowa regulacja walnego zgromadzenia powinna opierać się na wprowadzeniu zdalnego trybu głosowania jako trybu dostępnego dla akcjonariuszy niezależnie od decyzji spółki. Za najbardziej praktyczne rozwiązanie należy uznać umożliwienie akcjonariuszom oddania głosu elektronicznie przed walnym zgromadzeniem, niepowiązane z jednoczesną koniecznością zapewnienia przez spółkę elektronicznej komunikacji w czasie rzeczywistym podczas obrad walnego zgromadzenia. Model ten można zrealizować najłatwiej poprzez modyfikację obecnej regulacji głosowania przez pośredników finansowych (pkt. 6.4.). Jednocześnie, przyjęcie tego typu rozwiązań wymagałoby dostosowania pozostałych przepisów regulujących proceduralne kwestie związane z kształtowaniem porządku obrad w okresie poprzedzającym walne zgromadzenie.

W polskiej doktrynie zwiększoną rolę zdalnego głosowania w walnym zgromadzeniu rozważano przede wszystkim w kontekście prób urzeczywistniania na polskiej giełdzie modelu masowego pozyskiwania pełnomocnictw przez spółkę. Przed zarysowaniem proponowanego nowego modelu walnego zgromadzenia, po krótko odnoszę się więc do modelu zdalnego głosowania opartego na masowym pozyskiwaniu pełnomocnictw do głosowania jako ewentualnej alternatywy.

7.3.1 Irrelevantność modelu masowego pozyskiwania pełnomocnictw (*proxy solicitation*)

W odniesieniu do trybów głosowania bez osobistego stawiennictwa akcjonariusza na walnym zgromadzeniu w doktrynie szczególną uwagę przywiązano do pytania o możliwość replikacji w polskich realiach anglosaskiego modelu masowego pozyskiwania pełnomocnictw do głosowania na walnym zgromadzeniu (*proxy solicitation*) przez samą spółkę lub akcjonariuszy zgłaszających projekty uchwał¹¹⁵¹. Teoretycznie regulacja pełnomocnictwa do głosowania na zgromadzeniu wprowadzona implementująca SRD nowelą KSH z 5.12.2008 r. umożliwia realizację tego modelu w spółkach publicznych. Mimo tego, zjawisko masowego zabiegania o

¹¹⁵¹ K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 679; Sołtysiński/Moskwa w: S. Sołtysiński (red.) *SPP*, t. 17B..., s. 662.

pełnomocnictwa nie przyjęło się wśród polskich spółek giełdowych¹¹⁵². Nie powinno to dziwić – polskie spółki nie mają realnej motywacji aby zabiegać o pełnomocnictwa od drobnych akcjonariuszy mniejszościowych, nie mają też obowiązku wykonywania pełnomocnictw udzielonych im z inicjatywy samych akcjonariuszy.

Jak się wydaje nie ma też podstaw, aby obecnie próbować przeszczepiać ten model na grunt polski, zważywszy na dostępność innych form głosowania zdalnego. W krajach anglosaskich powszechność głosowania przez *proxy* wynika głównie z tradycji - historycznie brak było możliwości głosowania korespondencyjnego, przy jednoczesnej praktycznej konieczności wypracowania rozwiązań umożliwiających głosowanie *de facto* korespondencyjne; udzielanie spółce pełnomocnictw z instrukcjami co do głosu stanowiło więc namiastkę głosowania korespondencyjnego¹¹⁵³. Dodatkowo, w USA, z uwagi na brak instytucji analogicznej do uzupełniania porządku obrad, zabieganie o pełnomocnictwo było – i wciąż pozostaje, poza ograniczoną regulacją *shareholder proposals* - *de facto* jedyną opcją poddania propozycji akcjonariusza pod głosowania¹¹⁵⁴.

W obliczu dostępności bezpośredniego zdalnego głosowania, nie ma potrzeby opierać się na ich namiastce; jak trafnie zauważa się w niemieckiej doktrynie - „przedstawicielstwo jest dobre, możliwość bezpośredniego [zdalnego – S.S.] oddania głosu lepsza”¹¹⁵⁵.

7.3.2 Zapewnienie akcjonariuszom możliwości zdalnego głosowania poprzez pośredników finansowych

Najbardziej dogodnym dla akcjonariuszy rozwiązaniem w zakresie głosowania zdalnego jest możliwość oddania głosu przed walnym zgromadzeniem, bez konieczności nawet elektronicznego uczestnictwa w jego obradach w czasie rzeczywistym.

Realizacja tego modelu w praktyce powinna być oparta na istniejących już obecnie, jednak marginalnych w praktyce z uwagi na ich fakultatywny charakter, rozwiązaniach dotyczących możliwości głosowania przez pośredników finansowych. W wyniku wdrożenia SRD II przez KDPW i uczestników bezpośrednich KDPW istnieje uniwersalny, obejmujący wszystkie spółki giełdowe oraz akcjonariuszy, zharmonizowany transgranicznie w UE system teleinformatyczny, umożliwiający zdalne oddanie głosu, z zachowaniem niezbędnych zabezpieczeń technologicznych. Wprowadzenie możliwości zdalnego głosowania przed

¹¹⁵² Pabis w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...*, s. 387

¹¹⁵³ P. Davies, S. Worthington, *Gower...*, s. 487, zauważają, odnosząc się do historycznego braku możliwości głosowania korespondencyjnego w prawie angielskim, że „może wydać się to dziwne, gdyż tego rodzaju referendum byłoby lepszym sposobem pozyskania opinii większości współników. Jednak utrzymana jest fikcja, że wynik głosowania jest ustalony po ustnej dyskusji na zgromadzeniu, mimo że wiadomym jest, w przypadku spółek publicznych, że jest on zdeterminowany pełnomocnictwami udzielonymi zanim zgromadzenie się odbędzie”. Co intresujące, ze względu na ugruntowany status głosowania przez *proxy*, głosowanie korespondencyjne (*advance voting*), mimo iż obecnie dopuszczane przez CA nie cieszy się popularnością w praktyce, J. Pugh-Smith, M. Cordes, T. Tabori (red.) *Shackleton on The Law and Practice of Meetings*, Londyn 2023, s. 180.

¹¹⁵⁴ S. Cools, *Shareholder proposals shaking up shareholder say: a critical comparison of the United States and Europe* w: A. Afsharipour, M. Gelter (red.) *Comparative Corporate Governance*, Cheltenham 2021.

¹¹⁵⁵ U. Noack, *Hauptversammlung...*, s. 190.

walnym zgromadzeniem jako zasady i jednoznaczne przesądzenie, że odbywa się to poprzez pośredników finansowych umożliwiłoby wykorzystanie istniejącej, bezpiecznej infrastruktury informatycznej, bez konieczności ponoszenia przez spółki giełdowe dodatkowych kosztów wdrożenia rozwiązań technologicznych oraz bez konieczności korzystania przez akcjonariuszy z rozbieżnych rozwiązań technologicznych w zależności od spółki.

Jednocześnie, niezależne od powszechnej możliwości głosowania zdalnego przez pośredników finansowych, spółki powinny móc fakultatywnie dopuścić udział w walnym zgromadzeniu w formie elektronicznej, obejmujący elektroniczną komunikację w czasie rzeczywistym¹¹⁵⁶.

7.3.3 Dostosowanie proceduralnych aspektów walnego zgromadzenia do głosowania *in absentia*

Jednak wprowadzenie powszechnej możliwości elektronicznego zdalnego głosowania przed walnym zgromadzeniem zwiększyłoby wagę problemów proceduralnych, związanych z brakiem możliwości reagowania akcjonariuszy głosujących w ten sposób na projekty uchwał zgłoszone na samym walnym zgromadzeniu oraz „unieważnianiem” ich głosów w przypadku zmiany treści projektów uchwał, co do których oddano wcześniej głos zdalnie.

Jak się wydaje, problemów tych nie można rozwiązać bez ograniczenia swobody zmian treści zgłoszonych wcześniej projektów uchwał oraz wyłączenia uprawnienia do zgłaszania nowych projektów na samym walnym zgromadzeniu.

i) Ograniczenie możliwości zmiany treści projektów uchwał oraz zgłaszania nowych projektów uchwał

W przypadku zmiany treści projektów uchwał¹¹⁵⁷, przyjmowane obecnie w doktrynie środki ochrony akcjonariuszy głosujących zdalnie przed walnym zgromadzeniem, przed „unieważnianiem” ich głosów w ten sposób, byłyby z pewnością niewystarczające, w

¹¹⁵⁶ Prezentowane tu postulaty są częściowo zbieżne z postulatami zgłaszanymi przez uczestników publicznego rynku kapitałowego. Mowa tu o wniosku KDPW, GPW oraz Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych do Prezydenta RP z 27.03.2023 r. (dostępny: <https://www.sii.org.pl/static/img/016243/pismo-do-prezydenta-rp---sii-kdpw-seg.pdf>), w którym podmioty te wnioskuje o wprowadzenie szeregu zmian do KSH, w tym min. „wprowadzenie zupełnie nowego fakultatywnego trybu odbywania walnego zgromadzenia (...) w ramach którego wszelka komunikacja (...) w tym również oddawanie głosów na takim zgromadzeniu, mogłaby się odbywać wyłącznie w sposób elektroniczny jednakże bez konieczności zapewnienia wzajemnej komunikacji w czasie rzeczywistym wszystkich osób uczestniczących”. Wnioskowi towarzyszy projekt zmian w KSH. W przygotowaniu projektu brali udział prof. Aleksander Chłopecki oraz mec. Leszek Koziorowski. Projekt ten jednak różni się od mojej propozycji, po pierwsze założeniem, że głosowanie zdalne nadal miałoby charakter fakultatywny, a po drugie brakiem wskazania wprost na głosowanie przez pośredników finansowych jako domyślny sposób zdalnego elektronicznego oddania głosu.

¹¹⁵⁷ Warto zauważyć, że obecnie możliwość zmiany ogłoszonego wcześniej w porządku obrad projektu uchwały jest w doktrynie zasadniczo niekwestionowana. Moim zdaniem nie jest to jednak tak oczywiste. Błędne byłoby moim zdaniem wnioskowanie *a maiori ad minus* z art. 401 § 5 KSH, że jeżeli akcjonariusz może złożyć na walnym zgromadzeniu zupełnie nowy projekt uchwały to może też zmienić projekt poprzednio zgłoszony. Wnioskowanie takie nie uwzględnia bowiem konieczności ochrony interesów pozostałych akcjonariuszy, którzy oddali już głosy za projektem w danym brzmieniu, i których oczekiwania co do poddania tego projektu pod głosowanie powinny być wzięte pod uwagę. Środki tej ochrony dostępne *de lege lata* (jedynie jako propozycje doktrynalne, bez wyraźnej podstawy normatywnej) wydają się niewystarczające, w przypadku generalnego umożliwienia zdalnego głosowania przed walnym zgromadzeniem.

przypadku upowszechnienia tego trybu głosowania. W konsekwencji konieczne byłoby wprowadzenie wyraźnego zakazu zmiany treści zgłaszanych uchwał.

Rozwiązania takie funkcjonują w państwach, gdzie głosowanie zdalne przed walnym zgromadzeniem jest regułą. W angielskim *common law* zasadę zgodnie z którą niedopuszczalne są zmiany specjalnych uchwał zgromadzenia, poza poprawą błędów gramatycznych czy językowych, które nie zmieniają istoty uchwały, sformułowano w wyroku *Moorgate Mercantile Holdings Ltd., Re.* W uzasadnieniu wyroku wskazano na ochronę głosów oddanych przed zgromadzeniem (w formie *proxies*), w odniesieniu do uchwały w konkretnym brzmieniu i trudności jakie dla osób dysponującymi pełnomocnictwami powoduje zmiana jej brzmienia¹¹⁵⁸. Obecnie, niedopuszczalność zmiany treści specjalnej uchwały znajduje podstawę ustawową w s. 286(3) CA, który wymaga aby zawiadomienie o zwołaniu zgromadzenia, zawierało tekst specjalnych uchwały, która ma być poddana na nim pod głosowanie, co interpretuje się jako równoznaczne z zakazem zmiany tekstu ujętego w zawiadomieniu¹¹⁵⁹. Dopuszczalność zmiany treści zwykłej uchwały jest również w orzecznictwie uznawana za znacząco ograniczoną¹¹⁶⁰. Brytyjskie *Model Articles of Association*, w tożsamo brzmiących art. 40(1) i 47(1), dotyczących odpowiednio spółek publicznych i prywatnych stanowią, że zwykła uchwała może być zmieniona na zgromadzeniu jeżeli (a) zawiadomienie o postulowanej zmianie przekazane jest spółce nie później niż na 48 godzin przed zgromadzeniem oraz (b) proponowana zmiana nie zmienia istotnie treści uchwały w opinii przewodniczącego zgromadzenia¹¹⁶¹. Prawo angielskie znacząco więc ogranicza swobodę zmiany treści projektów uchwał.

Wprowadzenie podobnych ograniczeń w KSH mogłoby jednak nie zdać się na wiele przy jednoczesnym utrzymaniu możliwości zgłaszania nowych projektów uchwał przez akcjonariuszy na walnym zgromadzeniu. W takiej sytuacji zakaz zmian projektów uchwał mógłby być z łatwością obchodzony przez przedłożenie zmienionego projektu na samym zgromadzeniu jako nowego projektu lub też poprzez brak zamieszczenia projektu uchwały w porządku obrad i zgłaszanie jej dopiero na walnym zgromadzeniu. Warto zauważyć, że uprawnienie do zgłaszania projektów uchwał na walnym zgromadzeniu jest w omawianym kontekście problematyczne głównie w sytuacji skoncentrowanej struktury własności, gdzie zgłaszający projekt akcjonariusz jednocześnie może samodzielnie doprowadzić do podjęcia

¹¹⁵⁸ [1980] 1 WLR 227. Zob. szerzej P. Davies, S. Worthington, *Gower...*, s. 465; L. Kosmin, C. Roberts, *Company...*, s. 221.

¹¹⁵⁹ *Re Uniq plc* [2011] EWHC 749, [2012] 1 BCLC 788, gdzie sąd stwierdził, że s. 286(3) CA nie zezwoliła na poprawkę oczywistej literówki w liczbie akcji nowej emisji, o które podwyższano kapitał zakładowy, ale przyjął, że należy uchwałę interpretować tak aby zignorować tę oczywistą pomyłkę.

¹¹⁶⁰ L. Kosmin, C. Roberts, *Company...*, s. 226

¹¹⁶¹ Dostępne pod adresem <https://www.gov.uk/guidance/model-articles-of-association-for-limited-companies>

uchwały (lub też ewentualnie, może się spodziewać, że przewodniczący zgromadzenia podda zgłoszony przez niego projekt pod głosowanie jako pierwszy)¹¹⁶².

W konsekwencji, prawo do zgłaszania nowych projektów uchwał podczas obrad walnego zgromadzenia powinno zostać wyłączone. Analogiczny skutek w prawie angielskim wywołuje przywołany powyżej wymóg z sec. 286(3) CA dotyczący specjalnych uchwał zgromadzenia. Warto odnotować, że na ograniczenie prawa do zgłaszania projektów uchwał terminem zezwala również art. 6 ust. 3 SRD. Takiego rozwiązania nie należy moim zdaniem postrzegać jako nadmiernego ograniczenia uprawnienia do zgłaszania projektów uchwał i w konsekwencji nadmiernego skrzepowania swobody decyzyjnej walnego zgromadzenia. Moim zdaniem stanowi ono raczej zasadne rozwinięcie ducha art. 404 § 1 KSH i pełniejsze urzeczywistnienie funkcji ochronnej porządku obrad, który można szerzej rozumieć jako obejmujący nie tylko poszczególne punkty (sprawy), ale również zgłoszone w odniesieniu do nich, konkretne projekty uchwał. Nie przekonuje też ewentualny zarzut, że takie rozwiązanie ograniczałoby możliwość stosowanego reagowania walnego zgromadzenia w nagłych przypadkach. Uchwały, które mają być podjęte na walnym zgromadzeniu są zazwyczaj przygotowane starannie i z wyprzedzeniem. Ujawnienie się jakichś nowych, nieznanych okoliczności już na samym walnym zgromadzeniu, wobec których podmiot przedkładający dany projekt byłby zmuszony zmieniać jego treść jest mało prawdopodobne.

ii) *Kilka uchwał dotyczących jednego punktu porządku obrad*

Powyższe kwestie nie są jedynymi problematycznymi w kontekście głosowania zdalnego. Przy przyjęciu takiej metody głosowania pojawia się również problem dotyczący wielości projektów uchwał, dotyczących jednego punktu porządku obrad. Kwestia ta jest problematyczna również *de lege lata*; już obecnie o tym, który z konkurencyjnych projektów uchwały zostanie przyjęty decydować może kolejność poddania ich pod głosowanie przez przewodniczącego (drugi projekt staje się wtedy bezprzedmiotowy wobec przyjęcia pierwszego), co do której KSH nie formułuje szczegółowych wytycznych. Doktryna wskazuje na zasadność poddania w pierwszej kolejności projektów „dalej idących” (zob. pkt. 6.1. powyżej), kryterium to jednak nie jest możliwe do zastosowania w odniesieniu do wszystkich konkurencyjnych uchwał.

Problem ten powstaje również w przypadku dopuszczalności głosowania zdalnego przed walnym zgromadzeniem. Ustalenie który z kilku konkurencyjnych projektów co do którego akcjonariusze głosować mogli zdalnie, może zależeć od kolejności poddania pod głosowanie konkurencyjnych uchwał na walnym zgromadzeniu¹¹⁶³. Wydaje mi się, że w kontekście dopuszczenia głosowania zdalnego przed zgromadzeniem, przyjęcie podejścia opartego na większości względnej i poddanie pod głosowanie sekwencyjnie każdego ze zgłoszonych

¹¹⁶² Jak już wskazywano w USA akcjonariusze mają możliwość zgłaszania na walnym zgromadzeniu projektów uchwał w każdej sprawie. Uprawnienie to nie ma jednak większego znaczenia, gdy zgłaszający je akcjonariusz nie dysponuje pełnomocnictwami pozostałych akcjonariuszy, które umożliwiłyby przegłosowanie uchwały.

¹¹⁶³ Oraz ich preferencji co do konkurencyjnych projektów, zob. przykład w przyp. 1075 powyżej.

projektów¹¹⁶⁴ miałoby więcej sensu niż wybór przez przewodniczącego walnego zgromadzenia „pierwszego” projektu (jako „dalej idącego” lub na podstawie innego kryterium), potencjalnie przesądzający o tym, która uchwała zostanie powzięta. Takie podejście wydaje się słuszniejsze w przypadku istnienia oddanych wcześniej głosów zdalnych.

iii) Modyfikacja prawa do informacji na walnym zgromadzeniu

Kolejnym korporacyjnym uprawnieniem, którego wykonywanie należałoby „przesunąć” na okres przed walnym zgromadzeniem jest prawo do informacji. Akcjonariusze oczywiście mogą kierować do spółki pytania przed zgromadzeniem już obecnie, a spółki mogą na takie pytania odpowiadać poprzez stronę internetową (co zaleca pkt. 1.7 Dobrych Praktyk), jednak takie pytania, jako zadane poza walnym zgromadzeniem¹¹⁶⁵, nie są dla spółki „wiążące”, tak jak pytania z art. 428 KSH, a odpowiedzi na nie, nie podlegają egzekwowaniu na drodze sądowej (art. 429 KSH). Umożliwienie zadawania pytań przed walnym zgromadzeniem ograniczyłoby przypadki odmowy udzielenia przez zarząd odpowiedzi na walnym zgromadzeniu na podstawie art. 428 § KSH z braku informacji na lub wobec konieczności dokonania oceny zachodzenia przesłanek odmowy oraz zwiększyłoby krąg odbiorców odpowiedzi zarządu. Postulowane zmiany utrzymują przy tym prawo do informacji na samym zgromadzeniu, nie zmierzając do uczynienia walnych zgromadzeń spółek publicznych „niemymi”.

iv) Pozostałe kwestie

Tak kompleksowa modernizacja instytucji walnego zgromadzenia jak proponowana w niniejszym rozdziale wiąże się z pewnością z szeregiem dodatkowych problemów wymagających uwzględnienia, na które nie pozwalają wymogi objętościowe pracy. Przykładowo, należałoby przemyśleć możliwość i tryb wykonywania uprawnienia do wyboru rady nadzorczej grupami (art. 385 § 3 KSH) w proponowanym modelu. Celem formułowanych w tym miejscu postulatów nie jest jednak przedstawienie kompleksowej regulacji postulowanego nowego modelu walnego zgromadzenia (co byłoby zadaniem dla zespołu legislacyjnego), a jedynie określenie jego nowej koncepcji, wraz z wskazaniem najważniejszych, węzłowych problemów jakie ta koncepcja generuje i zmian, w modelu wykonywania uprawnień korporacyjnych jakie by wymuszała.

7.4 Podsumowanie – proponowana sekwencja terminów dla wykonywania uprawnień korporacyjnych w związku z walnym zgromadzeniem

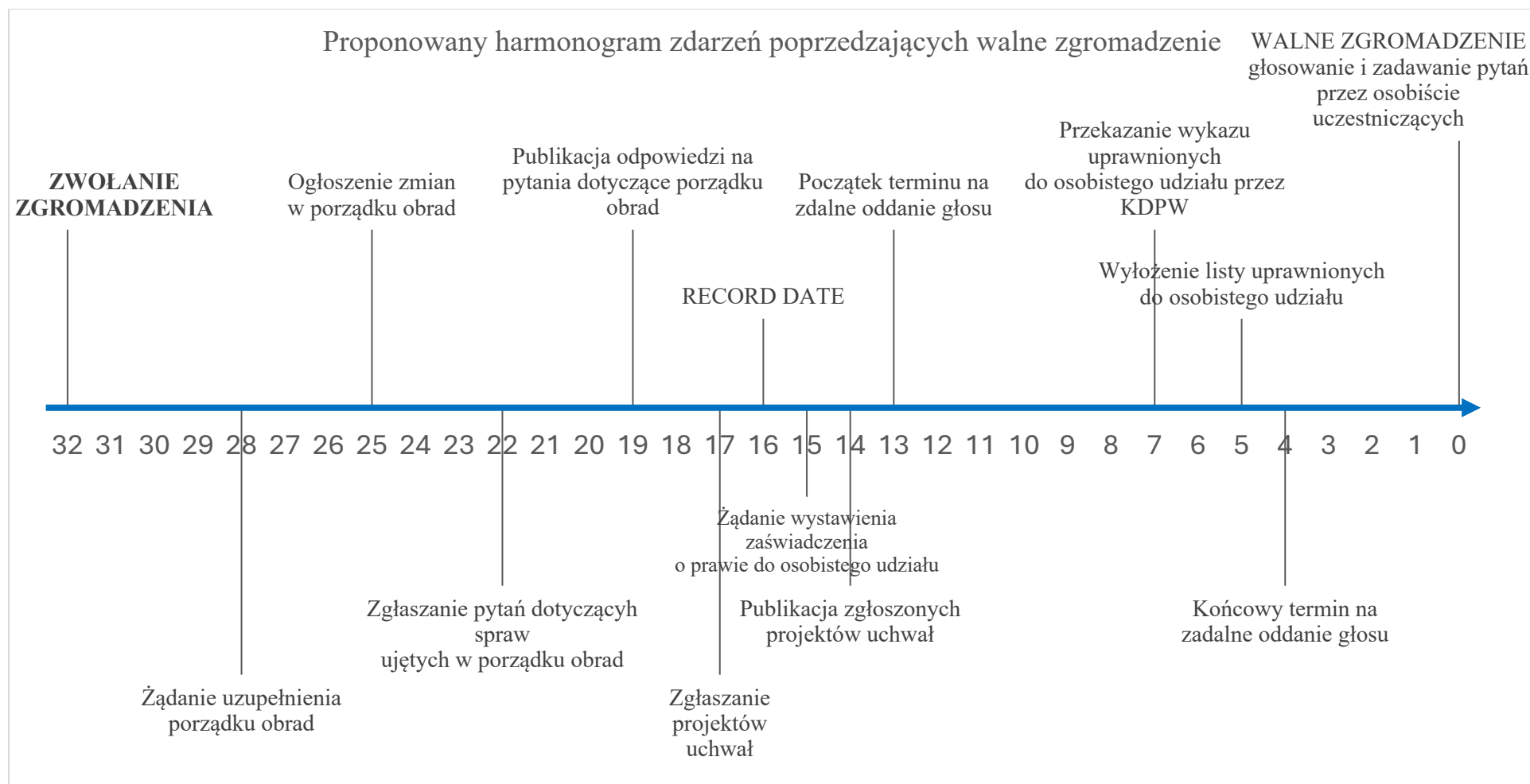
Podsumowaniem powyższej analizy i postulatów jest zaproponowany poniżej harmonogram wydarzeń zdarzeń poprzedzających walne zgromadzenie. Słowem wyjaśnienia warto wskazać, że końcowy termin na zadawanie pytań ustalono w nim po terminie na publikację uzupełnionego porządku obrad, jako że akcjonariusze mogą kierować do zarządu pytania również co do spraw umieszczonych w porządku obrad przez innych akcjonariuszy (zwłaszcza

¹¹⁶⁴ Przy czym każdy akcjonariusz mógłby w ramach sekwencyjnych głosowań oddać jeden głos.

¹¹⁶⁵ Nt. udzielania akcjonariuszowi informacji poza walnym zgromadzeniem zob. Rozdz. 2, pkt. 3.3.

większościowego). Porządek obrad podlega utrwaleniu zarówno co do ujętych w nim spraw jak i projektów uchwał na 14 dni przed zgromadzeniem. Poniższy harmonogram jest zgodny z wymogami SRD.

- 32 dni – ogłoszenie o zwołaniu walnego zgromadzenia
- 28 dni – termin na zgłaszanie żądania uzupełnienia porządku obrad
- 25 dni – termin na ogłoszenie przez spółkę uzupełnionego porządku obrad
- 22 dni – zgłaszanie pytań dotyczących spraw ujętych w porządku obrad
- 19 dni – termin na publikację przez spółkę odpowiedzi na pytania akcjonariuszy
- 17 dni – termin na zgłaszanie projektów uchwał
- 16 dni – dzień rejestracji uczestnictwa (*record date*)
- 15 dni – termin na zażądanie wystawienia imiennego świadectwa o prawie do osobistego udziału w zgromadzeniu
- 14 dni – publikacja zgłoszonych projektów uchwał przez spółkę
- 13 dni – początek terminu na zdalne oddanie głosu
- 7 dni – przekazanie spółce przez KDPW wykazu osób uprawnionych do osobistego udziału w zgromadzeniu
- 5 dni – wyłożenie listy uprawnionych do osobistego udziału
- 4 dni – końcowy termin na zdalne oddanie głosu



8 Wykonywanie prawa głosu a obowiązek lojalności akcjonariusza

8.1 Uwagi wprowadzające

Wzrost znaczenia aktywnego zaangażowania akcjonariuszy wzbudza w międzynarodowej literaturze zainteresowanie pytaniem o kontrolę wpływu akcjonariuszy na spółki giełdowe. Potrzeba tej kontroli uzasadniana jest przede wszystkim kontrowersjami co do zgodności działań aktywistycznie nastawionych inwestorów z interesem spółki i ogółu akcjonariuszy¹¹⁶⁶.

Potencjalnym narzędziem kontroli tego wpływu jest ocena działania akcjonariusza z perspektywy obowiązku lojalności akcjonariusza. Obowiązek lojalności może służyć ograniczaniu nadużywania przez akcjonariuszy ich uprawnień lub wpływu i w ten sposób mitygować zbyt agresywne lub pozostające w konflikcie z interesem spółki formy zaangażowania. Obowiązki tego typu rozpatrywane były standardowo w literaturze przede wszystkim w kontekście działań akcjonariusza większościowego, z tej oczywistej przyczyny, że jest on w największym stopniu władny wpływać na działalność spółki, przede wszystkim determinując swoimi głosami treść uchwał podejmowanych przez walne zgromadzenie spółki. W związku ze wzrostem znaczenia zaangażowania inwestorów instytucjonalnych, dostrzega się jednak coraz wyraźniej również potrzebę oceny postępowania inwestorów zewnętrznych z tej perspektywy¹¹⁶⁷. Specyfika stosowania obowiązku lojalności w tym kontekście odznacza się nie tylko tym, że inwestorzy instytucjonalni są zazwyczaj akcjonariuszami mniejszościowymi – obowiązek lojalności był już bowiem rozpatrywany w kontekście działań akcjonariuszy mniejszościowych zarówno w polskiej doktrynie jak i innych państwach – ale również tym, że oddziałują oni na spółkę nie (tylko) poprzez wykonywanie prawa głosu, lecz przede wszystkim poprzez nieformalne, perswazyjne wywieranie wpływu na jej kierownictwo.

Z drugiej strony, nałożenie na inwestorów instytucjonalnych przez unijnego i w ślad za nim polskiego prawodawcę, określonych obowiązków regulacyjnych związanych z zaangażowaniem (Rozdz. 6), stawia pytanie o to czy również na gruncie prywatnoprawnym, z ogólnego obowiązku lojalności akcjonariusza wobec spółki można wywodzić „obowiązek zaangażowania” znaczących akcjonariuszy.

W konsekwencji zidentyfikować można następujące problemy stosowania obowiązku lojalności do zaangażowania inwestorów. Po pierwsze, czy z ogólnego obowiązku lojalności można wywodzić „obowiązek zaangażowania”, rozumiany jako obowiązek aktywnego wykonywania uprawnień korporacyjnych (prawa głosu) oraz ogólnego „monitorowania” spraw spółki, ciążący na akcjonariuszach, którzy są w pozycji pozwalającej na tego typu działania? Po drugie, w zakresie w jakim akcjonariusz wykonuje prawo głosu, do jakiego stopnia swoboda jego wykonywania może być ograniczana przez obowiązek lojalności? Po trzecie, ocenie poddany zostanie postulat stosowania obowiązku lojalności do form wywierania pośredniego wpływu na spółkę (jej funkcjonariuszy), innych niż wykonywanie

¹¹⁶⁶ Ws. konfliktu interesów akcjonariuszy zob. Rozdz. 1, pkt. 9.5.

¹¹⁶⁷ U. Varottil, *Minority...*, s. 347.

prawa głosu. Z uwagi na warty uwagi dorobek orzecznictwa i literatury wybranych innych porządków prawnych w obszarze obowiązku lojalności, zasadne jest uwzględnienie ich w analizie tych zagadnień. Wskazane problemy zostaną więc poddane analizie po rekonstrukcji generalnego ujęcia obowiązku lojalności akcjonariuszy w prawie Anglii, Stanów Zjednoczonych, Niemiec oraz Polski.

8.2 Prawnoporównawcza analiza ujęcia obowiązku lojalności

8.2.1 Prawo angielskie

W prawie angielskim odrzuca się istnienie obowiązków powierniczych akcjonariuszy wobec siebie nawzajem oraz spółki, nawet w odniesieniu do akcjonariuszy kontrolujących¹¹⁶⁸. Wynika to z ugruntowanego w angielskim orzecznictwie stanowiska, że „prawo głosu akcjonariusza, stanowi formę prawa własności, które akcjonariusz może wykonywać w swoim własnym interesie, tak jak go postrzega. Nie jest on zobowiązany oddać głos zgodnie z interesem ogółu akcjonariuszy lub zgodnie z interesem spółki”¹¹⁶⁹. W konsekwencji, akcjonariusz, w tym również większościowy, wykonuje prawo głosu jako „osoba nie posiadająca żadnego powierniczego obowiązku wobec spółki”¹¹⁷⁰.

Ta ogólna zasada swobody głosu doznaje ograniczenia w wybranych kontekstach. Po pierwsze należy tu wskazać na instytucję *unfair prejudice*, która znajduje zastosowanie zasadniczo w niepublicznych spółkach o zmieknętym modelu ładu korporacyjnego.

W spółkach publicznych w grę wchodzi jednak ograniczenia wynikające z zasady ustanowionej w sprawie *Allen v Gold Reefs of West Africa Ltd*¹¹⁷¹, zgodnie z którą, głosując nad uchwałą w sprawie zmiany statutu spółki, akcjonariusze powinni działać „w dobrej wierze w interesie spółki” (*bona fide for the benefit of the company as a whole*). Sposób sformułowania tej zasady może *prima facie* mylnie sugerować, że nakazuje ona akcjonariuszom kierowanie się interesem spółki w głosowaniu nad zmianą statutu, a więc przyjęcie pozycji zbliżonej do powierniczej¹¹⁷². W praktyce jednak zasada ta znajduje zastosowanie przede wszystkim do sytuacji wywłaszczania mniejszości (np. zmiany statutu dotyczące wyłączenia prawa poboru lub pierwokupu, lub przyznania większości prawa wykupu akcji mniejszości), które określa się niekiedy mianem *fraud on minority* lub *fraud on*

¹¹⁶⁸ P. Davies, S. Worthington, C. Hare, *Gower's principles of modern company law*, London 2021, s. 493–494.

¹¹⁶⁹ *Re Astec (BSR) Plc* [1998] 2 B.C.L.C. 556, pkt. 584–585. We wcześniejszym orzecznictwie zob. *Pender v Lushington* (1877) 6 Ch. D. 70, pkt. 75: „osoby, którym przysługuje prawo własności mogą je wykonywać, niezależnie od tego jakie motywy stoją za jego wykonywaniem (...) Głos danej osoby motywowany interesami zupełnie przeciwnymi do interesu spółki może być urzeczywistniony” oraz *North-West Transportation Co Ltd v Beatty* (1887) 12 App Cas 589 PC, pkt. 593: „każdy akcjonariusz ma pełne prawo głosu (...) nawet jeżeli może mieć osobisty interes w danej sprawie sprzeczny z lub różny od interesu spółki”. Szerzej zob. R. Hollington, *Hollington on Shareholders' Rights*, Londyn 2023, s. 29.

¹¹⁷⁰ *Northern Counties Sec. Ltd. v. Jackson & Steeple Ltd.*, [1974] 1 W.L.R. 1133, pkt. 1144. Podobnie *Eclairs Group Ltd and Glengary Overseas Ltd v JKC Oil & Gas plc* [2015] UKSC 71, pkt. 40, „akcjonariusze nie mają obowiązku lojalności ani wobec spółki ani wobec jej rady dyrektorów”.

¹¹⁷¹ *Allen v Gold Reefs of West Africa Ltd* [1900] 1 Ch. 656.

¹¹⁷² C.-H. Tan, *Shareholder voting rights, proper purposes and the corporate constitution*, Journal of Business Law nr (4)/2024, s. 330.;

*powers*¹¹⁷³. Na gruncie przywołanej zasady „nie jest więc konieczne, aby głosujący za specjalną uchwałą, zupełnie oddzieli się od swojego własnego interesu i rozpatrywali sprawę z punktu widzenia spółki”¹¹⁷⁴. Raczej, interes spółki stanowi jedną z okoliczności braną pod uwagę, które decydują o tym, czy naruszenie praw mniejszości przez większość było uzasadnione¹¹⁷⁵. Istotą tej zasady jest więc badanie czy większość wykonywała przysługujące jej uprawnienia zgodnie z ich przeznaczeniem (*proper purpose*), co rozumieć należy jako brak zamiaru pokrzywdzenia mniejszości, niż to, czy większość działała mając na względzie najlepszy interes spółki¹¹⁷⁶.

Ograniczenie analizowanej zasady do zmian statutu spółki jest krytykowane w angielskiej doktrynie. Wskazuje się, że jej sformułowanie w wyroku ws. *Allen* sugeruje, że stanowi ona emanację ogólnej słusznościowej doktryny nienadużywania uprawnień, którą można rozciągnąć na każdą uchwałę walnego zgromadzenia spółki¹¹⁷⁷, co jednak nie nastąpiło jeszcze w orzecznictwie. W najnowszej angielskiej doktrynie podjęto też próby wywiedzenia ograniczeń swobody wykonywania prawa głosu z innych źródeł. *E. Lin* i *J. Lowry* argumentują, że ponieważ prawo głosu jest kontraktowym uprawnieniem które akcjonariusz może generalnie wykonywać według własnego uznania, zastosowanie znajduje do niego obowiązek wykonywania go w sposób niearbitralny i w dobrej wierze (tzw. *Braganza duty*)¹¹⁷⁸.

8.3 Prawo amerykańskie

W prawie amerykańskim akcjonariusze, w tym akcjonariusze większościowi, wykonując prawo głosu co do zasady nie działają jako powiernicy i mogą kierować się wyłącznie własnym interesem, bez uwzględnienia interesów spółki lub innych akcjonariuszy¹¹⁷⁹. Obowiązek lojalności ciąży jednak na akcjonariuszu większościowym, w sytuacjach, w których może on uzyskiwać korzyści kosztem mniejszości, czyli przede wszystkim w kontekście dokonywania

¹¹⁷³ R. Hollington, *Hollington...*, s. 36; P. Davies, S. Worthington, C. Hare, *Gower's...*, s. 495–500. Obydwie publikacje rozróżniają stosowanie tej zasady w kontekście interesów spółki oraz horyzontalnego konfliktu interesów pomiędzy wspólnikami, poświęcając jednak zdecydowanie więcej uwagi temu drugiemu kontekstowi.

¹¹⁷⁴ *Greenhalgh v Arderne Cinemas Ltd* [1951] Ch. 286 CA, pkt. 291.

¹¹⁷⁵ C.-H. Tan, *Shareholder...*, s. 332 Podobną rolę interes spółki odgrywa w analizie, czy zróżnicowanie sytuacji akcjonariuszy jest uzasadnione na gruncie art. 20 KSH, zob. Rozdz. 2 pkt. 3.2.1.

¹¹⁷⁶ C.-H. Tan, *Shareholder...*; P. Davies, S. Worthington, C. Hare, *Gower's...*, s. 502

¹¹⁷⁷ „Uprawnienie przyznane [walnemu zgromadzeniu] przez statut musi być, jak każde inne uprawnienie, być wykonywane z uwzględnieniem ogólnych zasad prawa i słuszności, które mają zastosowanie do wszystkich uprawnień przysługujących większości, które umożliwiają jej wiązanie mniejszości” (*Allen v Gold Reefs of West Africa*, pkt. 671), szerzej zob. C.-H. Tan, *Shareholder...*

¹¹⁷⁸ E. Lin, J. Lowry, *Reconsidering the Rule on Shareholders' Exercise of Voting Powers*, 2020 <https://ssrn.com/abstract=3955988>. Do testu ws. *Braganza* odwołują się też postulatycznie P. Davies, S. Worthington, C. Hare, *Gower's...*, s. 502.

¹¹⁷⁹ *Tanzer v. Int'l Gen. Indus., Inc.*, 379 A.2d 1121, 1124 (Del. 1977): “Na zgromadzeniu akcjonariuszy, każdy akcjonariusz reprezentuje samego siebie i wyłącznie swój własny interes, i w żadnym znaczeniu nie jest powiernikiem ani reprezentantem nikogo innego; *Williams v. Geier*, 671 A.2d 1368, 1380–81 (Del. 1996): “Akcjonariusz (nawet posiadający kontrolę) może głosować w swoim własnym interesie ekonomicznym; *Thorpe v. CERBCO, Inc.*, 676 A.2d 436 (Del. 1996). Zakres obowiązku lojalności jest szerszy w niepublicznych spółkach zamkniętych (*closed corporations*).

przez spółkę transakcji z tym akcjonariuszem lub podmiotami z nimi powiązanymi¹¹⁸⁰. Jedną z najczęstszych w praktyce kategorii transakcji, w których postępowanie akcjonariusza większościowego oceniane jest z perspektywy obowiązku lojalności jest przejęcie spółki zależnej przez spółkę dominującą, zwłaszcza tzw. *freeze-out mergers*, gdzie akcjonariusze mniejszościowi otrzymują wynagrodzenie pieniężne zamiast akcji spółki przejmującej¹¹⁸¹.

Dokonywanie transakcji z podmiotami powiązanymi ma konsekwencje w obszarze standardu kontroli sądowej - w przypadku zakwestionowania określonej transakcji w drodze powództwa, sąd nie będzie oceniał jej warunków jedynie w ograniczonym zakresie, zgodnie ze standardem *business judgement rule*, a zastosuje bardziej rygorystyczny standard *entire fairness*, gdzie to na większościowym akcjonariuszu będzie spoczywał ciężar wykazania, że zarówno same warunki transakcji jak i proces prowadzący do jej zawarcia są uczciwe. Zgodnie z zasadą ustanowioną w *Kahn v. M & F Worldwide Corp*¹¹⁸², aby przywrócić standard *business judgement rule*, transakcje typu *freeze-out* powinny być od początku prowadzona przez specjalny komitet dyrektorów niezależnych od kontrolującego akcjonariusza oraz zatwierdzona przez większość pozostałych akcjonariuszy (*majority of minority*); zasada ta została rozciągnięta również na innego rodzaju transakcje w których interes ma kontrolujący akcjonariusz¹¹⁸³.

W prawie amerykańskim katalog sytuacji, w których na akcjonariuszu ciąży obowiązek lojalności ograniczony jest więc podmiotowo – do kontrolującego akcjonariusza oraz przedmiotowo – do transakcji z podmiotami powiązanymi, w których występuje element konfliktu interesów, co ogranicza prawdopodobieństwo zastosowania tej kategorii do działań aktywistycznych lub wpływowych akcjonariuszy mniejszościowych. Jednak definicja „kontroli”, rozumiana jest w orzecznictwie dość szeroko. Zgodnie z ogólnym standardem przyjętym w *Kahn v. Lynch Communication Systems*¹¹⁸⁴ akcjonariusza uznaje się za kontrolującego spółkę jeżeli posiada ponad 50% głosów w spółce lub „sprawuje kontrolę nad

¹¹⁸⁰ W. T. Allen, R. Kraakman, V. S. Khanna, *Commentaries...*, s. 349, wskazują na wyrok ws *GAMCO Asset Management Inc. v. iHeartmedia, Inc.* WL 6892802 (Del. Ch. Nov. 23, 2016), jako dobre podsumowanie sytuacji konfliktu interesów, w których działania większościowego akcjonariusza podlegają ocenie z punktu widzenia obowiązku lojalności: „Pierwszą kategorią są przypadki gdzie kontrolujący akcjonariusz jest po obu stronach transakcji. Druga dotyczy przypadków, gdy kontrolujący akcjonariusz „konkuruje z pozostałymi akcjonariuszami o świadczenie (*consideration*)”. Sprawy te można podzielić na trzy podkategorie: 1) W przypadku „nierównego świadczenia”, akcjonariusz większościowy otrzymuje wyższe świadczenie pieniężne w ramach transakcji ze stroną trzecią. (...); 2) W sprawach typu „trwanie udziału” większościowy akcjonariusz otrzymuje od osoby trzeciej bardziej wartościowe świadczenie niż pozostali akcjonariusze w postaci innej niż pieniężna, dzięki temu, że jego udział w spółce trwa, a inni akcjonariusze zostają „wykupieni” (...); 3) W sprawach typu „szczególnej korzyści”, akcjonariusz kontrolujący uzyskuje specjalną korzyść, której nie dzieli z innymi akcjonariuszami (np. przy transakcji dokonanej z uwagi na jego potrzebę płynności finansowej, która łączy się z tym samym nominalnym świadczeniem dla wszystkich akcjonariuszy)”. W konsekwencji obawy co do traktowania mniejszości nie zachodzą w przypadku gdy (w braku innych wskazanych powyżej sytuacji) mniejszość otrzymuje świadczenie *pro rata* (np. wpłatę dywidendy), zob. *Sinclair Oil Corp. v. Levién*, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971).

¹¹⁸¹ Szerzej zob. F. Restrepo, G. Subramanian, *Freezeouts: doctrine and perspectives* w: *Research Handbook on Mergers and Acquisitions*, Cheltenham 2016.

¹¹⁸² 88 A.3d 635, 644 (Del. 2014).

¹¹⁸³ I. Fiegenbaum, *The controlling shareholder enforcement gap*, *American Business Law Journal* nr 3(56)/2019

¹¹⁸⁴ 638 A.2d 1110, 1113–14 (Del. 1994).

działalnością gospodarczą spółki”. Udowodnić zajście tej drugiej przesłanki w odniesieniu do akcjonariusza mniejszościowego można wykazując, że „mniejszościowy znaczący akcjonariusz (*blockholder*) w rzeczywistości zdominował i kontrolował spółkę, jej radę dyrektorów lub komitet w odniesieniu do danej transakcji lub (2) mniejszościowy *blockholder* w rzeczywistości zdominował i kontrolował większość rady dyrektorów w ogóle”¹¹⁸⁵.

Daje to sądom szersze pole do ustalenia istnienia kontroli w tego typu przypadkach, co uzależnione jest silnie od okoliczności faktycznych konkretnej sprawy. Można w tym kontekście wskazać na kilka typowych sytuacji. Po pierwsze, szereg spraw w orzecznictwie dotyczył działalności funduszy VC i PE, posiadających często szczególne uprawnienia statutowe lub umowne, np. prawo weta wobec dalszych kapitalizacji spółki, które mogą być przez tego typu inwestorów oportunistycznie nadużywane (np. w celu skłonienia spółki do zaoferowania im udziału w kolejnej emisji akcji)¹¹⁸⁶. Jednak wywieranie wpływu na spółkę przez aktywistycznych inwestorów w spółkach publicznych zasadniczo nie opiera się na szczególnych uprawnieniach statutowych lub umownych, a raczej zdolności wywierania presji na dyrektorów lub zarząd, połączonej często z reprezentacją w radzie. Zbliżonych form oddziaływania dotyczy druga linia orzecznicza, obejmująca sprawy, w których za posiadających kontrolę uznawano charyzmatycznych CEO lub założycieli spółki. Możliwość sprawowania kontroli sądy wywodzą w tego typu sprawach z szeregu okoliczności, które łącznie mają przesądzać o wpływie tego typu osób na proces decyzyjny rady dyrektorów¹¹⁸⁷. Z innych orzeczeń wynika również, że “mniejszościowy akcjonariusz może kontrolować decyzję rady wpływając na otoczenie informacyjne, w którym jest ona podejmowana”¹¹⁸⁸, np. zatajając pewne informacje lub przedstawiając radzie informacje wprowadzające w błąd¹¹⁸⁹.

¹¹⁸⁵ *In re Tesla Motors, Inc. Stockholder Litig.*, No. 12711-VCS, 2018 WL 1560293, pkt. 13 (Del. Ch. Mar. 28, 2018). Z kolei w *In re Rouse Props., Inc.*, No. 12194-VCS, 2018 WL 1226015, pkt. 12 (Del. Ch. Mar. 9, 2018) sąd przyjął, że wpływ akcjonariusza „musi być tak znaczący, że niezależni dyrektorzy nie są w stanie swobodnie podejmować decyzji w obawie przed zemstą z jego strony”. Szerzej zob. analizę w A. M. Lipton, *After Corwin: Down the Controlling Shareholder Rabbit Hole*, *Vanderbilt Law Review* nr (72)/2019, s. 1990 i n.

¹¹⁸⁶ *Ibid.*, s. 1989. Zob. m.in. *Basho Techs. Holdco B, LLC v. Georgetown Basho Inv'rs, LLC*, No. 11802-VCL, 2018 WL 3326693 (Del. Ch. July 6, 2018).

¹¹⁸⁷ Jedną z głośnych spraw tego typu jest sprawa *In re Tesla Motors, Inc. Stockholder Litig.*, w której za sąd uznał Eona Muska za kontrolującego akcjonariusza, pomimo, że ten posiadał zaledwie 22% akcji spółki. „Kontrolujący” wpływ Muska na dyrektorów wywiedziono z następujących okoliczności: pełnienia ról CEO, przewodniczącego rady dyrektorów i „twarzy” Tesli; bliskich powiązań osobistych z dyrektorami, umożliwiających wywieranie na nich wpływu; faktu, że dyrektorzy Tesli sami posiadali akcji SolarCity i w związku z tym transakcja dotyczyła ich interesów oraz możliwości sprawowania przez Muska jako znaczącego mniejszościowego udziałowca „negatywnej kontroli” w niektórych sprawach, gdzie statut wymagał kwalifikowanej większości głosów (zob. *In re Tesla Motors, Inc. Stockholder Litig.*, cyt., pkt. 42 i n.). Z podobnych powodów sąd uznał, że Larry Ellison, założyciel, CTO i przewodniczący rady dyrektorów Oracle Corp. był akcjonariuszem kontrolującym, pomimo posiadania tylko 28% akcji, *In re Oracle Corp. Derivative Litig.*, C.A. No. 2017-0337, 2018 WL 1381331, pkt. 16 (Del. Ch. Mar. 19, 2018).

¹¹⁸⁸ A. M. Lipton, *After...*, s. 2002, z powołaniem m.in. na wyr. ws. *Basho Techs* oraz *FrontFour Capital Group LLC v. Taube*, No. 2019-0100-KSJM, 2019 WL 1313408 (Del. Ch. Mar. 22, 2019).

¹¹⁸⁹ W skrajnym przypadku może to prowadzić do zakwestionowania transakcji, nawet w przypadku zastosowania „bezpieczników” zgodnych z MFW na podstawie koncepcji *fraud on the board*, zob. J. E. Friedlander, *Confronting the Problem of Fraud on the Board*, *The Business Lawyer* nr 1(75)/2019.

Powyższe uwagi dotyczą jednak tylko elementu podmiotowego, a więc definicji akcjonariusza kontrolującego. Zakres sytuacji podlegających ocenie z punktu widzenia obowiązku lojalności pozostaje ograniczony kryterium przedmiotowym, jedynie do sytuacji konfliktu interesów, a więc przede wszystkim transakcji z podmiotami powiązanymi. W przypadku, w którym mniejszościowy, wpływowy akcjonariusz skłania spółkę do dokonania transakcji z podmiotem niepowiązanym, albo dokonania określonych zmian w swojej strategii biznesowej, poddanie takiej decyzji ocenie z punktu widzenia obowiązku lojalności będzie trudniejsze. Zakres sytuacji, w których obowiązek lojalności ciąży na akcjonariuszu kontrolującym spółkę – zarówno w oparciu o udział kapitałowy jak i inne wskazane powyżej kryteria kontroli – jest więc w prawie amerykańskim raczej ograniczony.

Nie jest jednak wykluczona jego rozszerzenie w przyszłości. W sprawie *Smith v. Atlantic Properties Inc.*, dotyczącej spółki zamkniętej prawa stanu Massachusetts, w której wymogu 80% większości głosów dla podjęcia uchwały dawał każdemu z 4 wspólników prawo weta, sąd przyjął, że wykonywanie tego prawa w sposób naruszający interes spółki stanowiło naruszenie obowiązku lojalności¹¹⁹⁰. W amerykańskiej doktrynie zauważa się, że logikę tą można rozszerzyć na postępowanie mniejszości w spółkach publicznych, m.in. w kontekście aktywizmu akcjonariuszy¹¹⁹¹. Nawet autorzy sceptyczni wobec koncepcji obowiązku lojalności akcjonariuszy zauważają potrzebę jego rozważenia w związku z rosnącym faktycznym wpływem akcjonariuszy w amerykańskich spółkach, któremu towarzyszyło również w ostatnich latach rozszerzenie ich uprawnień korporacyjnych¹¹⁹².

8.3.1 Prawo niemieckie

W doktrynie niemieckiej istnienie obowiązku lojalności akcjonariusza większościowego wobec akcjonariuszy mniejszościowych zostało uznane w wyroku BGH ws. *Linotype*¹¹⁹³. Natomiast wyroku w sprawie *Girmes*, BGH uznał, że obowiązek lojalności ciąży również na akcjonariuszach mniejszościowych¹¹⁹⁴. Sprawa dotyczyła spółki Girmes-Werke AG, która popadła w trudności finansowe. Jej wierzyciele zgodzili się na umorzenie części zadłużenia zgodnie z zaproponowanym przez spółkę układem, obejmującego obniżenie kapitału zakładowego. Jeden z akcjonariuszy spółki, publicznie zakwestionował warunki układu jako krzywdzące dla akcjonariuszy mniejszościowych, wskazując, że wystarczająca byłaby redukcja kapitału w innym stosunku, i zebrał pełnomocnictwa od akcjonariuszy mniejszościowych pozwalające na zablokowanie uchwały. Wobec tego układ z wierzycielami

¹¹⁹⁰ 422 N.E.2d 798 (Mass. App. Ct. 1981).

¹¹⁹¹ I. Anabtawi, L. Stout, *Fiduciary...*, s. 1298.

¹¹⁹² P. J. Dalley, *Shareholder (and director) fiduciary duties and shareholder activism*, Houston Business & Tax Law Journal nr (8)/2007, s. 323.

¹¹⁹³ Wyr. BGH z 1.02.1988, BGHZ 103, 184. Jak zwracają uwagę C. Gerner-Beuerle, M. A. Schillig, *Comparative company law*, Oxford 2019, s. 626, 629, BGH w *Linotype* podkreślił, że już wcześniej przyjmowano stosowanie do relacji pomiędzy akcjonariuszami przepisów BGB normujących reguły słuszności w wykonywaniu zobowiązań i uprawnień (§226, §242, §826), co sugeruje, że obowiązek lojalności akcjonariuszy wykracza poza te normy.

¹¹⁹⁴ Wyr. BGH z 20.03.1995, BGHZ 129, 136.

nie doszedł do skutku, a spółka zmuszona była ogłosić upadłość. BGH w *Grimes* uznał, że na akcjonariuszach ciąży obowiązek lojalności, jednak przyjął, że aby wykonywanie praw głosu mogło zostać uznane za jego naruszenie, nielojalność wobec spółki musi być umyślna. Oceniając stan faktyczny sprawy sąd doszedł do wniosku, że lobbowanie przez głosowanie przez akcjonariuszy przeciwko układowi mogłoby raczej być oceniane jako naruszenie obowiązku należytej staranności, który jednak nie ciąży na akcjonariuszach.

Obecnie, istnienie obowiązku lojalności akcjonariusza wobec pozostałych akcjonariuszy nie budzi większych wątpliwości w niemieckiej doktrynie i orzecznictwie. Wskazuje się, że treść obowiązku lojalności obejmuje, w zależności od sytuacji: i) obowiązek uwzględnienia interesów pozostałych akcjonariuszy i spółki, przy wykonywaniu uprawnień akcjonariusza (*Rücksichtnahmepflicht*) oraz ii) obowiązek przyczyniania się do osiągnięcia celu spółki (*Förderpflicht*)¹¹⁹⁵. Pierwszy z tych obowiązków ma charakter restrykcyjny wobec swobody wykonywania uprawnień korporacyjnych przez akcjonariusza, w szczególności większościowego. W odniesieniu do mniejszości, wskazuje się w jego kontekście na obowiązek powstrzymania się przed wykorzystywaniem kontroli negatywnej do nieuzasadnionego blokowania podjęcia uchwał.¹¹⁹⁶ Z kolei obowiązek przyczyniania się do osiągnięcia celu spółki wiąże się z koniecznością podejmowania określonych działań pozytywnych, zwłaszcza głosowania w określony sposób. W doktrynie podkreśla się, że z uwagi na fakt, że obowiązki akcjonariusza wobec spółki zasadniczo ograniczają się do wniesienia wkładu, obowiązek ten powinien być interpretowany ściśle, a jego istnienie może być ustalone jedynie w wyjątkowych sytuacjach; jako przykłady wskazuje się na uchwały konieczne do usunięcia ze statutu elementów niezgodnych z prawem oraz uchwały konieczne do przeprowadzenia restrukturyzacji spółki lub uchronienia jej przed problemami finansowymi czy upadłością¹¹⁹⁷.

Wartą uwagi - choć jak się wydaje, nie w pełni jeszcze zoperacjonalizowaną - koncepcją wypracowaną w niemieckim piśmiennictwie jest podział uprawnień akcjonariuszy na uprawnienia chroniące osobisty interes akcjonariusza (niem. *eigennützigen*) oraz niezwiązane z interesem akcjonariusza (*uneigennützigen*)¹¹⁹⁸. Wykonując pierwszy rodzaj uprawnień, akcjonariusz może działać „samolubnie”, stawiając swój interes na pierwszym miejscu, a jedynym ograniczeniem jest nadużycie uprawnienia (§242 BGB). Jako przykład wskazuje się prawo do informacji, prawo do udziału w walnym zgromadzeniu i uprawnienia majątkowe akcjonariusza. Z kolei prawa niezwiązane z osobistym interesem akcjonariusza powinny być wykonywane przede wszystkim w interesie spółki, mając na uwadze zobowiązanie do

¹¹⁹⁵ *Fleischer* w: K. Schmidt, M. Lutter (red.) *Aktiengesetz*..., s. 598; *Henze/Notz* w: H. Hirte, P. Mülbert, M. Roth (red.) *Aktiengesetz*... (§53a, Nb. 187).

¹¹⁹⁶ *Ibid.*

¹¹⁹⁷ Tak w orzecznictwie wyr. BGH z 12.4.2016 – II ZR 275/14 (*Media-Saturn*). *Henze/Notz* w: H. Hirte, P. Mülbert, M. Roth (red.) *Aktiengesetz*... (§53a, Nb. 166); *Fleischer* w: K. Schmidt, M. Lutter (red.) *Aktiengesetz*..., s. 598–600.

¹¹⁹⁸ *Fleischer* w: K. Schmidt, M. Lutter (red.) *Aktiengesetz*..., s. 599; *Henze/Notz* w: H. Hirte, P. Mülbert, M. Roth (red.) *Aktiengesetz*... (§53a, Nb. 236).

współdziałania w osiągnięciu wspólnego celu (§705 BGB). W doktrynie obecnie krytykuje się klasyfikację prawa głosu jako prawa niezwiązanego z interesem akcjonariusza, podnosząc, że jego charakter zależny jest od przedmiotu uchwały. Za przykład uchwały, co do której prawo głosu powinno być wykonywane z myślą o interesie spółki podaje się uchwały podejmowane w odpowiedzi na dobrowolny wniosek zarządu o wyrażenie przez walne zgromadzenie zgody na określoną czynność spółki (§119 ust. 2 AktG). Co do głosowania nad przeznaczeniem zysku do podziału przyjmuje się, że akcjonariusz nie musi kierować się w nim interesem spółki.

8.4 Obowiązek lojalności akcjonariusza w prawie polskim

8.4.1 Poglądy co do istnienia obowiązku lojalności akcjonariuszy

Istnienie obowiązku lojalności akcjonariusza wobec spółki oraz pozostałych akcjonariuszy jest obecnie w akceptowane przez zdecydowaną większość doktryny¹¹⁹⁹ oraz w orzecznictwie¹²⁰⁰.

Funkcjonalnie, uzasadnienia dla obowiązku lojalności upatruje się w „otwartym” charakterze stosunku spółki, który wiąże się z mechanizmem rządów większości. Konsekwencją rządów większości jest możliwość jednostronnego, negatywnego oddziaływania na interesy akcjonariusza przez uchwały walnego zgromadzenia (w spółkach kontrolowanych de facto przez akcjonariusza większościowego). Istnienie tego rodzaju szerokiej kompetencji po stronie większości kapitałowej - przy jednoczesnej niemożliwości sformułowania wszelkich form ochrony akcjonariusza mniejszościowego w formie wyraźnych reguł - uzasadnia kontrolę ich wykonywania w oparciu o ogólny standard lojalności¹²⁰¹. Obowiązek lojalności ma więc przede wszystkim, podobnie jak zasada równego traktowania współników, funkcję ograniczającą i legitymizującą rządy większości.

Poszukując podstaw normatywnych dla istnienia obowiązku lojalności akcjonariuszy w polskim prawie wskazuje się po pierwsze na stosowane odpowiednio (art. 2 KSH) przepisy KC dotyczące wykonywania zobowiązań (art. 56, art. 65, art. 354 KC)¹²⁰². Jak podkreśla A. Opalski, „skoro nawet w nieskomplikowanych stosunkach kontraktowych, polegających na jednorazowej wymianie świadczeń, konieczne jest odwoływanie się do elementów słusznościowych, tym bardziej dotyczy to znacznie bardziej złożonych więzi powstających w spółkach”¹²⁰³. Większość autorów za podstawowe źródło obowiązku lojalności uznaje jednak zobowiązanie się współników do współdziałania na rzecz osiągnięcia wspólnego celu (art. 3

¹¹⁹⁹ Zob. m.in. A. Opalski, *Obowiązek...* oraz Opalski w: S. Sołtysiński (red.) *SPP*, t. 17B..., s. 440 i n; Sołtysiński/Moskwa w: S. Sołtysiński (red.) *SPP*, t. 17A..., s. 31; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 514; Włodyka, Szumański w A. Szumański (red.) *Prawo spółek handlowych. SPH*, t.2A., Warszawa 2019, s. 33, 51; D. Opalska, *Obowiązek...*; P. Błaszczyk, *Obowiązek lojalności współników i akcjonariuszy w grupach spółek*, PPH nr 8/2013; P. Wiórek, *Obowiązek lojalności współników spółek kapitałowych* w: W. Katner, U. Promińska (red.) *Prawo Handlowe po przystąpieniu do Unii Europejskiej*, Warszawa 2010.

¹²⁰⁰ W orzecznictwie zob. np. wyr. SN z 13.05.2004 r., V CK 452/03; wyrok SN z 16.10.2008 r., III CSK 100/08; wyr. SN z 2.02.2017 r., I CSK 92/16; wyr. SN z 18.04.2018 r., V CSK 352/17.

¹²⁰¹ P. Mazur, *Uprawnienia i obowiązki akcjonariusza względem pozostałych akcjonariuszy wynikające ze stosunku spółki*, Warszawa 2021, s. 177.

¹²⁰² Sołtysiński w: S. Sołtysiński (red.) *SPP*, t. 17A..., s. 31–32; Opalski w: A. Opalski (red.) *KSH*, t. IIIB..., s. 442; D. Opalska, *Obowiązek...*, s. 16.

¹²⁰³ Opalski w: S. Sołtysiński (red.) *SPP*, t. 17B..., s. 442.

KSH, tzw. *affectio societatis*)¹²⁰⁴, które jest istotą każdej umowy spółki i które wykracza poza ogóle zasady uczciwości w obrocie cywilnoprawnym, przydając im kwalifikowanego charakteru w stosunku spółki. Inherentne powiązanie obowiązku lojalności z konstrukcją spółki podkreślił również SN: „stosunek spółki ze swojej istoty jest oparty na regułach wzajemnej lojalności i uczciwości wspólników, którzy stosownie do art. 3 k.s.h. zobowiązują się do współdziałania w dążeniu do osiągnięcia wspólnego celu, dla którego uczestniczą w spółce. Jeżeli niektórzy ze wspólników sprzeniewierzają się temu i podstępnie wprowadzając w błąd kolejnego wspólnika, który działając w zaufaniu do pozostałych wspólników powierza spółce swój majątek, to nie zasługują na ochronę ani oni, ani spółka, w której uczestniczą”¹²⁰⁵. Za ważny przejaw obowiązku lojalności uznaje się również fakt, że naruszenie dobrych obyczajów oraz pokrzywdzenie wspólnika stanowią przesłanki uchylenia uchwały zgromadzenia wspólników (art. 422 § 1 KSH).

Autorzy krytyczni wobec tezy o istnieniu obowiązku lojalności akcjonariusza, argumentują, że gdyby ustawodawca chciałby go wprowadzić, uczyniłby to wprost, analogicznie do regulacji obowiązku lojalności wspólników spółki osobowej oraz funkcjonariuszy, lub wprowadzając przepisy analogicznie do art. 266 KSH. Wskazują też, że wszelkie inne formy współdziałania wspólników lub świadczenia na rzecz spółki wymagają wyraźnej podstawy statutowej (art. 3, art. 304 § 3 KSH)¹²⁰⁶. Bardziej ogólnie wskazuje się też na konflikt pomiędzy obowiązkiem lojalności a kapitałowym charakterem spółki akcyjnej¹²⁰⁷. *M. Dumkiewicz* ponadto krytykuje koncepcję obowiązku lojalności z perspektywy cywilistycznej, wskazując, że nie przystaje on do cywilnoprawnej konstrukcji zobowiązania¹²⁰⁸.

8.4.2 Treść i stosowanie obowiązku lojalności

Charakter klauzuli generalnej obowiązku lojalności uniemożliwia precyzyjne ustalenie jego treści. *A. Oplaski* ogólnie definiuje ten obowiązek jako „kwalifikowany, szczególnie intensywny nakaz postępowania w sposób zgodny z dyrektywami dobrych obyczajów, dobrej wiary i uczciwości”¹²⁰⁹. Nakaz ten podlega konkretyzacji *ad casum*, z uwzględnieniem

¹²⁰⁴ K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 514; D. Opalska, *Obowiązek...*, s. 328.

¹²⁰⁵ Wyr. SN z 2.02.2017 r., I CSK 92/16.

¹²⁰⁶ Zob. zwłaszcza A. Szumański, *Akcje* w: A. Szumański (red.) *Prawo papierów wartościowych. System Prawa Prywatnego. Tom 19.*, Warszawa 2006 (autor przyjmuje istnienie obowiązku lojalności w małych spółkach akcyjnych o zamkniętym modelu ładu korporacyjnego).

¹²⁰⁷ Chłopecki w: K. Bilewska, A. Chłopecki, *Prawo handlowe*, Warszawa 2019, s. 159.

¹²⁰⁸ M. Dumkiewicz, *Odpowiedzialność odszkodowawcza za podejmowanie wadliwych uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych*, Warszawa 2016, s. 135–157. Autorka krytycznie ocenia możliwość uznania istnienia zobowiązaniowego „obowiązku” lojalności pomiędzy akcjonariuszami o otwartym i nieokreślonym charakterze, zważywszy na cywilnoprawne rozumienie pojęcia obowiązku, które wymaga przynajmniej oznaczenia świadczenia, do którego spełnienia zobowiązany jest dłużnik. W konsekwencji autorka uznaje, że „obowiązek lojalności udziałowców (...) spółek kapitałowych nie jest jakimś odrębnym od innych obowiązków (i praw) elementem treści stosunku członkostwa, lecz stanowi emanację ogólnego nakazu uczciwego postępowania, którego naruszenie może uzasadniać odpowiedzialność na podstawie art. 415 k.c., nie zaś odpowiedzialność kontraktową” (s. 149). Podobnie, M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, s. 211–221.

¹²⁰⁹ A. Opalski, *Prawo zgrupowań...*, s. 276.

okoliczności konkretnego stanu faktycznego¹²¹⁰. W doktrynie powszechnie podzielana jest jednak teza o przeważająco negatywnym charakterze obowiązku lojalności, którego treść obejmuje przede wszystkim obowiązek powstrzymania się akcjonariusza od podejmowania wobec spółki i innych akcjonariuszy od działań sprzecznych z dobrymi obyczajami. Działania takie będą najczęściej związane z wykonywaniem uprawnień korporacyjnych akcjonariusza i w tym kontekście obowiązek lojalności pokrywać się będzie w dużej mierze z zakazem nadużywania uprawnień (art. 5 KC)¹²¹¹. Jednak zakaz ten nie wyczerpuje jego zakresu – przyjmuje się, że obowiązek lojalności może odnosić się do wszelkich zachowań akcjonariusza, w tym nieformalnego oddziaływania korporacyjnego, jak i postępowania w ogóle „poza spółką”, jak np. prowadzenia działalności konkurencyjnej czy publicznych wypowiedzi akcjonariusza na temat spółki¹²¹².

Jedynie w wyjątkowych sytuacjach dopuszcza się wywodzenie z obowiązku lojalności pewnych ograniczonych obowiązków pozytywnych. Chodzi tu przede wszystkim o obowiązek uczestnictwa w walnym zgromadzeniu oraz wykonywania prawa głosu (w określony sposób), „gdy długotrwała nieusprawiedliwiona absencja zapobiega podjęciu uchwał wymaganych przez prawo lub zagraża z innych względów egzystencji spółki lub poniesieniem przez spółkę szkody, jeżeli jest to niezbędne aby spółka uniknęła szkody lub do dostosowania jej działalności do wymogów prawa”¹²¹³.

Obowiązek lojalności przybiera różne natężenie, w zależności od okoliczności faktycznych i prawnych. Po pierwsze, większe nasilenie będzie on miał w spółkach zamkniętych, o strukturze własnościowej zdominowanej przez jednego lub kilku znaczących akcjonariuszy i w obecności elementów osobowych (np. uprawnień osobistych), mniejsze zaś w publicznych spółkach otwartych o rozproszonym akcjonariacie¹²¹⁴. Po drugie, natężenie obowiązku lojalności zależy od stopnia, w jakim dany akcjonariusz wpływa lub może wpływać na działalność spółki. Co szczególnie istotne w kontekście niniejszej pracy, w doktrynie powszechnie wskazuje się nie tylko na wielkość udziału kapitałowego akcjonariusza, jako miernik jego wpływu na spółkę, determinujący nasilenie obowiązku lojalności, ale mówi się ogólniej o

¹²¹⁰ Cyt. wyr. SN z 18.04.2018 r., V CSK 352/17 - „Ocena zakresu lojalności (...) ma charakter zindywidualizowany i zróżnicowany ze względu na dany stan faktyczny”; Wyrok SA w Białymstoku z 2.10.2019 r., I AGa 65/19 – „treść obowiązku lojalności współnika spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, ocena jego zakresu powinna mieć charakter zindywidualizowany i powiązany z konkretnym stanem faktycznym”.

¹²¹¹ Jak wskazuje *Herbet* w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17A...*, s. 483, „w istocie instytucja ta ma przeciwdziałać nadużywaniu lub niewłaściwemu wykonywaniu praw członkowskich”. Podobnie na gruncie KH, *Sołtysiński* w: S. Sołtysiński, A. Szajkowski, J. Szwaja, *Kodeks handlowy. Komentarz. Tom I.*, Warszawa 1997, s. 128: „obowiązek lojalności współnika w spółce kapitałowej obejmuje „w zasadzie wyłącznie zakazy wyrządzania szkody pozostałym współnikom w sposób sprzeczny z dobrymi obyczajami kupieckimi, nadużycia pozycji dominującej w spółce oraz w wyjątkowych sytuacjach – nakaz współdziałania” (cyt. za M. Dumkiewicz, *Odpowiedzialność...*, s. 139);

¹²¹² *Opalski* w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 440–441.

¹²¹³ *Sołtysiński/Moskwa* w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17A...*, s. 34.

¹²¹⁴ W orzecznictwie tak uchw. SN z 18.04.2018 r., V CSK 352/17 - „treść obowiązku lojalności współnika spółki z ograniczoną odpowiedzialnością jest zmienna i zależy od licznych czynników, w tym od ułożenia wewnętrznych stosunków w danej spółce, kształtującego rodzaj i intensywność powiązań między współnikami oraz między współnikami i spółką”.

„zdolności oddziaływaniu akcjonariusza oraz faktycznym oddziaływaniu”, które może polegać również na nieformalnym wywieraniu wpływu na funkcjonariuszy spółki¹²¹⁵.

Wpływać na spółkę najmocniej zarówno przez siłę swoich głosów jak i nieformalnie jest w stanie zazwyczaj akcjonariusz większościowy. Nie oznacza to, akcjonariusze mniejszościowi nie są władni wywierać wpływu na spółkę relewantnego z perspektywy obowiązku lojalności, przeciwnie. W doktrynie zauważa się, że:

Do lojalnego wykonywania uprawnień korporacyjnych zobowiązani są także akcjonariusze mniejszościowi, którzy rezygnują z roli pasywnego inwestora i decydują się na aktywne oddziaływanie na sprawy spółki poprzez wykonywanie swoich uprawnień¹²¹⁶.

W konsekwencji, ciężenie obowiązku lojalności na akcjonariuszach mniejszościowych jest również powszechnie akceptowane w doktrynie. Obowiązek lojalności mniejszości w związku z wykonywaniem prawa głosu staje się szczególnie istotny, gdy posiada ona udział pozwalający na blokowanie podjęcia określonych uchwał. Za naruszenie obowiązku lojalności uznano w orzecznictwie m.in. brak udziału wspólnika mniejszościowego w zgromadzeniach wspólników, które, z uwagi na wysoki wymóg kworum zastrzeżony w statucie, prowadziło do długotrwałego paraliżu tego organu i niemożności podjęcia jakichkolwiek uchwał¹²¹⁷.

Najważniejszym uprawnieniem korporacyjnym, którego wykonywanie podlega ocenie z perspektywy obowiązku lojalności jest prawo głosu¹²¹⁸. Na tle jego wykonywania, lojalność rozpatrywana jest najczęściej w kontekście podstaw uchylenia uchwały walnego zgromadzenia wskazanych w art. 422 § 1 KSH, tj. naruszenia dobrych obyczajów oraz pokrzywdzenia wspólnika¹²¹⁹.

Mimo, że w powództwach z art. 422 § 1 KSH ocenie pod kątem lojalności podlega treść uchwały (skutki jej podjęcia), to indywidualny akt oddania głosu – wyjątkowo, brak jego oddania - również może być oceniany pod kątem naruszenia obowiązku lojalności, na

¹²¹⁵ Opalski w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 443 (wprost w nawiązaniu do wpływu dominującego akcjonariusza poza walnym zgromadzeniem); podobnie K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 515, przyjmujący, że obowiązek lojalności akcjonariuszy powstaje wprost „w proporcji do ich zaangażowania kapitałowego i potencjalnej możliwości ingerowania w sprawy spółki i procesy decyzyjne zachodzące w ramach jej organów”.

¹²¹⁶ K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 29. Podobnie Opalski w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 445: „Akcjonariusze mniejszościowi nie stanowią jednak homogenicznej grupy. Inaczej trzeba oceniać pozycję funduszu inwestycyjnego, dysponującego kilkoma procentami głosów na walnym zgromadzeniu spółki publicznej, inaczej zaś pozycję osoby fizycznej – posiadacza kilku akcji. Ten pierwszy dysponuje często na tyle znaczącym pakietem akcji, że – w porozumieniu z innymi akcjonariuszami o podobnej pozycji – może blokować uchwały. (...) W konsekwencji nie mogą być traktowani wyłącznie jako pasywni inwestorzy”.

¹²¹⁷ Wyr. SA w Warszawie z 8.05.2003 r., I ACa 1874/01. Wyrok ten zapadł w wyniku powództwa o wyłączenie wspólnika spółki z o.o. (art. 266 KSH), który jest jednym z częstszych kontekstów w jakich rozpatrywane jest naruszenie obowiązku lojalności przez mniejszość.

¹²¹⁸ Pozostałe uprawnienia korporacyjne (np. prawo do informacji) również powinny być wykonywane w sposób lojalny, Opalski w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 447.

¹²¹⁹ Zob. przegląd orzecznictwa w W. Katner, *Wybrane orzecznictwo sądowe dotyczące zachowania lojalności (uczciwości) w spółkach kapitałowych*, PPH nr 10/2021. Warto zauważyć że w tym kontekście zacierają się różnice pomiędzy obowiązkiem lojalności spółki i akcjonariusza. Do lojalnego wykonywania prawa głosu zobowiązani są akcjonariusze, jednak zaskarżeniu podlega uchwała zgromadzenia przypisywana spółce (której podjęcie jest jednak determinowane głosami większości) zob. Opalski w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 446; D. Opalska, *Obowiązek...*, s. 238.

podstawie art. KC (stosowanych odpowiednio do aktu głosowania)¹²²⁰. Jeżeli uchwała została podjęta „nielojalnymi” głosami, to głosy te powinny zostać uznane za nieważne. Jest jednak wątpliwe aby mógłby je za takie uznać już przewodniczący zgromadzenia przy ustalaniu wyniku głosowania. Taka uchwała podlega zakwestionowaniu następnie, w drodze powództwa o stwierdzenie jej nieważności (art. 425 KSH) lub, zgodnie z jak się wydaje przeważającym stanowiskiem doktryny i orzecznictwa, w drodze powództwa o stwierdzenie nieistnienia uchwały¹²²¹.

Jeżeli ze względu na nielojalny brak oddania głosu uchwała zostałaby niepodjęta, podobnie pojawia się wątpliwość co do możliwości pominięcia tych głosów przez przewodniczącego zgromadzenia. Dodatkowo jednak możliwość następczego zakwestionowania takiej „uchwały negatywnej”¹²²² jest trudna, z uwagi na odrzucanie w orzecznictwie SN możliwości ustalenia podjęcia uchwały na podstawie art. 189 KPC¹²²³ oraz braku substratu zaskarżenia w oparciu o przepisy art. 422 i 425 KSH.

Naruszenie obowiązku lojalności skutkujące wyrządzeniem szkody spółce wiązać się będzie z odpowiedzialnością odszkodowawczą akcjonariusza w reżimie odpowiedzialności za niewykonanie lub niewłaściwe wykonanie zobowiązania (art. 471 KC)¹²²⁴. Autorzy odrzucający istnienie obowiązku lojalności przyjmują za właściwy reżim odpowiedzialności deliktowej¹²²⁵. Główną różnicą pomiędzy tymi reżimami jest istnienie tzw. domniemania winy w reżimie kontraktowym, które przekłada się na łatwiejsze wykazanie przesłanek odpowiedzialności w tym reżimie. W odniesieniu do reżimu deliktowego zauważa się, że wykazanie jego przesłanek przez poszkodowaną spółkę lub pozostałych wspólników może być utrudnione. Z kolei jak wskazuje *M. Dumkiewicz*, stosowanie domniemania winy w reżimie zobowiązaniowym uzasadnione jest istnieniem uprzedniego, skonkretyzowanego przedmiotowo i podmiotowo zobowiązania, o czym zdaniem autorki trudno mówić w

¹²²⁰ Opalski w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 449

¹²²¹ W orzecznictwie SN przyjmuje się nieistnienie uchwały gdy – zaprotokołowana i ogłoszona uchwała - nie uzyskała wymaganej większości głosów, zob. wyr. SN z 12.12.2008 r., II CSK 278/08; Wyrok SN z 9.07.2020 r., V CSK 495/18. Zob. przegląd literatury i orzecznictwa i krytykę wyróżnienia uchwał nieistniejących przez Pabis w: A. Opalski (red.) *KSH, t. IIIB...* (art. 422, Nb 20-26). Szerzej o powództwie o stwierdzenie nieistnienia uchwały zob. M. Bieniak i in., *Spory sądowe ze stosunku spółki w spółkach kapitałowych*, Warszawa 2025, s. 219.

¹²²² P. Popradowski, *Koncepcja uchwały negatywnej organu właścicielskiego spółki kapitałowej w orzecznictwie Sądu Najwyższego*, Głosa nr (3)/2022.

¹²²³ Wyr. SN z 20.01.2022 r., III CZP 17/22. Za możliwością ustalenia podjęcia uchwały w oparciu o art. 189 KPC, niezależnie od przyjęcia istnienia uchwał negatywnych, P. Wiórek, *Powództwo...*

¹²²⁴ Opalski w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17B...*, s. 449; D. Opalska, *Obowiązek...*, s. 323. W nowszej literaturze szczegółowo na ten temat J. Stranz, *Odpowiedzialność odszkodowawcza udziałowca większościowego wobec spółki kapitałowej*, PUG nr (8)/2021.

¹²²⁵ Zob. m.in. M. Dumkiewicz, *Odpowiedzialność...*, s. 149–151 oraz starszą lit. przywoływaną w J. Stranz, *Odpowiedzialność...*, s. 22–23. Nawet część autorów akceptujących istnienie obowiązku lojalności skłania się ku dochodzeniu roszczeń wobec wspólników w reżimie deliktowym, zob. P. Błaszczyk, *Ochrona wspólnika mniejszościowego spółki zależnej*, Warszawa 2013, s. 484 (z uwagi na brak wyraźnej podstawy normatywnej obowiązku i nieodpowiedniość klauzuli generalnej jako samodzielnej podstawy roszczeń) oraz M. Tofel, *Odpowiedzialność ex delicto wspólników spółki kapitałowej* w: M. Modrzejewska (red.) *Prawo handlowe XXI wieku. Czas stabilizacji, ewolucji czy rewolucji. Księga jubileuszowa Profesora Józefa Okolskiego*, Warszawa 2010.

kontekście obowiązku lojalności; w konsekwencji, poleganie na tym reżimie nadmiernie uprzywilejowywałoby jej zdaniem powoda¹²²⁶.

8.5 Szczególne problemy stosowania obowiązku lojalności w kontekście zaangażowania akcjonariuszy

8.5.1 Czy z obowiązku lojalności wobec spółki wynika „obowiązek zaangażowania”?

Głównym zarzutem wobec tradycyjnych inwestorów instytucjonalnych jest niedostateczne zaangażowanie w ład korporacyjny i pasywna postawa. Chcąc wzmocnić zaangażowanie tego typu akcjonariuszy, unijny prawodawca nałożył na nich szczególne obowiązki regulacyjne (omawiane w Rozdz. 6). W tym kontekście można zadać pytanie o to, czy te wysiłki regulacyjne mogą znaleźć wsparcie na gruncie prywatnoprawnego „obowiązku zaangażowania”, potencjalnie możliwego do wywiedzenia z obowiązku lojalności akcjonariusza. Przyjmując istnienie obowiązku lojalności akcjonariuszy (w tym mniejszościowych), można rozważać, czy zajęcie przez inwestorów instytucjonalnych, dysponujących znacznymi zasobami i umożliwiającymi efektywne monitorowanie spółki, biernej postawy, zwłaszcza w obliczu narastających w spółce nieprawidłowości w zarządzaniu, skutkujących utratą wartości dla ogółu akcjonariuszy, należy oceniać jako naruszenie ich obowiązku lojalności wobec niej samej lub pozostałych akcjonariuszy?

Na to pytanie należy odpowiedzieć przecząco. O ile zaangażowanie inwestorów można oceniać z perspektywy ich obowiązków powierniczych wobec ostatecznych beneficjentów których środkami zarządzają¹²²⁷, o tyle brak podstaw prawnych aby przyjmować, że są oni „winni” zaangażowanie samej spółce lub pozostałym akcjonariuszom. Wynika to z fundamentalnych założeń konstrukcji spółki akcyjnej, zgodnie z którymi akcjonariusze nie mają ani kompetencji zarządczych (art. 368 § 1 KSH), ani nadzorczych (art. 382 § 1 KSH). Ponadto, akcjonariuszom przysługują zasadniczo uprawnienia, a jedynie wyjątkowo można mówić o ich obowiązkach (wnikających ze stosunku spółki). Jak podkreśla A. Szumański „akcja nie ucieleśnia, co do zasady, obowiązków akcjonariusza względem spółki, ale tylko jego prawa udziałowe”¹²²⁸. Autor zauważa ponadto, że ustawowe obowiązki akcjonariusza mają charakter majątkowy, co prowadzi go do wniosku, że:

nie istnieją obowiązki korporacyjne akcjonariusza względem spółki. (...) Analiza poszczególnych praw korporacyjnych (...) prowadzi do wniosku, że są one ujęte tylko jako prawa, natomiast przyjęcie konstrukcji, że prawo jest jednocześnie obowiązkiem wymagałoby wyraźnej normy prawnej. (...) Rozwiązanie przeciwne, a więc nadanie prawom akcjonariusza jednocześnie charakteru obowiązku wypaczałoby sens prawa prywatnego, którym jest ochrona praw jednostki. Tym samym nie można nałożyć na akcjonariusza obowiązku względem spółki do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu bądź wykonywania na nim prawa głosu itd.¹²²⁹

¹²²⁶ M. Dumkiewicz, *Odpowiedzialność...*, s. 148–151.

¹²²⁷ Zob. Rozdz. 6 pkt. 3.2.1

¹²²⁸ A. Szumański, *Akcje...*, s. 262

¹²²⁹ Ibid.

Zasadniczo nie ma więc na gruncie prawa spółek podstaw do oczekiwania od akcjonariuszy pełnienia roli aktywnego właściciela. Zdaniem *A. Szumańskiego*, fakt, że uczestnictwo w spółce wiąże się z uprawnieniami a nie obowiązkami, podważa również zasadność przyjmowania istnienia obowiązku lojalności akcjonariusza. Odrzucenie jednak istnienia generalnego „obowiązku zaangażowania” nie stoi jednak na przeszkodzie przyjęciu, że obowiązek czynienia użytku z uprawnień korporacyjnych można wywodzić z obowiązku lojalności we wskazanych powyżej wyjątkowych przypadkach¹²³⁰. Poza wyjątkowymi sytuacjami, akcjonariuszowi przysługuje „prawo do bycia biernym” (*Recht zum Desinteresse*)¹²³¹.

8.5.2 Zakres uwzględniania interesów spółki i pozostałych akcjonariuszy

Kolejnym problemem, który warto rozważyć, w ramach próby doprecyzowania treści obowiązku lojalności akcjonariusza, jest to do jakiego stopnia obowiązek ten zobowiązuje akcjonariusza do wzięcia pod uwagę interesów spółki i innych akcjonariuszy przy wykonywaniu jego uprawnień korporacyjnych. Przykładowo, *K. Oplustil* wskazuje ogólnie, że „akcjonariusze uczestniczący w procesie nadzoru korporacyjnego poprzez wykonywanie swoich uprawnień wynikających z akcji, powinni to czynić w sposób lojalny, tj. w dobrej wierze i przy uwzględnieniu uzasadnionych celów i interesów spółki oraz pozostałych akcjonariuszy”¹²³². To sformułowanie, przypominające nieco omawianą powyżej angielską zasadę z wyroku ws. *Allen v Gold Reefs*, nasuwa pytanie o zakres, w jakim interesy spółki i innych akcjonariuszy powinny być uwzględnione. Konkretniej, można zastanawiać się, czy chodzi tu o quasi-powiernicze rozumienie obowiązku lojalności, zbliżone do nakazania akcjonariuszowi działania (wyłącznie) w najlepszym interesie spółki lub ogółu akcjonariuszy, z pominięciem, lub przynajmniej zrelatywizowaniem jego własnego interesu?

Odpowiedź na to pytanie jest złożona. Po pierwsze, należy zauważyć, że interes akcjonariusza jest nadrzędny wobec interesu spółki, w tym sensie, że funkcjonalnie spółka akcyjna działa w interesie akcjonariuszy jako grupy; istotą jej działalności jest możliwość czerpania przez akcjonariuszy korzyści z jej działalności. To akcjonariusze są beneficjentami spółki, a spółka – w praktyce, działający za nią piastuni organów - znajduje się wobec nich w sytuacji pozycji quasi-powierniczej. Tak więc co do zasady należy zgodzić się z poglądem wyrażonym w niemieckiej doktrynie, że „uznanie istnienia obowiązku lojalności akcjonariuszy wobec spółki oraz wobec pozostałych akcjonariuszy nie zmienia fundamentalnej zasady zgodnie z którą wykonywanie uprawnień korporacyjnych jest pozostawione uznaniu akcjonariuszy. Obowiązek lojalności nie może służyć do przekształcenia uczestnictwa w spółce w działalność na rzecz osób trzecich i poddania decyzji akcjonariuszy permanentnej kontroli sądowej”¹²³³.

¹²³⁰ *Sołtysiński/Moskwa* w: S. Sołtysiński (red.) *SPP, t. 17A...*, s. 34, „wspólnicy (...) nie mają - co do zasady - obowiązku uczestnictwa w zgromadzeniach organu uchwałodawczego”.

¹²³¹ H. Wiedemann, *Zu Den Treuepflichten Im Gesellschaftsrecht* w: F. Kübler, H.-J. Mertens, W. Werner (red.) *Festschrift für Theodor Heinsius zum 65. Geburtstag am 25. September 1991*, De Gruyter 1991.

¹²³² K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 27, 514.

¹²³³ *Cahn, v. Spannenberg* w: BOGKAktG (§53a, Nb. 55); podobnie *Servatius* w: T. Wachter (red.) *Kommentar zum Aktiengesetz*, wyd. 4, Kolonia 2022, s. 288.

Po drugie należy zauważyć, że uzależnienie określonych decyzji korporacyjnych od wyników głosowania walnego zgromadzenia jest mechanizmem ustalenia „preferencji spółki” w drodze agregacji indywidualnych preferencji akcjonariuszy. Ewentualny generalny nakaz kierowania się przez poszczególnych akcjonariuszy jakimś zobiektywizowanym interesem spółki przy wykonywaniu przez nich uprawnień korporacyjnych nie miałby sensu, przy założeniu, że interes ten jest właśnie wypadkową interesów i preferencji poszczególnych akcjonariuszy, ustalaną w procedurze wyrażania ich poprzez głosowanie¹²³⁴. Skoro „przedstawiciel” akcjonariusza w radzie nadzorczej może, w uzasadnionych granicach, eksponować rozumienie interesu spółki zbieżne z perspektywą danego akcjonariusza w procesie decyzyjnym¹²³⁵, tym bardziej akcjonariusz może zasadniczo głosować zgodnie ze swoimi preferencjami.

Te generalne konstatacje należy jednak zmodyfikować, wobec różnych kontekstów wykonywania uprawnień korporacyjnych. Pomocne może być tu przyjmowane w niemieckiej doktrynie rozróżnienie na wykonywanie uprawnień korporacyjnych służące ochronie indywidualnych interesów akcjonariusza, oraz wykonywanie prawa głosu służące decydowaniu o ważnych aspektach działalności spółki, a więc pełniące funkcje (quasi)zarządcze - wskazać tu należy przede wszystkim na uchwały „autoryzacyjne” obejmujące zgody korporacyjne na określone czynności spółki lub uchwały ws. zmiany statutu. Rozróżnienie to jest szczególnie istotne jeżeli prawo (lub statut) przyznaje walnemu zgromadzeniu szeroki zakres kompetencji co do spraw spółki, co z pewnością odpowiada modelowi przyjętemu w KSH¹²³⁶.

W oparciu o to rozróżnienie można przyjąć, że swoboda sposobu wykonywania prawa głosu przez akcjonariusza w odniesieniu do tego pierwszego rodzaju głosowania ograniczona powinna być na gruncie obowiązku lojalności jedynie wyjątkowo. Natomiast w tej drugiej klasie przypadków drugim przypadku, akcjonariusze znajdują się w pozycji zbliżonej do pozycji funkcjonariuszy spółki, w tym sensie, że ich decyzje mają wpływ na funkcjonowanie spółki, co potencjalnie uzasadnia przyjęcie dalej idącego obowiązku lojalności.

Warto jednak zauważyć, że kiedy kompetencje tego rodzaju powierzane są walnemu zgromadzeniu, akcjonariusze, odmiennie niż funkcjonariusze spółki, nie znajdują się w sytuacji konfliktu agencyjnego, uzasadniającego „odgórne” nałożenie na nich obowiązku lojalności celem uzgodnienia ich stanu motywacyjnego z interesem mocodawców. Akcjonariusze sami są mocodawcami, wobec czego podejmując decyzje w tego typu sytuacjach decydują o sprawach dotyczących ich własnych interesów. Prawo przyznaje kompetencje decyzyjne akcjonariuszom w określonych sprawach właśnie w oparciu o założenie o ich optymalnej sytuacji motywacyjnej¹²³⁷.

¹²³⁴ M. Gatti, *Interested Voting*, BYU Law Review nr (48)/2022, s. 1651

¹²³⁵ Zob. Rozdz. 4, pkt. 4.2.

¹²³⁶ Zob. omówienie kompetencji walnego zgromadzenia w pkt. 2.2. powyżej.

¹²³⁷ S. Cools, *The dividing...*

Aby mechanizm ten działał skutecznie, konieczne jest jednak, aby wykonywanie przez akcjonariuszy prawa głosu nie było dotknięte konfliktem interesów¹²³⁸. Właśnie te względy stanowią *ratio legis* zakazu wykonywania przez akcjonariusza prawa głosu w sytuacjach wskazanych w art. 413 § 1 KSH oraz w art. 90i ust. 5 zd. 2 u.o.p. Katalog sytuacji objętych zakresem zastosowania tych przepisów, pomimo iż szeroki, jest jednak ograniczony przedmiotowo - konflikt interesów mogący podważać zakładaną zgodność interesów akcjonariusza i spółki może wynikać z szeregu okoliczności nieobjętych zastosowaniem tych przepisów¹²³⁹. Obowiązek lojalności, mimo że nie będzie stanowił podstawy wyłączenia akcjonariusza od głosowania *ex ante*, może być odpowiednim środkiem sądowej kontroli *ex post* zgodności głosowania przez akcjonariusza w przypadku najbardziej jaskrawych konfliktów interesów.

Przywołane powyżej przepisy art. 413 § 1 KSH i w art. 90i ust. 5 zd. 2 u.o.p nie odwołują się jednak do kategorii obowiązku lojalności, a do pozostawania przez akcjonariusza w konflikcie interesów. Oczywiście jest tak dlatego, że trudno byłoby ustanowić regułę postępowania *ex ante*, odwołującą się do obowiązku lojalności. Fakt ten nasuwa jednak pytania o stosunek, w jakim pozostają te dwie kategorie. Obowiązek lojalności jest, jak się wydaje, powszechnie rozumiany jako nakaz uwzględnienia przez akcjonariusza interesu spółki lub pozostałych akcjonariuszy, a więc po części przyjęcia perspektywy innej niż wyłącznie swoja własna przy wykonywaniu prawa głosu. Tymczasem zakaz głosowania w sytuacji konfliktu interesów wymaga jedynie aby indywidualna perspektywa akcjonariusza nie była, podczas głosowania, zaburzona jakimś partykularnym interesem, innym niż jego *interes jako akcjonariusza*. Jest to standard mniej wymagający i bardziej zobiektywizowany, gdyż wymagający ustalenia istnienia konfliktu interesów (co na potrzeby stosowania reguł wyłączających od głosu *ex ante* jest wystarczające) oraz wykazania, że konflikt ten wpłynął na sposób głosowania przez akcjonariusza w określonym przypadku (konieczne w sytuacji dokonywania oceny głosowania *ex post*). Normatywnie, wykazanie tych dwóch okoliczności stanowić będzie podstawę do stwierdzenia naruszenia obowiązku lojalności, jednak jest to „węższa ścieżka” do jego ustalenia niż w drodze ogólnego, abstrakcyjnego badania, czy interes spółki lub innych akcjonariuszy został należycie uwzględniony.

Moim zdaniem takie rozumienie obowiązku lojalności, zapośredniczone przez kategorię konfliktu interesów (wprowadzające element obiektywy) powinno być podstawowym jego rozumieniem. Sprzyja ono w większym stopniu pewności prawnej i ochronie swobody wykonywania przez akcjonariuszy ich uprawnień. Należy jednak przyznać, że odwołanie się do obowiązku lojalności może być konieczne również w celu moderowania postępowania akcjonariusza, które nie jest motywowane konfliktem interesów, a które pomimo tego narusza interes spółki i pozostałych akcjonariuszy w sposób nie zasługujący na ochronę. W kontekście

¹²³⁸ M. Gatti, *Interested...*, s. 1628; M. C. Schouten, *The mechanisms of voting efficiency*, Columbia Business Law Review 2010; Z. Goshen, *Voting (Insincerely) in Corporate Law*, Theoretical Inquiries in Law nr 2(2)/2001.

¹²³⁹ Ws. przeglądu typowych konfliktów interesów zob. M. Gatti, *Interested...*, s. 1637–1666; zob. też Rozdz. 1, pkt. 9.5.

działań akcjonariuszy mniejszościowych należy wskazać na wszelkie przypadki nadużywania negatywnej kontroli wynikające z konfliktu z innymi akcjonariuszami lub stanowiące próbę tzw. szantażu korporacyjnego. Obowiązek lojalności znajduje więc zastosowanie do szerszego zakresu sytuacji niż kategoria konfliktu interesów.

8.5.3 Obowiązek lojalności a wywieranie nieformalnego wpływu na spółkę

Jak wynika z powyższej analizy obowiązek lojalności akcjonariusza jest szczególnie istotny i najczęściej rozważany w kontekście wykonywania prawa głosu (przez akcjonariuszy mniejszościowych w szczególności w sytuacji posiadania kontroli negatywnej). Jednak znaczna część autorów za podstawę aktualizacji oraz kryterium natężenia obowiązku lojalności uznaje ogólniej wywieranie przez akcjonariusza *wpływu* na spółkę (jej funkcjonariuszy)¹²⁴⁰, co może przebiegać również inne formy. Jest to szczególnie istotne w kontekście niniejszej pracy - jak podkreślano wielokrotnie, nieformalne wywieranie wpływu na spółkę stanowi kluczową formę zaangażowania akcjonariuszy.

W amerykańskiej literaturze dostrzeżono potrzebę oceny tego rodzaju wpływu z punktu widzenia obowiązku lojalności. W głośnym artykule, *L. Stout* i *I. Anabtawi* postulują:

proponujemy, aby uznać, że wszyscy akcjonariusze, tak jak dyrektorzy, posiadają uśpione (*latent*) obowiązki [powiernicze] wobec spółki oraz pozostałych akcjonariuszy. Te uśpione obowiązki byłyby aktywowane, kiedykolwiek danemu akcjonariuszowi – bez względu na to, czy może kontrolować wszystkie decyzje rady dyrektorów – udaje się z sukcesem wpłynąć na działania spółki w odniesieniu do konkretnej sprawy, w której ma istotny, partykularny interes ekonomiczny¹²⁴¹.

Autorki podkreślają, że za wpływ akcjonariusza należy uznać „każde działanie akcjonariusza, które jest przyczyną *sine qua non* określonej decyzji spółki”, polegające również na nieformalnym oddziaływaniu na spółkę¹²⁴². Główne elementy propozycji autorek zakładają więc badanie z perspektywy lojalności sytuacji, w której: (i) niekontrolujący (mniejszościowy) akcjonariusz wywiera nieformalny wpływ na decyzję spółki (zarządu); (ii) akcjonariusz działa w sytuacji konfliktu interesów; (iii) wpływ ten jest decydujący dla podjęcia przez spółkę (zarząd) danej decyzji. Na ile propozycja ta zasługuje na uznanie i jak ma się do obowiązku lojalności akcjonariusza w prawie polskim?

Punktem wyjścia dla analizy tego problemu musi być konstatacja, że ogólna możliwość oceny nieformalnego oddziaływania na spółkę przez pryzmat obowiązku lojalności na gruncie prawa polskiego nie powinna budzić kontrowersji. Jak wskazywano powyżej, obowiązek lojalności nie wyczerpuje się w zakazie nadużywania przez akcjonariusza formalnych uprawnień korporacyjnych, a dotyczy wszelkiego postępowania, które może być uznane za nielojalne¹²⁴³.

¹²⁴⁰ Zob. pkt. 8.4.2. powyżej.

¹²⁴¹ I. Anabtawi, L. Stout, *Fiduciary...*, s. 1295.

¹²⁴² Ibid., s. 1297

¹²⁴³ Zob. przyp. 1211, 1212 powyżej.

Nie jest więc zaskakujące, że w polskiej doktrynie również można spotkać postulaty zbliżone do tych, formułowanych przez *L. Stout* i *I. Anabtawi*¹²⁴⁴.

Po drugie, oceniając ewentualne naruszenie obowiązku lojalności przez tego typu wywieranie wpływu na spółkę należy wziąć pod uwagę powyższe ustalenia o zasadniczej swobodzie wykonywania prawa głosu przez akcjonariusza, zgodnie z jego własnym interesem. Przykładowo, fakt, że akcjonariusz kieruje się krótkoterminową perspektywą inwestycyjną i lobbuje za określonymi rozwiązaniami zgodnymi z tą perspektywą, nie jest sam przez się równoznaczny z naruszeniem obowiązku lojalności.

Trzecią i kluczową kwestią, na którą należy zwrócić uwagę jest istotna trudność z zastosowaniem tej koncepcji do wpływu wywieranego przez akcjonariusza, w szczególności mniejszościowego, wynikająca z faktu, że z założenia chodzi o wpływ na decyzje podejmowane ostatecznie i wdrażane w życie przez zarząd spółki¹²⁴⁵. Zarząd ma wyłączną kompetencję do prowadzenia jej spraw i na jego członkach ciąży własne obowiązki zachowania lojalności oraz należytej staranności (art. 377¹ § 1 KSH). Ten ostatni obowiązek zakłada przy tym podwyższony miernik staranności, stosowny do zawodowego charakteru działalności członków zarządu. Zarząd nie może abdykować ze swojego obowiązku lojalnego i starannego prowadzenia spraw spółki w jej najlepszym interesie pod wpływem nacisku ze strony aktywistycznych inwestorów, tak samo jak nie powinien on bezwolnie stosować się do życzeń akcjonariusza większościowego. Wszelkie decyzje o wdrożeniu postulatów akcjonariuszy w życie pozostają więc ostatecznie decyzją zarządu i łączą się przede wszystkim z odpowiedzialnością jego członków. W tym kontekście zauważa się w literaturze amerykańskiej, że zbytnia uległość dyrektorów spółki wobec żądań aktywistów może stanowić naruszenie ich obowiązków powierniczych¹²⁴⁶; również na gruncie KSH tego typu postawę można by potencjalnie uznać za naruszenie przez zarządców ich obowiązków lojalności oraz należytej staranności.

Zważywszy na powyższe, kluczowe jest więc pytanie o to, na ile perswazyjne oddziaływanie na członków zarządu przez akcjonariusza, zwłaszcza mniejszościowego, jest prawnie relewantne? Nawet jeżeli daną próbę wywierania wpływu przez akcjonariusza można by uznać za naruszenie przez niego jego obowiązku lojalności, jakie znaczenie będzie miało takie ustalenie w obliczu faktu, że ostateczna decyzja podjęta jest przez zarząd spółki? Pytanie to jest najbardziej istotne, jeżeli w następstwie danej decyzji spółka ponosi szkodę, co prowadzi do problemu ewentualnej odpowiedzialności odszkodowawczej akcjonariusza wobec spółki oraz jej stosunku do odpowiedzialności odszkodowawczej członków zarządu wobec spółki.

¹²⁴⁴ Przykładowo, K. Oplustil, rozważa odpowiedzialność akcjonariusza za szeroko ujęte „bezprawne korporacyjne oddziaływanie na spółkę i jej kierownictwo” (w kontekście dopuszczalności wytoczenia powództwa z art. 486 KSH również przeciwko akcjonariuszowi), zob. K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 747.

¹²⁴⁵ *L. Stout* i *I. Anabtawi* wydają się poświęcać najmniej uwagi temu elementowi swojej propozycji.

¹²⁴⁶ L. M. Fairfax, *Just Say Yes? The Fiduciary Duty Implications of Directorial Acquiescence*, *Iowa Law Review* nr (106)/2020, s. 1333; P. J. Dalley, *Shareholder...*, s. 334; N. Whoriskey, *Activist Settlements: Fiduciary Questions for Boards*, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* z 11.09.2023 (<https://corpgov.law.harvard.edu/2023/09/11/activist-settlements-fiduciary-questions-for-boards/>).

Jest to zagadnienie problematyczne i nie analizowane w doktrynie szczegółowo, nawet przez tych autorów dopuszczających odpowiedzialność akcjonariusza za wywieranie wpływu na spółkę.

Ustalenie podstaw odpowiedzialności akcjonariusza za wywieranie wpływu i jej relacji do odpowiedzialności członków zarządu nie jest jednak łatwe. Autorzy uznający obowiązek lojalności akcjonariusza przyjmują zazwyczaj, że właściwym reżimem dochodzenia odpowiedzialności za jego naruszenie jest reżim art. 471 KC. Analizowanie omawianej sytuacji przy przyjęciu tej podstawy i reżimu odpowiedzialności akcjonariusza łączy się jednak z wieloma trudnościami¹²⁴⁷. Alternatywnie, część doktryny przyjmuje przepisy o odpowiedzialności deliktowej jako podstawę odpowiedzialności akcjonariusza za szkodę wyrządzoną spółce¹²⁴⁸. W przypadku pośredniego wpływu akcjonariusza na zarząd spółki, jego odpowiedzialność mogłaby zostać ustalona na podstawie art. 422 KC, ustanawiającego odpowiedzialność odszkodowawczą podżegacza¹²⁴⁹. Podżegacz odpowiada solidarnie, za całą szkodę wyrządzoną przez sprawcę (art. 441 § 1 KC), na zasadzie winy (art. 415 KC), przy czym podżeganie musi mieć charakter umyślny, w zamiarze bezpośrednim¹²⁵⁰. Jak się wydaje, dla przyjęcia odpowiedzialności akcjonariusza na gruncie art. 422 KC, zawartego w zespole przepisów regulujących odpowiedzialność deliktową, nie powinien stanowić problemu fakt, że członkowie zarządu odpowiadają zasadniczo wobec spółki w reżimie odpowiedzialności kontraktowej.

Najogólniej, wskazuje się, że w przypadku podżegania chodzi o „zachowanie podjęte przez osobę, która z racji swojego autorytetu czy łączących ją ze sprawcą osobistych stosunków może wywierać wpływ na decyzje sprawcy”¹²⁵¹. Przyjmuje się przy tym szerokie rozumienie samej czynności podżegania, jako obejmującej nie tylko wyraźne namawianie czy groźby, ale również zaledwie np. wskazanie korzyści z określonego zachowania¹²⁵². Niezależnie jednak od tak szerokiej definicji przedmiotowej podżegania, kluczowe dla ustalenia odpowiedzialności podżegacza jest ustalenie adekwatnego związku przyczynowego pomiędzy nakłanianiem a zachowaniem się bezpośredniego sprawcy szkody (w tym kontekście - członka lub członków zarządu), który wystąpi jeżeli działanie sprawcy będzie normalnym następstwem

¹²⁴⁷ Jak się wydaje, stosując tę konstrukcję do omawianej sytuacji, należałoby przyjąć, że akcjonariusz odpowiadałby na podstawie art. 471 KC za naruszenie własnego obowiązku lojalności polegające na nielojalnym oddziaływaniu na zarząd, równoległe do członków zarządu odpowiadających na podstawie art. 471 KC za naruszenie ich własnego obowiązku lojalności lub należytej staranności w tym samym reżimie, z którego bezpośrednio wynikałaby szkoda spółki.

¹²⁴⁸ Zob. przyp. 1225 powyżej.

¹²⁴⁹ Na podstawie tę wskazują m.in. P. Błaszczak, *Ochrona...*, s. 484 (z powołaniem na starszą literaturę, m.in. S. Włodyka, *Prawo koncernowe*, Kraków 2003, s. 198–200) oraz M. Tofel, *Odpowiedzialność...*, s. 1123; K. Jaszczak, *Odpowiedzialność...*, s. 262.

¹²⁵⁰ M. Zelek w: Kodeks Cywilny, 2022, red. M. Gutowski, (art. 422, Nb. 10 – 11) przytacza literaturę na poparcie tego dominującego poglądu. Autor stoi na stanowisku, że możliwe jest nakłanianie w zamiarze ewentualnym.

¹²⁵¹ P. Machnikowski w: A. Olejniczak (red.) *Prawo zobowiązań – część ogólna. SPP*, t. 6, Warszawa 2023, s. 483.

¹²⁵² Wyrok SA w Lublinie z 11.12.2012 r. I ACa 421/12.

działania podżegacza¹²⁵³. Oceniając adekwatność związku przyczynowego w analizowanym kontekście, należy z pewnością wziąć pod uwagę zarówno to, że lobbowanie przez akcjonariuszy za określonymi rozwiązaniami nie jest zasadniczo działaniem bezprawnym, jak i to, że podwyższony standard należytej staranności, znajdujący zastosowanie do członków zarządu, wymaga od nich „odporności” na tego typu zewnętrzne wpływy i kierowania się własnym, niezależnym osądem w interesie spółki¹²⁵⁴.

Powyższe nie oznacza generalnego wniosku o niemożliwości ustalenia współodpowiedzialności akcjonariusza na podstawie art. 422 KC (alternatywnie, w reżimie *ex contractu*) za szkodę wynikłą z działań zarządu, za którymi akcjonariusz ten lobbował. Zatrzymanie analizy na konstatacji, że prawo przyznaje kompetencje decyzyjne zarządowi i w związku z tym wyłącznie zarząd może odpowiadać odszkodowawczo wobec spółki byłoby uproszczeniem, czyniącym prawo bezsilnym wobec tych stanów faktycznych gdzie ten normatywny ideał podziału kompetencji w spółce nie jest w rzeczywistości realizowany¹²⁵⁵. Stany faktyczne analizowane w tym kontekście w doktrynie dotyczą jednak zazwyczaj działań akcjonariusza większościowego polegających na daleko idącym zdominowaniu spółki i podporządkowaniu sobie członków zarządu¹²⁵⁶, lub innych skrajnych przypadków nadużyć takich jak funkcjonowanie w zarządzie osób faktycznie nie kierujących spółką (tzw. „słupów”) i przejęcie przez akcjonariusza roli „faktycznego członka zarządu” (*shadow director*)¹²⁵⁷.

Osiągnięcie tak daleko idącego wpływu na zarząd spółki przez akcjonariuszy mniejszościowych, nawet aktywistycznie nastawionych, jest jednak mało prawdopodobne. Jak się więc wydaje, uwzględniając zarówno ograniczone możliwości oddziaływania inwestorów na zarząd oraz konieczność cechowania się przez członków zarządu pewną odpornością na formy wywierania wpływu (co wynika normatywnie z wymogu dochowania należytej staranności), takie jak ich publiczna krytyka przez inwestorów, zakres sytuacji, w których możliwe będzie ustalenie, że dane oddziaływanie akcjonariusza pozostawało w adekwatnym związku przyczynowym z działaniem (członków) zarządu będzie ograniczony. Wydaje się, że w grę mogłyby tutaj wchodzić jedynie skrajne przypadki obejmujące nieuczciwą manipulację członkami zarządu, dostarczanie fałszywych informacji lub zatajanie informacji prawdziwych, czy też szantażu. Prawdopodobieństwo zastosowania art. 422 KC jest *prima facie* większe w

¹²⁵³ P. Machnikowski w: A. Olejniczak (red.) *Prawo zobowiązań...*, s. 483;

¹²⁵⁴ „O tym, czy powiązanie przyczynowe pomiędzy działaniem podżegacza a decyzją sprawcy jest adekwatne, należy rozstrzygać (...) biorąc pod uwagę szczególną, indywidualną podatność sprawcy na sugestie (zależną od jego wieku, cech charakteru, poziomu rozwoju intelektualnego i emocjonalnego)” P. Machnikowski w: *Ibid.*

¹²⁵⁵ Na takim wniosku jednak poprzestaje, analizując tożsamy problem na gruncie prawa włoskiego, S. Rossi, *I doveri fiduciari degli investitori istituzionali*, 2023, s. 67 (rozprawa doktorska, dostępna: <https://dottorati.unicatt.it/impresa-lavoro-istituzioni-e-giustizia-penale-SPR%20Tesi%20PhD%20Legal%20Studies%20Consegna%20esterna%2015%20maggio%202023.pdf>).

¹²⁵⁶ W tym kontekście rozważana jest nie tylko odpowiedzialność współnika wobec spółki, ale również potencjalna odpowiedzialność przebijająca wobec jej wierzycieli. Zob. A. Opalski, *Prawo zgrupowań...*, s. 503; P. Wiórek, *Ochrona wierzycieli spółki z o.o. poprzez osobistą odpowiedzialność jej współników*, Wrocław 2016, s. 272.

¹²⁵⁷ Szerzej ws. podstaw odpowiedzialności akcjonariusza jako faktycznego członka zarządu zob. K. Jaszczyk, *Odpowiedzialność...*

tych sytuacjach, w których funkcjonariusz spółki jest „reprezentantem” określonego akcjonariusza w spółce, zwłaszcza jeżeli wiąże go z akcjonariuszem inne szczególne relacje, np. relacja zatrudnienia. Tego typu sytuacje dotyczą jednak w większości przypadków członków rady nadzorczej, którzy, nie prowadzą spraw spółki, i w związku z tym w praktyce rzadziej będą podejmować decyzje korporacyjne mogące wyrządzić spółce szkodę.

Powyższe rozważania nie wyczerpują skomplikowanej tematyki odpowiedzialności odszkodowawczej akcjonariusza (mniejszościowego) wobec spółki w związku z wywieraniem na nią wpływu. Wskazują jednak na kluczowy element analizy w postaci związku przyczynowego pomiędzy wpływem wywieranym przez akcjonariusza a ostateczną decyzją zarządu (czy ewentualnie rady nadzorczej).

Pomimo, że, jak się wydaje, odpowiedzialność za podżeganie będzie najbardziej odpowiednią podstawą odpowiedzialności współnika wywierającego wpływ na funkcjonariuszy spółki, w grę wchodzi również odpowiedzialność za pomocnictwo oraz za skorzystanie z wyrządzonej szkody¹²⁵⁸.

9 Podsumowanie rozdziału

Jak zauważono w uwagach wprowadzających do niniejszego rozdziału, skuteczność wykonywania uprawnień korporacyjnych w związku z walnym zgromadzeniem można rozpatrywać z kilku perspektyw. Istotny jest zarówno zakres kompetencji walnego zgromadzenia, sposób ukształtowania uprawnień korporacyjnych akcjonariuszy oraz kwestie proceduralne związane ze zwoływaniem walnego zgromadzenia, a także istnienie ewentualnych ograniczeń swobody wykonywania prawa głosu.

W odniesieniu do pierwszego ze wskazanych wyżej aspektów, z perspektywy zaangażowania akcjonariuszy istotny jest nie tylko zakres spraw, co do których kompetencje decyzyjne posiada walne zgromadzenie – który w prawie polskim jest szeroki – ale również możliwość podejmowania przez walne zgromadzenie uchwał samoistnych, w których organ ten mógłby wyrazić opinię co do aspektów strategicznych czy operacyjnych znajdujących się formalnie w kompetencjach zarządu. Jak argumentowany, należy uznać istnienie kompetencji walnego zgromadzenia do przyjmowania tego typu uchwał, choć nie powinny one mieć formy poleceń.

Analiza przepisów dotyczących przekazywania akcjonariuszom informacji o zwołaniu walnego zgromadzenia (pkt. 4.3.), spośród których najważniejszą jest porządek jego obrad, oraz treści uprawnień korporacyjnych związanych z jego kształtowaniem (pkt. 4.4.), wykazała że obecny stan prawny w dużej mierze umożliwia pełnienie przez porządek obrad funkcji forum porozumiewania się akcjonariuszy przed walnym zgromadzeniem. Analiza przepisów KSH oraz prawnoporównawcza pozwoliły jednak również na sformułowanie sugestii usprawnień obecnych rozwiązań.

¹²⁵⁸ Te podstawy mogą być korzystne dowodowo, gdyż przy pomocnictwie dopuszcza się zamiar ewentualny, natomiast w przypadku skorzystania ze szkody brak jest konieczności wykazania adekwatnego związku przyczynowego pomiędzy działaniem akcjonariusza a szkodą, M. Tofel, *Odpowiedzialność...*, s. 1124.

Zdecydowanie bardziej negatywnie prezentują się natomiast wnioski z analizy dostępnych trybów zdalnego wykonywania prawa głosu przeprowadzona w pkt. 4.6. Jak wskazano, głównym mankamentem obecnej regulacji jest uzależnienie możliwości elektronicznego głosowania (również poprzez pośredników finansowych) od decyzji spółki. Tak więc mimo że przepisy regulujące etap od zwołania do odbycia walnego zgromadzenia mają na celu umożliwienie podjęcie przez akcjonariuszy decyzji co do sposobu prawa głosu jeszcze przed walnym zgromadzeniem, wykonanie prawa głosu oraz prawa do informacji (analizowanego w pkt. 4.5) wymaga zasadniczo osobistego stawiennictwa w trakcie obrad. Wnioski z analizy trybów zdalnego głosowania stały się podstawą do sformułowania bardziej ogólnej krytyki obecnego modelu walnego zgromadzenia opartego na fizycznym uczestnictwie akcjonariuszy i zaproponowania kompleksowej propozycji zmiany tego modelu (pkt. 4.7). Postulowane zmiany obejmują przede wszystkim umożliwienie zdalnego głosowania na każdym walnym zgromadzeniu poprzez pośredników finansowych przed zgromadzeniem. Zbliżyłoby to walne zgromadzenie na gruncie KSH do modelu funkcjonującego w państwach opartych na głosowaniu za pomocą pełnomocnictw udzielanych spółce (*proxies*).

Kolejnym istotnym analizowanym zagadnieniem była kwestia obowiązku lojalności akcjonariusza (pkt. 4.8.). Z jednej strony, z obowiązku lojalności nie można wywodzić uogólnionego „obowiązku zaangażowania” akcjonariusza. Z drugiej strony, obowiązek lojalności może stanowić narzędzie ograniczania wykonywania uprawnień. Jednak obowiązek lojalności powinien być stosowany w ten sposób powściągliwie, przy uwzględnieniu potencjalnego konfliktu pomiędzy tym obowiązkiem a indywidualnym interesem akcjonariusza oraz z uwzględnieniem różnych kontekstów wykonywania prawa głosu. Szczególną uwagę poświęcono problemowi nielojalnego wywierania przez akcjonariuszy nieformalnego wpływu na spółkę. Jak wskazywano, przypisanie aktywistycznym akcjonariuszom (mniejszościowym) odpowiedzialności za ewentualną szkodę w tego rodzaju sytuacji będzie zazwyczaj trudne z uwagi na trudności z ustaleniem istnienia adekwatnego związku przyczynowego pomiędzy tego typu oddziaływaniem a działaniami zarządu.

Rozdział 6 – Instrumenty wzmacniania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór korporacyjny spółek

1 Uwagi wprowadzające

W niniejszym rozdziale analizowane są instrumenty wzmacniania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w spółkach giełdowych. Instrumenty te różnią się od omawianych w poprzednich rozdziałach rozwiązań, którym można przypisać tożsąma funkcję, tym, że wiążą się przede wszystkim z nakładaniem obowiązków na inwestorów instytucjonalnych, a nie jedynie z usuwaniem barier mogących ograniczać ich zaangażowanie. Ponadto, zagadnienia prawne opisywane w poprzednich rozdziałach dotyczyły sytuacji prawnej inwestora instytucjonalnego jako akcjonariusza. Ponieważ ważnym uzasadnieniem dla nakładania na inwestorów instytucjonalnych analizowanych obowiązków związanych z zaangażowaniem jest interes ich beneficjentów, rozważania w tym rozdziale skupiają się natomiast na relacji pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi a ich beneficjentami.

Celem rozdziału jest więc po pierwsze identyfikacja instrumentów pobudzania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w wybranych porządkach prawnych. Po drugie, jest nim analiza związków tego rodzaju instrumentów z szerszą kategorią obowiązków powierniczych inwestorów instytucjonalnych, przede wszystkim w celu odpowiedzi na pytanie, czy i w jaki stopniu, z ogólnych obowiązków powierniczych inwestorów instytucjonalnych można wywodzić „obowiązek zaangażowania”. W tym celu zasadne jest sięgnięcie do doświadczeń państw kręgu *common law* – Wielkiej Brytanii i USA – z uwagi na ich długą historię interwencji regulacyjnych zmierzających do pobudzania zaangażowania inwestorów, jak również proveniencję kategorii obowiązków powierniczych.

Wnioski z analizy prawnoporównawczej stanowią tło dla analizy rozwiązań zmierzających do pobudzania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych przyjętych przez unijnego prawodawcę w SRD II i implementowanych do prawa polskiego. Celem rozważań jest odtworzenie normatywnej treści obowiązków nakładanych przez przepisy implementujące SRD II, w szerszym kontekście obowiązków powierniczych (działania w najlepszym interesie beneficjenta). Ponadto, podjęta zostanie próba oceny skuteczności obowiązków informacyjnych nakładanych przez SRD II w pobudzaniu zaangażowania inwestorów, która zależy od możliwości egzekwowania zaangażowania przez beneficjentów – zarówno rynkowego (tzw. *market enforcement*), jak i w oparciu o mechanizmy odpowiedzialności cywilnoprawnej.

2 Analiza prawnoporównawcza

2.1 Stany Zjednoczone

2.1.1 Pracownicze fundusze emerytalne

2.1.1.1 Postanowienia prawa federalnego (ERISA)

Pracownicze fundusze emerytalne uregulowane są w Employee Retirement Income Security Act (ERISA), ustawie przyjętej w 1974 roku. Jej zakres obejmuje wszelkie programy świadczeń pracowniczych (*employee benefit plans*), jednak najważniejszym ich rodzajem są niewątpliwie programy emerytalne (*employee pension plans*). ERISA ma zastosowanie jedynie do prywatnych pracowniczych funduszy emerytalnych, które mogą być organizowane przez pracodawcę lub przez organizację pracowniczą (*employee organization*) np. związek zawodowy, a nie ma zastosowania do pracowniczych funduszy emerytalnych w sektorze publicznym, które zazwyczaj funkcjonują w oparciu o (ustawowe) prawo stanowe. Akty prawa stanowego regulujące fundusze publiczne są jednak najczęściej wzorowane na postanowieniach ERISA¹²⁵⁹, co pozwala na czerpanie na ich gruncie z orzecznictwa i wytycznych interpretacyjnych oraz regulacji, do których wydawania na gruncie ERISA uprawniony jest amerykański Departament Pracy (*Department of Labor*; DOL)¹²⁶⁰.

Zgodnie z § 403 ERISA¹²⁶¹ wszystkie składniki majątku planu są posiadane powierniczo (*held in trust*) przez *trustees* planu, którzy są równocześnie powiernikami (*fiduciaries*)¹²⁶². Na osobach tych ciążyą cztery główne obowiązki powiernicze¹²⁶³. Zgodnie z § 404 ERISA, powiernik sprawuje swoje obowiązki wyłącznie w interesie uczestników planu oraz:

- i. w wyłącznym celu osiągnięcia korzyści dla uczestników oraz opłacania niezbędnych wydatków związanych z zarządzeniem planem;
- ii. ze starannością i ostrożnością, której dochowałaby ostrożna osoba działająca w podobnych okolicznościach oraz mająca wymaganą wiedzę;
- iii. dywersyfikując inwestycje planu w celu uniknięcia znacznych strat;
- iv. zgodnie z dokumentami ustanawiającymi plan.

ERISA przewiduje dwa główne zwolnienia od odpowiedzialności powierników planu z tytułu ich obowiązków powierniczych. Po pierwsze, na powiernikach planu nie ciążyą wskazane

¹²⁵⁹ D. H. Webber, *The use and abuse of labor's capital*, NYU Law Review nr (89)/2014, s. 2119

¹²⁶⁰ Regulacje dot. ERISA skodyfikowane są w Tytule 29(B), Rozdz. XXV CFR. Obowiązki powiernicze uregulowane są w 29 CFR §2550.

¹²⁶¹ 29 U.S.C. § 1104

¹²⁶² § 3(21) ERISA definiuje powiernika (*fiduciary*) jako osobę, która i w zakresie w jakim (i) sprawuje kontrolę nad zarządzaniem planem lub rozporządzaniem jego aktywami; (ii) świadczy odpłatne doradztwo inwestycyjne na rzecz planu lub (iii) sprawuje kontrolę nad administrowaniem planem. *Trustees* są więc z definicji *fiduciaries*, zob. 29 CFR § 2509.75-8, D-3. Szerzej zob. J. London, *ERISA Plans* w: T. Spangler (red.) *Investment Management. Law and Practice*, Oxford 2010, s. 1017.

¹²⁶³ Szerzej o obowiązkach powierniczych zob. *Ibid.*, s. 1021 i n.. Zob. też P. Wiedenbeck, *ERISA: Principles of Employee Benefit Law*, Oxford 2010, s. 120 i n. – autor podkreśla, że pomimo iż obowiązki powiernicze na gruncie ERISA wzorowane są na zasadach prawa trustu, to istotnie od nich odbiegają w niektórych aspektach np. co do braku możliwości umownego wyłączenia ich zastosowania.

powyżej obowiązki powiernicze, w przypadku planów w których uczestnicy sami dokonują wyboru inwestycji. Tak jest przede wszystkim w przypadku planów zdefiniowanej składki, takich jak np. popularne tzw. *401(k) plans*. W takim przypadku, zgodnie z § 404(c) ERISA, powiernicy są zwolnieni z obowiązków powierniczych o ile oferta inwestycji, spośród których może wybierać uczestnik spełnia określone warunki¹²⁶⁴.

Po drugie, powiernicy planu zwolnieni są z obowiązków powierniczych w przypadku delegowania zarządzania planem na zarządzającego aktywami (*investment manager*) (§ 402(c)(3), 405(d) ERISA). Zarządzającym aktywami może być podmiot zarządzający aktywami (*investment advisor*) zarejestrowany zgodnie z prawem stanowym lub federalnym, bank lub zakład ubezpieczeń (§ 3(38) ERISA). W takim przypadku na powiernikach planu obowiązki powiernicze ciążyą co do sposobu wyboru zarządzającego, a także w zakresie okresowej oceny, czy delegowanie jest zgodne z interesem planu (§ 405(c)(20) ERISA; 29 CFR § 2509.75-8, FR-17).

2.1.1.2 Aktywność interpretacyjna i regulacyjna Departamentu Pracy

Przepisy ERISA regulujące ustanawiające powiernicze nie odnoszą się więc wprost do kwestii tego w jaki sposób powiernicy planu powinni wykonywać uprawnienia korporacyjne związane z akcjami, w które inwestują. DOL jednak zajmował w tej sprawie wielokrotnie stanowisko w wydawanych przez niego wytycznych. Po raz pierwszy do tej kwestii DOL odniósł się w 1988 r. w nieformalnym liście do spółki Avon, znanym jako *Avon Letter*¹²⁶⁵, w którym podkreślił, że „powiernicza działalność polegająca na zarządzaniu aktywami planu, w zakresie w jaki wchodzi w nie akcje, obejmuje zarządzanie prawem głosu, związanym z tymi akcjami”¹²⁶⁶. Ponadto DOL wskazał, że w przypadku delegowania zarządzania planem na zarządzającego aktywami, powiernicy planu powinni okresowo dokonywać oceny działań zarządzającego w zakresie głosowania, co z kolei wymusza na nim sporządzanie odpowiedniej dokumentacji tego, w jaki sposób głosował z akcji planu.

Powyższe stanowisko DOL sformalizował w wytycznych interpretacyjnych (*Interpretative Bulletin*) z 1994 r.¹²⁶⁷. Dotyczyły one trzech obszarów: głosowania z akcji wchodzących w skład aktywów planu, polityki wykonywania prawa głosu oraz aktywizmu akcjonariuszy.

W odniesieniu do głosowania z akcji, DOL powtórzył swoje stanowisko z *Avon Letter*. Departament odniósł się też do kwestii kosztów głosowania z akcji, jednak tylko w kontekście akcji zagranicznych spółek, w którym koszty te mogą być wyższe. DOL wskazał, że ERISA

¹²⁶⁴ P. Wiedenbeck, *ERISA*..., s. 136.

¹²⁶⁵ *Letter from the Department of Labor to Helmut Fandl, Chairman of the Retirement Board of Avon Products, Inc.*, 23.02.1988 r.

¹²⁶⁶ *The fiduciary act of managing plan assets that are shares of corporate stock includes the management of voting rights appurtenant to those shares of stock*, cyt. za DOL, *Interpretive Bulletin 94-2*. Z kolei w tzw. *Monks Letter*, DOL odniósł się do tego jak obowiązki dotyczące głosowania z akcji rozkładają się pomiędzy powierników planu oraz zarządzającego aktywami w przypadku delegowania zarządzania, *Letter from the Department of Labor to Robert A.G. Monks, Institutional Shareholder Services, Inc.*, 23.01.1990 r.

¹²⁶⁷ DOL, *Interpretive Bulletin 94-2*, FR Vol. 59, No. 145, 29.07.1994 r. s. 38860, dostępny: <https://www.federalregister.gov/citation/59-FR-38863>. Skodyfikowany w 29 CFR Part 2509.

zobowiązuje powierników do wyważenia kosztów i korzyści płynących z głosowania z akcji zagranicznych spółek i podjęcie decyzji w świetle tego, czy głosowanie takie jest w interesie uczestników planu. Prawdopodobnie z uwagi na zawężenie uwag dotyczących kosztów do akcji spółek notowanych za granicą, oraz z uwagi na ogólną „wrażliwość” podmiotów objętych ERISA na poprawne wypełnianie obowiązków powierniczych¹²⁶⁸, wśród powierników planów oraz zarządzających aktywami upowszechniło się przekonanie o konieczności głosowania z wszystkich akcji wchodzących w skład aktywów planu. DOL w nowej wersji wytycznych z 2008 r. wskazał wprost i bez odniesienia do akcji spółek zagranicznych, że „powiernicy powinni wziąć pod uwagę koszty, podejmując decyzję o tym czy i jak wykonywać uprawnienia akcjonariuszy, w tym prawo głosu”¹²⁶⁹, jednak nie zmieniło to podejścia większości podmiotów objętych ERISA i praktyka głosowania (zasadniczo) ze wszystkich akcji planu jest wciąż powszechna.

Po drugie DOL zajął w wytycznych stanowisko, że posiadanie polityk inwestycyjnych, obejmujących polityki wykonywania praw głosu nie jest obowiązkowe, ale dopuszczalne i zgodne z obowiązkami powierniczymi; w przypadku delegowania zarządzania. Zarządzający jest związany polityką głosowania. W konsekwencji, gdy zarządzający zarządza wspólnie inwestycjami kilku planów (*pooled account*), powinien on głosować zgodnie z poszczególnymi politykami głosowania, proporcjonalnie do udziału aktywów każdego z planów. Zarządzający może jednak posiadać własną politykę inwestycyjną, w tym głosowania i uzależnić podjęcie się zarządzania planem od jej akceptacji przez powierników planu.

Po trzecie, w wytycznych z 1994 r. DOL wyszedł również poza kwestię samego wykonywania prawa głosu, odnosząc się do szerzej pojmowanego aktywizmu akcjonariuszy. Departament wskazał, że „aktywny monitoring i komunikacja z zarządzającymi spółek jest zgodna z obowiązkami powierniczymi na gruncie ERISA, jeżeli powiernik dojdzie do wniosku, że można zasadnie oczekiwać, iż takie działania samego planu, lub w powiązaniu z działaniami innych akcjonariuszy, mają szansę zwiększyć wartość inwestycji, po uwzględnieniu poniesionych kosztów”. Zdaniem DOL takie oczekiwanie będzie zasadne, jeżeli plan dokonuje inwestycji długoterminowych lub nie może w łatwy sposób zbyć określonych akcji.

Kolejne wytyczne interpretacyjne w tym obszarze DOL wydał w 2008 i 2016 r.¹²⁷⁰, natomiast dopiero w 2020 r. Departament wystąpił z pierwszą inicjatywą w celu przyjęcia formalnej

¹²⁶⁸ Obowiązki powiernicze na gruncie ERISA zostały określone w amerykańskim orzecznictwie jako „najwyższe znane prawu”, *Donovan v. Bierworth*, 680 F. 2d 263, 271 (2nd Cir. 1982).

¹²⁶⁹ DOL, *Interpretive Bulletin Relating to Exercise of Shareholder Rights*, FR Vol. 73, No. 202, 17.10.2008 r., s. 61732. Dostępny: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2008-10-17/pdf/FR-2008-10-17.pdf>

¹²⁷⁰ DOL, *Interpretive Bulletin Relating to the Exercise of Shareholder Rights and Written Statements of Investment Policy, Including Proxy Voting Policies or Guidelines*, FR Vol. 81, No. 250, 29.12.2016, s. 95879. Dostępny: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2016-12-29/pdf/2016-31515.pdf>. DOL zaznaczył, że wydając te wytyczne chciał odrzucić interpretację, którą część uczestników rynku wywiodło z IB z 2008 r., zgodnie z którą podjęcie decyzji o głosowaniu wymaga każdorazowego ustalenia, że głosowanie wiązać się będzie z większą korzyścią dla planu niż kosztami. DOL podkreślił, że co do zasady głosowanie z akcji nie wiąże się z dodatkowymi kosztami, sugerując domniemanie zasadności głosowania i wyjątkowy charakter, jaki powinno mieć odstępianie od głosowania z uwagi na koszty.

regulacji (*rule*) dotyczącej głosowania z akcji planu¹²⁷¹. Jej projekt z 2020 r. zakładał nałożenie na powierników planu lub zarządzających aktywami, w przypadku delegowania zarządzania, obowiązku każdorazowego przeprowadzania oraz dokumentowania oceny kosztów i korzyści związanych z danym głosowaniem lub wykonywaniem innego rodzaju praw akcjonariuszy. Regulacja w ostatecznie przyjętym kształcie nie wprowadziła jednak tego obowiązku, ograniczyła się do powtórzenia ogólnych zasad, którymi regulowane podmioty powinny kierować się decydując o wykonywaniu praw akcjonariuszy¹²⁷².

Regulacja obowiązująca w obecnym kształcie została przyjęta w 2022 r.¹²⁷³. Powtarza ona naczelną zasadę, że obowiązki powiernicze powiernika planu obejmują zarządzanie wykonywaniem praw korporacyjnych związanych z akcjami planu. Decydując czy wykonywać te prawa oraz w toku ich wykonywania, powiernicy muszą działać ostrożnie, w wyłącznym interesie uczestników oraz w wyłącznym celu osiągnięcia korzyści dla uczestników oraz opłacania niezbędnych wydatków związanych z zarządzaniem planem. Ponadto, powinni oni wziąć pod uwagę koszty; nie podporządkowywać interesu uczestników planu w uzyskaniu świadczeń emerytalnych i finansowych korzyści w związku z planem jakimkolwiek innym celom oraz dokonać oceny faktów dotyczących wykonywania praw korporacyjnych¹²⁷⁴.

Regulacja przewiduje, że powiernicy planu mogą przyjąć polityki głosowania, które powinny być opracowane z myślą o realizacji interesu uczestników planu i okresowo poddawane przeglądowi. Polityki nie mogą wykluczać podjęcia decyzji o oddaniu głosu, jeżeli powiernik dojdzie do wniosku, że głosowanie może mieć wpływ na wartość aktywów planu ani wstrzymania się od oddania głosu, w przypadku dojścia do przeciwnej konkluzji¹²⁷⁵.

Regulacja odnosi się też do korzystania z usług zewnętrznych podmiotów w związku z wykonywaniem praw głosu. W przypadku delegowania zarządzania na zarządzającego aktywami, obowiązki powiernicze związane z głosowaniem spoczywają na nim. Jednak na powiernikach planu ciąży obowiązek dochowania ostrożności i staranności w wyborze oraz monitorowaniu działań zarządzającego; ten sam obowiązek ciąży na powiernikach planu w przypadku korzystania z usług doradców ds. głosowania lub podmiotów dostarczających rekomendacje lub analizy stanowiące podstawę decyzji co do głosu. Przed przyjęciem praktyki podążania za rekomendacjami doradców ds. głosowania powiernik powinien upewnić się, że praktyki doradcy są zgodne z obowiązkami powierniczymi powiernika planu¹²⁷⁶.

¹²⁷¹ DOL, *Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights* (Proposed Rule), FR Vol. 85, No. 173 4.09.2020 r., s. 55219. Dostęp: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2020-09-04/pdf/2020-19472.pdf>.

¹²⁷² DOL, *Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights* (Final Rule), FR Vol. 85, No. 242, 16.12.2020 r., s. 81658. Dostęp: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2020-12-16/pdf/2020-27465.pdf>.

¹²⁷³ DOL, *Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights*, FR Vol. 87, No. 230 1.12.2022 r., s. 73822. Dostęp: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2022-12-01/pdf/2022-25783.pdf>.

¹²⁷⁴ 29 CFR ("DOL Reg") § 2550.404a-1(d)(2)(ii)

¹²⁷⁵ DOL Reg § 2550.404a-1(d)(3)

¹²⁷⁶ DOL Reg § 2550.404a-1(d)(2)(ii)(E); §2550.404a-1(d)(2)(iii).

2.1.2 Fundusze inwestycyjne

2.1.2.1 Obowiązki powiernicze zarządzających funduszami

Przed omówieniem rozwiązań przyjętych w prawie amerykańskim, dotyczących głosowania z akcji i innych form zaangażowania podejmowanych przez fundusze inwestycyjne, a właściwie – zarządzających tymi funduszami – zasadne jest przedstawienie ogólnych ram prawnych regulacji funduszy inwestycyjnych w prawie federalnym USA. Relewantne w tym obszarze są dwie ustawy – Investment Company Act z 1940 r. (ICA) oraz Investment Advisors Act z 1940 r. (IAA).

Funkcjonowanie samych funduszy inwestycyjnych regulują postanowienia ICA. Zdecydowaną większość funduszy inwestycyjnych stanowią tzw. *management companies*, którymi mogą być różnego rodzaju osoby prawne utworzone na podstawie prawa stanowego - w szczególności spółki prawa handlowego (zarówno osobowe jak i kapitałowe) oraz trusty; kategoria *management company* jest więc funkcjonalna, a nie powiązana z konkretną formą prawną jaką przyjmuje fundusz. Najpopularniejsze i najszerzej dystrybuowane fundusze inwestycyjne określane powszechnie jako *mutual funds* to taki rodzaj *management company* („*open-ended management company*”, zob. §5(a)(1) ICA), która emituje papiery wartościowe umarzalne na żądanie uczestnika (a więc odpowiednik otwartego funduszu inwestycyjnego emitującego jednostki uczestnictwa w prawie polskim).

Pomimo korporacyjnej formy większości funduszy inwestycyjnych, nie są one w praktyce zarządzane przez radę dyrektorów. Pomimo, że same spółki będące funduszami mogą posiadać radę dyrektorów oraz zatrudniać pracowników, spółka stanowiąca fundusz jest w praktyce „skorupą (*shell*), zbiorem aktywów obejmujących papiery wartościowe, należące do uczestników funduszu”¹²⁷⁷. Za prowadzenie działalności inwestycyjnej funduszu jak i bieżące administrowanie nim, odpowiedzialny jest zarządzający aktywami (*investment advisor*), który jest odrębną osobą prawną i podmiotem zewnętrznym wobec funduszu¹²⁷⁸. Zarządzający aktywami w praktyce jest też zazwyczaj założycielem (*sponsor*) spółki będącej funduszem, a w przypadku posiadania przez niej rady dyrektorów, w jej skład wchodzi często jego pracownicy. Relacja powiernicza zachodzi więc przede wszystkim pomiędzy zarządzającym aktywami a funduszem; obowiązki dyrektorów spółki tworzącej fundusz, ograniczają się zasadniczo do nadzorowania poprawnego wypełniania obowiązków przez zarządzającego aktywami¹²⁷⁹. Relacja pomiędzy funduszem a zarządzającym aktywami regulowana jest zarówno poprzez postanowienia ICA, jak i poprzez postanowienia IAA. Pewne zastosowanie mogą też mieć postanowienia prawa stanowego lub *common law*, w szczególności dotyczące stosunku agencji. Jednak postanowienia prawa federalnego mają pierwszeństwo przed tymi źródłami prawa i wyłączają ich zastosowanie; w amerykańskiej doktrynie mówi się w związku

¹²⁷⁷ *Zell v InterCapital Income Securities, Inc.*, 675 F.2d 1041, 1046 (9th Cir. 1982).

¹²⁷⁸ Co odpowiada rozwiązaniom przyjętym w prawie unijnym (i polskim), zob. Rodz. 1, pkt. 2.2.

¹²⁷⁹ T. L. Hazen, *The law...*, s. 718. ICA ustawia jednak pewne wymagania dotyczące niezależności dyrektorów funduszu od zarządzającego, zob. *Ibid.*, s. 737-742.

z tym o autonomicznej, federalnej regulacji obowiązków powierniczych zarządzających aktywami na gruncie IAA oraz ICA¹²⁸⁰.

Ogólny standard postępowania zarządzającego wobec jego klientów ustanawia §206 IAA, czyniąc to w formie ogólnej klauzuli antydefraudacyjnej (*antifraud rule*). Zgodnie z §206 zarządzającym aktywami zabrania się: (1) wykorzystywania jakichkolwiek środków celem oszukania klienta lub potencjalnego klienta; (2) brania udziału w transakcji, praktyce lub działalności, która stanowi oszustwo lub podstęp wobec klienta lub potencjalnego klienta; (3) nabywania od oraz sprzedawania klientowi instrumentów finansowych na swój własny rachunek, lub w jako broker dla osoby trzeciej, jeżeli przed dokonaniem transakcji zarządzający nie ujawnił charakteru w jakim występuje na piśmie; (4) brania udziału w jakimkolwiek działaniu, praktyce lub działalności, która stanowi oszustwo, podstęp lub manipulację. Ustęp 4 §206 zawiera też delegację dla SEC do wydania regulacji precyzujących jakiego rodzaju praktyki objęte są tym zakazem.

Jak wynika z brzmienia powyższego przepisu, nie wskazuje on wprost na powierniczy charakter działalności zarządzających aktywami. Takie rozumienie charakteru doradztwa inwestycyjnego (obejmującego też zarządzanie aktywami) dość szybko zostało jednak przyjęte w poglądach SEC oraz orzecznictwie. Już w latach 40tych XX w. SEC przyjmowała w swoich decyzjach stanowisko o powierniczym charakterze usług zarządzających aktywami¹²⁸¹. Uznawanie zarządzającego aktywami za powiernika przypieczętowało orzeczenie Sądu Najwyższego z 1963 r. ws. *SEC vs. Capital Gains Research Bureau*¹²⁸². Sprawa ta dotyczyła praktyki tzw. *scalpingu* lub *front-runningu*, którą SEC uznało za naruszenie §206(2) IAA. SN USA przychylił się do tego stanowiska, wskazując, że cytowany przepis IAA „jest przejawem dostrzeżenia przez Kongres wrażliwej, powierniczej natury relacji dotyczącej doradztwa inwestycyjnego, jak również zamiaru wyeliminowania, a przynajmniej ujawnienia, wszystkich konfliktów interesów”¹²⁸³. Sąd przyjął też, że naruszenie §206(2) IAA nie wymaga udowodnienia winy umyślnej (*scienter*) po stronie naruszającego, a można się go dopuścić również poprzez niedbalstwo. Wynika to z szerszego niż na gruncie Securities Act 1933 pojęcia oszustwa (*fraud*), które nie odnosi się do oszustwa w kontekście konkretnej transakcji,

¹²⁸⁰ T. Frankel, A. B. Laby, *The Regulation of Money Managers*, wyd. 3, Nowy Jork 2022, s. 13.01[B] (*In all cases, state laws also govern, unless they conflict with applicable federal laws. The remedies of state laws are available on violations of fiduciary duties unless the federal laws preempt state law remedies*); A. B. Laby, *SEC v. Capital Gains Research Bureau and the Investment Advisers Act of 1940*, Boston University Law Review nr (91)/2011, s. 1087–1080.

¹²⁸¹ SEC, *In re Arleen W Hughes*, Exchange Act Release No. 4048, 18.02.1948 r., <https://www.sec.gov/files/litigation/opinions/ia-4048.pdf>: „Działalność polegająca na świadczeniu porad inwestycyjnych za wynagrodzeniem – poznawanie osobistych, poufnych szczegółów dotyczących sytuacji finansowej klienta i formułowanie rekomendacji co do zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych – kultywuje bliską, opartą na zaufaniu relację i nakłada na wnioskodawcę obowiązek działania w najlepszym interesie klientów oraz dokonywania wyłącznie takich rekomendacji, które są w ich interesie (...) W tej sytuacji wnioskodawca ma status powiernika”.

¹²⁸² 375 US 180 (1963).

¹²⁸³ *Ibid*, p. 283.

ale obejmuje całość relacji zarządzającego i klienta. §206 IAA nie stanowi jednak podstawy wywodzenia roszczeń cywilnoprawnych przez klientów zarządzającego¹²⁸⁴.

Od czasu orzeczenia ws. *Capital Gains*, powierniczy charakter działalności zarządzających aktywami nie budzi wątpliwości. Obowiązki powiernicze zarządzających zostały od tego czasu skonkretyzowane w poszczególnych kontekstach w drodze regulacji oraz wytycznych SEC oraz w orzecznictwie¹²⁸⁵. Obszerne podsumowanie tych obowiązków i ich wykładnię SEC przedstawiła w wytycznych interpretacyjnych z 2019 r.¹²⁸⁶.

2.1.2.2 Szczególne regulacje SEC dotyczące głosowania z akcji funduszu

SEC przyjęła regulacje dotyczące głosowania z akcji wchodzących w skład portfeli funduszy inwestycyjnych dopiero w 2003 r., częściowo w następstwie skandali korporacyjnych leżących u podstaw przyjęcia Sarbanes–Oxley Act rok wcześniej. SEC przyjęła dwie regulacje dotyczące głosowania z akcji, które nakładają obowiązki na fundusze inwestycyjne jak i na zarządzających aktywami funduszu.

2.1.2.2.1 Fundusze inwestycyjne

Regulacje skierowane do funduszy inwestycyjnych, dotyczące przejrzystości co do ich polityk głosowania i ich wykonania, SEC przyjęła w komunikacie *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*¹²⁸⁷. Uzasadnienie komunikatu wskazuje na dwa główne motywy przyjęcia regulacji – po pierwsze, interes uczestników funduszy, który uzasadnia zapewnienie im wglądu w praktyki funduszy w zakresie głosowania z ich akcji, co zgodne jest z powierniczym charakter zarządzania funduszu; po drugie, na względy praktyczne, czyli oczekiwanie, że większa przejrzystość w tym obszarze skłoni zarządzających funduszami do większego zaangażowania się w monitorowanie spółek portfelowych i przemysłane głosowanie z ich akcji.

Przyjęte regulacje zobowiązują fundusze do zamieszczenia w dokumentach rejestracyjnych funduszu opisu polityk i procedur, zgodnie z którymi fundusz podejmuje decyzje dotyczące głosowania z akcji portfelowych funduszu, włącznie z procedurami, których fundusz używa, kiedy głosowanie wiąże się z konfliktem interesów, pomiędzy interesem uczestników funduszu a interesem zarządzającego funduszem lub osób z nim powiązanych. Ujawnienia powinny objąć polityki i procedury, które stosuje zarządzający funduszu, lub inna osoba trzecia, z usług której korzysta fundusz lub inne osoby w jego imieniu. Zamiast opisu powyższych polityk i procedur ujawnienia mogą też objąć ich treść. Ponadto, w ujawnieniach powinna znaleźć się informacja o tym, że uczestnik funduszu może bezpłatnie uzyskać raport dotyczący głosowania z akcji portfelowych funduszu, w sposób wybrany przez fundusz. Ujawnienie powyższych

¹²⁸⁴ *Transamerica Mortgage Advisors Inc. v Lewis*, 444 US 11, 19 (1979); M. Dimitruk, J. Loder, *Fiduciary Duties: US* w: T. Spangler (red.) *Investment Management. Law and Practice*, Oxford 2010, s. 398.

¹²⁸⁵ *Ibid.*, s. 394–396; A. B. Laby, *The fiduciary structure of investment management regulation* w: W. A. Birdthistle, J. Morley (red.) *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*, Cheltenham 2018, s. 86 i n.

¹²⁸⁶ SEC, *Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers*, Release No. IA–5248, FR Vol. 84, No. 134, 12.07.2019 r., s. 33669.

¹²⁸⁷ Release Nos. 33–8188, 34–47304, FR Vol. 68, No. 26, s. 6564.

informacji powinno być dokonane w jednym z dokumentów składanych przez fundusz do SEC w procesie rejestracji (*statement of additional information*; SAI), który dostarczany jest uczestnikom nieodpłatnie, ale dopiero na ich żądanie – a więc nie w ramach ujawnień przedkontraktowych.

Warty uwagi jest fakt, że poza odniesieniem się do kwestii konfliktu interesów, regulacja nie wskazuje, jakich obszarów powinna dotyczyć polityka. W publikacji przyjmującą regulację SEC zaznaczyła, że „celem inicjatywy jest promowanie przejrzystości co do informacji o głosowaniu, a nie zobowiązanie do przyjmowania polityk lub procedur o określonej treści”¹²⁸⁸. Jednocześnie jednak SEC podkreśliła, że oczekuje, że polityki będą zawierać opis podejścia funduszu do głosowania w określonego rodzaju sprawach. SEC wskazała na następujący katalog informacji, których ujawnienie w polityce głosowania funduszu byłoby odpowiednie: (i) stopień w jakim fundusz deleguje kompetencję do głosowania z akcji portfelowych na zarządzającego portfelem lub inną osobę trzecią lub w jakim polega na rekomendacjach osoby trzeciej; (ii) polityki i procedury funduszu dotyczące spraw, które mogą w istotny sposób wpłynąć na prawa posiadaczy danych akcji; (iii) stopień w jaki fundusz popiera lub przywiązuje wagę do rekomendacji zarządzających spółek; (iv) podejście funduszu do głosowania w kwestiach ładu korporacyjnego, włączając w to zmiany stanu inkorporacji spółki, połączenia i inne zmiany strukturalne, instytucje ograniczające możliwość wrogiego przejęcia, takie jak kwalifikowane rady dyrektorów, „zatrute pigułki” oraz wymogi kwalifikowanej większości głosów; (v) zmiany w strukturze kapitałowej spółek, takie jak podwyższenia i obniżenia kapitału zakładowego oraz emisje akcji uprzywilejowanych; (vi) programy opcji menadżerskich i inne kwestie dotyczące wynagrodzenia zarządców; (vii) kwestie odpowiedzialności społecznej i środowiskowej.

W odniesieniu do głosów oddanych z akcji portfela funduszu, regulacje SEC wymagają aby każdy fundusz co roku składał SEC raport, w którym ujawnia swój sposób głosowania w odniesieniu do każdej rozpatrywanej na zgromadzeniu akcjonariuszy sprawy, co do której przysługiwało mu prawo głosu - fundusz nie może ograniczyć się do przedstawienia zbiorczych statystyk dotyczących wykonywania prawa głosu¹²⁸⁹. Raport udostępniany jest uczestnikom funduszu na żądanie lub poprzez stronę internetową funduszu, a dodatkowo dostępny jest poprzez stronę SEC.

2.1.2.2.2 Zarządzający funduszami

Regulacja skierowana do zarządzających aktywami dotycząca głosowania z akcji, Rule 206(4)-6, została przyjęta przez SEC w komunikacie *Proxy Voting by Investment Advisers*¹²⁹⁰. Jako uzasadnienie przyjęcia regulacji SEC wskazała na status zarządzającego jako powiernika:

¹²⁸⁸ Ibid., s. 6567.

¹²⁸⁹ SEC odrzuciła przy tym zgłaszane w czasie konsultacji zastrzeżenia co do braku możliwości utrzymania głosów funduszu w poufności, wskazując, że zarządcy spółek i tak są w stanie zorientować się w jaki sposób głosują poszczególni akcjonariusze oraz przyjmując, że prawo uczestników funduszy do poznania sposobu w jaki głosowano z akcji funduszu jest istotniejsze niż możliwość zapewnienia zarządzającym tajnego głosowania.

¹²⁹⁰ Release No. IA-2106, FR Vol. 68, No. 26, s. 6585.

Na gruncie IAA, zarządzający jest powiernikiem, który ma wobec każdego klienta obowiązek staranności i lojalności, w odniesieniu do każdej usługi świadczonej na jego rzecz, w tym głosowania z akcji. Obowiązek staranności wymaga od zarządzającego monitorowania zdarzeń korporacyjnych i głosowania z akcji. Obowiązek lojalności wymaga aby zarządzający głosował w sposób zgodny z najlepszym interesem klienta i nie przedkładał swojego interesu ponad interes klienta.

Rule 206(4)-6 stanowi, że głosowanie z akcji wchodzących w skład portfeli klientów zarządzającego aktywami stanowi oszustwo, podstęp lub manipulację w rozumieniu §206(4) IAA, chyba, że zarządzający: (a) przyjmie i wdroży pisemne polityki i procedury, opracowane w celu zapewnienia, że głosowanie z akcji wykonywane jest w najlepszym interesie klientów; procedury te powinny obejmować sposób odniesienia się do istotnych konfliktów pomiędzy interesem zarządzającego a interesem klienta; (b) powiadomi klienta o tym jak może on zapoznać się ze sposobem, w jaki głosował on z akcji; (c) opisz klientowi swoje polityki i procedury dotyczące głosowania i na wniosek klienta dostarczy ich kopię¹²⁹¹. Wprowadzone regulacje zobowiązały też zarządzających do przechowywania wszelkiej dokumentacji związanej z wykonywaniem prawa głosu.

W odniesieniu do obowiązku posiadania polityk i procedury, SEC znów podkreśliła wprost, że jej intencją nie było ustanawianie określonego standardu w odniesieniu do tego co dokumenty te powinny zawierać. Wskazała jednak na przykładowe obszary funkcjonowania spółek, których polityki powinny zasadniczo dotyczyć. Jedynym obszarem wskazanym wprost w przepisie jest konflikt interesów¹²⁹². Jednocześnie SEC podkreśliła, że z przyjmowanej regulacji nie wynika obowiązek zarządzającego do głosowania z każdej akcji, i że w niektórych sytuacjach w interesie klienta może być powstrzymanie się od wykonywania prawa głosu.

Oczywiście regulacje dotyczące funduszy inwestycyjnych i zarządzających funduszami są ściśle powiązane. Konieczność ujawnienia sposobu głosowania z akcji przez fundusz, uzasadnia nałożenie stosowanych obowiązków co do dokumentowania i przekazywania informacji o głosowaniu na zarządzającego, który w praktyce głosuje w imieniu funduszu. Podobnie regulacje zobowiązujące fundusz do ujawnienia jego uczestnikom polityki głosowania, przewidują możliwość ujawnienia polityk i procedur stosowanych przez zarządzającego funduszem.

2.2 Wielka Brytania (UK)

Deбата publiczna oraz aktywność regulacyjna w obszarze wzmacniania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych mają inną charakterystyką od rozwiązań przyjętych w USA. Mniejszą – choć nie marginalną - rolę odgrywają obowiązki powiernicze ukierunkowane na ochronę ostatecznych beneficjentów. Zwiększanie zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w większym stopniu jest natomiast postrzegane z perspektywy interesu

¹²⁹¹ Skodyfikowana w 17 CFR § 275.206(4)–6.

¹²⁹² W tym zakresie SEC wskazała, że w sytuacji wystąpienia konfliktu interesów, zarządzający powinien zmierzać do „rozwiązania” konfliktu. Może to uczynić poprzez ujawnienie konfliktu klientowi i uzyskanie jego zgody na głosowanie w określony sposób, lub też wykazując, że dany sposób głosowania był zgodny z przyjętą polityką głosowania zarządzającego lub rekomendacjami osoby trzeciej (np. doradcy ds. głosowania).

publicznego, jako środek poprawy funkcjonowania ładu korporacyjnego w spółkach giełdowych. Specyficzna dla UK jest również instytucja raportów sporządzanych na zlecenie rządu lub parlamentu przez niezależnych ekspertów, które mimo iż nie stanowią źródeł prawa, znacząco kształtują debatę publiczną oraz późniejsze rozwiązania legislacyjne.

Poniższa analiza rekonstruuje przebieg debaty publicznej dotyczącej zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w oparciu o najważniejsze raporty rządowe, której kulminacją było przyjęcie w 2009 r. UK Stewardship Code, kodeksu dobrych praktyk inwestorów instytucjonalnych, stanowiącego podstawowy instrument wzmacniania zaangażowania inwestorów w UK. W dalszej kolejności analizuję czy i w jaki stopniu, obowiązek zaangażowania można wywodzić z ogólnych prywatnoprawnych obowiązków powierniczych inwestorów instytucjonalnych w prawie angielskim.

2.2.1 Kształtowanie się koncepcji *stewardship* w publicznej debacie dotyczącej zaangażowania inwestorów instytucjonalnych

Problem niedostatecznego zaangażowania akcjonariuszy w ład korporacyjny spółek giełdowych dostrzegany był w różnego rodzaju dokumentach rządowych już od wczesnych lat 60tych. XX wieku¹²⁹³. W 1973 r. z inicjatywy Banku Anglii powstał Institutional Shareholders' Committee (ISC)¹²⁹⁴, instytucja mająca stanowić forum koordynacji i wymiany dobrych praktyk pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi, których udział w publicznym rynku akcji dynamicznie wzrastał. Jednak dopiero w latach 90tych, wraz z dalszym rozwojem i profesjonalizacją rynków finansowych, rozpoczęło się kształtowanie ładu korporacyjnego we współczesnym rozumieniu tego pojęcia. Organizacje zrzeszające inwestorów instytucjonalnych były aktywne w tym procesie od jego początku – ISC w 1991 r. przyjęło dokument pt. *Responsibilities of Institutional Shareholders in the UK*, stanowiący zbiór dobrych praktyk, między innymi w zakresie zaangażowania¹²⁹⁵.

Dokument ten znalazł poparcie w tzw. Cadbury Report z 1992 r.¹²⁹⁶, raporcie w którym po raz pierwszy zaproponowano przyjęcie kodeksu ładu korporacyjnego opartego na mechanizmie zastosuj się lub wyjaśnij (*comply-or-explain*). Odwołując się do wniosków ze stanowiska ISC, Cadbury Report formułował trzy zalecenia odnośnie roli inwestorów instytucjonalnych w ładzie korporacyjnym: 1) Inwestorzy powinni wspierać regularne, systematyczne kontakty ze starszym managementem spółek, w celu wymiany informacji o strategii, wynikach, składzie organów i jakości zarządzania; 2) Inwestorzy powinni czynić aktywny użytek z prawa głosu,

¹²⁹³ B. Cheffins, *Corporate Ownership and Control: British Business Transformed*, Oxford 2008, s. 371 i n.; A. Johnston, R. Belinga, B. Segrestin, *Governing...*, s. 3.

¹²⁹⁴ ISC zrzeszało w 1992 r. następujące organizacje, reprezentujące główne grupy inwestorów instytucjonalnych: the Association of British Insurers, the National Association of Pension Funds, the Association of Investment Trust Companies, the British Merchant Banking and Securities Houses Association, and the Unit Trust Association.

¹²⁹⁵ A. Johnston, R. Belinga, B. Segrestin, *Governing...*, s. 5.

¹²⁹⁶ *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, 1.12.1992 r., Londyn, <https://www.icaew.com/-/media/corporate/files/library/subjects/corporate-governance/financial-aspects-of-corporate-governance.ashx>.

chyba że mają dobre powody aby tego nie robić; 3) Inwestorzy powinni być aktywnie zainteresowani składem rady dyrektorów, w szczególności w odniesieniu do nadmiernej koncentracji władzy decyzyjnej w radzie oraz powoływania dyrektorów niewykonawczych o odpowiednim doświadczeniu i niezależności (pkt. 6.11). Co interesujące, pomimo skupienia na zagadnieniu jakości ładu korporacyjnego w spółkach, raport dostrzega, że „prawo głosu może być postrzegane jako aktywo, i jego wykorzystywanie lub nie przez akcjonariuszy instytucjonalnych powinno być oceniane z perspektywy interesu osób, na rzecz których dokonują oni inwestycji” (p. 6.12). Formułowana w raporcie rekomendacja, aby inwestorzy instytucjonalni ujawniali swoje polityki wykonywania prawa głosu jest więc również uzasadniana przez wzgląd na interes beneficjentów¹²⁹⁷.

Podobne zalecenia odnośnie roli inwestorów instytucjonalnych zawierał Hampel Report z 1998 r.¹²⁹⁸. Dokument ten podkreślał, że prawo głosu przedstawia istotną część wartości akcji, i jako takie powinno być aktywnie wykonywane w interesie końcowych inwestorów, a także zachęca inwestorów do podejmowania wykraczającego poza samo wykonywanie prawa głosu, aktywnego dialogu ze spółkami. Jednocześnie, autorzy opowiadają się przeciwko nakładaniu na inwestorów obowiązku głosowania ze wszystkich akcji, który mógłby skutkować głosowaniem w sposób nieprzemyślany (pkt. 5.7) i podkreślają że zarówno spółki jak i inwestorzy muszą sami każdorazowo oceniać zasadność zaangażowania się w dialog (p. 5.11).

Zalecenia komitetu autorskiego Hampel Report (z uwzględnieniem wcześniejszych rekomendacji Cadbury report i Greenbury Report) stały się podstawą opracowania pierwszego brytyjskiego kodeksu ładu korporacyjnego, tzw. *Combined Code* opublikowanego w 1998 r.¹²⁹⁹. Zapisy pierwszej wersji *Combined Code* jasno odzwierciedlały przekonanie o szczególnie istotnej roli inwestorów instytucjonalnych w zapewnieniu wysokiej jakości ładu korporacyjnego w spółkach i zasadności promowania ich aktywnej postawy. Po pierwsze, w ramach zaleceń skierowanych do spółek, Kodeks stanowił, że spółki powinny być gotowe, o ile to możliwe, wchodzić w dialog z akcjonariuszami instytucjonalnymi oparty na porozumieniu co do celów (C.1). Po drugie, Kodeks zawierał odrębną sekcję obejmującą zalecenia skierowane do inwestorów instytucjonalnych, zawierającą następujące zasady: akcjonariusze instytucjonalni mają obowiązek czynić przemyślany użytek ze swoich głosów (E.1); akcjonariusze instytucjonalni powinni być gotowi, o ile to możliwe, wchodzić w konstruktywny dialog ze spółkami (E2); oceniając jakość ładu korporacyjnego w spółkach, w szczególności co do struktury i składu osobowego rady, inwestorzy instytucjonalni powinni należycie ocenić wszystkie aspekty, które zwrócą ich uwagę (E.3). Co inwestorzy

¹²⁹⁷ Cadbury Raport dostrzegał też szczególną rolę inwestorów instytucjonalnych w dyscyplinowaniu spółek giełdowych do stosowania proponowanego w raporcie kodeksu ładu korporacyjnego. Jednocześnie raport sugerował, że proponowany kodeks może ułatwiać zaangażowanie inwestorów, „dostarczając instytucjonalnym (...) akcjonariuszom gotową agendą dla ich żądań pod adresem rady dyrektorów” (pkt. 6.16).

¹²⁹⁸ The Committee on Corporate Governance, *Final report*, 01.1998 r., <https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/hampel.pdf>

¹²⁹⁹ *The Combined Code. Principles of good governance and code of best practice*, 1998, https://media.frc.org.uk/documents/Combined_Code_June_1998.pdf

instytucjonalni nie zostali zobowiązani do ujawniania czy stosują się do zaleceń Kodeksu (lub podania powodów nie stosowania się do nich), jednak jego preambuła zachęcała do dokonywania tego typu ujawnień dobrowolnie. Zbliżone w treści zalecenia dla inwestorów instytucjonalnych, w nieco rozbudowanej formie zawierała kolejna wersja Combined Code z 2003 r., pierwsza opracowana przez Financial Reporting Council¹³⁰⁰. Zawierała ona m.in. rekomendację udostępniania beneficjentom sprawozdań z głosowania, a także ogólne zalecenie, aby inwestorzy instytucjonalni stosowali się do zaleceń ISC zebranych w *Responsibilities of Institutional Shareholders in the UK*.

Tak więc już pierwsze, fundamentalne dla rozwoju standardów ładu korporacyjnego raporty z lat 90tych XX w., a także pierwsze wersje brytyjskiego kodeksu ładu korporacyjnego podkreślały szczególną rolę inwestorów instytucjonalnych w zapewnieniu odpowiednich standardów ładu korporacyjnego i zawierały zalecenia zmierzające do ich aktywizacji.

Przełomowy dla omawianej problematyki był kolejny raport sporządzonym na zamówienie brytyjskiego rządu, Myners Report z 2001 r., który skupiał się na instytucjonalnym zarządzaniu aktywami¹³⁰¹. Raport ten diagnozując problem niedostatecznego zaangażowania inwestorów instytucjonalnych wskazywał na ekonomiczne bodźce, zniechęcające inwestorów do zaangażowania. Jednocześnie, podkreślając powierniczy charakter relacji pomiędzy zarządzającymi a ich klientami i beneficjentami, Myners Report wyrażał przekonanie o tym, że zaangażowania stanowi obowiązek inwestorów instytucjonalnych, jako element działania w najlepszym interesie ich klientów (bez względu na owe bodźce ekonomiczne)¹³⁰². Raport aprobowo odnosił się też do omawianych powyżej wytycznych amerykańskiego DOL, rekomendując, aby powiernicy brytyjskich planów emerytalnych zamieszczali analogiczne wytyczne w kontraktach z zarządzającymi (pkt. 5.92). Jednocześnie postulował ustawowe doprecyzowanie obowiązków zarządzających aktywami w związku z zaangażowaniem, zastrzegając przy tym, że nie powinno ono oznaczać konieczności głosowania w każdych okolicznościach i ze wszystkich akcji wchodzących w skład portfela.

Katalizatorem dla dalszej debaty publicznej nad rolą inwestorów instytucjonalnych oraz aktywności regulacyjnej na tym polu w Wielkiej Brytanii był kryzys finansowy z 2008 r. W 2009 r. opracowano na zlecenie brytyjskiego rządu Walker Review z 2009 r.¹³⁰³, raport, dotyczący roli ładu korporacyjnego w instytucjach finansowych w kontekście kryzysu

¹³⁰⁰ Financial Reporting Council, *The Combined Code on Corporate Governance*, 2003, https://media.frc.org.uk/documents/Combined_Code_July_2003.pdf

¹³⁰¹ *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, 2001. Dostępny: <https://www.icaew.com/technical/corporate-governance/codes-and-reports/myners-report>

¹³⁰² „Jeżeli zarządzający nie przyjmowałiby aktywistycznej postawy przez wzgląd na własne interesy biznesowe, w sposób nieuprawniony podporządkowywaliby interesy swoich klientów innym celom. (...) Skuteczne zaangażowanie, tam gdzie jest ono odpowiednie, jest w najlepszym finansowym interesie beneficjentów. W konsekwencji, przyjmowanie takich strategii jest więc najprawdopodobniej już prawnym obowiązkiem zarówno *trustees* funduszy emerytalnych, jak i zarządzających aktywami”, Myners Report, (pkt. 5.89).

¹³⁰³ *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities. Final recommendations*, 26.11.2009, <https://www.icaew.com/technical/corporate-governance/codes-and-reports/walker-report>

finansowego. Wśród dysfunkcji ładu korporacyjnego, które przyczyniły się do wybuchu kryzysu, raport zidentyfikował bierność akcjonariuszy instytucji finansowych (pkt. 5.10):

Mimo, że inwestorzy instytucjonalni nie mogli byli zapobiec kryzysowi (...) z perspektywy czasu wydaje się jasne, że problemy na poziomie rady i dyrektorów mogłyby być bardziej efektywnie rozwiązywane przy większym poziomie aktywnego nadzoru i nieustępliwości ze strony znaczących inwestorów działających jak właściciele.

Walker Review uzasadniał postulat zwiększenia zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w mniejszym stopniu odwołując się do interesów ich beneficjentów. Rozważane w kontekście kryzysu finansowego, zaangażowanie inwestorów jest w raporcie postrzegane raczej jako narzędzie zapewnienia poprawnego funkcjonowania rynków finansowych, a więc interesu publicznego. Walker Review szedł nawet dalej, wskazując, że:

potencjalnie bardzo wpływowa pozycja znaczących akcjonariuszy spółek giełdowych jest ważnym elementem rynkowego systemu kapitalistycznego. Musi jednak ona uzyskać przynajmniej domniemaną legitymację społeczną. (...) Ci, którzy posiadają znaczące uprawnienia właścicielskie, które korzystają z istotnego przywileju ograniczonej odpowiedzialności, powinni postrzegać je jako połączone z obowiązkiem dobrego powiernictwa (*duty of stewardship*) (pkt. 5.7)

Główną rekomendacją Walker Review było utworzenie kodeksu dobrych praktyk w zakresie zaangażowania oraz *stewardship* dla inwestorów instytucjonalnych, wychodząc z założenia, że ówczesne rozwiązania, obejmujące skierowaną do inwestorów sekcję E Combined Code, nieobjętą mechanizmem „zastosuj się lub wyjaśnij” oraz dobrowolny zbiór dobrych praktyk ISC nie stanowią wystarczającego bodźca dla inwestorów do zwiększenia zaangażowania. Wprowadzenie jednego, oficjalnego kodeksu dobrych praktyk pod auspicjami niezależnej Financial Reporting Council (administrującej również Combined Code), połączonego z obowiązkiem publikacji przez inwestorów instytucjonalnych oświadczeń o stopniu stosowania się przez nich do postanowień kodeksu mało, w założeniu Walker Review doprowadzić do wykształcenia się swoistego „rynku powiernictwa” (*market for stewardship*), na którym decyzje co do powierzenia środków pod zarządzanie będą oparte również o ten czynnik (pkt. 5.8). Realizacją tej rekomendacji było przyjęcie UK Stewardship Code, głównego instrumentu pobudzania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w Wielkiej Brytanii.

2.2.2 UK Stewardship Code 2010/2012

Zgodnie z rekomendacją Walker Review, w 2010 r. Financial Reporting Council, przyjęła UK Stewardship Code (UK SC), w oparciu o wcześniejszą treść zbioru dobrych praktyk ISC. UKSC ma zastosowanie na zasadzie „zastosuj się lub wyjaśnij”, przy czym w odniesieniu do wybranych inwestorów instytucjonalnych - firm inwestycyjnych świadczących usługi zarządzania portfelem oraz podmiotów oferujących produkty ubezpieczeniowe – wymóg publikacji oświadczenia o stosowaniu UK SC jest wymogiem prawnym¹³⁰⁴.

¹³⁰⁴ Dla wskazanych rodzajów inwestorów zob. odpowiednio FCA Conduct of Business Sourcebook, pkt. 2.2.3 oraz 2.2A.5. Brak analogicznego wymogu dla zarządzających funduszami inwestycyjnymi, zarówno regulowanymi implementowanymi postanowieniami dyrektywy UCITS jak i dyrektywy AIFMD.

Preambuła UKSC z 2010 r. wskazuje, że celem kodeksu jest poprawa jakości zaangażowania pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi i spółkami, aby pomóc polepszyć długoterminowy zwrot dla akcjonariuszy i efektywną realizację obowiązków związanych z zarządzaniem. Zaangażowanie (*engagement*) obejmuje intencjonalny dialog na tematy strategii, wyników oraz zarządzania ryzykiem, jak również w odniesieniu do kwestii, które mają być przedmiotem głosowania na walnym zgromadzeniu.

UK SC z 2010 r. składał się z siedmiu zasad (*principles*) oraz wyjaśniających je wytycznych (*guidelines*). Zgodnie z zasadami, inwestorzy instytucjonalni powinni:

- 1) opublikować politykę zaangażowania (*stewardship*)¹³⁰⁵;
- 2) posiadać politykę zarządzania konfliktami interesów związanymi z zaangażowaniem, która powinna być publicznie dostępna;
- 3) monitorować spółki portfelowe¹³⁰⁶;
- 4) ustanowić jasne wytyczne odnośnie tego kiedy i w jaki sposób będą eskalować swoje działania w celu ochrony i zwiększenia wartości dla akcjonariuszy¹³⁰⁷;
- 5) być otwarci na współdziałanie z innymi inwestorami w uzasadnionych przypadkach;
- 6) posiadać politykę głosowania i ujawniania informacji o głosowaniu¹³⁰⁸;
- 7) okresowo raportować w odniesieniu do swojego zaangażowania i wykonywania prawa głosu¹³⁰⁹.

W 2012 r. opublikowana została druga wersja UKSC, różniąca się od pierwszej nieznacznie. Treść wszystkich zasad pozostała bez zmian, uszczegółowione zostały natomiast wytyczne. Zmianie uległy jednak definicje kluczowych terminów. Preambuła UK SC 2012 stanowi:

Odpowiedzialne powiernictwo (*stewardship*) ma na celu przyczynianie się do długoterminowego sukcesu spółek, w taki sposób, że ostateczni dostarczyciele kapitału również prosperują. Skuteczne aktywne powiernictwo przynosi korzyści spółkom, inwestorom i gospodarce jako całości.

¹³⁰⁵ Wytyczne do Zasady 1, podkreślają, że obowiązki związane z aktywnym powiernictwem są różne dla właścicieli aktywów i zarządzających aktywami. W przypadku outsourcingu elementów działalności, ujawnienia powinny opisywać w jaki sposób zapewniana jest ich zgodność z polityką zaangażowania podmiotu.

¹³⁰⁶ Wytyczne dotyczące monitorowania podkreślają rolę ujawnień dokonywanych w oparciu o Corporate Governance Code, jako miernika jakości ładu korporacyjnego. Z drugiej strony, wskazują, że inwestorzy powinni na wczesnym etapie identyfikować sprawy mogące poważnie zagrozić wartości spółki, co sugeruje, że za pożądane UK SC uznaje zaangażowanie w specyficznych kwestiach dotyczących spółki (*firm-specific*). Ponadto, wytyczne podkreślają, że inwestorzy mogą chcieć lub też nie otrzymywać informacji poufne, do czego powinny odnosić się ich ujawnienia.

¹³⁰⁷ Wytyczne dotyczące eskalowania (Zasada 4) wskazują, że pierwszą formą zaangażowania powinien być poufny kontakt ze spółką; jeżeli ten nie przyniesie rezultatu, inwestorzy powinni eskalować swoje działania np. poprzez współpracę z innymi inwestorami, publiczną krytykę spółki czy odpowiednie działania w związku z walnym zgromadzeniem.

¹³⁰⁸ Wytyczne dotyczące wykonywania prawa głosu (Zasada 6) stanowią, że inwestorzy powinni dążyć do głosowania ze wszystkich akcji i nie powinni automatycznie głosować zgodnie z zaleceniami rady. Zamiar głosowania niezgodnie z sugestiami rady lub zarządzających, powinien zostać wcześniej zakomunikowany spółce. Inwestorzy powinni też ujawniać okoliczności korzystania z usług doradców ds. głosowania.

¹³⁰⁹ Wytyczne do Zasady 7 stanowią, że zarządzający aktywami powinni regularnie raportować o swoich działaniach do właścicieli aktywów, a właściciele aktywów do swoich ostatecznych beneficjentów, zaznaczając jednak, że poufność powinna być zachowana, jeżeli ujawnienie informacji mogłoby zaszkodzić zaangażowaniu.

Dla inwestorów, aktywne powiernictwo oznacza coś więcej niż tylko wykonywanie prawa głosu. Działania w tym obszarze mogą obejmować monitorowanie i zaangażowanie ze spółkami w sprawach takich jak strategia, wyniki, ryzyko, struktura kapitału i ład korporacyjny, włączając w to kulturę korporacyjną oraz zasady wynagradzania. Zaangażowanie (*engagement*) oznacza intencjonalny dialog dotyczący tych spraw, a także kwestii, które mają być przedmiotem głosowania na walnym zgromadzeniu.

Z brzmienia preambuły wynika, po pierwsze, że odpowiedzialne powiernictwo (*stewardship*), powinno być rozumiane szerzej, jako postawa inwestorów, która przejawia się poprzez podejmowanie konkretnych działań wobec spółek portfelowych, takich jak: głosowanie, monitorowanie oraz zaangażowanie (*engagement*) – to ostatnie zdefiniowane jako konstruktywny dialog. Po drugie, odwołanie do korzyści dla gospodarki wskazuje na systemowe korzyści, a nie interes beneficjentów, jako główne uzasadnienie przyjęcia kodeksu.

Kolejna istotna zmiana w stosowaniu UK SC nastąpiła w 2016 r., gdy FRC wprowadziła procedurę oceny ujawnień, do których kodeks zobowiązywał inwestorów (*tiering exercise*). Zarządzający aktywami oraz właściciele aktywów odrębnie przyporządkowywani byli w oparciu o to kryterium przyporządkowywani do odpowiedniego poziomu w prowadzonej przez FRC publicznej klasyfikacji.

2.2.3 UK Stewardship Code 2020

Nowa, obecnie obowiązująca wersja UK SC została przyjęta w 2020 r., w dużej mierze w wyniku krytyki dotychczasowego funkcjonowania kodeksu w sformułowanej w raporcie oceniającym pracę FRC, tzw. Kingsman Review z 2018 r.¹³¹⁰

Głównym zarzutem Kingsman Review pod adresem UK SC był brak skuteczności kodeksu w pobudzaniu rzeczywistego zaangażowania inwestorów. Wprowadzona w 2016 r. ocena jakości ujawnień, która miała stanowić narzędzie dyscyplinujące inwestorów została skrytykowana jako „skupiona głównie na weryfikacji zawartości ujawnień dotyczących zaangażowania a nie rzeczywistej efektywności czy wyników” (p. 2.86). Raport zauważa też, że liczba kategorii, do których FRC kwalifikowała sygnatariuszy została zmniejszona z trzech do dwóch, przy czym do kategorii pierwszej zostało ostatecznie zakwalifikowanych 200 z 278 sygnatariuszy kodeksu, a więc zdecydowana większość. Raport konkluduje, że „konieczna jest fundamentalna zmiana w podejściu, aby zapewnić, że zmieniony Stewardship Code bardziej jednoznacznie wyróżnia doskonałość w aktywnym powiernictwie. Powinien on się skupić na wynikach i efektywności a nie na ujawnieniach dotyczących polityk. (...) Jeżeli kodeks pozostanie jedynie czynnikiem wymuszającym szablonowe ujawnienia, powinno się poważnie rozważyć jego zniesienie” (Rekomendacja 42).

Stewardship Code 2020 odbiega znacząco od swojego poprzednika. Po pierwsze objętość dokumentu wzrosła z 14 do 34 stron, a liczba zasad z 7 do 12. Ponadto, Stewardship Code 2020 zawiera odrębną sekcję 6 zasad skierowanych do dostawców usług związanych z aktywnym

¹³¹⁰ J. Kingman, *Independent Review of the Financial Reporting Council*, 2018 (<https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5c1bbe68ed915d7327b92162/frc-independent-review-final-report.pdf>)

powiernictwem (m.in. doradców do spraw głosowania). Dodatkowo, zasada „zastosuj się lub wyjaśnij” została zastąpiona zasadą „zastosuj się oraz wyjaśnij” (*apply and explain*) – oznacza to, tyle, że mimo iż stosowanie się do zasad Stewardship Code wciąż nie jest obowiązkowe, w przypadku zadeklarowania jego stosowania, sygnatariusze powinni stosować wszystkie zasady, oraz wyjaśnić w jaki sposób wdrażają je w praktyce. Dodatkowo zmianie uległa struktura wytycznych dotyczących raportowania. Zgodnie z nową filozofią, skupioną na praktycznej efektywności kodeksu, wytyczne te dzielą się na sekcje „Kontekst”, „Działania” oraz „Wyniki” (*Outcomes*); w odpowiedzi na krytykę Kingsman Reveiw, raportowanie ma więc być skupione na działaniach i ich efektach.

Najistotniejsze są jednak zmiany wskazujące na ewoluujące rozumienie pojęcia aktywnego powiernictwa przez FRC i tego, w czym interesie ono leży, znajdujące odzwierciedlenie na płaszczyźnie definicyjnej i terminologicznej. Preambuła kodeksu definiuje *stewardship* jako „odpowiedzialną alokację, zarządzanie oraz nadzór nad kapitałem, w celu stworzenia długoterminowej wartości dla klientów i beneficjentów, prowadząc do zrównoważonych korzyści dla gospodarki, środowiska i społeczeństwa”. Nowa definicja *stewardship* jest więc po pierwsze szersza i odnosi się do całości działalności inwestycyjnej, a nie wyłącznie do aspektów związanych z ładem korporacyjnym. Po drugie, obok nawiązania do korzyści dla gospodarki, UK SC 2020 nawiązuje również do korzyści dla środowiska. Ta zmiana odzwierciedla rosnący wpływ przekonania o istotności czynników środowiskowych, społecznych i związanych z ładem korporacyjnym (ESG) dla aktywnego powiernictwa¹³¹¹.

Stewardship Code 2020 formułuje następujące zasady:

I. Zarządzanie i cel organizacji

- 1) Cel organizacji, filozofia inwestycyjna, strategia oraz kultura sygnatariuszy umożliwiają aktywne powiernictwo, które tworzy długoterminową wartość dla klientów i beneficjentów, prowadząc do zrównoważonych korzyści dla gospodarki, środowiska i społeczeństwa.
- 2) Ład korporacyjny, zasoby i system zachęt sygnatariuszy wspierają aktywne powiernictwo.
- 3) Sygnatariusze zarządzają konfliktami interesów, aby stawiać najlepszy interes klientów i beneficjentów na pierwszym miejscu.
- 4) Sygnatariusze identyfikują i odpowiadają na ogólnorynkowe i systemowe ryzyka, wspierając właściwe funkcjonowanie rynków finansowych.
- 5) Sygnatariusze dokonują przeglądu swoich polityk, atestują swoje procesy oraz oceniają efektywność swoich działań.

II. Podejście inwestycyjne

- 6) Sygnatariusze uwzględniają potrzeby klientów i beneficjentów i komunikują im działania i wyniki inwestycyjne oraz związane z aktywnym powiernictwem.
- 7) Sygnatariusze w sposób systematyczny integrują aktywne powiernictwo i inwestowanie, włącznie z istotnymi kwestiami środowiskowymi, społecznymi i

¹³¹¹ P. Davies, *The UK Stewardship Code 2010–2020: From Saving the Company to Saving the Planet?* w: D. W. Puchniak, D. Katelouzou (red.) *Global Shareholder Stewardship*, Cambridge 2022.

związanymi z łaodem korporacyjnym a także zmianą klimatu, wypełniając swoje obowiązki.

8) Sygnatariusze monitorują oraz rozliczają zarządzających i/lub dostawców usług.

III. Zaangażowanie

9) Sygnatariusze podejmują zaangażowanie z emitentami aby zwiększyć lub utrzymać wartość aktywów.

10) Sygnatariusze, jeżeli to konieczne, uczestniczą w zbiorowym zaangażowaniu w celu wywarcia wpływu na emitentów.

11) Sygnatariusze, jeżeli to konieczne, eskalują swoje działania z zakresu zaangażowania, w celu wywarcia wpływu na emitentów.

12) Sygnatariusze aktywnie wykonują swoje prawa i obowiązki.

2.2.4 Zaangażowanie a ogólne obowiązki powiernicze inwestorów instytucjonalnych w prawie angielskim

Jak wynika z powyższych rozważań, główny instrument pobudzania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w UK, UK Stewardship Code został przyjęty jako narzędzie polityki publicznej z zakresu ładu korporacyjnego, a w dużej mierze wręcz w interesie publicznym. Nie zmienia to faktu, że interes beneficjentów był również ciągłym punktem odniesienia w brytyjskiej debacie dotyczącej zaangażowania inwestorów instytucjonalnych. Z tego powodu zasadna jest analiza czy i do jakiego stopnia prywatnoprawne obowiązki powiernicze ciążące na inwestorach instytucjonalnych - przede wszystkim wynikające z prawa sądowego *equity*¹³¹² - wspierają zaangażowanie inwestorów lub przynajmniej aktywne wykonywanie praw głosu z akcji.

2.2.4.1 Kwalifikacja stosunku pomiędzy beneficjentem a inwestorem instytucjonalnym

Powyżej przytoczono pogląd wyrażony w Myners Report, że „zaangażowanie (...) jest w najlepszym finansowym interesie beneficjentów. W konsekwencji, przyjmowanie takich strategii jest więc najprawdopodobniej już prawnym obowiązkiem zarówno *trustees* funduszy emerytalnych, jak i zarządzających aktywami”¹³¹³. Jednak rzeczywista sytuacja prawna w prawie angielskim w tym zakresie jest dalece bardziej niejednoznaczna. Istnieją wątpliwości nie tylko co do tego czy obowiązki powiernicze obejmują obowiązek zaangażowania, ale również co do tego czy kluczowe relacje w łańcuchu inwestycyjnym mają powierniczy charakter na gruncie angielskiego prawa. Wątpliwości te zostały dostrzeżone w toku

¹³¹² Prawo *equity* stanowi gałąź angielskiego sądowego prawa prywatnego. Historycznie sądy kanclerskie (*Chancery courts*) orzekające w oparciu o zasady słuszności (*equity*) były odrębne od sądów prawa powszechnego (*common law*); obecnie system sądowy jest ujednolicony. Szerzej zob. G. Virgo, *The Principles of Equity & Trusts*, wyd. 4, Oxford 2020, s. 3 i n.. Niniejsza sekcja skupia się na angielskim prawie prywatnym, choć dla analizowanego problemu istotne są również regulacje publicznoprawne. W angielskiej literaturze zwraca się zresztą uwagę, że regulacje wypierają i stają się istotniejsze niż prawo *equity* w regulowaniu działalności inwestorów instytucjonalnych, zob. J. Cripps, *The diminishing role of fiduciary law in discretionary portfolio management under English law*, Rozprawa doktorska obroniona na Uniwersytecie Oksfordzkim 2022. Z tego powodu, analiza przepisów prawa polskiego w pkt. 3.2. jest również relewantna w kontekście prawa angielskiego, w zakresie w jakim w tym prawie również obowiązują normy implementujące postanowienia MIFID II i UCITS.

¹³¹³ *Myners Report*, s. 92. Podobnie, choć bez szerszego uzasadnienia P. Davies, S. Worthington, *Gower...*, s. 452.

konsultacji w związku z przygotowywaniem Kay Review¹³¹⁴. Jedną z rekomendacji raportu było w konsekwencji, aby Law Commission dokonała analizy instytucji obowiązków powierniczych, celem wyjaśnienia istniejących w praktyce wątpliwości; Law Commission wydała swój raport w tym przedmiocie w 2014 r.¹³¹⁵

W pierwszej kolejności należy więc odpowiedzieć na pytanie o istnienie relacji o powierniczym charakterze, co musi być oceniane odrębnie w odniesieniu do poszczególnych rodzajów inwestorów instytucjonalnych. Relacje powiernicze dzieli się w angielskim prawie na oparte na statusie (*status-based fiduciary relationships*), obejmujące katalog relacji, które ze swej istoty są uznawane za powiernicze oraz na wynikające z okoliczności faktycznych (*fact-based fiduciary relationship*)¹³¹⁶. W odniesieniu do tych drugich, zgodnie z klasycznym sformułowaniem z wyroku ws. *Bristol and West Building Society v Mothew*, „powiernikiem jest osoba, która podejmuje się działania na rzecz lub w imieniu innej osoby w danej sprawie, w okolicznościach, które skutkują relacją opartą na zaufaniu”¹³¹⁷. Poza tym ogólnym sformułowaniem, sądy biorą też pod uwagę to, czy pryncypał mógł mieć zasadne oczekiwania działania przez agenta zgodnie ze standardami powierniczymi, co z kolei uzależnione jest od szeregu innych okoliczności¹³¹⁸. Katalog typowych relacji ze swej natury mający charakter powierniczy obejmuje m.in. relacje pomiędzy powiernikami i beneficjentami w truście. W konsekwencji *trustees* pracowniczych planów emerytalnych mających formę trustu mają bez wątpienia obowiązki powiernicze wobec ich beneficjentów.

Jednak jako trusty tworzone są jedynie pracownicze fundusze emerytalne zdefiniowanego świadczenia. Coraz bardziej powszechne fundusze zdefiniowanej składki tworzone są w oparciu o umowy (*contract-based pensions*). Law Commission stoi na stanowisku, że instytucje finansowe oferujące tego typu plany nie mają obowiązków powierniczych wobec ich uczestników¹³¹⁹. W zależności od ich konkretnej formy obowiązek działania w najlepszym interesie uczestników tego typu funduszy wynika jednak z regulacji. Oferowanie tego typu produktów i zarządzane nimi jest jednak objęte regulacjami FCA implementującymi postanowienia MIFID oraz UCITS. W związku z tym firmy inwestycyjne je oferujące zobowiązane są do działania w najlepszym interesie inwestorów (COBS 2.1.1.R).

Odrębnej analizy wymaga kwestia obowiązków powierniczych w funduszach inwestycyjnych, w których mogą uczestniczyć zarówno indywidualni inwestorzy, jak i fundusze emerytalne. Fundusze inwestycyjne mogą zasadniczo przyjąć formę *open-ended investment company* lub *unit investment trust*. W obydwu przypadkach kwestia obowiązków powierniczych

¹³¹⁴ Kay Review, s. 65 - “Istniała duża niepewność i rozbieżność poglądów pomiędzy respondentami co do tego czy obowiązki powiernicze istnieją w ramach tych relacji, a jeżeli tak to jaka jest ich dokładna treść”.

¹³¹⁵ Law Commission, *Fiduciary duties of investment intermediaries*, 2014

¹³¹⁶ G. Virgo, *The Principles...*, s. 447; Law Commission, *Fiduciary...*, s. 34.

¹³¹⁷ [1998] Ch 1.

¹³¹⁸ Law Commission, *Fiduciary...*, s. 36–37.

¹³¹⁹ Ibid., s. 159. Uzależnienie uznania relacji w funduszach emerytalnych za powierniczą, w zależności od prawnej formy funduszu krytykuje Kay Review, s. 66.

zarządzających wobec inwestorów będzie kształtować się inaczej¹³²⁰. Jednak ponownie, odpowiednie przepisy publicznoprawne nakładają na zarządzających tego typu funduszami obowiązki działania w najlepszym interesie uczestników¹³²¹.

Wreszcie, odrębnej oceny wymaga sytuacja zarządzającego aktywami, świadczącego usługę zarządzania portfelem. Pomimo pewnych wątpliwości i braku jednoznacznego stanowiska w tej sprawie - wynikających między innymi z faktu konieczności badania całokształtu okoliczności faktycznych danej relacji – istnieje szereg orzeczeń i poglądów komentatorów przypisujących zarządzającemu aktywami status powiernika i łączące się z tym obowiązki, gdyż stosunek tego typu stanowić będzie zazwyczaj stosunek agencji¹³²². Podsumowując, prywatnoprawne obowiązki powiernicze wynikające prawa sądowego powstają jedynie dla wybranych typów inwestorów instytucjonalnych, w zależności od stosunku prawnego.

2.2.4.2 Treść obowiązków powierniczych

W dalszym kroku należy odpowiedzieć na pytanie, czy treść wynikających z *common law* obowiązków powierniczych wspiera tezę o tym, że do tego typu obowiązków należy aktywne zaangażowanie w ład korporacyjny spółek lub przynajmniej aktywne wykonywanie prawa głosu. W tym celu należy po pierwsze wskazać, jakie obowiązki powstają jako konsekwencja ustalenia powierniczego charakteru danego stosunku prawnego. Zasadniczo, obowiązki powiernicze w prawie angielskim sprowadzają się do obowiązku lojalności. Treść tego obowiązku obejmuje dwa zakazy postępowania:

- 1) *no profit rule*, zgodnie z którą powiernik nie może czerpać korzyści ze swojej pozycji bez wiedzy i zgody beneficenta oraz
- 2) *no conflict rule*, która nakazuje, aby powiernik nie doprowadzał do powstania konfliktu pomiędzy swoimi obowiązkami i swoim interesem (*duty-interest conflict*) oraz pomiędzy swoimi obowiązkami powierniczymi wobec różnych pryncypałów (*duty-duty conflict*), a w sytuacji powstania takiego konfliktu powstrzymał się od działania bez wiedzy i zgody beneficjenta¹³²³.

Treść obowiązków powierniczych jest więc w prawie angielskim dość ograniczona. Jak podkreśla się w literaturze i orzecznictwie, obowiązki powiernicze mają charakter zakazów, a nie nakazów działania i nie można z nich wywodzić obowiązków pozytywnych¹³²⁴. W konsekwencji, nie obejmują one generalnego obowiązku działania w najlepszym interesie

¹³²⁰ Zob. I. G. MacNeil, *An introduction to the law on financial investment*, wyd. 2, Oxford 2012, s. 152–153, 182–184.

¹³²¹ Zob. sec. 6.6A.2 R. FCA *Collective Investment Schemes sourcebook* (implementującego postanowienia UCITS) oraz sec. 3.11.5 R. FCA *Investment Funds sourcebook* (implementującego postanowienia AIFMD).

¹³²² Law Commission, *Fiduciary...*, s. 189 z powołaniem na wyroki ws.

Ata v American Express Bank Limited (niepubl., 7.10.1996) oraz *Diamantides v JP Morgan Chase Bank* [2005] EWCA Civ 1612; D. Frase, *Law and Regulation of Investment Management*, wyd. 3, London 2020, s. 179–180, z powołaniem na wyroki ws. *Hancock v Smith* (1889) 41 Ch. D. 456 CA oraz *Arch Financial Products LLP v Financial Conduct Authority* [2015] UKUT 13 (TCC); A. Hudson, *Law of finance*, London 2013, s. 103.

¹³²³ Law Commission, *Fiduciary...*, s. 39; G. Virgo, *The Principles...*, s. 460, 466.

¹³²⁴ Law Commission, *Fiduciary...*, s. 45; G. Virgo, *The Principles...*, s. 452.

powiernika. Mimo, że obowiązek ten ciąży zazwyczaj na powierniku w typowych relacjach uznawanych za powiernicze (np. na dyrektorach spółki, na *trustees*), jego źródło stanowi prawo relewantne dla danego, konkretnego stosunku prawnego (prawo spółek, trustu, agencji itd.)¹³²⁵.

Law Commission zauważyła, że inne obowiązki występujące w typowych relacjach powierniczych, takie jak obowiązek działania z należytą starannością (*duty of care*) mogą w niektórych przypadkach zobowiązywać powiernika do działania w sposób zbliżony do koncepcji aktywnego powiernictwa (*stewardship*). Komisja wskazała tu na sprawę *Bartlett v Barclays Bank Trust Co Ltd*. W tej sprawie bank działał jako trustee, a przedmiotem trustu było 99,8% akcji w spółce niepublicznej, która na skutek ryzykownych spekulacji na nieruchomościach poniosła znaczną szkodę. Sąd stwierdził, że bank, z uwagi na brak odpowiedniego nadzoru nad działalnością spółki, której akcje były przedmiotem trustu, jest odpowiedzialny za naprawienie pośredniej szkody jaką ponieśli beneficjenci trustu. W uzasadnieniu sąd wskazał, że:

Odpowiednie działanie obejmowałoby w pierwszej kolejności zapytania i konsultacje z dyrektorami, a w ostatniej kolejności, zwołanie walnego zgromadzenia w celu zmiany jednego lub większej liczby dyrektorów. Ostrożny przedsiębiorca (*prudent man of business*) nie zadowolony się otrzymaniem jedynie tego rodzaju informacji jakie są zwyczajowo przekazywane akcjonariuszom na walnym zgromadzeniu¹³²⁶.

Jednak odnosząc tę sprawę do obowiązków *trustees* funduszy emerytalnych i szerzej inwestorów instytucjonalnych Law Commission wskazała, że:

Naszym zdaniem tego typu obowiązek powstanie tylko w przypadkach gdzie udział kapitałowy trustu skutkuje uzyskaniem znaczącego stopnia kontroli nad spółką. Obowiązek przyjęty w *Bartlett* nie wymaga też od *trustees* bardziej ogólnego „promowania długoterminowego interesu spółek”, w których trust ma udział, zwłaszcza w przypadku niewielkiego udziału w dużej publicznej spółce. Mimo, że rozumiemy, jak ważne jest odpowiedzialne powiernictwo (*stewardship*), w naszej ocenie *trustees* przysługuje szeroki margines uznania, w odniesieniu do podejmowania zaangażowania w spółkach oraz wykonywania prawa głosu. Naszym wnioskiem jest, że obecnie na *trustees* planów emerytalnych i innych inwestorach nie ciąży obowiązek podejmowania działań w duchu odpowiedzialnego powiernictwa (*stewardship*)¹³²⁷.

Podsumowując, z prywatnoprawnych obowiązków powierniczych inwestorów instytucjonalnych, o ile znajdują zastosowanie do relacji pomiędzy inwestorem a beneficjentem, nie wspierają obowiązku zaangażowania¹³²⁸.

¹³²⁵ Law Commission, *Fiduciary...*, s. 45; J. Cripps, *Fiduciary Duties: UK* w: T. Spangler (red.) *Investment Management. Law and Practice*, Oxford 2010, s. 374 - „Jeżeli nie ustalono przypadku nielojalności, nie wystąpiło naruszenie obowiązków powierniczych. Odpowiedzialność powiernicza nie jest uzależniona od tego, czy powiernik należycie zadbał o interesy beneficjenta. Gdyby było inaczej, większość prawa trustów, prawa agencji czy prawa spółek byłaby zbędna”. Zob. też rozważania co do zasadności nazywania obowiązku działania w najlepszym interesie klienta z art. 24 MIFID II mianem powierniczego, z perspektywy prawa angielskiego w: A. Hudson, *Law...*, s. 299; L. van Setten, *The Law of Financial Advice, Investment Management, and Trading*, Oxford, New York 2019, s. 178.

¹³²⁶ *Bartlett v Barclays Bank Trust Co Ltd* [1980] Ch 515 at 532.

¹³²⁷ Law Commission, *Fiduciary...*, s. 106.

¹³²⁸ Należy jednak pokreślić, że przedstawiona powyżej treść obowiązków powierniczych odnosi się ściśle do ich doktrynalnego rozumienia w prawie angielskim. W innych jurysdykcjach kręgu *common law* obowiązki te

3 Pobudzanie zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w prawie unijnym i polskim

3.1 Dyrektywa w sprawie pobudzania długoterminowego zaangażowania akcjonariuszy (SRD II)

3.1.1 Uwagi wprowadzające – kontekst przyjęcia SRD II

W prawie unijnym również przyjęto rozwiązania pobudzające zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych. Przed szczegółowym ich omówieniem zasadne jest jednak przedstawienie kontekstu przyjęcia tych przepisów i ewolucji postaw unijnych prawodawców wobec problemu (braku) zaangażowania inwestorów instytucjonalnych.

Po raz pierwszy pomysł nałożenia na inwestorów instytucjonalnych obowiązków publikacji polityki głosowania i jej ujawniania pojawił się w raporcie Grupy Wysokiego Szczebla Ekspertów Prawa Spółek z 2002 r.¹³²⁹; raport wprost odnosił się do regulacji SEC z 2003 r. jako źródła inspiracji. Propozycja ta została przyjęta przez Komisję i ujęta w zakresie proponowanych działań w Planie Działania Komisji dot. Prawa Spółek z 2003 r.¹³³⁰. Jednocześnie Komisja podkreśliła, że „uważa wymóg aby inwestorzy instytucjonalni systematycznie wykonywali prawo głosu za niepożądany”, z uwagi ryzyko bezrefleksyjnego głosowania „za” projektami uchwał. Ostatecznie, w wyniku konsultacji, Komisja odstąpiła wtedy od działań legislacyjnych w tym obszarze¹³³¹.

Plan Działania z 2003 r. i późniejszą działalność legislacyjną UE stanowiącą jego realizację (przede wszystkim przyjęcie Dyrektywy SRD) należy usytuować w kontekście korporacyjnych skandali przełomu wieków, które podważyły zaufanie do zarządców i nadzorców spółek giełdowych. Wzmocnienie praw akcjonariuszy miało stanowić remedium na te problemy. Plan Działania z 2003 r. podkreślał, że „mali i znaczący inwestorzy żądają więcej przejrzystości i lepszych informacji o spółkach, i chcą zyskać więcej wpływu na sposób w jaki one funkcjonują. To akcjonariusze są właścicielami spółek, nie management – jednak zdecydowanie zbyt często ich prawa były naruszane przez niedbałość, chciwość i często oszukańcze zachowania”¹³³². Podobnie ówczesne wypowiedzi unijnych urzędników

rozumiane są niekiedy szerzej, jako obejmujące również pozytywny obowiązek działania w interesie beneficjenta (zob. A. S. Gold, *The Loyalties of Fiduciary Law* w: A. S. Gold, P. B. Miller (red.) *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford 2014, s. 179, który określa tę szerszą koncepcję lojalności jako *loyalty as affirmative devotion*) lub jako obejmujące również obowiązek dochowania należytej staranności, czego najlepszym przykładem jest prawo spółek stanu Delaware. Ogólnie zob. np. A. R. Pinto, D. M. Branson, *Understanding...*, s. 215; ws. szczegółowej analizy obowiązku lojalności jako obejmującego pozytywny obowiązek działania w interesie spółki zob. L. Johnson, *After Enron: remembering loyalty discourse in corporate law*, Del. J. CorP. l. nr (28)/2003

¹³²⁹ Report of the High Level Group of Company Law Experts on a modern regulatory framework for company law in Europe, 4.11.2022 r., https://www.ecgi.global/sites/default/files/report_en.pdf, s. 56-57.

¹³³⁰ Komisja Europejska, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward*, COM (2003) 284 final, Bruksela, 21.5.2003 r.

¹³³¹ Ibid, s. 13

¹³³² Ibid, s. 7.

odpowiedzialnych za te reformy również wskazywały na postrzeganie aktywizmu akcjonariuszy jako zjawiska jednoznacznie pozytywnego¹³³³.

Perspektywa ta jednak uległa znacznej zmianie po kryzysie finansowym z 2008 r. Podobnie jak w Wielkiej Brytanii, w UE uznano, że inwestorzy ponoszą częściowo odpowiedzialność za wybuch kryzysu. Tzw. raport De Larosiera, stanowiący oficjalną unijną diagnozę przyczyn wybuchu kryzysu, zarzucał inwestorom bierność i brak odpowiedniego nadzoru nad spółkami giełdowymi; a jeżeli akcjonariusze wywierali wpływ na zarządy to w celu osiągnięcia krótkoterminowych wyników¹³³⁴. Problem ten zidentyfikowała również Komisja Europejska w Zielonej Księdze dotyczącej nadzoru korporacyjnego w instytucjach finansowych z 2010 r.¹³³⁵. Z kolei w Zielonej Księdze z 2011 r., dotyczącej ładu korporacyjnego w ogóle, Komisja uznała, że diagnozę, iż „brak dostatecznego zainteresowania akcjonariuszy sprawowaniem kontroli nad działaniami kierownictwa instytucji finansowych przyczynił się do niedostatecznego pociągania tego kierownictwa do odpowiedzialności i mógł ułatwić podejmowanie nadmiernego ryzyka” można rozciągnąć również na niefinansowe spółki giełdowe¹³³⁶. Zmianę postrzegania roli akcjonariuszy w ładzie korporacyjnym najlepiej obrazuje publiczna wypowiedź unijnego komisarza Michela Barniera, odpowiedzialnego za prace nad dyrektywą SRD II: „Przez lata mówiliśmy o prawach akcjonariuszy. Pora wreszcie zacząć mówić również o ich obowiązkach”¹³³⁷.

Wnioski z konsultacji przeprowadzonych w związku z publikacją Zielonych Ksiąg, znalazły odzwierciedlenie w Planie Działania Komisji z 2012 r., w którym wśród trzech głównych celów wskazano zwiększanie transparentności rynków kapitałowych oraz wzmocnienie zaangażowania akcjonariuszy¹³³⁸. W odniesieniu do planowanych obowiązków informacyjnych nakładanych na inwestorów dokument ten wprost wskazuje UK Stewardship

¹³³³ Zob. uwagi M. Creevy’ego, ówczesnego Komisarza ds. rynku wewnętrznego z marca 2007 r.: „Podejrzewam, że większość krytyki pod adresem funduszy hedgingowych opiera się na przekonaniu krytyków, że management spółek należy chronić przed aktywizmem akcjonariuszy. (...) Nie podzielam tego punktu widzenia. Przeciwnie, powinniśmy wzmacniać prawa akcjonariuszy i utrzymywać zarządzających na świeczniku”, *Shifting up a gear – Transatlantic cooperation in financial services*, wystąpienie w US Chamber of Commerce, Waszyngton, 6.03.2007, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_07_125.

¹³³⁴ *Report of The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Bruksela 25.02.2009 r., https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf, s. 10.

¹³³⁵ Komisja Europejska, *Zielona księga - Ład korporacyjny w instytucjach finansowych oraz polityka wynagrodzeń*, KOM(2010) 284 final, Bruksela, 2.6.2010 r. – „za sprawą kryzysu finansowego można obecnie stwierdzić, że zaufanie do modelu akcjonariusza będącego właścicielem i przyczyniającego się do stabilności przedsiębiorstwa w perspektywie długoterminowej zostało co najmniej silnie nadwyrężone” (s. 8).

¹³³⁶ Komisja Europejska, *Zielona Księga. Unijne ramy ładu korporacyjnego*, KOM(2011) 164 final, Bruksela, 5.4.2011 r.

¹³³⁷ M. Barnier, *Re-establishing responsibility and accountability at the heart of the financial system*, speech at the 1st Congress of the Alumni of the Solvay School, Brussels, 25.10.2010 cyt. za: H. S. Birkmose, *European challenges for institutional investor engagement—Is mandatory disclosure the way forward*, ECFR nr 2(11)/2014, s. 215.

¹³³⁸ Komisja Europejska, *Plan działania: Europejskie prawo spółek i ład korporacyjny – nowoczesne ramy prawne na rzecz bardziej zaangażowanych udziałowców i zrównoważonych przedsiębiorstw*, COM(2012) 740 final, Strasburg, 12.12.2012.

Code jako punkt odniesienia. Następnie, w 2014 r. Komisja przedstawiła projekt SRD II¹³³⁹; dyrektywa została przyjęta w 2017 r.

Zgodnie z jej tytułem, dyrektywa dotyczy „zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania”. Głównymi nakładanymi w niej na inwestorów instytucjonalnych obowiązkami są nakładane na zasadzie *comply or explain* obowiązki publikacji: polityki zaangażowania (art. 3g) oraz informacji o uzgodnieniach pomiędzy właścicielami aktywów i zarządzającymi (art. 3h i 3i). Obowiązki te omawiane są szczegółowo poniżej, jednak już w tym miejscu warto wskazać na ich specyfikę, wynikającą z przedstawionego powyżej kontekstu ich przyjęcia. Po pierwsze, należy zauważyć, że ich charakter obowiązków odróżnia je od pozostałych środków wdrażanych przez SRD i SRD II w celu pobudzania zaangażowania akcjonariuszy - usuwania barier w wykonywaniu uprawnień korporacyjnych akcjonariuszy oraz rozszerzanie zakresu kompetencji walnego zgromadzenia. Ponadto, należy zauważyć, że pomimo iż UE nie zdecydowała się na przyjęcie kodeksu dobrych praktyk z zakresu zaangażowania, wzorem UK Stewardship Code, przepisy regulujące obowiązki informacyjne wskazują na obszary, które powinno obejmować zaangażowanie. Należy tu wskazać zwłaszcza na odniesienia do monitorowania ryzyk finansowych i niefinansowych oraz wpływu społecznego i środowiskowego zawarte w art. 3g SRD II, a także do perspektywy długoterminowej w art. 3h i 3i SRD II. Celem przepisów SRD II dotyczących inwestorów instytucjonalnych, nie jest pobudzanie zaangażowania akcjonariuszy *simpliciter*, a kształtowanie postaw inwestorów tak, aby realizowali oni model zaangażowania, pożądaný przez unijnego prawodawcę, a więc przede wszystkim zrównoważonego zaangażowania w długim terminie, nie nastawionego jedynie na zwiększanie krótkoterminowych wyników finansowych¹³⁴⁰.

3.1.2 Zakres podmiotowy obowiązków wprowadzanych przez SRD II

SRD II nakłada obowiązki informacyjne na dwie grupy podmiotów: „inwestorów instytucjonalnych” oraz „zarządzających aktywami”, które zasadniczo – choć nie w pełni – odpowiadają pojęciom właściciela aktywów oraz zarządzającego aktywami.

Zgodnie z art. 2 ust. e SRD, inwestorem instytucjonalnym jest:

(i) Przedsiębiorstwo, które prowadzi działalność w zakresie ubezpieczeń na życie, oraz w zakresie reasekuracji zobowiązań dotyczących ubezpieczeń na życie w rozumieniu odpowiednich regulacji unijnych. W prawie polskim są to zakłady ubezpieczeń oraz zakłady

¹³³⁹ Wniosek KE z 9.4.2014 r., COM(2014) 213 final, 2014/0121 (COD).

¹³⁴⁰ K. Sergakis, *EU Corporate Governance: the Ongoing Challenges of the “Institutional Investor Activism”* *Conundrum*, *European Journal of Law Reform* nr 4/2014, s. 729, 736. Autor zwraca uwagę na różnice w tym podejściu i podejściu przyjętym w SRD, która skupiała się jedynie na usuwaniu barier w wykonywaniu uprawnień korporacyjnych. E. Rock w przekąsem zauważa, że „akcjonariusze, którzy zachowują się zbyt jak akcjonariusze, wyłącznie skupiając się na maksymalizacji bieżącej wartości dla akcjonariuszy, nie są pożądanymi”, w: E. B. Rock, *Institutional...*, s. 386. Szerzej nt. kształtowania postaw inwestorów instytucjonalnych przez kodeksy dobrych praktyk zob. J. G. Hill, *Good activist/bad activist: The rise of international stewardship codes*, *Seattle University Law Review* nr (41)/2017.

reasekuracji wykonujące działalność w zakresie ubezpieczeń, o których mowa w dziale I załącznika u.d.u.r. (art. 222a u.d.ur.);

(ii) Instytucja pracowniczych programów emerytalnych objętych zakresem stosowania dyrektywy 2016/2341¹³⁴¹. Na gruncie prawa polskiego są to pracownicze fundusze emerytalne (art. 142a ust. 1 w zw. z art. 8 pkt. 6 u.o.f.f.e).

Z kolei podmiotem zarządzającym aktywami jest:

(i) Firma inwestycyjna w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 1 MiFID II, która świadczy usługi w zakresie zarządzania portfelem na rzecz inwestorów. Na gruncie prawa polskiego są nią firmy inwestycyjne w rozumieniu u.o.i.f., a więc szczególności domy maklerskie oraz banki prowadzące działalność maklerską (art. 131o w zw. z art. 3 pkt. 33 u.o.i.f.);

(ii) Zarządzający alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi w rozumieniu art. 4 ust. 1 lit. b) AIFMD. Na gruncie prawa polskiego mogą nim być TFI (zarządzające funduszami innymi niż FIO) oraz zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną (ZASI) (art. 46d i art. 70ba w zw. z art. 3 ust. 4 pkt. 2 oraz art. 8a ust. 1 u.f.i.);

(iii) spółka zarządzająca w rozumieniu art. 2 ust. 1 lit. b) UCITS, którą w prawie polskim są TFI (art. 46d w zw. z art. 4 ust. 1 u.f.i.).

Jak podkreślono, podział na inwestorów instytucjonalnych oraz podmioty zarządzające aktywami odpowiada zasadniczo funkcjonalnemu podziałowi na właścicieli aktywów oraz zarządzających aktywami, z kilkoma jednak zastrzeżeniami. Po pierwsze, podział ten nie jest jednak rozłączny - inwestorzy instytucjonalni mogą sami zarządzać aktywami, a zarządzający aktywami (zwłaszcza TFI) co do zasady pełnią też funkcję (instytucjonalnego) właściciela aktywów. Poza tym, podmioty zarządzające aktywami, w szczególności TFI, również mogą delegować zarządzanie portfelami na inny podmiot (np. dom maklerski lub bank z grupy kapitałowej), co może się wiązać również z powierzeniem wykonywania prawa głosu, czego przepisy SRD II zdają się nie przewidywać¹³⁴². Wreszcie, należy zauważyć, że powyżej przedstawiony zakres podmiotowy postanowień SRD II dotyczących zaangażowania nie obejmuje bardzo istotnej na polskim rynku kapitałowym grupy inwestorów instytucjonalnych, tj. powszechnych towarzystw emerytalnych (PTE) zarządzających OFE.

Obowiązki nakładane przez przepisy implementujące postanowienia rozdziału Ib SRD II znajdują zastosowanie jedynie w zakresie wskazanym w art. 6 ust. 1 SRD. W odniesieniu do zarządzających aktywami znajdują one zastosowanie jedynie w zakresie, w jakim dokonują inwestycji w imieniu inwestorów. Jak się wydaje posłużenie się przez unijnego prawodawcę

¹³⁴¹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/2341 z dnia 14 grudnia 2016 r. w sprawie działalności instytucji pracowniczych programów emerytalnych oraz nadzoru nad takimi instytucjami (IORP) Dz.U. L 354 z 23.12.2016, s. 37—85.

¹³⁴² Na poziomie unijnym do powierzenia zarządzania odnosi się art. 13 UCITS; w prawie polskim art. 46 u.f.i., którego ust. 8 potwierdza ponadto, że powierzenie zarządzania może dotyczyć całości portfeli wszystkich funduszy zarządzanych przez TFI.

pojęciem „inwestora” zamiast „inwestora instytucjonalnego” jest świadome i oznacza, że obowiązki te powstaną również w przypadku, gdy wśród klientów zarządzającego brak jest inwestorów instytucjonalnych w rozumieniu SRD (a np. wyłącznie inwestorzy indywidualni)¹³⁴³. Polityka zaangażowania i sprawozdanie z jej wykonania nie musi natomiast uwzględniać inwestycji dokonywanych przez zarządzającego na rachunek własny.

3.1.3 Obowiązek publikacji polityki zaangażowania i okresowej publikacji sprawozdań z jej realizacji

Definicje inwestora instytucjonalnego oraz podmiotu zarządzającego aktywami przyjęte w SRD II powodują, że wprowadzanymi obowiązkami objęte jest dość szerokie grono podmiotów funkcjonujących na rynku finansowych. Polski ustawodawca, dokonując implementacji ustawy znowelizował szereg ustaw sektorowych, regulujących funkcjonowanie każdego typu podmiotu, wprowadzając w każdej z nich przepisy o zasadniczo tożsamym brzmieniu¹³⁴⁴. Ponadto, nowelizacja implementuje art. 3g i art. 3h SRD II praktycznie *verbatim*, co pozwala skupić się w poniższej analizie na brzmieniu przepisów krajowych.

Pierwszym obowiązkiem nakładanym zarówno na inwestorów instytucjonalnych jak i podmioty zarządzające aktywami, którzy lokują aktywa w akcje spółek notowanych na rynku regulowanym, jest obowiązek opracowania i publikacji polityki dotyczącej zaangażowania, która opisuje, „w jaki sposób zaangażowanie akcjonariuszy takich spółek jest uwzględniane w strategii inwestycyjnej” inwestora lub zarządzającego¹³⁴⁵. Polityka, o której mowa w ust. 1, zawiera opis sposobów:

- 1) monitorowania spółek, w szczególności pod względem strategii, wyników oraz ryzyk finansowych i niefinansowych, struktury kapitałowej, wpływu społecznego i na środowisko naturalne oraz ładu korporacyjnego;
- 2) prowadzenia dialogu ze spółkami;
- 3) wykonywania prawa głosu oraz innych praw związanych z akcjami;
- 4) współpracy z innymi akcjonariuszami;
- 5) komunikacji z pozostałymi akcjonariuszami i członkami organów spółek¹³⁴⁶;

¹³⁴³ Odmienne D. Zetzsche, *Pflichten von Asset Managern und Asset Ownern gem. §§ 134a ff. AktG*, AG nr 17/2020, s. 640, który błędnie jednak interpretuje art. 6 ust. 1 lit. b SRD wyłącznie w kontekście obowiązków z art. 3h i 3i SRD.

¹³⁴⁴ Zob. w odniesieniu do TFI – art. 46d u.f.i., w odniesieniu do ZASI – art. 70ba u.f.i., w odniesieniu do firm inwestycyjnych – art. 131o u.o.i.f., w odniesieniu do pracowniczych funduszy – art. 142a u.o.f.f.e., w odniesieniu do zakładów ubezpieczeń i reasekuracji – art. 222a u.d.u.r.

¹³⁴⁵ Sformułowanie, którym ustawodawca ogólnie określa tę politykę jest dość niefortunne i zdaje się sugerować, że chodzi o politykę wobec zaangażowania podejmowanego przez *innych* akcjonariuszy danej spółki, a nie własne zaangażowanie inwestora lub zarządzającego. Jest ono jednak zaczerpnięte wprost z polskiego tłumaczenia SRD II. Poprawniej byłoby jednak pozbyć się fragmentu „takich spółek”, tak aby przepis brzmiał: „w jaki sposób zaangażowanie akcjonariuszy jest uwzględniane w ich strategii inwestycyjnej” co lepiej odpowiadałoby brzmieniu wersji angielskiej (*how they integrate shareholder engagement in their investment strategy*).

¹³⁴⁶ Wymóg opisanie w polityce „komunikacji z pozostałymi akcjonariuszami i członkami organów spółek”, stanowi niepoprawną implementację dyrektywy. Zastępuje on odniesienie do „zainteresowanych stron” spółki, którym posługuje się art. 3g ust. 1 a) SRD II, czyli tzw. interesariuszy (*stakeholders*) spółki, za których

- 6) zarządzania faktycznymi i potencjalnymi konfliktami interesów w odniesieniu do zaangażowania.

Inwestor instytucjonalny oraz zarządzający aktywami, co rok opracowuje i publikuje sprawozdanie z realizacji polityki, dotyczącej zaangażowania. Sprawozdanie zawiera w szczególności: 1) ogólny opis sposobu głosowania; 2) opis najważniejszych głosowań; 3) opis sposobu korzystania z usług doradcy akcjonariusza do spraw głosowania, o którym mowa w art. 4 § 1 pkt 16 KSH. Sprawozdanie może nie obejmować głosowań, które są mało istotne ze względu na ich przedmiot lub wielkość udziału w spółce.

W przypadku gdy inwestor instytucjonalny lub podmiot zarządzający aktywami nie opracowują lub nie publikują polityki zaangażowania lub sprawozdania z jej wykonania, publikują wyjaśnienie powodów ich nieopracowania lub nieopublikowania (mechanizm *comply-or-explain*). Polityka, sprawozdanie i wyjaśnienia publikowane są na stronie internetowej podmiotów objętych omawianym obowiązkiem. Przepisy wskazują ponadto wprost – i nieco redundantnie – że odpowiedzialne za realizację obowiązków informacyjnych są zarządy objętych nimi podmiotów.

i) Uwagi ogólne

W odniesieniu do wskazanych przepisów poczynić można następujące uwagi ogólne. Po pierwsze, przepisy dotyczące obowiązku opracowania i publikacji polityki zaangażowania nie regulują w żaden sposób kwestii tego czy w przypadku powierzenia zarządzania aktywami, prawo głosu i inne uprawnienia z akcji powinien wykonywać właściciel aktywów czy podmiot zarządzający aktywami. Dopuszczalne w tym zakresie są więc różne rozwiązania – prawo głosu może „zostać” przy właścicielu aktywów, albo być powierzone zarządzającemu, w zależności od łączącego ich stosunku prawnego¹³⁴⁷.

Po drugie, przepisy nakładają obowiązek publikacji polityki zaangażowania zarówno na inwestorów instytucjonalnych jak i na zarządzających aktywami. Brak jednak przepisu, który zwalniałby inwestora instytucjonalnego z publikacji własnej polityki zaangażowania, jeżeli polega na polityce zaangażowania zarządzającego (jak czynią to np. regulacje SEC). Przepisy dotyczące zakładów ubezpieczeń oraz pracowniczych funduszy emerytalnych – za art. 3g ust. 2 akapit 2 SRD II - przewidują w takiej sytuacji specjalną regulację jedynie w odniesieniu do sprawozdania z realizacji polityki (art. 222b ust. 6 u.d.u.r.; art. 142a ust. 6 u.o.f.f.e.). Zgodnie

powszechnie uznaje się podmioty pozaoperacyjne, na które funkcjonowanie spółki ma wpływ, a nie jej akcjonariuszy i członków organów. Tak sformułowany wymóg po części powiela też pkt. 2 i 4 wymaganej treści polityki.

¹³⁴⁷ Świadczenie usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych (art. 69 ust. 2 pkt. 4 u.o.i.f.) może wiązać się albo z przeniesieniem własności aktywów klienta na firmę inwestycyjną co łączyć się będzie również z zyskaniem przez nią bezpośrednio legitymacji do wykonywania uprawnień korporacyjnych (na rachunek i w interesie klienta ale we własnym imieniu, w modelu zastępstwa pośredniego), albo też z zachowaniem własności aktywów przez klienta i udzieleniem pełnomocnictwa firmie inwestycyjnej, które w takiej sytuacji nie musi obejmować pełnomocnictwa do wykonywania prawa głosu, zob. M. Kurzajewski, *Usługi maklerskie*, Warszawa 2014, s. 268; T. Sójka (red.) *Cywilnoprawna ochrona inwestorów korzystających z usług maklerskich na rynku kapitałowym*, Warszawa 2016, s. 253.

z nią, jeżeli lokowanie aktywów powierzone jest podmiotowi zarządzającemu aktywami, który wdraża politykę zaangażowania w imieniu inwestora, inwestor zamieszcza na swojej stronie internetowej odnośnik do strony internetowej, na której ten podmiot opublikował sprawozdanie z realizacji tej polityki. Oczywiście inwestor instytucjonalny może w takiej sytuacji po prostu skorzystać z opcji opublikowania wyjaśnień, wskazując w nich, że polega na polityce zarządzającego. Jednak wydaje się, że właściwsze byłoby uzależnienie powstania obowiązku publikacji polityki od tego, który podmiot w łańcuchu inwestycyjnym determinuje politykę zaangażowania.

Po trzecie, obowiązek publikacji polityki zaangażowania jest obowiązkiem nakładanym zasadniczo na poziomie podmiotu, a nie na poziomie poszczególnego produktu finansowego, oferowanego przez zarządzającego lub inwestora, takiego jak poszczególny fundusz inwestycyjny, emerytalny lub zarządzany portfel instrumentów finansowych. Co innego zdaje się sugerować art. 46d ust. 1 u.o.f.i., nakładający obowiązek publikacji polityki na TFI, który stanowi, że polityka publikowana przez TFI zarządzające funduszem lokującym aktywa w akcje opisuje, w jaki sposób zaangażowanie uwzględniane jest w *strategii inwestycyjnej funduszu*¹³⁴⁸. Przepisy SRD II nie zawierają analogicznego powiązania polityki zaangażowania z funduszem, i w duchu wykładni prounijnej oraz celowościowej należy je pominąć (co z resztą TFI czynią w praktyce). Nic jednak nie stoi na przeszkodzie, aby polityka zaangażowania wskazywała, że sposób wykonywania zaangażowania jest zróżnicowany w zależności od zarządzanych funduszy, zarządzanych portfeli instrumentów finansowych, lub że uwzględnia ona polityki zaangażowania lub inne wytyczne klientów zarządzającego aktywami (do takiej sytuacji nawiązuje brzmienie art. 3g ust. 2 akapit 2 SRD II).

ii) Treść polityki zaangażowania

W odniesieniu do wymaganej przepisami minimalnej treści polityki zaangażowania należy zauważyć, że została ona określona na dość ogólnym poziomie. Wymóg ten stanowi przykład powszechnej w prawie finansowym techniki regulacyjnej nazywanej meta-regulacją, polegającą na zobowiązaniu podmiotów do przyjęcia własnych polityk, procedur czy „regulacji” dotyczących określonych obszarów funkcjonowania¹³⁴⁹. Tego typu wymogi meta-regulacyjne powiązane są jednak często z materialnoprawnym obowiązkiem zapewnienia osiągnięcia określonego stanu (np. obowiązkowi posiadania polityki zarządzania ryzykiem towarzyszy obowiązek odpowiedniego zarządzania ryzykiem), którego realizację ocenia organ nadzoru, a nierzadko dookreślają też szczegółowo inne przepisy. W odniesieniu do polityki zaangażowania, poza ogólnym nakazem działania w najlepszym interesie beneficjenta, brak jest jednak takiego materialnego wzorca.

Jednocześnie, obowiązek opracowania i przygotowania polityki zaangażowania nakładany jest na zasadzie „zastosuj się lub wyjaśnij”, znaną z kontekstu oświadczeń spółek giełdowych

¹³⁴⁸ Podobnie sformułowany jest art. 70ba ust. 1 u.f.i. nakładający analogiczny obowiązek na ZASI.

¹³⁴⁹ C. Coglianese, E. Mendelson, *Meta-regulation and self-regulation* w: R. Baldwin, M. Cave, M. Lodge (red.) *The Oxford Handbook of Regulation*, Oxford 2010

dotyczących zgodności z giełdowymi kodeksami ładu korporacyjnego. Jednak spółki giełdowe odnoszą się zgodnie z tą zasadą do dość szczegółowych rekomendacji, publikowanych przez zewnętrzny wobec nich podmiot (giełdy). Wobec wysoce ogólnego sformułowania wymogów co do treści polityki zaangażowania, pozwalających na relatywnie łatwe spełnienie wymogu jej opracowania i publikacji przez zobowiązane podmioty, trudno wyobrazić sobie wybór przez nie opcji publikacji wyjaśnień. Podważa to sensowność przyjęcia tego mechanizmu na gruncie SRD II, abstrahując nawet od problemów z funkcjonowaniem dyscypliny rynkowej w odniesieniu do tego typu ujawnień, omawianych poniżej. W tym kontekście należy przyjąć, że skoro dopuszczalne jest odstępianie od publikacji polityki w ogóle, dozwolone jest też pominięcie w jej treści niektórych z obszarów wskazanych w art. 3g ust. 1 lit. a SRD II z wyjaśnieniem powodów ich pominięcia¹³⁵⁰. Alternatywnie, zobowiązany podmiot może dokonać ujawnienia, ale wskazać w nim, że dany obszar nie jest przez niego uwzględniany w ramach zaangażowania.

iii) *Treść sprawozdania z realizacji polityki zaangażowania*

Treść wymaganego sprawozdania z realizacji polityki zaangażowania opisana jest w przepisach na bardzo ogólnym poziomie, nawet abstrahując od możliwości pominięcia głosowań uznanych za mało istotne. W szczególności z treści przepisów implementujących SRD II nie wynika obowiązek ujawnienia sposobu głosowania (lub jego braku) w odniesieniu do każdej z głosowanych uchwał¹³⁵¹. Ogólny opis sposobu głosowania może więc obejmować jedynie zbiorcze wskazanie odsetka walnych zgromadzeń, w których dany podmiot wziął udział¹³⁵², zagregowanego odsetka głosów oddanych za, przeciwko lub wstrzymujących się w danym okresie w odniesieniu do uchwał w określonych rodzajach spraw itp. Jednak odrębny wymóg ujawnienia „opisu najważniejszych głosowań”, wymaga zasadniczo ujawnienia sposobu głosowania w tych sprawach oraz wyjaśnienia przyczyn głosowania w określony sposób (w wersji ang. SRD II - *explanation of the most significant votes*). Pomimo, że przepisy dotyczące polityki zaangażowania wymagają zamieszczenia w niej opisu wykonywania innych praw korporacyjnych niż prawo głosu oraz opisu innych form zaangażowania (monitorowania spółki i prowadzenia z nią dialogu), przepisy dotyczące sprawozdania odnoszą się jedynie do informacji o głosowaniu. Odniesienie się w sprawozdaniu również do przypadków wykonywania innych uprawnień korporacyjnych (uzupełnianie porządku obrad, korzystania z

¹³⁵⁰ H. Birkmose, *Article 3g: Engagement policy* w: H. Birkmose, K. Sergakis (red.) *The Shareholder Rights Directive II. A commentary.*, Cheltenham 2021, s. 148.

¹³⁵¹ Ostateczna wersja przepisu została znacząco złagodzona w porównaniu z pierwotnym projektem SRD II, który stanowił, że „Inwestorzy instytucjonalni i podmioty zarządzające aktywami ujawniają w odniesieniu do każdej spółki, której akcje posiadają, czy oddają swoje głosy podczas walnych zgromadzeń takich spółek i w jaki sposób głosują, a także przedstawiają uzasadnienie swojego głosowania”.

¹³⁵² Błędem byłoby wnioskowanie, że skoro przepisy odwołują się do „sposobu głosowania”, inwestor lub zarządzający nie powinni brać pod uwagę przypadków, w których zaniechali głosowania. Wydaje się, że nieco trafniej zakres ujawnień określa wersja angielska SRD II, która mówi o ujawnieniu opisu *voting behavior*.

prawa głosu czy przedkładania projektów uchwał) oraz wszelkich niesformalizowanych form zaangażowania byłoby jednak dobrą praktyką, zgodną z duchem dyrektywy¹³⁵³.

Pominięcie w sprawozdaniu z realizacji polityki głosowań uznanych za mało istotne może wynikać z kwestii jakościowych (przedmiot uchwały) lub ilościowych (wielkość udziału w spółce). Jako przykład pominięcia na podstawie kryterium jakościowego motyw 18 SRD II wskazuje głosowania w sprawach czysto proceduralnych. Z kolei kryterium ilościowe wielkości udziału w spółce można roznieć dwojako¹³⁵⁴ – po pierwsze, w odniesieniu do ogólnej wartości aktywów inwestora lub zarządzającego. Na takie rozumienie wskazuje motyw 18 SRD II¹³⁵⁵. Po drugie, można przyjąć, że chodzi tu o wielkość udziału w stosunku do kapitału zakładowego spółki. To pierwsze rozumienie, mimo że znajduje poparcie w motywie 18 SRD II nie wydaje się w pełni zgodne z duchem koncepcji *stewardship*, która zakłada, że „powinność” zaangażowania związana jest ze stopniem wpływu akcjonariusza na spółkę¹³⁵⁶, choć zapewne przeważy w praktyce, z uwagi na interes ekonomiczny inwestorów. Motyw 18 SRD II stanowi ponadto, że inwestorzy powinni ustalać własne kryteria istotności głosowań i konsekwentnie je stosować.

3.1.4 Informacje o strategii inwestycyjnej oraz ustaleniach pomiędzy inwestorem instytucjonalnym a podmiotem zarządzającym aktywami

Artykuły 3h i 3j SRD II dotyczą przejrzystości w zakresie strategii inwestycyjnej inwestora instytucjonalnego oraz zgodności ustaleń pomiędzy inwestorem instytucjonalnym a zarządzającym aktywami z tą strategią, w przypadku gdy zarządzający lokuje aktywa inwestora instytucjonalnego na podstawie dokonanych z nim „ustaleń”.

i) Strategia inwestycyjna inwestora instytucjonalnego

Inwestorzy instytucjonalni – a więc zakłady ubezpieczeń oraz pracownice fundusze emerytalne - publikują informacje o tym, w jaki sposób główne elementy ich strategii inwestycji kapitałowych są spójne z profilem i terminami zapadalności ich pasywów, w szczególności o charakterze długoterminowym, oraz w jaki sposób przyczyniają się one do średnio i długoterminowych wyników uzyskiwanych z ich aktywów (art. 222d ust. 1 u.d.u.r.; art. 142c ust. 1 u.o.f.f.e.).

ii) Ustalenia pomiędzy inwestorem instytucjonalnym a zarządzającym aktywami

¹³⁵³ H. Birkmose, *Artilce...*, s. 159, s. 159.

¹³⁵⁴ D. Zetsche, *Pflichten...*, s. 646.

¹³⁵⁵ „Do takich mało znaczących głosowań można zaliczyć głosowania (...) w spółkach, w których udział danego inwestora jest bardzo mały w porównaniu z udziałami tego inwestora w innych spółkach, w które dokonał on inwestycji”.

¹³⁵⁶ H. Birkmose, *Artilce...*, s. 161. T. Tröger sugeruje, że takie rozumienie nieistotnych głosowań świadczy o tym, że SRD II ma na celu ochronę interesów beneficjentów, raczej niż zmiany w ładzie korporacyjnym spółek, T. H. Tröger, *Die Regelungen zu institutionellen Investoren, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern im Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II)*, ZGR nr 1/2019, s. 144.

W przypadku gdy podmiot zarządzający aktywami lokuje aktywa inwestora na podstawie dokonanych z nim ustaleń, SRD II przewiduje innego rodzaju obowiązki. Ustalenia te mogą przede wszystkim przybrać postać świadczenia usługi maklerskiej zarządzania portfelem, w skład którego wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych. Mogą jednak one również polegać na tym, że inwestor instytucjonalny posiada jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne funduszu inwestycyjnego, który, na podstawie ustaleń z inwestorem, lokuje swoje aktywa w akcje spółek giełdowych (art. 222d ust. 2 u.d.u.r., art. 142c ust. 2 u.o.f.f.e.). Nie chodzi tu o sytuację, w której inwestor instytucjonalny samodzielnie zarządzający portfelem inwestuje w certyfikaty lub jednostki uczestnictwa funduszu inwestycyjnego, ale o sytuację, w której zarządzanie powierzone jest TFI, które tworzy dedykowany dla inwestora (ewentualnie kilku inwestorów) fundusz inwestycyjny¹³⁵⁷. Taka praktyka powszechna jest w niektórych państwach europejskich¹³⁵⁸.

W przypadku powierzenia zarządzania aktywami na podstawie takich ustaleń, inwestor instytucjonalny publikuje na swojej stronie internetowej informacje o tych ustaleniach, wskazujące w jaki sposób:

- a) zachęcają one podmiot zarządzający aktywami do dostosowania jego strategii inwestycyjnej i decyzji inwestycyjnych do profilu i terminów zapadalności zobowiązań inwestora instytucjonalnego, zwłaszcza zobowiązań długoterminowych;
- b) zachęcają one podmiot zarządzający aktywami do podejmowania decyzji inwestycyjnych na podstawie oceny średnio- i długoterminowych finansowych i niefinansowych wyników spółki, w którą dokonano inwestycji, oraz do angażowania się w sprawy spółek, w które dokonano inwestycji, w celu poprawy ich wyników w perspektywie średnio- i długoterminowej;
- c) metoda i horyzont czasowy oceny wyników podmiotu zarządzającego aktywami oraz wynagrodzenie za usługi zarządzania aktywami są zgodne z profilem i terminem zapadalności zobowiązań inwestora instytucjonalnego, zwłaszcza zobowiązań długoterminowych, a także uwzględniają długoterminowe wyniki bezwzględne;
- d) inwestor instytucjonalny monitoruje koszty obrotu portfelem poniesione przez podmiot zarządzający aktywami oraz w jaki sposób określa i monitoruje docelowy obrót portfelem lub zakres obrotu portfelem;
- e) okres obowiązywania ustaleń z podmiotem zarządzającym aktywami.

Jeżeli ustalenia nie obejmują co najmniej jednego z tych elementów, inwestor instytucjonalny wyjaśnia i uzasadnia tego przyczyny.

iii) Uwagi

¹³⁵⁷ Na możliwe uczestnictwo kilku inwestorów w takim funduszu wskazuje art. 3i ust. 3 SRD II, który nie został, jak się wydaje, implementowany wprost do prawa polskiego.

¹³⁵⁸ Zob. statystyki dla rynku europejskiego przytaczane w EFAMA, *Asset management in Europe. An overview of the asset management industry*, s. 12–13.

Obowiązki informacyjne zarządzającego aktywami powstające na skutek ustaleń z inwestorem funkcjonalnie powiązane są ze wskazanymi powyżej obowiązkami inwestora. W takiej sytuacji na zarządzającym ciąży obowiązek corocznego przekazywania inwestorowi instytucjonalnemu¹³⁵⁹, informacji dotyczącej zgodności przyjętej strategii inwestycyjnej i jej realizacji z ustaleniami, oraz sposobu, w jaki strategia ta i jej realizacja przyczyniają się do średnio i długoterminowych wyników uzyskiwanych z aktywów tych podmiotów lub funduszy inwestycyjnych. Z brzmienia tego przepisu wynika, że inwestor instytucjonalny zwolniony jest w takiej sytuacji z publikacji strategii inwestycyjnej, gdyż tę przyjmuje zarządzający. Informacje przekazywane przez zarządzającego obejmują w szczególności opis: 1) istotnych czynników ryzyka średnio i długoterminowego związanego z inwestycjami; 2) struktury portfela, sposobu zarządzania portfelem i kosztów tego zarządzania; 3) sposobu korzystania z usług doradcy akcjonariusza do spraw głosowania; 4) ewentualnych konfliktów interesów, do których doszło w związku z działaniami w zakresie zaangażowania, oraz sposobu ich rozwiązania; 5) czy, i w jaki sposób, towarzystwo podejmuje decyzje inwestycyjne w oparciu o ocenę średnio i długoterminowych wyników spółki, w której akcje, dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, dokonano lokat.

Obowiązki przewidziane w art. 3h i art. 3i SRD II realizują różne cele. Z jednej strony mają one na celu ochronę interesu inwestorów instytucjonalnych i ich beneficjentów, poprzez zapewnienie, że sam inwestor, lub zarządzający aktywami w przypadku powierzenia zarządzania, bierze w swojej strategii inwestycyjnej pod uwagę długoterminowy charakter zobowiązań inwestora instytucjonalnego. Tę samą funkcję ochronną pełnią wymogi dokonania ujawnień dotyczących kosztów zarządzania portfelem czy konfliktów interesów. Jednak równocześnie, odniesienia do perspektywy średnio- i długoterminowej, mają za zadanie zmianę postaw zarządzających w kontekście zwalczanego przez unijnego ustawodawcę problemu krótkoterminowości (*short-termism*), obejmującą zmianę ich strategii inwestycyjnych oraz zaangażowania.

Obowiązek dotyczący publikacji strategii inwestycyjnej raczej nie będą mieć dużego znaczenia praktycznego w polskich realiach ze względu na ich ograniczenie do wąsko zdefiniowanych inwestorów instytucjonalnych. Objęte nimi pracownicze fundusze emerytalne stanowią jedną z trzech form, w jakich pracodawca może utworzyć dobrowolnie pracowniczy program emerytalny (PPE) – obok umowy o wnoszenie składek pracowników do funduszu inwestycyjnego oraz umowy grupowego ubezpieczenia na życie pracowników z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (art. 6 ust. 1 u.p.p.e.)¹³⁶⁰. Pracowniczy fundusz emerytalny stanowi marginalną formę PPE, która w 2018 r. dopowiadała za jedynie 14%

¹³⁵⁹ Informacja ta przekazywana jest inwestorowi a więc nie musi być podawana do publicznej wiadomości, jak błędnie sugeruje wadliwe tłumaczenie art. 3i ust. 1 SRD II. Zarządzający jest zwolniony z obowiązku przekazywania inwestorowi, jeżeli udostępni ją publicznie (art. 3i ust. 2 SRD II).

¹³⁶⁰ Ustawa z dnia 20.04.2004 r. o pracowniczych programach emerytalnych (Dz. U. 2024, poz. 556).

wszystkich aktywów zgromadzonych w PPE¹³⁶¹. Zdecydowana większość aktywów emerytalnych, obejmująca inwestycje PPE w formie funduszy inwestycyjnych (ale też inwestycje w OFE) pozostaje więc poza zakresem regulacji. Co więcej, cel unijnego legislatora w postaci wzmocnienia związku pomiędzy długoterminowym profilem zobowiązań inwestora instytucjonalnego a podmiotu zarządzającego aktywami wymaga, aby inwestor instytucjonalny rzeczywiście miał długoterminowe pasywa, o czym przy programach emerytalnych zasadniczo można mówić w przypadku programów opartych na konstrukcji zdefiniowanego świadczenia. Tymczasem, ustawa o PPE przewiduje jedynie programy zdefiniowanej składki, gdzie fundusz nie ma zobowiązań wobec jego uczestników w konkretnej wysokości (uczestnicy ponoszą ryzyko inwestycyjne)¹³⁶². Ten aspekt będzie więc relewantny jedynie dla zakładów ubezpieczeń.

3.2 Zaangażowanie a ogólne obowiązki powiernicze inwestorów instytucjonalnych w prawie polskim

Podobnie jak w analizowanych powyżej jurysdykcjach kręgu *common law*, w prawie polskim na inwestorach instytucjonalnych również ciąży obowiązek, które można określać mianem obowiązków powierniczych wobec ich beneficjentów. Obowiązki te – stanowiące obecnie w znacznej mierze implementację postanowień prawa unijnego - mają charakter norm-zasad i w większości sformułowane są jako obowiązek działania w najlepiej pojętym interesie beneficjenta danego inwestora instytucjonalnego.

3.2.1 Obowiązek działania w najlepiej pojętym interesie beneficjenta w prawie polskim

Istnienie obowiązku działania w interesie beneficjenta uzasadnione jest cechami relacji pomiędzy inwestorem instytucjonalnym a beneficjentem¹³⁶³. Jest to relacja o charakterze (ekonomicznej) relacji agencji, w której działania agenta (inwestora) wywierają skutki w sferze majątkowej beneficjenta. Jednocześnie, z uwagi na przysługujący inwestorowi instytucjonalnemu z konieczności zakres swobody co do realizacji czynności inwestycyjnych i nieuniknioną niekompletność kontraktu łączącego strony, wyczerpujące określenie wszystkich dopuszczalnych zachowań inwestora nie jest możliwe *ex ante*. Normy wyrażające obowiązek działania w interesie beneficjenta umiejscowione są zazwyczaj w ramach szerszego zespołu przepisów dotyczących sposobu prowadzenia działalności przez inwestorów instytucjonalnych (tzw. *conduct of business rules*)¹³⁶⁴, sformułowanych zazwyczaj jako konkretne i dość szczegółowe reguły postępowania. W tym kontekście wskazuje się na ich

¹³⁶¹ UKNF, *Pracownicze programy emerytalne w 2018 roku*, Warszawa 2019, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/RAPORT_PPE_w_2018_66737.pdf, s. 9. Brak analogicznych danych dla późniejszych lat.

¹³⁶² M. Krajewski, *Pracownicze programy emerytalne - charakterystyka prawna*, Białystok 2014, s. 297

¹³⁶³ T. Sójka (red.) *Cywilnoprawna...*, s. 29–31, 80.

¹³⁶⁴ A. F. Tuch, *Conduct of business regulation* w: N. Moloney, E. Ferran, J. Payne (red.) *Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford 2014

podwójną funkcję¹³⁶⁵. Po pierwsze, normy te stanowią dyrektywę interpretacyjną którą należy uwzględnić przy wykładni innych, szczegółowych obowiązków regulacyjnych. Po drugie, z uwagi na wskazaną niemożliwość wyczerpującego uregulowania zakresu dopuszczalnych zachowań inwestora *ex ante*, która dotyka również legislatora ustanawiającego normy prawne, zasada działania w interesie beneficjenta stanowi rodzaj „buforu bezpieczeństwa”, uzupełniającego szczegółowe reguły postępowania inwestora i pozwalającego na sankcjonowanie tych niebędących w interesie klienta zachowań, które wymykają się ich zakresowi. Jako takie, przepisy wyrażające zasadę działania w interesie beneficjenta stanowią – choć nie jest to niekontrowersyjne - samodzielne podstawy normatywne, z których wywodzić można określone nakazy lub zakazy postępowania inwestorów instytucjonalnych. W kontekście niniejszych rozważań zasadniczym pytaniem jest, czy z tego rodzaju zasad można wywodzić „obowiązek zaangażowania”.

W odniesieniu do funduszy inwestycyjnych, omawiany standard znajduje swój wyraz zarówno w przepisach dotyczących funkcjonowania samego funduszu inwestycyjnego jak i obowiązków zarządzającego nim TFI. Zgodnie z art. 3 ust. 3 u.f.i. fundusz inwestycyjny prowadzi działalność, ze szczególnym uwzględnieniem interesu uczestników, przestrzegając zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego określonych w ustawie. Jako, że sam fundusz, jako szczególna osoba prawna, której organem zarządczym jest inna osoba prawa – towarzystwo – nie może działać samodzielnie (bez działania towarzystwa)¹³⁶⁶, bardziej istotne są przepisy ustanawiające standard postępowania TFI, w szczególności art. 10 u.f.i. oraz 48 u.f.i. Zgodnie z art. 10 u.f.i., wykonując swoje zadania, towarzystwo i depozytariusz działają niezależnie i w interesie uczestników funduszu inwestycyjnego. Z kolei zgodnie z art. 48 ust. 2a u.f.i. towarzystwo jest obowiązane prowadzić swoją działalność w sposób rzetelny i profesjonalny, z zachowaniem należytej staranności i zgodnie z zasadami uczciwego obrotu, a także w najlepiej pojętym interesie zarządzanych funduszy, uczestników tych funduszy oraz klientów towarzystwa oraz w celu zapewnienia stabilności i bezpieczeństwa rynku finansowego. W odniesieniu do funduszy emerytalnych zbliżoną zasadę wyraża art. 139 ust. 1 u.o.f.f.e., zgodnie z którym fundusz lokuje swoje aktywa zgodnie z przepisami niniejszej ustawy, dążąc do osiągnięcia maksymalnego stopnia bezpieczeństwa i rentowności dokonywanych lokat. Poza wskazanymi przepisami, wyrażającymi omawianą zasadę wprost, zasada prymatu interesu uczestników funduszu inwestycyjnego i emerytalnego możliwa jest do wywiedzenia z całości regulacji każdej z przywołanych ustaw, w których wielokrotnie pojawiają się odniesienia do interesu uczestników¹³⁶⁷.

¹³⁶⁵ L. Enriques, M. Gargantini, *The overarching duty to act in the best interest of the client in MiFID II* w: D. Busch, G. Ferrarini (red.) *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, 2017, Nb. 4.18.

¹³⁶⁶ Szerzej zob. T. Sójka, M. Saczywko w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Komentarz*, red. J. Dybiński, Legalis 2023 (komentarz do art. 4).

¹³⁶⁷ Przykładowo na gruncie u.f.i., interes uczestników jest: kryterium ustalania polityki wynagrodzenia TFI za zarządzanie funduszem (art. 18 ust 4) i warunkującym możliwość outsourcingu czynności TFI (art. 45a ust. 4); jego naruszenie przez statutu jest podstawą odmowy wydania zezwolenia na utworzenie funduszu przez KNF (art.

W odniesieniu do firm inwestycyjnych należy wskazać na art. 83c ust. 1 u.o.i.f. (implementujący art. 24 ust. 1 MIFID II), zgodnie z którym firma inwestycyjna, prowadząc działalność maklerską, jest obowiązana działać w sposób rzetelny i profesjonalny, zgodnie z zasadami uczciwego obrotu oraz zgodnie z najlepiej pojętymi interesami jej klientów.

3.2.2 Regulacje dotyczące wykonywania prawa głosu przez inwestorów instytucjonalnych

Jak zaznaczono, przepisy statuujące obowiązek działania w interesie beneficjenta stanowią element szerszych zespołów przepisów regulujących sposób prowadzenia działalności przez inwestorów instytucjonalnych. W związku z tym analizę zaangażowania w kontekście tych norm należy rozpocząć od weryfikacji istnienia przepisów konkretyzujących ogólną zasadę działania w interesie inwestora co do wykonywania prawa głosu. Przepisy takie obowiązują w stosunku do funduszy inwestycyjnych. Artykuł 48 ust. 2b pkt. 7 u.f.i. stanowi, że towarzystwo, prowadząc swoją działalność jest obowiązane m.in. posiadać strategię wykonywania prawa głosu z instrumentów finansowych wchodzących w skład portfela inwestycyjnego funduszy. Obowiązek ten doprecyzowują postanowienia rozporządzenia w sprawie sposobu, trybu oraz warunków prowadzenia działalności przez TFI¹³⁶⁸. Zgodnie z § 29 pkt. 6 r.s.t.w., sposób prowadzenia przez TFI działalności w zakresie zarządzania FIO z uwzględnieniem działania w najlepiej pojętym interesie FIO i uczestników FIO określa uchwalony przez zarząd albo radę nadzorczą towarzystwa regulamin, który określa w szczególności strategię wykonywania prawa głosu z instrumentów finansowych wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych FIO. Postanowienie to rozwija §35 ust. 1 r.s.t.w., zgodnie z którym TFI ustala strategię wykonywania prawa głosu z instrumentów finansowych wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych FIO, która zawiera w szczególności postanowienia:

- 1) dotyczące sposobu monitorowania przez towarzystwo istotnych zmian w spółkach, w których przysługuje prawo głosu FIO zarządzanym przez towarzystwo;
- 2) zapewniające, że prawo głosu jest wykonywane zgodnie z celami inwestycyjnymi i polityką inwestycyjną poszczególnych FIO;
- 3) dotyczące zapobiegania konfliktom interesów wynikającym z wykonywania prawa głosu oraz zarządzania nimi.

W powyższych przepisach, posiadanie strategii wykonywania prawa głosu jest wyraźnie powiązane z działaniem w najlepiej pojętym interesie funduszu i jego uczestników. Stanowią więc one konkretyzację ogólnej zasady działania w interesie uczestnika funduszu, poprzez wskazanie, że uczynienie zadość ustanawianemu w niej standardowi obejmuje uwzględnienie wykonywania praw głosu.

23 ust. 2) oraz odmowy zezwolenia na zmianę statutu funduszu (art. 24 ust. 4), a także pojawia się w kontekście różnych podstaw odmowy wydania zezwolenia na utworzenie TFI (art. 61).

¹³⁶⁸ 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. 2024 poz. 2; „r.s.t.w.”).

Analogicznych przepisów brak w odniesieniu do firm inwestycyjnych.

3.2.3 Wywodzenie „obowiązku zaangażowania” z obowiązku działania w najlepiej pojętym interesie beneficjenta

Jak wskazano powyżej, przepisy regulujące funkcjonowanie określonych rodzajów inwestorów instytucjonalnych szczegółowo odnoszą się do kwestii wykonywania prawa głosu, w sposób sugerujący, że inwestorzy powinni co najmniej monitorować spółki, w które dokonują inwestycji oraz posiadać politykę wykonywania prawa głosu (co zakłada z kolei jego wykonywanie, przynajmniej w niektórych przypadkach).

Podobne obowiązki można by jednak wywieść, jak się wydaje, z ogólnego obowiązku działania w najlepiej pojętym interesie beneficjenta. W doktrynie wskazuje się – zarówno na gruncie art. 10 u.f.i.¹³⁶⁹, jak i analogicznego przepisu art. 83c ust. 1 u.o.i.f.¹³⁷⁰ - że zasada działania w najlepszym interesie beneficjenta powinna być rozumiana szeroko jako obejmująca całość działalności inwestora instytucjonalnego. Sporne jest jednak, czy zasada działania w interesie beneficjenta może być samoistną podstawą wywodzenia określonych pozytywnych obowiązków inwestora, czy też powinna być rozumiana jedynie jako dyrektywa interpretacyjna przepisów ustanawiających szczegółowo określone obowiązki inwestorów - z perspektywy publicznoprawnej¹³⁷¹ - bądź też - z perspektywy prywatnoprawnej - jedynie jako norma dookreślająca sposób wykonania zobowiązania inwestora instytucjonalnego wobec beneficjentów, która nie może być samodzielnią podstawą normatywną roszczeń beneficjenta¹³⁷².

Pogląd, że zasada działania w najlepszym interesie inwestora jest jedynie dyrektywą interpretacyjną należy odrzucić jako nadmiernie zawężający jej sens. Jej funkcjonalne uzasadnienie jako klauzuli generalnej będącej samodzielnym normatywnym źródłem obowiązków inwestora wynika ze wskazanej powyżej natury relacji łączącej go z beneficjentami. Na gruncie prawa administracyjnego, takie zawężenie odrzucane jest przez

¹³⁶⁹ „Przez działanie w czyimś interesie należy rozumieć działanie mające na celu osiągnięcie pewnej korzyści lub uniknięcie uszczuplenia praw, które, z uwagi na brak definicji ustawowej, powinno być rozumiane wielopłaszczyznowo. (...) przez działanie w interesie uczestników należy rozumieć podejmowanie przez TFI, działające w imieniu funduszu, wszelkich czynności w celu zapewnienia możliwie najszerzej ochrony praw inwestorów”, tak J. Kmieć w: A. Kidyba (red.) *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz. Tom I. Art. 1–157*, LEX 2018 (art. 10, pkt. 5).

¹³⁷⁰ „Obowiązek działania *in favorem contrahendi* należy rozumieć szeroko, w zakresie podmiotowym i przedmiotowym” tak Zacharzewski w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...* (art. 83c, Nb. 7), aprobuje Michór w: T. Sójka (red.) *Obrót...*, s. 566.

¹³⁷¹ Tak M. Dyl, *Oddziaływanie art. 10 u.f.i. w świetle ustawowych obowiązków depozytariusza funduszu inwestycyjnego*, PPH nr 6/2022.

¹³⁷² W tym kierunku Zacharzewski w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku...* (art. 83c, Nb. 16): „Obowiązek uwzględniania najlepiej pojętego interesu klienta sprowadza się więc po prostu do obowiązku wykonywania zobowiązań (*pacta sunt servanda*) oraz powstrzymywania się od czynów niedozwolonych. Omawiana powinność nie ma więc znaczenia samoistnego jako uniwersalna powinność firmy inwestycyjnej występującej w charakterze dłużnika. Jest więc bardziej wskazówką przy ocenie skutków niewykonania zobowiązania przez firmę inwestycyjną”. Szerzej nt. dwójki natury przepisów typu *conduct of business*, które mają zasadniczo publicznoprawną proveniencję i charakter, jednak oddziałują również na stosunki obligacyjne zob. T. Sójka (red.) *Cywilnoprawna...*, s. 37–44.

KNF, która przyjmuje, że możliwe jest przypisanie podmiotom nadzorowanym odpowiedzialności za naruszenie tego ogólnego obowiązku¹³⁷³. Na gruncie prywatnoprawnym natomiast należy po pierwsze zauważyć, że treść zasady działania w interesie beneficjenta wykracza dalece poza ogólne unormowanie sposobu wykonywania zobowiązań zawarte w art. 354 §1 KC, które nie wymaga przez stronę umowy działania w interesie kontrahenta¹³⁷⁴. Równocześnie należy przyjąć, że zasada ta może stanowić, w oparciu o art. 56 KC, podstawę określonych pozytywnych a niewyrażonych wprost w ustawie obowiązków umownych inwestora wobec beneficjenta¹³⁷⁵. Warto zauważyć, że w orzecznictwie, z ogólnej zasady lojalności kontraktowej wywodzi się w wyjątkowych sytuacjach określone obowiązki pozytywne (najczęściej ujawnienia określonych informacji) nawet w przypadku relacji niemających charakteru powierniczego, lub takich gdzie jego nasilenie jest znikome¹³⁷⁶. Względy funkcjonalne tym bardziej przemawiają za możliwością wywodzenia takich obowiązków w relacjach o charakterze powierniczym.

Perspektywa odpowiedzialności administracyjno- lub cywilnoprawnej wynikającej z tak ogólnie sformułowanej klauzuli generalnej może być dla inwestora instytucjonalnego niekomfortowa. Obawy te powinna ograniczać jednak świadomość, że wywodzenie pozytywnych obowiązków z ogólnej zasady działania w najlepszym interesie beneficjenta musi uwzględniać społeczno-gospodarcze przeznaczenie uprawnień beneficjentów (art. 5 KC), naturę łączącego strony stosunku prawnego, oraz w odpowiednim zakresie postanowienia umów (w tym statutów) łączących inwestora z beneficjentem. Nie jest więc tak, że z zasady działania w interesie inwestora można wywieść dowolne obowiązki¹³⁷⁷, choć niewątpliwie obowiązki te ujmowane są w doktrynie szeroko, ze względu na fundamentalny charakter

¹³⁷³ Zob. UKNF, *Komunikat UKNF dotyczący obowiązków depozytariuszy funduszy inwestycyjnych*, 19.07.2019 r., w którym Urząd podkreślił, w odniesieniu do wymogu niezależności działania depozytariusza z art. 10 u.f.i., że „fakt, że ustawodawca zdecydował się określić ten obowiązek poprzez zastosowanie klauzuli generalnej nie wpływa na istnienie odpowiedzialności administracyjnej podmiotu, który go naruszył”, co można z powodzeniem odnieść również do klauzuli działania w interesie uczestnika. W odniesieniu do art. 24 ust. 1 MIFID II tak też L. Enriques, M. Gargantini, *The overarching...* (Nb. 4.19 i n.).

¹³⁷⁴ T. Sójka (red.) *Cywilnoprawna...*, s. 75.

¹³⁷⁵ W tym kierunku na gruncie ustawy o funduszach powierniczych z 1991 r. Sobolewski w: M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o...*, s. 91 „Za naruszenie normy wyrażonej w art. 97 należy uznać nie tylko działanie pozytywne wbrew interesowi uczestników funduszu, ale także nie podejmowanie działań, które według rozsądnej oceny optymalizowałyby zarządzanie funduszem”. Podobnie, jak się wydaje, A. Chłopecki w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Komentarz*, red. J. Dybiński, Legalis 2023 (art. 10, Nb. 13)., „za działanie w interesie uczestnika funduszu uznaje się takie działanie, które podejmowane jest w celu osiągnięcia skutku o charakterze ekonomicznym, którego osiągnięcia uczestnik funduszu mógł oczekiwać”.

¹³⁷⁶ Zob. przegląd orzecznictwa przedstawiony przez J. Kornas, *Zasada i obowiązki lojalności kontraktowej jako standard wykonania zobowiązania (art. 354 k.c.) w orzecznictwie Sądu Najwyższego w: Ochrona strony słabszej stosunku prawnego. Księga jubileuszowa ofiarowana profesorowi Adamowi Zielińskiemu*, Warszawa 2016

¹³⁷⁷ Jak słusznie podkreśla A. Chłopecki w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Komentarz*, red. J. Dybiński, Legalis 2023 (art. 10, Nb. 15) absolutyzacja zasady działania w najlepiej pojętym interesie beneficjenta (uczestnika funduszu) mogłaby prowadzić do absurdalnych wniosków, np. że towarzystwo czy depozytariusz nie powinni pobierać opłat za świadczone przez siebie usługi. Takie rozumienie najlepszego interesu byłoby jednak zupełnie oderwane od szerszego kontekstu relacji pomiędzy uczestnikami funduszu a tymi podmiotami, zob. też wskazywane przez autora okoliczności jakie należy uwzględnić przy wykładni klauzuli działania w najlepszym interesie uczestnika (ibid, Nb. 13).

zasady działania w interesie uczestnika. Aktywne wykonywanie prawa głosu i innych uprawnień korporacyjnych, jak również podejmowanie pozostałych działań objętych pojęciem zaangażowania inwestorów, niewątpliwie mieści się w tym zakresie¹³⁷⁸.

Konkludując, uzasadniona jest teza, że obowiązek działania w najlepiej pojętym interesie beneficjenta obejmuje również sferę zaangażowania inwestora w nadzór korporacyjny spółek portfelowych, a więc przede wszystkim ich odpowiednie monitorowanie a także wykonywanie uprawnień korporacyjnych, w szczególności prawa głosu. Wniosek taki ma jednak ograniczoną użyteczność praktyczną – tak rozumiany obowiązek zaangażowania również ma naturę normy-zasady, która podlega konkretyzacji w określonym stanie faktycznym i pozostawia inwestorowi pewien margines swobody co do oceny działań podejmowanych w obszarze zaangażowania. Tego typu normy klasyfikowane i konkretyzowane są w orzecznictwie sądowym, co zależy jednak od aktywności powodów, na którą trudno liczyć w odniesieniu do kwestii zaangażowania (zob. pkt. 3.3.2. poniżej), jak również w ramach działań nadzorczych KNF. Z pewnością można przyjąć, że zupełne zaniedbanie tego aspektu przez inwestora – np. brak posiadania odpowiednich polityk czy brak wykonywania prawa głosu z portfela o znacznej wartości przez dłuższy czas – stanowić będzie naruszenie obowiązku zaangażowania. Jednak poza tego typu skrajnymi przypadkami ciężko o sformułowanie szczegółowych, konkretnych nakazów i zakazów dotyczących zaangażowania. W związku z nieuniknioną koniecznością przyznania inwestorowi pewnego marginesu swobody w tym zakresie, dla oceny, czy wykonuje on zaangażowanie w najlepiej pojętym interesie beneficjenta, duże znaczenie będzie miał też ogólny proces wykonywania zaangażowania (per analogiam art. 483 § 3 KSH).

Ponadto, należy uznać, że implementacja przepisów SRD II dotycząca zaangażowania do polskiego prawa, pomimo iż nie obejmuje nałożenia na inwestorów materialnoprawnego obowiązku zaangażowania, ma wpływ na stosowanie ogólnej klauzuli interesu beneficjenta w odniesieniu do obszaru zaangażowania. Sugeruje ona, że prawodawca postrzega zaangażowanie jako korzystne i pożądane, również z punktu widzenia interesów beneficjentów.

3.2.4 Dyrektywy wykonywania prawa głosu przez inwestora instytucjonalnego

Pomimo niedookreślonego charakteru zasady działania w najlepszym interesie beneficjenta, na podstawie przeprowadzonych powyżej rozważań, można sformułować następujące dyrektywy postępowania inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do wykonywania prawa głosu:

¹³⁷⁸ Tak w kontekście firmy inwestycyjnej świadczącej usługę zarządzania portfelem *expressis verbis* T. Sójka (red.) *Cywilnoprawna...*, s. 253, z zastrzeżeniem, że chodzi o sytuację, gdzie w związku z przyjętym modelem umowy, firma dysponuje głosem z instrumentów znajdujących się portfelu. Można nawet stwierdzić, że w odniesieniu do firm inwestycyjnych - gdzie brak przepisów wprost odnoszących się do wykonywania prawa głosu w przypadku świadczenia usługi zarządzania portfelem analogicznych do przywołanych przepisów u.f.i. – że wykonywanie prawa głosu stanowi paradygmatyczny przykład obowiązku firmy inwestycyjnej dla którego brak szczegółowej podstawy normatywnej, a które należy wywieść z ogólnej zasady działania w interesie beneficjenta (klienta).

1. Prawo głosu i inne uprawnienia korporacyjne posiadają wartość ekonomiczną, która stanowi część aktywów, jakimi inwestorzy instytucjonalni zarządzają w interesie swoich beneficjentów. W związku z tym powinny one być wykonywane w wyłącznym interesie beneficjenta.
2. Wykonywanie uprawnień korporacyjnych powinno być zasadą, jednak inwestor może od niego odstąpić, jeżeli jest to uzasadnione interesem beneficjentów. Inwestor nie ma więc obowiązku głosowania z każdej akcji, jednak powinien on być w stanie uzasadnić brak wykonywania prawa głosu.
3. Wykonywanie zaangażowania powinno być prowadzone zgodnie z podwyższonym standardem należytej staranności wynikającym z zawodowego charakteru działalności inwestora. Oznacza to, że działania inwestora dotyczące zaangażowania powinny być dokonywane na podstawie odpowiednich informacji, analiz i opinii, które powinny być w danych okolicznościach uwzględnione przy dokonywaniu starannej oceny oraz w oparciu o należyte monitorowanie przez niego spółki.
4. Zachowanie należytej staranności wymaga posiadania odpowiednich procesów i polityk dotyczących zaangażowania, a także dysponowania zasobami proporcjonalnymi do potrzeb w tym zakresie.
5. Inwestor powinien dokumentować najważniejsze aspekty zaangażowania i przekazywać beneficjentom relewantne informacje na jego temat co najmniej na ich żądanie.
6. Inwestor może i powinien, jeżeli uzna to za konieczne z perspektywy interesu beneficjentów, podejmować formy zaangażowania wykraczające poza rutynowe monitorowanie spółki i wykonywanie prawa głosu.

3.3 Skuteczność obowiązków informacyjnych w pobudzaniu zaangażowania akcjonariuszy – perspektywy egzekwowania zaangażowania

Podstawowym celem SRD II, co podkreśla już sama nazwa dyrektywy, jest zachęcanie akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania. Taką też funkcję ma pełnić obowiązek publikacji polityki zaangażowania. Pomimo, że obowiązek ten po części można postrzegać jako formę charakterystycznej dla prawa rynku kapitałowego regulacji ukierunkowanej na ochronę inwestorów – w tym kontekście: beneficjentów - poprzez obowiązki informacyjne zmniejszające asymetrię informacji, w istocie jest to akt z zakresu prawa spółek, którego celem jest kształtowanie ładu korporacyjnego spółek giełdowych, poprzez zmianę postaw ich akcjonariuszy. Samo zwiększenie przejrzystości wobec ostatecznych beneficjentów inwestorów instytucjonalnych jest instrumentalne wobec tak rozumianych celów dyrektywy¹³⁷⁹. SRD II stanowi przykład „regulacji poprzez ujawnienia” (*regulation by*

¹³⁷⁹ H. S. Birkmose, *Duties imposed on specific shareholders only, and enforcement implications w: Enforcing Shareholders' Duties*, Cheltenham 2019, s. 57 (*Duties set out in the SRD II seem to be imposed on a subset of shareholders as a transformative tool capable of changing the behaviour of this group*); J. Koch, *Der Kapitalanleger als Corporate Governance-Akteur im Rahmen der neuen §§ 134 a ff. AktG*, BKR nr 1/2020, s. 2.

disclosure)¹³⁸⁰, polegającej na nakładaniu obowiązków informacyjnych celem osiągnięcia zmian w działaniach i postawach podmiotów regulowanych, bez nakładania na nich wprost zakazów lub nakazów postępowania.

W konsekwencji realną miarą sukcesu SRD II jest to, czy wprowadzone przezeń obowiązki mogą skutkować zwiększeniem zaangażowania inwestorów instytucjonalnych. W ten właśnie sposób rozumiane jest „egzekwowanie zaangażowania” w niniejszej sekcji pracy (co wykracza poza egzekwowanie samego obowiązku dokonania ujawnień). Problem sprowadza się więc do tego, czy ujawnienia dokonywane na podstawie SRD II mogą stanowić podstawę mechanizmów skutkujących zwiększeniem zaangażowania akcjonariuszy. Poniżej rozważane są dwa rodzaje takich mechanizmów: mechanizmy rynkowe oraz odpowiedzialność cywilnoprawna związana z ujawnieniami.

3.3.1 Egzekwowanie zaangażowania poprzez dyscyplinę rynkową

W związku z poleganiem przez SRD II na obowiązkach informacyjnych jako głównej technice regulacyjnej, zasadne jest przypomnienie podstawowych założeń dotyczących funkcjonowania mechanizmów warunkujących ich skuteczność. Nawet gdy celem określonych obowiązków informacyjnych nie jest wprost zmiana postaw podmiotów objętych obowiązkami dokonania ujawnień, obowiązki informacyjne opierają się na założeniu, że istnieje grono odbiorców informacji podlegających ujawnieniu, które będzie w stanie czynić z nich adekwatny użytek. W kontekście informacji ujawnianych inwestorom użytek ten polega na oparciu swoich decyzji inwestycyjnych o ujawniane informacje. Prowadzi to do wytworzenia się tzw. dyscypliny rynkowej (*market discipline*), czyli sytuacji, w której negatywne reakcje inwestorów na ujawniane przez zobowiązany podmiot informacje wiążą się dla ujawniającego z negatywnymi konsekwencjami, co mobilizuje ten podmiot do określonych zmian w jego zachowaniu¹³⁸¹. Mechanizm ten stoi m.in. u podstaw obowiązku publikowania przez spółki oświadczeń o stosowaniu giełdowych kodeksów ładu korporacyjnego - opiera się on na założeniu, że inwestorzy reagować będą negatywnie na niski stopień zgodności spółki z tego typu kodeksem (albo przynajmniej na niską jakość wyjaśnień powodów braku jego stosowania), co znajdzie odzwierciedlenie w kursie akcji, a w konsekwencji zachęci spółki do wdrażania dobrych praktyk¹³⁸².

Nasuwa się więc pytanie, czy w odniesieniu do ujawnień wymaganych na gruncie SRDI I można liczyć na działanie tego typu mechanizmu dyscypliny rynkowej. Innymi słowy, czy

¹³⁸⁰ L. Enriques, S. Gilotta, *Disclosure...*, s. 530–531, s. 530-531; P. J. Dalley, *The use and misuse of disclosure as a regulatory system*, Florida State University Law Review nr 4(34)/2006.

¹³⁸¹ Pisząc w kontekście ujawnień banków. dot adekwatności kapitałowej M. J. Flannery, R. R. Bliss, *Market discipline in regulation: Pre-and post-crisis* w: A. N. Berger, P. Molyneux, J. O. S. Wilson (red.) *Oxford Handbook of Banking*, Oxford 2019, s. 739-740, definiują dyscyplinę rynkową jako (1) „monitorowanie”, które wymaga „prawdziwych i zrozumiałych informacji o działalności firmy, oraz bodźców dla posiadaczy jej instrumentów finansowych do ich przyswajania i przetwarzania” oraz (2) „wywieranie wpływu”, co polega na tym, że „podmioty monitorujące wywierają również presję, w celu skorygowania niepożądanych zachowań”. Zob. też M. F. Hellwig, *Market...*

¹³⁸² W tym przedmiocie zob. I. MacNeil, X. Li, *“Comply...”*

można realistycznie oczekiwać, że beneficjenci inwestorów instytucjonalnych – gdyż to oni, jak należy założyć, są najważniejszymi odbiorcami tych ujawnień (zob. motyw 16 SRD II) – będą aktywnie czynić z nich użytek, w ten sposób, że będą monitorować ich treść i faworyzować inwestorów deklarujących i przejawiających wysoki poziom zaangażowania.

Jest to wątpliwe, po części z uwagi na cechy beneficjentów inwestorów instytucjonalnych, a po części ze względu na sam kształt wprowadzonych w SRD II obowiązków informacyjnych.

i) *Ograniczenia beneficjentów*

Jak wykazują liczne badania empiryczne, inwestorzy detaliczni, powierzający swoje środki instytucjom zbiorowego inwestowania przejawiają zasadniczo niskim stopień wiedzy i świadomości finansowej i kierują się w swoich decyzjach inwestycyjnych w przeważającej mierze historycznymi wynikami finansowymi funduszy¹³⁸³. W zdecydowanej większości nie przywiązują oni w ogóle wagi do problemu zaangażowania zarządzających w ład korporacyjny spółek, w które lokują oni ich środki, w konsekwencji czego nie mają odpowiedniej motywacji do analizowania polityki zaangażowania danego funduszu¹³⁸⁴. Nie mają też odpowiedniej wiedzy i kompetencji do oceny skomplikowanych ujawnień dotyczących strategii inwestycyjnej i innych aspektów działania funduszu. Warto też zauważyć, że odpowiedni monitoring zarządzających pod kątem zaangażowania nie mógłby sprowadzać się jedynie do jednorazowego zapoznania się z polityką zaangażowania przed podjęciem decyzji o inwestycji – beneficjenci musieliby cyklicznie monitorować sprawozdania z realizacji polityki zaangażowania, pod kątem zgodności z zadeklarowaną przez zarządzającego polityką i odpowiedniego poziomu „ambicji” w obszarze zaangażowania, co wydaje się jeszcze mniej realistyczne.

Ponadto, nawet w hipotetycznym przypadku materializacji takiego scenariusza, pojawia się pytanie o to co przywiązujący dużą wagę do zaangażowania beneficjent mógłby zrobić, w przypadku niezadowolenia z praktyki „jego” zarządzającego w obszarze zaangażowania. Z dwóch powszechnie wyróżnianych sposobów oddziaływania na organizacje - „głosu” (*voice*)

¹³⁸³ Zob. przeglądy literatury empirycznej w J. E. Fisch, *Rethinking the regulation of securities intermediaries*, University of Pennsylvania Law Review 2010, s. 1992 oraz A. Palmiter, *Who are mutual fund investors?* w: *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*, Cheltenham 2018 (autor podsumowuje, że przeciętny inwestor w fundusze inwestycyjne „nie ma wiedzy o cechach funduszu, nie przywiązuje uwagi do ryzyk (i szans) różnych klas aktywów i jest najczęściej niewrażliwy na opłaty za zarządzanie”, s. 112). Do podobnych wniosków doszli autorzy badania inwestorów w produkty detaliczne na rynku europejskim, N. Chater, S. Huck, R. Inderst, *Consumer decision-making in retail investment services: A behavioural economics perspective*, Report to the European Commission/SANCO 2010, s. 158 – „jedynie jedna trzecia nabywców oświadczyła, że przeanalizowali ofertę więcej niż jednego sprzedawcy, porównali więcej niż jeden produkt danego sprzedawcy czy też że zapoznali się ze wszystkimi dostępnymi informacjami o produkcie”. Autorzy innego badania konkludują: *simplistic performance chasing best explains aggregate flows to the mutual fund space and flows across funds*, I. Ben-David i in., *What do mutual fund investors really care about?*, The Review of Financial Studies nr 4(35)/2022.

¹³⁸⁴ D. Zetzsche, *Pflichten...*, s. 643; A. R. Palmiter, *Mutual fund voting of portfolio shares: Why not disclose*, Cardozo Law Review nr (23)/2001, s. 1470; K. U. Schmolke, *Institutional Investors' Mandatory Voting Disclosure: The Proposal of the European Commission against the Background of the US Experience*, EBOR nr 4(7)/2006.

oraz „wyjścia” (*exit*)¹³⁸⁵, żaden nie wydaje się realistyczny w przypadku uczestników funduszy inwestycyjnych i emerytalnych. Realizacja strategii „głosu” z kolei byłaby możliwa gdyby po pierwsze, beneficjentom przysługiwały odpowiednie uprawnienia korporacyjne, za pomocą których mogliby oni wpływać na zarządzających funduszami inwestycyjnymi i emerytalnymi, a po drugie – zakładając istnienie krytycznej masy beneficjentów zainteresowanych działaniem w tym obszarze – byłiby oni w stanie przełamać racjonalną apatię i inne problemy działań zbiorowych w celu wykorzystania tych uprawnień. Żaden z tych warunków nie jest jednak spełniony – uprawnienia korporacyjne uczestników funduszy inwestycyjnych otwartych i funduszy emerytalnych są rudymenarne¹³⁸⁶; nawet jednak gdyby było inaczej motywacja beneficjentów do wykorzystania ich w celu „lobbowania” zarządzającego do zwiększenia zaangażowania byłaby wątpliwa z uwagi na dobrze znane problemy działań zbiorowych i perspektywę łatwego wyjścia w inwestycji¹³⁸⁷. Bardziej realistyczna wydaje się opcja „wyjścia z funduszu”, czyli po prostu zażądanie umorzenia jednostek uczestnictwa i wybór innego inwestora. Jednak takie rozwiązanie, mimo że potencjalnie mniej kosztowne niż strategia głosu, również nie jest pozbawione kosztów. „Wyjście” z funduszu łączy się z koniecznością poniesienia kosztów poszukiwania innego zarządzającego - którego praktyka w obszarze zaangażowania lepiej odpowiadałaby preferencjom beneficjenta - a także z koniecznością zapłaty podatku dochodowego od wartości umorzonych jednostek inwestycyjnych funduszu¹³⁸⁸. Wątpliwe jest, żeby dla nawet największych hipotetycznych entuzjastów zaangażowania wśród beneficjentów koszty te uzasadniały „wyjście” z inwestycji.

ii) *Treść i sposób dokonywania ujawnień wymaganych przez SRD II*

Jednocześnie, przyjmując roboczo nierealistyczne założenie o istnieniu znacznej grupy beneficjentów zainteresowanych kwestią zaangażowania, należy zauważyć, że sam kształt obowiązków informacyjnych wprowadzanych przez SRD II nie wspiera efektywnej dyscypliny rynkowej w tym obszarze. Po pierwsze, informacje o polityce zaangażowania nie są przekazywane przed zawarciem umowy; zmotywowany beneficjent musiałby więc sam mieć świadomość istnienia tego typu ujawnień, a następnie odnaleźć je na stronie internetowej zarządzającego, wśród wielu innych dokumentów. Po drugie, informacje ujawniane zarówno w polityce zaangażowania jak i sprawozdaniu z jej wykonania nie są wystandaryzowane i określone jedynie dość ogólnie, co nie ułatwia dokonywania porównań pomiędzy ujawnieniami różnych zarządzających¹³⁸⁹.

Podsumowując, obowiązki informacyjne są tak skuteczne w zmianie zachowań ujawniających podmiotów jak mechanizm dyscypliny rynkowej, który ma do nich zastosowanie. W

¹³⁸⁵ Za słynnym rozróżnieniem zaproponowanym w A. O. Hirschman, *Exit,...*

¹³⁸⁶ W funduszu inwestycyjnym otwartym zgromadzenie uczestników funduszu zwołuje TFI, w celu uzyskania jego zgody na jedną z zamkniętego katalogu czynności wskazanych w art. 87a ust. 1 u.f.i.

¹³⁸⁷ Szerzej zob. J. Morley, Q. Curtis, *Taking exit rights seriously: Why governance and fee litigation don't work in mutual funds*, The Yale Law Journal nr 1(120)/2010.

¹³⁸⁸ Ibid., s. 88.

¹³⁸⁹ I. Chiu, D. Katelouzou, *Making a Case for Regulating Institutional Shareholders' Corporate Governance Roles*, 2017, <https://ssrn.com/abstract=2896748>, s. 29.

przypadku obowiązku ujawniania polityki zaangażowania trudno jednak liczyć na jej zapewnienie przez beneficjentów.

Motyw 16 SRD II wskazuje ponadto, że obowiązek publikacji polityki zaangażowania może też „zwiększyć możliwość rozliczania ich [inwestorów] wobec zainteresowanych stron i społeczeństwa obywatelskiego”. Odniesienie do interesariuszy oraz społeczeństwa obywatelskiego sugeruje tu podobną ideę co wyrażony w Walker Review pogląd o konieczności zapewnienia „społecznej legitymizacji” dla znacznego wpływu w spółkach giełdowych, jaki mają inwestorzy instytucjonalni. Pomimo, że wskazane grupy mają jeszcze mniejsze narzędzia bezpośredniego oddziaływania na inwestorów instytucjonalnych, odniesienie do nich stanowi podkreślenie społecznej odpowiedzialności inwestorów instytucjonalnych, które potencjalnie miałyby skłonić ich samych do zmiany postaw w zakresie zaangażowania. W literaturze zagranicznej sugeruje się w tym nurcie, że sam fakt nałożenia obowiązku publikacji polityki zaangażowania ma komunikować inwestorom instytucjonalnym „normatywne oczekiwanie zaangażowania”¹³⁹⁰ ze strony unijnego prawodawcy i stanowić regulacyjny „impuls” (*nudge*)¹³⁹¹ do zwiększenia zaangażowania. W konsekwencji, nawet w obliczu braku rynkowego egzekwowania zaangażowania przez beneficjentów, wymóg publikacji polityki zaangażowania ma doprowadzić niejako do internalizacji konieczności zaangażowania przez samych inwestorów i zarządzających, i wzięcia przez nich odpowiedzialności za nadzór nad spółkami portfelowymi, zgodnie z ideą *stewardship*. W najgorszym przypadku, motywacją do takiego działania mogłaby być chęć zademonstrowania przez inwestorów przyjęcia aktywnej postawy, celem zapobieżenia nałożenia na nich bardziej uciążliwych regulacji. Jest jednak mało prawdopodobne, żeby tego rodzaju „ustawowe upomnienie”, w braku skutecznych mechanizmów egzekwowania zaangażowania trwale i rzeczywiście zmieniło praktyki zarządzających w zakresie zaangażowania, w szczególności zważywszy na szereg bodźców ekonomicznych, które oddziałują w przeciwnym kierunku¹³⁹².

3.3.2 Egzekwowanie zaangażowania poprzez odpowiedzialność cywilnoprawną

3.3.2.1 Odpowiedzialność cywilnoprawna w związku z ujawnieniem wprowadzających w błąd informacji w polityce zaangażowania?

W pierwszej kolejności można rozważać odpowiedzialność inwestora wobec beneficjanta z perspektywy realizacji obowiązku informacyjnego dotyczącego polityki zaangażowania. Jedną z częściej rozpatrywanych podstaw odpowiedzialności podmiotów świadczących usługi finansowe jest odpowiedzialność za nienależyte wykonanie przedkontraktowych obowiązków

¹³⁹⁰ Tak T. Kelly, *Institutional investors as environmental activists*, JCLS nr 2(21)/2021, *passim*; I. H.-Y. Chiu, *European Shareholder Rights Directive proposals: a critical analysis in mapping with the UK Stewardship Code?*, ERA Forum nr 1(17)/2016, s. 35.

¹³⁹¹ M. B. Madsen, *Behavioural Economics in European Corporate Governance—Much Ado about Nudging?*, European Business Law Review nr 2(32)/2021.

¹³⁹² Jak konkluduje D. Ahern, *The mythical value of voice and stewardship in the EU Directive on long-term shareholder engagement: rights do not an engaged shareholder make*, Cambridge Yearbook of European Legal Studies nr (20)/2018, s. 112: *The EU’s call to long-termism and engagement presents no obvious match to basic well-established tenets of corporate governance theory*.

informacyjnych, które stanowią jedno z podstawowych narzędzi ochrony (zwłaszcza nieprofesjonalnych) uczestników rynku finansowego¹³⁹³. Naturalnie więc nasuwa się pytanie o możliwość powstania odpowiedzialności z tego tytułu w kontekście obowiązku publikacji polityki zaangażowania.

Zasadniczo w przypadku odpowiedzialności odszkodowawczej za nienależyte wykonanie obowiązków informacyjnych chodzi o sytuację, w której klient instytucji finansowej ponosi szkodę w wyniku zawarcia z nią umowy, twierdząc równocześnie, że zawarł tę umowę opierając się na nieodpowiednich ujawnieniach zwartych w polityce zaangażowania. Podnosząc roszczenia tego rodzaju, aby wykazać związek przyczynowy pomiędzy nienależytą realizacją obowiązku informacyjnego a szkodą, klient musi więc udowodnić, że gdyby zarządzający zrealizował obowiązek informacyjny odpowiednio, ten nie zawarłby z nim umowy, a w konsekwencji nie poniósł szkody. Innymi słowy, klient musi wykazać, że zawierając umowę polegał na nieodpowiednio dokonanych przez inwestora ujawnieniach¹³⁹⁴. W przypadku polityki zaangażowania nienależyte wykonanie obowiązku informacyjnego, należy rozumieć przede wszystkim jako niezgodność treści polityki ze stanem faktycznym (późniejszą jej realizacją). Zdarzeniem szkodzącym jest sam niewłaściwie wykonany obowiązek informacyjny; przyczyna późniejszej utraty wartości inwestycji, na skutek której klient poniósłby szkodę może być nie związana z zaangażowaniem, choć zazwyczaj pomiędzy treścią ujawnienia a niekorzystnym wynikiem danej umowy dla klienta istnieje powiązanie przedmiotowe.

Rozważając tę ewentualność należy w pierwszej kolejności zauważyć, że – znajdujący zastosowanie na zasadzie *comply-or-explain* – obowiązek opublikowania polityki zaangażowania nie jest wykonywany bezpośrednio wobec klienta. Polityka ta publikowana jest na stronie internetowej inwestora instytucjonalnego lub zarządzającego aktywami i żaden przepis nie przewiduje obowiązku udostępnienia jej klientowi przed zawarciem umowy. Sam ten fakt nie wyklucza jeszcze odpowiedzialności za nieodpowiednią realizację tego obowiązku. Naruszenie publicznoprawnej normy publikacji polityki zaangażowania będzie wystarczające dla uznania bezprawności działania zarządzającego, w reżimie odpowiedzialności deliktowej (art. 415 KC), który byłby właściwym reżimem dla rozpatrywania odpowiedzialności z tytułu omawianego naruszenia¹³⁹⁵.

¹³⁹³ L. Enriques, S. Gilotta, *Disclosure...*; N. Moloney, *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK*, Cambridge University Press 2010, s. 288 i n.; J. Dybiński, *Ochrona klienta na rynku usług inwestycyjnych* w: M. Stec (red.) *Prawo instrumentów finansowych. System Prawa Handlowego. Tom 4.*, Warszawa 2016, s. 1396 i n.

¹³⁹⁴ T. Sójka (red.) *Cywilnoprawna...*, s. 107; P. Tereszkievicz, *Obowiązki informacyjne w umowach o usługi finansowe*, Warszawa 2014, s. 641. W literaturze anglojęzycznej przesłankę tę określa się właśnie mianem *reliance*, zob. z perspektywy prawoporównawczej E. Vandendriessche, *Investor losses: a comparative legal analysis of causation and assessment of damages in investor litigation*, Cambridge - Antwerp - Portland 2015, s. 188.

¹³⁹⁵ T. Sójka (red.) *Cywilnoprawna...*, s. 106; P. Tereszkievicz, *Obowiązki...*, s. 247. Z uwagi na przyjmowaną w przeważającym poglądzie doktryny i w orzecznictwie koncepcję bezprawności bezwzględnej, nie ma przy tym

Jednak poza kwestią bezprawności, klient występujący z roszczeniem odszkodowawczym będzie musiał wykazać jeszcze pozostałe przesłanki odpowiedzialności, w szczególności związek przyczynowy pomiędzy nieodpowiednim ujawnieniem a poniesioną przez niego szkodą, który, jak już wspomniano opiera się na wykazaniu, że gdyby inwestor dokonał odpowiedniego ujawnienia swojej polityki zaangażowania, nie zawarłby on z nim umowy; innymi słowy klient musi wykazać, że opierał swoją decyzję o zawarciu umowy na nieprawidłowo dokonanych ujawnieniach. W kontekście obowiązków przedkontraktowych, jest to zdecydowanie łatwiejsze z uwagi na przyjmowane *implicite* w normach mających chronić interesy klienta założenie, że podejmuje on, albo przynajmniej powinien podejmować decyzję o zawarciu umowy dysponując informacjami, których przekazanie przed zawarciem umowy nakazują przepisy. Wynika to również z natury informacji, których przekazania klientowi wymagają przepisy regulujące ujawnienia przedkontraktowe, które dotyczą zazwyczaj kwestii bezpośrednio wpływających na skłonność do zawarcia umowy, w szczególności takich jak informacje o ryzyku, braku gwarancji uzyskania określonego zwrotu z inwestycji, możliwości utraty zainwestowanego kapitału itp.

W doktrynie dopuszcza się przyjmowanie w odniesieniu do ujawnień tego typu informacji domniemań dotyczących winy instytucji finansowej lub też domniemania istnienia adekwatnego związku przyczynowego pomiędzy ujawnieniem a decyzją inwestycyjną klienta (innymi słowy, domniemania o poleganiu klienta na nieodpowiednio dokonanych ujawnieniach)¹³⁹⁶. Jak się wydaje podstawy do przyjmowania tego typu rozwiązań w przypadku obowiązku publikacji polityki zaangażowania nie są zbyt silne, z uwagi na fakt, że nie chodzi tu o informacje przedkontraktowe. Klient musiałby więc samodzielnie udowodnić, że i) zapoznał się on z polityką zaangażowania przed podjęciem decyzji o dokonaniu inwestycji, i oparł tę decyzję o treść tej polityki; ii) że ujawnienia dotyczące tej polityki były nieodpowiednie, tj. zasadniczo niezgodne z prawdą w świetle następczej praktyki zarządzającego w zakresie zaangażowania; iii) że gdyby ujawnienia były odpowiednie, nie zawarłby on umowy z zarządzającym lub zawarłby umowę o innej treści, albo zawarł umowę z innym podmiotem, a w skutek tego nie poniósłby szkody, lub poniósłby szkodę w mniejszej wysokości.

Udowodnienie każdej z tych okoliczności byłoby w praktyce niewątpliwie bardzo trudne. Po pierwsze, wykazanie samego faktu nieodpowiedniości dokonanych przez zarządzającego ujawnień byłoby trudne z uwagi na bardzo ogólne wymogi co do treści polityki zaangażowania.

potrzeby badania jaki interes chroni naruszona norma publicznoprawna, zob. *Lackoroński/Raczkowski w: Kodeks cywilny. Komentarz*, red. K. Osajda, wyd. 32, 2022 Legalis (art. 415, Nb. 46 – 64); M. Kaliński, *Szkoda na mieniu i jej naprawienie*, Warszawa 2021, s. 56 i n.. W konsekwencji wątpliwości co do tego na ile ujawnienia dot. zaangażowania mają na celu ochronę interesu beneficjentów nie stoją na przeszkodzie ustalenia potencjalnej odpowiedzialności odszkodowawczej za nienależyte ich wykonanie.

¹³⁹⁶ Prawnoporównawczo zob. E. Vandendriessche, *Investor...*, s. 192 i n. oraz P. Tereskiewicz, *Obowiązki...*, s. 667–673, z odniesieniem do prawa polskiego. Ostrożniej T. Sójka (red.) *Cywilnoprawna...*, s. 107, przyjmując zasadność stosowania domniemania co do bezprawności działania inwestora (wykonania obowiązku informacyjnego niezgodnie z wymogami prawa), jednak już nie co do związku przyczynowego (pomiędzy wadliwym ujawnieniem lub jego brakiem a decyzją inwestycyjną).

Polityka z natury określa jedynie kierunkowo stosunek zarządzającego do problematyki zaangażowania, pozostawiając mu dużą swobodę postępowania w konkretnych przypadkach, co znacząco utrudnia wykazanie, że ujawnienia były niezgodne ze stanem faktycznym. Po drugie, wykazanie faktu polegania na nieodpowiednich ujawnieniach odnośnie polityki zaangażowania wymagałoby wykazania przez klienta, że rzeczywiście te informacje były kluczowe dla jego decyzji inwestycyjnej, co w praktyce wydaje się mało prawdopodobne¹³⁹⁷. Po trzecie, na potrzeby dyferencyjnego badania szkody, istotne jest pytanie o hipotetyczną alternatywną inwestycję, na którą klient zdecydowałby się gdyby ujawnienia zostały dokonane poprawnie¹³⁹⁸. Klient musiałby udowodnić, że taka alternatywna inwestycja byłaby dla niego korzystniejsza, co byłoby o tyle trudne, że polityka zaangażowania nie łączy się inherentnie z ryzykiem czy potencjalną stopą zwrotu z inwestycji. Prawdopodobieństwo wykazania przez klienta wszystkich przesłanek szkody jest więc bardzo niskie¹³⁹⁹.

3.3.2.2 Odpowiedzialność odszkodowawcza wobec beneficjentów za szkody powstałe w wyniku braku/nieprawidłowego wykonywania zaangażowania?

Wobec braku perspektyw egzekwowania zaangażowania na podstawie odpowiedzialności za nieodpowiednie ujawnienia przedkontraktowe, można rozważyć pytanie, czy inwestorzy instytucjonalni oraz zarządzający aktywami mogą ponosić odpowiedzialność odszkodowawczą za ewentualne szkody wynikłe z braku ich zaangażowania w ład korporacyjny. Podstawą takiej odpowiedzialności nie byłoby nieodpowiednie wykonanie obowiązków informacyjnych, a prowadzące do szkody (obniżenia wartości aktywów) naruszenie materialnoprawnego obowiązku zaangażowania, który, jak argumentowano powyżej, można wywodzić z ogólnego obowiązku działania w najlepszym interesie klienta (pkt. 3.2.).

Już pobieżna analiza tego problemu prowadzi do wniosku, że taką odpowiedzialność należy wykluczyć. Przed przystąpieniem do analizy zaistnienia odpowiednich przesłanek odpowiedzialności odszkodowawczej, warto rozważyć kilka praktycznych „scenariuszy”, których mogłyby dotyczyć rozważane tu roszczenia. Można tu wyobrazić sobie sytuacje, w których inwestor nie monitoruje należycie spółki, np. w aspekcie zarządzania ryzykiem czy strategii, a spółka popada w problemy finansowe, które – jak mogą twierdzić klienci inwestora, byłyby do uniknięcia gdyby z odpowiednim wyprzedzeniem i w sposób odpowiednio stanowczy zainterweniował on w spółce celem korekty jej działań. Można też wskazać na brak należytego nadzoru inwestorów nad transakcjami spółki z podmiotami powiązanymi.

¹³⁹⁷ Podobnie T. Sójka (red.) *Cywilnoprawna...*, s. 107 ze wskazaniem na „zdepersonalizowany i wysoce ogólny charakter większości przedkontraktowych obowiązków informacyjnych” jako przeszkodę w wykazaniu polegania na nich przez klienta.

¹³⁹⁸ Ibid., s. 108–109; P. Tereszkiewicz, *Obowiązki...*, s. 645 i n.

¹³⁹⁹ Do podobnych wniosków dochodzą komentatorzy w literaturze niemieckiej: J. Koch, *Der...*, s. 3, 8; *Illhardt* w: K. Schmidt, M. Lutter (red.) *Aktiengesetz...*, s. 2316 (§134b, Nb. 24); *Stiegler* w: T. Wachter (red.) *Kommentar...*, s. 1130 (§134b, Nb. 24).

Scenariusze te nasuwają automatycznie szereg wątpliwości w kontekście potencjalnej odpowiedzialności odszkodowawczej za brak lub nienależyte zaangażowanie inwestora. Dwie następujące wydają się fundamentalne. Po pierwsze, we wszystkich tych przypadkach podmiotem bezpośrednio poszkodowanym działaniami których miałyby nie zapobiec zaangażowanie inwestora jest sama spółka. Zgodnie z ogólną zasadą braku kompensacji w polskim prawie szkody pośredniej¹⁴⁰⁰, odszkodowania za szkody w tych tego typu sytuacjach nie mogliby się zasadniczo domagać nawet bezpośredni akcjonariusze spółki¹⁴⁰¹, a tym bardziej, jak się wydaje „akcjonariusze pośredni”, od zarządzającego inwestującego w ich imieniu lub na ich rachunek. Jedynym podmiotem uprawnionym do dochodzenia naprawienia szkody byłaby w sytuacjach tego typu sama spółka. Jest to więc kwestia ewentualnej odpowiedzialności odszkodowawczej akcjonariusza wobec spółki. Wniosek, że pośredni charakter szkody wyrządzonej zwalnia z konieczności prowadzenia analizy w odniesieniu do pozostałych przesłanek odpowiedzialności odszkodowawczej, których zaistnienie, w kontekście „odpowiedzialności za brak zaangażowania” jest również *prima facie* problematyczne. Ta odpowiedzialność odszkodowawcza miałaby być odpowiedzialnością za wywieranie wpływ na spółkę. W Rozdz. 4 przeanalizowano już potencjalne podstawy prawne takiej odpowiedzialności i wskazano na zasadnicze problemy związane ze stosowaniem art. 422 KSH w tym kontekście¹⁴⁰².

3.4 Po SRD II – zaangażowanie inwestorów w unijnych regulacjach z zakresu zrównoważonych finansów

Jak wskazano powyżej, głównym celem SRD II było kształtowanie postaw inwestorów instytucjonalnych tak, aby realizowali oni model zaangażowania uznany za pożądany przez

¹⁴⁰⁰ Wyr. SN z 11.12.2008 r., sygn.. IV CSK 349/08; M. Kaliński, *Szkoda...*, s. 69.

¹⁴⁰¹ Pogląd ten nie pozostaje jednak bez kontrowersji, zob. A. Chłopecki, *Szkoda poniesiona przez spółkę akcyjną a szkoda poniesiona przez akcjonariusza w świetle przepisów kodeksu spółek handlowych i kodeksu cywilnego*, PPH nr 5/2009. SN w wyr. z 22 czerwca 2012 r., sygn. V CSK 338/11 dopuścił wytaczanie powództwa odszkodowawczego za szkodę wyrządzoną spółce przez akcjonariusza, z uwzględnieniem jednak „istnienia niezrealizowanego roszczenia odszkodowawczego spółki wobec sprawcy szkody i brak aktywności akcjonariusza co do wytoczenia powództwa o naprawienie szkody wyrządzonej spółce”.

¹⁴⁰² Do omawianego problemu można też podejść inaczej – beneficjenci inwestora instytucjonalnego, których jednostki uczestnictwa lub portfele straciłyby na wartości, mogliby zarzucić mu, że brak należytego zaangażowania skutkował brakiem dokonania w odpowiedniej chwili sprzedaży akcji spółki – że gdyby zarządzający monitorował spółkę bardziej intensywnie, uczestniczył w spotkaniach z zarządzającymi itd., zgodnie ze standardem należytej staranności, powziąłby on w odpowiednim czasie informacje, na podstawie których powinien był sprzedać akcje. Tego typu ujęcie problemu sprowadza go jednak zasadniczo do standardowego problemu odpowiedzialności odszkodowawczej zarządzającego aktywami, rozpatrywanej w odniesieniu do podejmowanych przez niego decyzji inwestycyjnych. Kwestia zaangażowania jest w tym kontekście relewantna jedynie na potrzeby badania, czy zarządzający dochował należytej staranności (ustalenia jego winy), a samym zdarzeniem szkodzącym jest nie brak wywierania odpowiedniego wpływu na spółkę, a konkretna decyzja inwestycyjna lub zespół takich decyzji. W ogóle nie chodzi tu o zaangażowanie w rozumieniu niniejszej pracy, które z założenia ma być podejmowane w celu pozytywnego oddziaływania na spółkę, a nie w celu oparcia decyzji inwestycyjnych zarządzającego na lepszych fundamentach informacyjnych. Z tego powodu rozpatrywanie tego przypadku nie jest relewantne dla niniejszych rozważań i byłoby wtórne wobec istniejącej literatury dotyczącej odpowiedzialności cywilnoprawnej zarządzającego aktywami, zob. m.in. T. Sójka (red.) *Cywilnoprawna...*, s. 253 i n.; T. Sójka, *Odpowiedzialność cywilna zarządzającego portfelem instrumentów finansowych*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny nr 1(79)/2017; A. Kawecki, *Poland w: D. Busch, D. A. DeMott (red.) Liability of Asset Managers*, Oxford 2012.

unijnego prawodawcę. Jeszcze bardziej zdecydowanie w tym kierunku zmierzają unijne regulacje z obszaru tzw. zrównoważonych finansów (*sustainable finance*). Już w przyjętym w 2018 r. „Planie działania: finansowanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego”, Komisja wskazywała, że przepisy UE dotyczące obowiązków powierniczych inwestorów instytucjonalnych w niedostateczny sposób uwzględniają czynniki zrównoważonego rozwoju¹⁴⁰³. W konsekwencji Komisja zapowiedziała zarówno zobowiązanie inwestorów do integracji tych czynników, jak i zwiększenie przejrzystości w tym obszarze.

Realizację drugiego z tych celów ma zapewniać Rozporządzenie w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych (SFDR)¹⁴⁰⁴. Akt ten nakłada szereg obowiązków informacyjnych na inwestorów instytucjonalnych (określanych w nim jako podmioty rynku finansowego). W kontekście zaangażowania najbardziej istotne są obowiązki ujawnieniowe powiązane z „głównymi niekorzystnymi skutkami decyzji inwestycyjnych dla czynników zrównoważonego rozwoju” (ang. *principal adverse impacts*, PAIs). PAIs nie zostały zdefiniowane w SFDR, jednak rozporządzenie delegowane ustanawiające regulacyjne standardy techniczne (RTS)¹⁴⁰⁵ do SFDR zawiera listę ich ilościowych wskaźników (Załącznik 1). W odniesieniu do inwestycji w spółki, RTS przewidują wymóg ujawniania informacji o 14 wskaźnikach obowiązkowych (10 środowiskowych i 4 społecznych), oraz jednym dodatkowym wskaźnikiem każdego rodzaju z listy wskaźników dodatkowych. Wskaźniki te dotyczą aspektów takich jak emisje gazów cieplarnianych, emisje do wody, czy różnorodność organów zarządczych, w spółkach portfelowych; dane te następnie są przeliczane dla całego portfela inwestycyjnego uczestnika, uwzględniając udział w nim poszczególnych spółek.

Art. 4 SFDR nakłada obowiązek publikacji oświadczenia na temat strategii w zakresie due diligence w odniesieniu do PAIs. W odniesieniu do podmiotów zatrudniających więcej niż 500 osób obowiązek ten jest bezwzględny, a w odniesieniu do pozostałych podmiotów, aktualizuje się, jeżeli deklarują one, że biorą PAIs pod uwagę w swojej działalności (art. 4 ust. 1 i 3 SFDR). W przeciwnym wypadku, podmiot zobowiązany jest do publikacji jasnego uzasadnienia niebrania PAIs pod uwagę oraz informacji na temat tego, czy i kiedy zamierza zacząć brać PAIs pod uwagę (zasada *comply or explain*).

Art. 4 ust. 2 SFDR precyzuje, że informacje ujawniane przez zobowiązanych uczestników obejmują:

a) informacje na temat ich strategii określania i hierarchizacji głównych niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju i wskaźników;

¹⁴⁰³ Komunikat Komisji Europejskiej, COM(2018) 97 final, z 8.03.2018 r.

¹⁴⁰⁴ Rozporządzenie (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych; Dz.U. L 317 z 9.12.2019, str. 1—16. Ws. szerszego omówienia zob. S. Stefaniak, *Rozporządzenie w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych* w: J. Bednarek (red.) *ESG - przewodnik po regulacjach prawnych*, Warszawa 2023.

¹⁴⁰⁵ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/1288 z dnia 6 kwietnia 2022 r., Dz.U. L 196 z 2022 r., s. 1).

- b) opis PAIs i opis wszelkich podjętych w odniesieniu do nich oraz, w stosownych przypadkach, planowanych działań;
- c) gdy ma to zastosowanie, krótkie podsumowania polityk dotyczących zaangażowania zgodnie z art. 3g SRD;
- d) odniesienie do przestrzegania przez nie kodeksów odpowiedzialnego prowadzenia działalności gospodarczej oraz uznanych na poziomie międzynarodowym standardów w zakresie due diligence i sprawozdawczości oraz, w stosownych przypadkach, stopnia ich dostosowania do celów porozumienia paryskiego.

Przepis ten wprost więc wskazuje na konieczność ujawnienia informacji o *działaniach* podjętych w odniesieniu do PAIs przez uczestnika, które powiązane są przedmiotowo z informacjami o polityce zaangażowania. Przepisy RTS precyzują te obowiązki, wymagając m.in. ujawnienia informacji na temat tego, w jaki sposób polityka zaangażowania zostanie dostosowana, jeżeli przez okres przekraczający jeden okres sprawozdawczy nie uda się ograniczyć głównych niekorzystnych skutków (art. 8 ust. 2 lit. b RTS).

Powyższe obowiązki stanowią z pewnością kolejny po SRD II i jeszcze bardziej jaskrawy przykład „regulacji przez ujawnianie”, gdzie obowiązki informacyjne są w dużej mierze instrumentalne, i stanowią z założenia narzędzie zmiany postaw inwestorów instytucjonalnych dotyczących kwestii ESG¹⁴⁰⁶. Obowiązki dotyczące PAIs są przy tym znaczącą zmianą jakościową w stosunku do dość ogólnie sformułowanych, „meta-regulacyjnych” wymogów SRD II dotyczących polityki zaangażowania. Na gruncie SFDR unijny prawodawca oczekuje monitorowania i podejmowania działań w odniesieniu do ilościowych, szczegółowo określonych wskaźników, które dotyczą poza tym nie tyle wpływu kwestii ESG na inwestycje, ale raczej wpływu środowiskowego i społecznego spółek, których akcje posiadają inwestorzy instytucjonalni. W tej koncepcji, spółki giełdowe nie są zachęcane do brania pod uwagę szerszych interesów interesariuszy poprzez modyfikację pojęcia interesu spółki czy obowiązków powierniczych zarządzających – presja żeby brać te kwestie pod uwagę ma pochodzić od akcjonariuszy, a konkretnie od inwestorów instytucjonalnych właśnie¹⁴⁰⁷.

Regulacyjne impulsy (*nudges*), oparte głównie, choć nie wyłącznie na obowiązkach informacyjnych, zmierzające do integracji aspektów ESG w działalności inwestorów instytucjonalnych zawarte są również w szeregu innych aktów – zarówno aktów sektorowych takich jak akty delegowane do dyrektyw UCITS oraz AIFMD¹⁴⁰⁸, oraz szczególnych aktów

¹⁴⁰⁶ T. Kuntz, *ESG Demand-Side Regulation - Governing the Shareholders*, 2023 <https://ssrn.com/abstract=4633036>, s. 17; A. G. Rolo, *Steering Companies Towards Policy Objectives Through Mandatory Disclosure Rules in EU Law*, European Company Law nr 2(19)/2022.

¹⁴⁰⁷ T. Kuntz, *ESG...*, *passim*.

¹⁴⁰⁸ Zob. S. N. Hooghiemstra, *EU 'rule-based' ESG duties for investment funds and their managers under the European 'Green Deal'* w: T. Kuntz (red.) *Research Handbook on Environmental, Social and Corporate Governance*, Cheltenham 2024.

dotyczących zrównoważonych finansów, takich jak rozporządzenie ws. tzw. Taksonomii¹⁴⁰⁹ czy dyrektywa ws. należytej staranności przedsiębiorstw (tzw. Dyrektywa CSDD)¹⁴¹⁰. W swojej „Strategii dotyczącej finansowania transformacji w stronę gospodarki zrównoważonej” z 2021 r. Komisja zapowiedziała też, że „zbada, w jaki sposób można lepiej uwzględnić cele UE w zakresie zrównoważonego rozwoju w dyrektywie w sprawie praw akcjonariuszy II”¹⁴¹¹. Można więc spodziewać się, że zidentyfikowana w niniejszym rozdziale tendencja do wykorzystywania kwestii zaangażowania inwestorów instytucjonalnych do kształtowania ich postaw, w celu realizacji polityki publicznej UE będzie w przyszłości postępować.

4 Podsumowanie

Jak wynika z analizy porównawczej przeprowadzonej w niniejszym rozdziale, główną techniką regulacyjną stosowaną w najbardziej rozwiniętych rynkach jako narzędzie pobudzania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych jest nakładanie na nich obowiązków informacyjnych.

Pomimo tego wspólnego rdzenia, kontekst w jakim obowiązki te są wprowadzane jest różny. W USA obowiązki informacyjne połączone są z wyrażanym wprost w aktach normatywnych przekonaniem, że wykonywanie prawa głosu stanowi element szerszych obowiązków powierniczych inwestorów instytucjonalnych wobec ich beneficjentów, które są jedynie uszczegóławiane poprzez regulacje dotyczące zaangażowania. W Wielkiej Brytanii z kolei, pomimo że wzmacnianie zaangażowania inwestorów jest również powiązane z interesami ich beneficjentów, zaangażowanie – zwłaszcza po kryzysie finansowym z 2008 r. – zaczęło być postrzegane jako zjawisko pożądane z punktu widzenia interesu publicznego i zapewnienia ogólnego poprawnego funkcjonowania spółek publicznych.

Unijny prawodawca również nakłada na inwestorów obowiązki informacyjne, obejmujące przede wszystkim publikację polityki zaangażowania oraz sprawozdania z jej realizacji (art. 3g SRD II). Analiza w niniejszym rozdziale wykazała, że zwiększona przejrzystość w ograniczonym zakresie może stanowić bodziec pobudzający zaangażowanie inwestorów.

¹⁴⁰⁹ Rozporządzenie (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, Dz.U. L 198 z 22.6.2020, str. 13–43. Zob. przekrojową analizę tych aktów w T. Kelly, *Institutional...*

¹⁴¹⁰ Dyrektywa (UE) 2024/1760 z dnia 13 czerwca 2024 r. w sprawie należytej staranności przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju, Dz.U. L, 2024/1760, 5.7.2024. W odniesieniu do Dyrektywy CSDD warto szczególnie odnotować, że Parlament Europejski dodał do jej projektu art. 8a dotyczący obowiązków inwestorów instytucjonalnych. Zgodnie z projektowanym art. 8a ust. 3: „W odpowiednich przypadkach, inwestorzy instytucjonalni i podmioty zarządzające aktywami [w rozumieniu SRD - S.S] powinni zostać zobowiązani do podjęcia zaangażowania z ich spółkami portfelowymi oraz wykonywania prawa głosu zgodnie z art. 3g ust. 1 lit. a SRD II, w celu skłonienia organu zarządczego spółki portfelowej do usuwania rzeczywistych negatywnych skutków lub ich mitygacji”. Przepis ten nie znalazł się w ostatecznej treści CSDD, ale sam fakt jego zaproponowania przez Parlament obrazuje rosnącą tendencję unijnego prawodawcy do nakładania na inwestorów instytucjonalnych obowiązków stawiających ich w roli podmiotów niejako wdrażających politykę gospodarczą UE, w interesie publicznym. Zob. raport PE z dnia 8.5.2023 - (COM(2022)0071 – C9-0050/2022 – 2022/0051(COD)), dostępny: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0184_EN.html#_section1.

¹⁴¹¹ Komunikat Komisji Europejskiej, COM(2021) 390 final, Strasburg, z dnia 6.7.2021, s. 20.

Skuteczność obowiązków informacyjnych w zmianie zachowań ujawniających podmiotów zależy bowiem od intensywności dyscypliny rynkowej związanej z danymi ujawnieniami. W przypadku obowiązku ujawniania informacji o zaangażowaniu, trudno się spodziewać, żeby beneficjenci inwestorów instytucjonalnych zapewнили jej odpowiedni poziom. Podobnie nieefektywne wydają się ewentualne mechanizmy oparte na odpowiedzialności cywilnoprawnej inwestorów w związku z zaangażowaniem, z uwagi na małe prawdopodobieństwo wystąpienia jej przesłanek w praktyce.

Jednocześnie, niezależnie od obowiązków informacyjnych nakładanych przez SRD II należy przyjąć, że zaangażowanie inwestora jako akcjonariusza, obejmujące aktywne monitorowanie spółki i wykonywanie uprawnień korporacyjnych stanowi element obowiązku działania w najlepiej pojętym interesie beneficjenta. Pomimo trudności z abstrakcyjną konkretyzacją tak rozumianego „obowiązku zaangażowania”, w rozdziale podjęto próbę sformułowania ogólnych dyrektyw postępowania inwestora instytucjonalnego w tym obszarze. Pomimo nikłego prawdopodobieństwa odpowiedzialności cywilnoprawnej w związku z zaangażowaniem, ustalenie istnienia „obowiązku zaangażowania” jest istotne, gdyż może stanowić samoistną podstawę dla sankcji administracyjnoprawnych.

Analiza w niniejszym rozdziale wykazała też, że prawodawcy - również w UK ale przede wszystkim w UE - wprowadzając instrumenty pobudzania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych, nie dążą jedynie do pobudzania zaangażowania *simpliciter*, ale starają się kształtować postawy inwestorów, tak aby realizowali oni model zaangażowania uznawany przez prawodawcę za pożądany. W najbardziej jaskrawych przypadkach można wręcz mówić o instrumentalizacji zaangażowania, które staje się narzędziem oddziaływania przez prawodawcę – w szczególności unijnego – w sposób pośredni na spółki giełdowe i realizacji określonych celów czy wartości z zakresu polityki gospodarczej, nie zawsze powiązanych ściśle z interesami beneficjentów.

7 Podsumowanie rozprawy

W rozprawie przeanalizowano prawne uwarunkowania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w łańd korporacyjny. Analiza ta zmierzała po pierwsze do identyfikacji problemów prawnych związanych ze stosowaniem przepisów składających się na relewantne instytucje prawne, tj. klaryfikację treści wynikających z nich norm prawnych. Ponadto, po ustaleniu treści norm prawnych, lub tam, gdzie nie budzi ona większych wątpliwości, głównym celem analizy była ocena, czy przepisy te wspierają zaangażowanie akcjonariuszy, czy też stanowią dla niego (nieuzasadnioną) barierę.

Formułowanie w podsumowaniu ocen o charakterze generalnym, co do tego, czy polskie prawo spółek oraz prawo rynku kapitałowego są jako całość przyjazne zaangażowaniu akcjonariuszy jest bezcelowe. Ze względu na przekrojowy charakter pracy, problemy identyfikowane w poszczególnych kontekstach mają różny charakter i nie poddają się uogólnieniu. Ocena w odniesieniu do niemal każdej z analizowanych instytucji jest mieszana – pewne aspekty wspierają zaangażowanie akcjonariuszy, pewne je ograniczają. Istnienie ograniczeń dla zaangażowania akcjonariuszy nie zawsze jednak musi łączyć się z oceną krytyczną. Pomimo faktu, że zaangażowanie akcjonariuszy stanowi obecnie jeden z kluczowych postulatów łańd korporacyjnego i ważną wartość chronioną przez system prawny, prawo nie może maksymalizować tego tylko celu. Zaangażowanie, jak wykazywano w pracy może wchodzić w konflikt z innymi istotnymi wartościami prawa spółek i niekiedy powinno im ustąpić.

Głównym problemem, rozpatrywanym w **Rozdziale 2** jest napięcie w jakim nieegalitarny charakter dialogu inwestorów instytucjonalnych ze spółką - wynikający z pozycji inwestorów instytucjonalnych jako znaczących akcjonariuszy mniejszościowych i ich szczególnych cech (profesjonalizm, znaczna wiedza i zasoby, znajomość rynku) - pozostaje z zasadą równego traktowania akcjonariuszy. Rozumienie tej zasady w podstawowych przepisach KSH (obowiązek poufności, art. 20 KSH), oparte na równości materialnej i relatywizujące równość wobec interesu spółki, pozwala na uzasadnione uprzywilejowanie inwestorów instytucjonalnych w dostępie do informacji. Jednak art. 428 § 7 KSH (w zw. z §20 ust. 1 pkt. 12 r.i.b.o.) zaostża to rozumienie równości, przydając tej zasadzie charakter równości formalnej w odniesieniu do dostępu do informacji; prezentowane w doktrynie próby wykładni art. 428 § 7 KSH w sposób przyjazny dialogowi z akcjonariuszami nie przekonują, wobec jednoznacznego brzmienia tego przepisu. Stanowi on istotną i nieuzasadnioną barierę dla dialogu inwestorów ze spółką, która pozbawia drobnych akcjonariuszy korzyści z monitorowania spółki przez inwestorów instytucjonalnych, w związku z czym postulowano jego uchylenie.

Zapewnienie równości formalnej w dostępie do informacji o spółce giełdowej jest istotna ze względu na płaszczyznę rynku regulacyjnego, w której funkcjonują ona funkcjonuje i konieczność ochrony uczestników obrotu giełdowego. Jednak równość w tym zakresie zapewniana jest przez przepisy MAR. Inwestorzy instytucjonalni sami z resztą nie chcą

wchodzić w posiadanie informacji poufnych. Jak wskazywano, architektura MAR ogranicza to ryzyko. Jednocześnie, w szczególnych przypadkach, ujawnienie informacji poufnej inwestorowi w toku zaangażowania może być dopuszczalne na gruncie art. 10 ust. 1 MAR.

W odniesieniu do przepisów dotyczących działania w porozumieniu, analizowanych w **Rozdziale 3**, ryzyko prawne jakie generują one dla współpracy inwestorów jest potęgowane przez ich wady konstrukcyjne i wynikające na ich tle wątpliwości interpretacyjne, omówione w toku wywodu. Jednocześnie podkreślono, że samo pojęcie porozumienia, mimo że obejmuje również porozumienia nie stanowiące umowy, należy rozumieć jako odnoszące się do uzgodnienia cechującego się wzajemnością. Porozumienie należy rozumieć jako pewne uzgodnienie działań podejmowane w realizacji zbieżnych interesów, natomiast nie oznacza ono perswazyjnego przekonywania pozostałych inwestorów do głosowania w określony sposób lub zbieżnych zachowań, które stanowią wynik takiego oddziaływania.

Dialog ze spółką, pomimo, że stanowi kluczową formę zaangażowania, ma jednak charakter interwencyjny i *ad hoc*. Dlatego istotnym jego uzupełnieniem jest, będący przedmiotem **Rozdziału 4**, wpływ inwestorów na wybór członków rady nadzorczej, którzy sprawują nadzór nad spółką w sposób ciągły. W spółkach z akcjonariuszem większościowym, możliwość wywierania takiego wpływu uzależniona jest od istnienia szczególnych mechanizmów kształtowania składu rady przez mniejszość. Jak wykazała analiza, instytucja wyboru członków rady nadzorczej grupami (art. 385 § 3 KSH) mająca obecnie pełnić taką funkcję na gruncie KSH, jest nieefektywna, ze względu na szereg wad pozwalających większości na sabotowanie wyboru rady w tym trybie. Analiza porównawcza pozwoliła na identyfikację bardziej efektywnych mechanizmów zwiększania wpływu mniejszości na wybór członków rady.

Jednocześnie, poza samym wpływem na wybór członków rady, inwestorzy chcieliby mieć możliwość komunikacji z radą i jej członkami. Kompetencję rady w tym zakresie (w obszarach dotyczących nadzoru) da się celowościowo wyinterpretować z przepisów KSH, i w miarę postępującej profesjonalizacji rady i rozszerzania jej uprawnień, budzić ona będzie coraz mniej wątpliwości. Do komunikacji tej zastosowanie znajdują te same ograniczenia co do komunikacji zarządu (zwłaszcza art. 20 KSH). Co szczególnie istotne przy przyjęciu mechanizmów zwiększających wpływ mniejszości na radę, członkowie rady nie powinni uprzywilejowywać akcjonariuszy nominujących ich lub wybierających do rady. Spotkania ze znaczącymi akcjonariuszami nominującymi członka rady nie powinny same w sobie być uznane za naruszenie art. 20 lub obowiązku poufności. Jednak już praktyki funduszy hedgingowych „delegowania” przedstawiciela akcjonariusza do rady, w wyraźnym celu systematycznego przekazywania mu informacji, są nie do pogodzenia z tymi zasadami. Ponadto, *de lege lata*, art. 428 § 7 KSH również powinien być stosowany do informacji przekazywanych akcjonariuszom przez radę nadzorczą, co rodzi problemy omawiane w Rozdziale 2.

Z analizy przepisów dotyczących walnego zgromadzenia przeprowadzonej w **Rozdziale 5** wyłania się ogólny wniosek o „połowicznie” satysfakcjonującym ukształtowaniu funkcjonowania tego organu z perspektywy zaangażowania akcjonariuszy. Z jednej strony, wykonywanie praw mniejszości przed walnym zgromadzeniem ukształtowane jest dość liberalnie i w sposób pozwalający na pełnienie przez porządek obrad funkcji forum komunikacji akcjonariuszy, jeszcze przed samymi obradami zgromadzenia. Z drugiej strony, wykonywanie najistotniejszych uprawnień korporacyjnych – prawa do informacji oraz prawa głosu - opiera się wciąż na przestarzałym modelu fizycznego uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, który prezentuje szeregi wad. W konsekwencji, przedstawiono postulat reformy walnego zgromadzenia, której główną osią miałoby być zapewnienie akcjonariuszom możliwości efektywnego zdalnego głosowania elektronicznego przed walnym zgromadzeniem.

W dalszym kroku analizie poddano wpływ obowiązku lojalności na zaangażowanie. Jak argumentowano, z obowiązku lojalności akcjonariusza nie można wywodzić „obowiązku zaangażowania” wobec spółki. Natomiast może on służyć jako narzędzie moderowania wykonywania prawa głosu w sposób sprzeczny z dobrymi obyczajami. Należy jednak stosować go w ten sposób ostrożnie. Analiza dotycząca tego zagadnienia zmierzała do zniuansowania wyrażanych w doktrynie opinii dotyczących obowiązku lojalności, poprzez wskazanie, że akcjonariusz ma prawo kierować się własnym interesem, i że stosowanie obowiązku lojalności powinno być zróżnicowane w zależności od przedmiotu głosowania. Szczególnych problemów dostarcza ocena nielojalnego wywierania przez akcjonariusza pośredniego wpływu na spółkę. O ile wiązałby się on z wyrządzeniem spółce szkody, akcjonariusz mógłby odpowiadać za nią na podstawie art. 422 KC. Jednak oceniając adekwatność związku przyczynowego w tym kontekście należy mieć na uwadze, że zgłaszanie postulatów przez akcjonariuszy jest normalną i dozwoloną praktyką, a z podwyższonego miernika należytej staranności członków zarządu wynika konieczność „odporności” na tego typu postulaty i zachowania własnego osądu.

W **Rozdziale 6** analizie poddane zostały obowiązki regulacyjne wynikające z SRD II i implementacji tego aktu do prawa polskiego. Tłem tej analizy był porównawczy przegląd technik wzmacniania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych stosowanych w prawie USA i UK. Analiza obowiązków informacyjnych dotyczących polityk zaangażowania prowadzi do wniosku, że ze względu na ograniczoną perspektywę egzekwowania zaangażowania na ich podstawie poprzez mechanizmy rynkowe oraz odpowiedzialność cywilnoprawną, najprawdopodobniej nie przekładają się one materialnie na zwiększenie zaangażowania inwestorów. Jednocześnie jednak, niezależnie od przepisów SRD II, obszar zaangażowania objęty jest również ogólnym obowiązkiem działania inwestorów instytucjonalnych w najlepszym interesie ich beneficjentów (klientów).

Główne tezy rozprawy

Rozdział 2 – Dialog pomiędzy spółką a inwestorami

Selektywne przekazywanie akcjonariuszom informacji na gruncie przepisów KSH

2.1. Zakaz ujawniania tajemnic spółki (obowiązek poufności; art. 377¹ § 2 KSH) ciążyący na członkach organów nie zabrania przekazywać informacji o spółce (wybranym) akcjonariuszom. Obowiązek poufności nie ma charakteru absolutnego, a ujawnienie tajemnic spółki jest dopuszczalne jeżeli jest ono w interesie spółki.

2.2. Zasada równego traktowania akcjonariuszy (art. 20 KSH) nie ma charakteru absolutnego; nakazuje ona traktować akcjonariuszy jednakowo w takich samych okolicznościach. Zróżnicowane traktowanie akcjonariuszy w dostępie do informacji o spółce jest więc uzasadnione, jeżeli przemawia za tym zróżnicowanie okoliczności, w jakich się znajdują oraz jeżeli jest to uzasadnione z perspektywy interesu spółki. Odmienne okoliczności mogące uzasadniać uprzywilejowanie informacyjne inwestorów instytucjonalnych to: (i) profesjonalny charakter, wiedza, doświadczenie i zasoby tych inwestorów, które sprawiają, że wymiana informacji o spółce może być szczególnie wartościowa dla samej spółki; (ii) posiadanie przez nich znacznych (mniejszościowych) pakietów akcji; (iii) względy reputacyjne i korzyści z prowadzenia odpowiednich relacji inwestorskich przez spółkę; (iv) sam fakt aktywnej postawy danego inwestora i chęci wejścia w dialog ze spółką. Zasada równego traktowania akcjonariuszy nie wyklucza więc możliwości selektywnego ujawniania informacji inwestorom instytucjonalnym; jego dopuszczalność należy oceniać *ad casum*.

2.3. Nakaz ujawnienia najbliższemu walnemu zgromadzeniu (art. 428 § 7 KSH), a w spółce giełdowej niezwłocznej publikacji w formie raportu bieżącego (§20 ust. 1 pkt. 12 r.i.b.o.), informacji udzielonych wybranym akcjonariuszom poza walnym zgromadzeniem, stanowi emanację, ale też zaostrzenie zasady równego traktowania akcjonariuszy, przydając tej zasadzie charakter równości formalnej w odniesieniu do dostępu do informacji o spółce. Wymóg ten stanowi poważną barierę dla dialogu spółki z inwestorami instytucjonalnymi, gdyż warunkiem dialogu jest zapewnienie poufności przekazywanych w jego toku informacji.

2.4. Proponowane w doktrynie próby wykładni art. 428 § 7 KSH w sposób przyjazny selektywnemu ujawnianiu informacji akcjonariuszom są nieprzekonujące. Nie sposób uznać, żeby art. 428 § 7 KSH odnosił się jedynie do informacji udzielanych w związku z walnym zgromadzeniem lub jedynie do informacji udzielanych na wniosek akcjonariusza, lub też żeby realizacja tego obowiązku była relatywizowana interesem spółki.

2.5. W konsekwencji, *de lege ferenda* zasadne jest uchylenie art. 428 § 7 KSH (oraz §20 ust. 1 pkt. 12 r.i.b.o.). Mimo, że przepis ten ma na celu ochronę mniejszości, w istocie pozbawia on drobnych akcjonariuszy korzyści wynikających z aktywnego monitorowania spółki przez inwestorów instytucjonalnych i cementuje przewagę informacyjną akcjonariusza większościowego, wobec którego zarząd spółki skłonny jest zignorować nakaz wynikający z tego przepisu.

Postępowanie z informacją poufną na gruncie MAR

2.6. Wejście w posiadanie informacji poufnej stanowi dla inwestorów instytucjonalnych ryzyko, z uwagi na domniemanie, iż decyzje inwestycyjne podjęte w jej posiadaniu stanowią niedozwolone wykorzystanie informacji poufnej (art. 8 ust. 1 MAR; wyrok TSUE ws. *Specter Photo Group*). Trzy aspekty reżimu postępowania z informacją poufną na gruncie MAR ograniczają to ryzyko: i) definicja informacji poufnej, która ogranicza stosowanie zakazów z MAR do informacji spełniających kryteria szczególności i cenotwórczości (art. 7 ust. 1 MAR), którymi zazwyczaj nie będą ogólne informacje o spółce, będące typowo przedmiotem dialogu z inwestorami instytucjonalnymi (co potwierdza motyw 19 MAR); ii) obowiązek niezwłocznej publikacji informacji poufnych (art. 17 ust. 1 MAR),

sprawiający, że zasób informacji poufnych w spółce giełdowej jest w każdym czasie ograniczony (zasadniczo do informacji, których opublikowanie jest opóźnione, art. 17 ust. 4 MAR); iii) uprawnione zachowanie, o którym mowa w art. 9 ust. 1 MAR, zezwalające inwestorom na ograniczenie ryzyka zarzutu wykorzystania informacji poufnej przez ustanowienie i stosowanie rozwiązań i procedur wewnętrznych rozdzielających prowadzenie dialogu w toku zaangażowania od podejmowania decyzji inwestycyjnych.

2.7. Przy ocenie dopuszczalności ujawnienia informacji poufnej w toku dialogu z akcjonariuszem należy uwzględnić specyfikę testu ścisłości związku ujawnienia z wykonywaniem czynności w ramach obowiązków członków zarządu, wynikającą z otwartego charakteru tych obowiązków, sprowadzających się do działania w interesie spółki. Główne kryterium oceny stanowi więc konieczność ujawnienia. Ocena konieczności musi być dokonywana *ad casum*, lecz zasadniczo ujawnienie informacji poufnej na potrzeby dialogu z inwestorami nie powinno być uznane za konieczne. Jednak w wyjątkowych przypadkach, jeżeli w ocenie zarządu ujawnienie informacji jest niezbędne dla prowadzenia dialogu, z którego wynikają szczególne korzyści z punktu widzenia interesu spółki, ujawnienie to może być uznane za dozwolone na gruncie art. 10 ust. 1 MAR (z uwzględnieniem jego wykładni w wyr. TSUE ws. *Knud Grøngaard*).

2.8. Motyw 19 MAR stanowi rozpoznanie faktu, że spółka może prowadzić dialog z akcjonariuszami, w ramach którego nie dochodzi do udzielenia informacji poufnej. Nie modyfikuje on stosowania art. 10 ust. 1 MAR.

2.9. Zaliczenie akcjonariusza do katalogu insiderów pierwotnych (art. 8 ust. 4 lit. b) MAR) nie stanowi podstawy prawnej dla ujawniania informacji poufnych (znaczącym) akcjonariuszom. Status insidera pierwotnego stanowi konsekwencję wejścia przez akcjonariusza w posiadanie informacji poufnej z racji posiadania udziałów w kapitale emitenta. Uzyskanie tego statusu jest więc następce wobec ujawnienia, którego dopuszczalność musi być oceniana *ad casum*, wyłącznie z perspektywy art. 10 ust. 1 MAR. Uwzględnienie akcjonariusza w katalogu insiderów pierwotnych nie wpływa na badanie ścisłości oraz konieczności ujawnienia na gruncie art. 10 ust. 1 MAR.

Uzyskiwanie przez akcjonariusza spółki do identyfikacji akcjonariuszy

2.10. Wobec ogólnego braku uprawnienia akcjonariusza do informacji poza walnym zgromadzeniem (art. 428 § 6 KSH) oraz braku wyraźnej podstawy prawnej w art. 68j u.o.i.f., akcjonariusz nie ma uprawnienia do dostępu do informacji o tożsamości akcjonariuszy uzyskanych przez spółkę w tym trybie. Spółka może jednak takie informacje akcjonariuszowi udostępnić. Ryzyko prawne z tym związane polega na ewentualnym wyrządzeniu szkody akcjonariuszom, poprzez ujawnienie informacji istotnych gospodarczo. Ryzyko to spółka może jednak zminimalizować w praktyce, np. ograniczając zakres podmiotowy oraz nie wskazując dokładnej liczby akcji posiadanych akcjonariusza. Z perspektywy prawa spółek, ujawnienie tożsamości innym akcjonariuszom i znoszenie ewentualnych prób kontaktu z ich strony wpisuje się w więzi lojalnościowe pomiędzy akcjonariuszami i obowiązek współdziałania (art. 3 KSH). Ocenę dopuszczalności udostępnienia tych informacji komplikuje jednak zastosowanie do nich art. 428 § 7 KSH.

Rozdział 3 - Ograniczenia dla współdziałania akcjonariuszy wynikające z obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji

Konstrukcja i zakres przepisów dotyczących działania w porozumieniu

3.1. Przepisy ustanawiające definicję działania w porozumieniu (art. 87 ust. 1 pkt. 5 i 6 u.o.p.) są konstrukcyjnie wadliwe, co pogłębia ryzyko prawne jakie generują one dla współpracy akcjonariuszy w ramach zaangażowania. Ich obecny kształt jest wynikiem przekopiowania treści z art. 158a ust. 3 pkt. 1 i ust. 4 p.p.o.p.w do ustawy o ofercie, bez uwzględnienia zmian treści przepisów, do których definicja ta odsyła. Konsekwencją jest ryzyko wykładni odrywającej powstanie obowiązków notyfikacyjnych wobec podmiotów działających w porozumieniu od progów głosów wskazanych w

art. 69 u.o.p. Konstrukcja definicji działania w porozumieniu powinna zostać uproszczona i oparta na obecnym brzmieniu art. 87 ust. 1 pkt. 6 u.o.p.

3.2. Za nieuzasadnione należy uznać odwołanie w definicji działania w porozumieniu do samego *zamiaru* nabycia akcji (lub podjęcia innych czynności), które *de facto* znosi zupełnie minimalny próg głosowy od którego aktualizuje się obowiązek notyfikacyjny dla podmiotów działających w porozumieniu. Funkcją instytucji działania w porozumieniu nie jest nakładanie na podmioty działające w porozumieniu surowszych obowiązków notyfikacyjnych niż te ciążące na indywidualnych akcjonariuszach a jedynie zapewnienie efektywności tych obowiązków w ich podstawowej postaci.

3.3. Pojęcie „porozumienia” jest szersze niż pojęcie umowy cywilnoprawnej i obejmuje również porozumienia niewywołujące skutków obligacyjnych. Jednak dystynktywną cechą porozumienia jest jego wzajemność – aby można było przyjąć istnienie porozumienia konieczne jest istnienie pomiędzy jego stronami uzasadnionego oczekiwania, że zachowają się one w określony sposób, które to oczekiwanie wynika z interesów stron porozumienia. „Porozumienie” nie oznacza więc dojścia do wspólnego stanowiska w drodze perswazji. W konsekwencji, wymiana pomiędzy akcjonariuszami informacji, stanowisk i opinii, połączona nawet z przekonywaniem innych akcjonariuszy do swoich racji i głosowania w określony sposób nie prowadzi do zawarcia porozumienia.

3.4. W odniesieniu do przedmiotu porozumienia polegającego na zgodnym głosowaniu z akcji spółki, prawnie relewantne na gruncie art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. jest tylko głosowanie w sprawach w znaczący sposób wpływający na funkcjonowanie spółki, stanowiące przejaw prowadzenia długoterminowej polityki wobec spółki. Należy jednak odrzucić prezentowany w doktrynie pogląd, że takie głosowanie musi mieć miejsce na co najmniej dwóch walnych zgromadzeniach, jako nieuzasadniony. Szereg spraw o jednorazowym charakterze (np. przekształcenia strukturalne, sprzedaż aktywów) może wywierać znaczący, często nieodwracalny wpływ na spółkę; głosowanie w tego typu sprawach jest relewantne na gruncie art. 87 ust. 1 pkt. 5 u.o.p. niezależnie od liczby walnych zgromadzeń.

Sankcja zawieszenia prawa głosu

3.5. Należy przyznać zarządowi generalną kompetencję do badania ograniczeń legitymacji akcjonariusza do wykonywania prawa głosu wynikających z art. 89 u.o.p. i w konsekwencji nieuwzględnienia głosów objętych w ocenie zarządu sankcją zawieszenia prawa głosu w toku walnego zgromadzenia. Dokonując tej oceny w interesie spółki, zarząd powinien jednak uwzględnić fakt, że w przypadku dopuszczenia akcjonariusza objętego zakazem z art. 89 u.o.p. do głosowania, powzięta uchwała może zostać uznana za nieważną, tylko jeżeli jego głosy miały wpływ na wynik głosowania. Natomiast bezzasadne niedopuszczenie akcjonariusza do wykonania prawa głosu stanowić będzie podstawę stwierdzenia nieważności uchwały bez względu na wpływ jego głosów na wynik głosowania. Przemawia to za daleko posuniętą wstrzeźliwością zarządu w egzekwowaniu sankcji z art. 89 u.o.p. jeżeli istnieją wątpliwości co do wystąpienia jej przesłanek.

3.6. Konsekwencja w postaci nieważności uchwały walnego zgromadzenia w wyniku bezzasadnego niedopuszczenia akcjonariusza do wykonywania prawa głosu może nie być wystarczająco odstraszająca aby powstrzymać zarząd, zwłaszcza działający w złej wierze, od nadużywania sankcji z art. 89 u.o.p. do bezzasadnego niedopuszczania niewygodnych akcjonariuszy do głosowania. Art. 590 KSH penalizuje czyny zmierzające do umożliwienia uczestnictwa w walnym zgromadzeniu osobie nieuprawnionej. Zasadne byłoby dodanie w KSH przepisu karnego, sankcjonującego też bezzasadne niedopuszczenie do udziału w zgromadzeniu lub do wykonywania prawa głosu.

3.7. Pogląd o bezterminowym charakterze sankcji zawieszenia prawa głosu należy odrzucić, z uwagi na rażącą dysproporcjonalność i nadmierną surowość takiej sankcji. Zawieszenie prawa głosu jest czasowe i ustaje z chwilą dopełnienia obowiązków notyfikacyjnych.

Rozdział 4 – Kształtowanie składu osobowego rady nadzorczej i komunikacja z radą oraz jej członkami

Wpływ mniejszości na kształtowanie składu osobowego rady

4.1. Zwiększenie wpływu akcjonariuszy mniejszościowych na wybór (niezależnych) członków rady stanowiłoby z jednej strony odpowiedź na problem faktycznego uzależnienia niezależnych członków rady nadzorczej od przychylności akcjonariusza większościowego, a jednocześnie aktywizowałoby inwestorów instytucjonalnych, którzy jako znaczący akcjonariusze mniejszościowi odgrywaliby w tym procesie kluczową rolę.

4.2. Instytucja wyboru członków rady nadzorczej grupami (art. 385 § 3 KSH) stanowiąca *de lege lata* główne narzędzie zwiększenia wpływu mniejszości na wybór członków rady nadzorczej nie spełnia skutecznie swojej funkcji z uwagi na szereg wad, sprawiających, że jest ona podatna na sabotowanie tego uprawnienia przez spółkę, takich jak możliwość nieumieszczenia lub usunięcia punktu dot. wyboru rady grupami z porządku obrad, zrywanie kworum oraz brak stabilizacji mandatu członków wybranych grupami.

4.3. Analiza prawnoporównawcza wykazuje, że w państwach, w których dominuje skoncentrowana struktura własności, przyjmuje się nowoczesne rozwiązania dające mniejszości bardziej bezpośredni wpływ na wybór członków rady, obejmujące: (1) zarezerwowanie określonej liczby miejsc w radzie dla członków wybieranych w specjalnej procedurze; (2) w ramach tej procedury, wyłączenie od głosowania akcjonariusza większościowego i dokonanie wyboru większością głosów mniejszości (*majority of minority*; MOM), lub co najmniej przyznanie większości mniejszości prawa weta. Pożądane byłoby wprowadzenie analogicznych mechanizmów do prawa polskiego. Akcjonariusz większościowy mógłby przy tym mieć wpływ na pierwotny wybór członków rady wybieranych w tej procedurze (dwustronne weto), jednak kompetencja do odwołania oraz reelekcji tak wybranych członków rady powinna być wyłączną kompetencją mniejszości (MOM).

Relacja rady nadzorczej i jej członków z akcjonariuszami

4.4. Rada nadzorcza posiada kompetencję do prowadzenia dialogu z akcjonariuszami, która jest kompetencją pochodną, instrumentalną dla prawidłowej realizacji podstawowej funkcji pełnienia stałego nadzoru nad działalnością spółki (art. 382 § 1 KSH). Dialog rady z akcjonariuszami powinien jednak dotyczyć wyłącznie materii należącej do kompetencji rady. Za organizację dialogu z akcjonariuszami odpowiedzialny jest przewodniczący rady nadzorczej, co wynika z ogólnej kompetencji przewodniczącego do organizacji prac rady (art. 389 § 1 KSH). Może on uczestniczyć w dialogu z inwestorami samodzielnie, lub też oddelegować do niego innych członków rady, w szczególności członków niezależnych.

4.5. Różnicowanie dostępu akcjonariuszy do informacji w toku dialogu z radą powinno się odbywać z uwzględnieniem tych samych okoliczności, które powinien brać pod uwagę zarząd (zapewnienie równości materialnej zgodnie z art. 20 KSH; interes spółki).

4.6. Następstwem uznania, w drodze wykładni celowościowej, że radzie nadzorczej przysługują kompetencje do komunikacji z akcjonariuszami, powinno być celowościowe rozszerzenie zastosowania art. 428 § 7 KSH również na informacje ujawniane selektywnie akcjonariuszom przez radę nadzorczą. Przyjęcie istnienia kompetencji rady do dialogu z akcjonariuszami przy jednoczesnym braku rozszerzenia zastosowania art. 428 § 7 KSH otwierałoby pole do nadużyć; z punktu widzenia funkcji tego przepisu nie jest istotne jaki organ przekazuje informacje o spółce.

4.7. Samowolne podjęcie dialogu przez poszczególnych członków rady z akcjonariuszami, zwłaszcza jeżeli miałoby obejmować krytykę funkcjonowania rady nadzorczej, zarządu, czy spółki w ogóle, musi być oceniane z punktu widzenia obowiązku lojalności członka rady wobec spółki. Jeżeli członek rady kieruje się w takiej krytyce interesem spółki, nie powinna być ona oceniana jako naruszenie obowiązku lojalności wobec spółki.

4.8. Bez względu na okoliczności wyboru do rady, każdy członek rady zobowiązany jest do dochowania lojalności wobec spółki, a nie swojego „elektora” (art. 387¹ KSH). Jednak z uwagi na fakt, że pojęcie interesu spółki jest nieostre i stanowi wypadkową interesów akcjonariuszy, członek rady może, w uzasadnionych granicach, eksponować perspektywę akcjonariuszy, którym zawdzięcza swój wybór. W spółkach z akcjonariuszem większościowym główną funkcją reprezentacji mniejszości w radzie jest ograniczanie nadmiernego uprzywilejowania interesu akcjonariusza większościowego raczej niż eksponowanie partykularnego interesu mniejszości.

4.9. Z obowiązku lojalności członka rady wobec spółki wynika, że nie może on traktować akcjonariuszy którym zawdzięcza swój wybór w sposób uprzywilejowany w odniesieniu do dostępu do informacji. Nie do pogodzenia z obowiązkiem lojalności i poufności jest praktyka funduszy hedgingowych, w ramach której delegują one do rady spółki na czas trwania inwestycji swojego przedstawiciela, którego rolą jest systematyczne raportowanie informacji funduszowi. W zakresie, w jakim zarząd uznaje przekazywanie informacji takiemu akcjonariuszowi za pożądane powinien dokonywać go na podstawie odpowiedniej umowy, obejmującej wymóg zachowania poufności przez akcjonariusza.

Rozdział 5 – Wykonywanie uprawnień korporacyjnych w związku z walnym zgromadzeniem

Dopuszczalność podejmowania przez walne zgromadzenie uchwał samoistnych

5.1. Walne zgromadzenie spółki akcyjnej może podejmować uchwały wyrażające stanowisko tego organu w sprawach niezastrzeżonych wprost do jego kompetencji (uchwały samoistne). Takie uchwały nie są dla zarządu wiążące (art. 375¹ KSH), a podjęcie działań zgodnych z ich treścią nie modyfikuje zasad odpowiedzialności odszkodowawczej członków zarządu wobec spółki. O ile jednak nie są one sformułowane jako polecenie, nie naruszają one zakazu wydawania wiążących poleceń zarządowi.

Uprawnienia mniejszości związane z kształtowaniem porządku obrad

5.2. Brak szczególnych wymogów dotyczących wykonywania przez akcjonariuszy reprezentujących co najmniej 5% akcji spółki uprawnień do umieszczania spraw w porządku obrad (art. 401 § 1 KSH) oraz do zgłaszania projektów uchwał przed walnym zgromadzeniem (art. 401 § 4 KSH) uzasadnia wniosek, że ukształtowanie tych praw mniejszości jest w KSH liberalne. Potwierdza to analiza porównawcza praw amerykańskiego (instytucja *shareholder proposals*) oraz niemieckiego.

5.3. Projekty uchwał zgłaszane zarówno w trybie art. 401 § 1 jak i art. 401 § 4 KSH mogą i powinny zawierać uzasadnienie. Uzasadnienie może przy tym obejmować dokumenty takie jak raporty czy analizy stanowiące załączniki, które podlegają publikacji jako dokumentacja przedstawiana walnemu zgromadzeniu w rozumieniu art. 402³ § 1 pkt. 3 KSH. Zarząd nie może ingerować w treść wniosków akcjonariuszy, może jednak opatrzyć je własnym komentarzem lub rekomendacją co do głosowania. W ten sposób publikowany na stronie internetowej spółki porządek obrad może służyć jako forum komunikacji pomiędzy akcjonariuszami w okresie poprzedzającym walne zgromadzenie.

5.4. Skuteczność praw mniejszości doznaje jednak ograniczenia z uwagi na konieczność współdziałania zarządu co do publikacji uzupełnionego porządku obrad na stronie internetowej spółki i w systemie ESPI. Zasadne byłoby wprowadzenie sankcji karnej za bezzasadny brak uzupełnienia porządku obrad i publikacji zgłaszanych projektów uchwał (zbliżonej do obecnej sankcji za brak zwołania walnego zgromadzenia na żądanie akcjonariuszy, art. 594 § 1 pkt. 3 KSH).

Prawo akcjonariusza do informacji na walnym zgromadzeniu

5.5. Główną wadą regulacji uprawnienia akcjonariusza do informacji na walnym zgromadzeniu jest możliwość jego wykonywania dopiero podczas obrad zgromadzenia, co zwiększa częstotliwość odmowy udzielenia informacji przez zarząd z powołaniem na art. 428 § 5 KSH. Umożliwienie realizacji tego uprawnienia w okresie poprzedzającym walne zgromadzenie usprawniłoby proces udzielania informacji przez zarząd, a informacja uzyskana wcześniej i opublikowana na stronie

internetowej spółki byłaby bardziej użyteczna dla akcjonariuszy niż ustne wyjaśnienia na walnym zgromadzeniu.

Formy zdalnego (in absentia) wykonywania prawa głosu

5.6. Przepisy KSH nie przewidują *de lege lata* nowoczesnych i wygodnych form głosowania zdalnego (*in absentia*). Głosowanie korespondencyjne stanowi anachronizm, a głosowanie przez pełnomocnika wciąż łączy się z koniecznością obecności przedstawiciela inwestora na walnym zgromadzeniu. Głównymi wadami obecnej regulacji głosowania elektronicznego są: i) uzależnienie możliwości oddania głosu w tej formie od decyzji spółki (art. 406⁵ § 1 KSH), przy czym spółki z akcjonariuszem większościowym nie mają bodźców aby ułatwiać inwestorom zewnętrznym udział w walnym zgromadzeniu; ii) konieczność zapewnienia dwustronnej komunikacji w czasie rzeczywistym.

5.7. W wyniku implementacji SRD II, akcjonariusze spółek giełdowych mają obecnie na podstawie art. 68k ust. 5 u.o.i.f. możliwość oddania głosu za pośrednictwem pośrednika finansowego (firmy inwestycyjnej prowadzącej ich rachunek papierów wartościowych) w sposób scentralizowany oraz poprzez bezpieczne kanały informatyczne. Jednak z uwagi na klasyfikację tej formy zdalnego głosowania jako głosowania elektronicznego, ta potencjalnie rewolucyjna zmiana ma nikłe znaczenie praktyczne. Wskazane powyżej wady głosowania elektronicznego odnoszą się również do tej formy głosowania.

5.8. W wyniku braku zapewnienia skutecznych form głosowania zdalnego, KSH utrzymuje przestarzały model uczestnictwa w walnym zgromadzeniu oparty na fizycznej obecności akcjonariusza na obradach zgromadzenia. Model ten nie jest efektywny z uwagi na niską jakość debaty na samym walnym zgromadzeniu, podejmowanie w praktyce decyzji co do głosu przez akcjonariuszy przed walnym zgromadzeniem oraz niedogodności logistyczne ograniczające frekwencję. W konsekwencji, zasadna jest reforma modelu walnego zgromadzenia, której głównym celem powinno być zagwarantowanie powszechnego, nieuzależnionego od decyzji spółki, uprawnienia do oddania głosu przed walnym zgromadzeniem poprzez pośrednika finansowego. Dla efektywności proponowanego rozwiązania konieczne byłoby wprowadzenie innych zmian w procedurze odbywania walnego zgromadzenia, w szczególności zasady utrwalenia porządku obrad (co do poszczególnych punktów oraz projektów uchwał) jeszcze przed walnym zgromadzeniem.

Obowiązek lojalności akcjonariusza

5.9. Z obowiązku lojalności jedynie wyjątkowo można wywodzić obowiązek pozytywnego zachowania się akcjonariusza. W konsekwencji, z obowiązku lojalności akcjonariusza nie można wywodzić „obowiązku zaangażowania”. Akcjonariusz nie jest zobowiązany do działania na rzecz spółki; członkostwo w spółce co do zasady wiąże się z uprawnieniami, nie obowiązkami. Przybranie bierniej postawy, poza zupełnie wyjątkowymi przypadkami, nie stanowi naruszenia obowiązku lojalności.

5.10. Obowiązek lojalności może służyć jako narzędzie ograniczania oportunistycznego nadużywania przez akcjonariuszy uprawnień korporacyjnych. Powstającym w tym kontekście pytaniem jest stopień, w jakim obowiązek lojalności ogranicza swobodę wykonywania prawa głosu. Zasadniczo, akcjonariusz może głosować zgodnie z własnym interesem – głosowanie służy właśnie agregacji indywidualnych preferencji akcjonariuszy. Obowiązku lojalności nie można utożsamiać z koniecznością porzucenia przez akcjonariusza własnego interesu i głosowania zgodnie z wyidealizowanym interesem spółki. W tym kontekście istotne jest rozróżnienie na wykonywanie głosu co do spraw dotyczących indywidualnych interesów akcjonariusza, w których zasadą powinna być swoboda głosu z własnym interesem, oraz głosowanie, w sprawach w których walne zgromadzenie pełni funkcje quasi-zarządcze (np. co do wyrażania zgody na określone czynności spółki) gdzie akcjonariusze powinni kierować się obiektywnym interesem spółki.

5.11. Ustalenie ewentualnej odpowiedzialności akcjonariusza za wywieranie pośredniego wpływu na spółkę (zarząd), nie polegającego na wykonywaniu uprawnień korporacyjnych, jest o tyle problematyczne, że ostateczną decyzję o wdrożeniu postulatów akcjonariusza podejmuje i realizuje zarząd i to jego członkowie ponoszą w pierwszym rzędzie za nią odpowiedzialność. Akcjonariusz może odpowiadać za ewentualną szkodę wynikłą z takich decyzji na podstawie art. 422 KC (podżeganie). Jednak ocena adekwatnego związku przyczynowego pomiędzy lobbowaniem akcjonariusza za określonymi decyzjami a decyzją zarządu musi uwzględniać fakt, że postulowanie określonych działań przez akcjonariuszy jest działaniem normalnym i prawnie dopuszczalnym, a z profesjonalnego charakteru działalności członków zarządu wynika konieczność „odporności” na tego typu działania i podejmowanie decyzji w oparciu o własną ocenę. Poza więc przypadkami, gdy akcjonariusz ma daleko idący wpływ na funkcjonariusza, wynikający ze szczególnej, łączącej ich relacji, przyjęcie jego odpowiedzialności na podstawie art. 422 KC nie wydaje się w typowym przypadku prawdopodobne, choć konieczna jest ocena *ad casum*.

Rozdział 6 – Instrumenty wzmacniania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór korporacyjny spółek

Skuteczność i cele obowiązków dot. zaangażowania wprowadzanych przez SRD II

6.1 Skuteczność obowiązków informacyjnych dot. zaangażowania wprowadzanych przez SRD II w zmianie zachowań inwestorów instytucjonalnych zależy od efektywności tzw. dyscypliny rynkowej tj. ponoszenia przez inwestorów konsekwencji negatywnych reakcji odbiorców informacji na niezadowolającą treść ujawnianych informacji. Z uwagi na cechy osobowe i bodźce beneficjentów inwestorów instytucjonalnych, a także formę obowiązków informacyjnych dotyczących polityk zaangażowania, zaistnienie takiej dyscypliny rynkowej – i w konsekwencji zwiększenie poziomu zaangażowania – jest mało prawdopodobne w praktyce.

6.2. Obowiązki informacyjne dot. zaangażowania wprowadzane przez SRD II mają na celu nie tyle pobudzanie zaangażowania *simpliciter*, co pobudzanie określonego, pożądanego przez unijnego prawodawcę modelu zaangażowania, tj. zaangażowania prowadzonego w perspektywie długoterminowej oraz uwzględniającego kwestie niefinansowe.

Zaangażowanie o ogólne obowiązki powiernicze inwestorów instytucjonalnych

6.3. „Obowiązek zaangażowania”, rozumiany jako świadome zarządzanie przez inwestora instytucjonalnego tym obszarem, można wywieść z ogólnego obowiązku działania w najlepszym interesie beneficjenta (klienta) ciężącego na inwestorach instytucjonalnych (art. 3 ust. 3 oraz art. 48 ust. 2a u.f.i.; art. 83c ust. 1 u.o.i.f.).

Odpowiedzialność cywilnoprawna wobec inwestorów jako bodziec zaangażowania

6.4. Bodźcem do zwiększenia zaangażowania inwestorów instytucjonalnych może być perspektywa odpowiedzialności cywilnoprawnej wobec beneficjentów, w związku z zaangażowaniem. Odpowiedzialność mogłaby być związana z nieprawidłowym wykonaniem obowiązków informacyjnych dotyczących zaangażowania. Jednak wykazanie przez beneficjenta zaistnienia wszystkich przesłanek odpowiedzialności odszkodowawczej w kontekście obowiązków informacyjnych dot. zaangażowania, mimo że teoretycznie możliwe, wydaje się dalece nieprawdopodobne w praktyce.

6.5. Alternatywnie, można rozważać potencjalną odpowiedzialność odszkodowawczą inwestora instytucjonalnego wobec beneficjenta za szkodę powstałą w skutek braku lub niedostatecznego zaangażowania w sprawy spółki. Podstawową okolicznością, przekreślającą możliwość podnoszenia tak sformułowanych roszczeń przez beneficjenta jest fakt, że ewentualnym podmiotem bezpośrednio poszkodowanym mogłaby w takiej sytuacji być jedynie sama spółka. Szkoda beneficjenta stanowiłaby niepodlegającą kompensacji szkodę pośrednią.

Bibliografia

1. Adamska, A., Urbanek, P., *Fundusze inwestycyjne w nadzorze korporacyjnym w polskich spółkach publicznych*, Gospodarka Narodowa, nr 2(270)/2014.
2. Aggarwal, R., Dahiya, S., Prabhala, N. R., *The power of shareholder votes: Evidence from uncontested director elections*, Journal of Financial Economics nr 1(133)/2019.
3. Ahern, D., *Nominee directors' duty to promote the success of the company: commercial pragmatism and legal orthodoxy*, Law Quarterly Review nr (127)/2011.
4. Ahern, D., *The mythical value of voice and stewardship in the EU Directive on long-term shareholder engagement: rights do not an engaged shareholder make*, Cambridge Yearbook of European Legal Studies nr (20)/2018.
5. Akerlof, G. A., *The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism* [w:] *Uncertainty in economics* The Quarterly Journal of Economics Nr 3(84)/1970.
6. Allen, W. T., Kraakman, R., Khanna, V. S., *Commentaries and cases on the law of business organization*, Aspen Publishing 2021.
7. Anabtawi, I., Stout, L., *Fiduciary duties for activist shareholders*, Stanford Law Review nr (60)/2007.
8. Antoszek, P., *Charakter prawny uchwały walnego zgromadzenia spółdzielni.*, Glosa nr 3/2006.
9. Assmann, H.-D., Schneider, U., Mülberr, P. (red.), *Wertpapierhandelsrecht. Kommentar*, wyd. 7, Köln 2019.
10. Atanasov, V., Black, B., Ciccotello, C. S., *Law and tunneling*, Journal of Corporate Law nr (37)/2011.
11. Axe, L. H., *Corporate Proxies*, Michigan Law Review nr 1(41)/1942.
12. Bachmann, G., *Abschaffung der Hauptversammlung?* [w:] H. Altmeyden, H. Fitz, H. Honsell (red.), *Festschrift für Günther H. Roth zum 70. Geburtstag*, Monachium 2011.
13. Bachmann, G., *Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat* [w:] *Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016*, Köln 2017.
14. BaFin, *Collaborative engagement and the attribution of voting rights: When can things get tricky?*, 2023 https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2023/fa_bj_2303_Collaborative_Engagement_en.html.
15. BaFin, *Emittentenleitfaden*, 2013.
16. BaFin, *Issuer Guidelines. Modul B.*, 2018.
17. Bainbridge, S., *The Board of Directors* [w:] J. Gordon, W.-G. Ringe (red.), *Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford 2015.
18. Bainbridge, S. M., *Corporate governance after the financial crisis*, Oxford 2012.
19. Balotti, F., Finkelstein, J., *The Delaware Law of Corporations & Business Organizations*, Nowy Jork 2022.
20. Balp, G., Strampelli, G., *Institutional investor collective engagements: non-activist cooperation vs activist wolf packs*, Ohio State Business Law Journal nr 2(14)/2020.
21. Balp, G., Strampelli, G., *Shareholder Engagement and Voting in Italy* [w:] A. Lafarre, C. Xi, C. Van der Elst, i in. (red.), *The Cambridge Handbook of Shareholder Engagement and Voting*, Cambridge 2022.
22. Barker, R., Chiu, I. H.-Y., *Protecting minority shareholders in blockholder-controlled companies: evaluating the UK's enhanced listing regime in comparison with investor protection regimes in New York and Hong Kong*, Capital Markets Law Journal nr 1(10)/2015.
23. Barzuza, M., Curtis, Q., Webber, D. H., *Shareholder value (s): Index fund ESG activism and the new millennial corporate governance*, Southern California Law Review nr (93)/2019.
24. Baszczyk, M., *Skutki naruszenia obowiązków informacyjnych związanych z nabywaniem pakietów akcji*, PPH nr 1/2018.
25. Bator, A. (red.), *Wprowadzenie do nauk prawnych. Leksykon tematyczny*, Warszawa 2016.
26. Bebchuk, L. A., *The case for increasing shareholder power*, Harvard Law Review nr (118)/2004.
27. Bebchuk, L. A., Brav, A., Jiang, W., i in., *Dancing with activists*, Journal of Financial Economics nr 1(137)/2020.
28. Bebchuk, L. A., Brav, A., Jiang, W., *The long-term effects of hedge fund activism*, Columbia Law Review nr 5(115)/2015.
29. Bebchuk, L. A., Cohen, A., Hirst, S., *The agency problems of institutional investors*, Journal of Economic Perspectives nr 3(31)/2017.
30. Bebchuk, L. A., Fried, J. M., Walker, D. I., *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, University of Chicago Law Review nr (69)/2002.
31. Bebchuk, L. A., Hamdani, A., *Independent directors and controlling shareholders*, University of Pennsylvania Law Review 2017.
32. Bebchuk, L., Cohen, A., Ferrell, A., *What matters in corporate governance?*, The Review of Financial Studies nr 2(22)/2009.

33. Bebchuk, L., Hirst, S., *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, Columbia Law Review nr (119)/2019.
34. Becht, M., Franks, J., Mayer, C., i in., *Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the Hermes UK Focus Fund*, The Review of Financial Studies nr 8(22)/2009.
35. Bekrycht, T., Leszczyński, J., Łabieniec, P., *Podstawy doktryny prawnej*, Warszawa 2021.
36. Belcredi, M., Bozzi, S., Di Noia, C., *Board elections and shareholder activism: the Italian experiment* [w:] G. Ferrarini, M. Belcredi (red.), *Boards and Shareholders in European Listed Companies: Facts, Context and Post-Crisis Reforms*, Cambridge 2013.
37. Belcredi, M., Enriques, L., *Institutional investor activism in a context of concentrated ownership and high private benefits of control: the case of Italy* [w:] J. Hill, R. S. Thomas (red.), *Research Handbook on Shareholder Power*, Cheltenham 2015.
38. Ben-David, I., Li, J., Rossi, A., i in., *What do mutual fund investors really care about?*, The Review of Financial Studies nr 4(35)/2022.
39. Bengtzen, M., *Private investor meetings in public firms: The case for increasing transparency*, Fordham Journal of Corporate and Financial Law nr (22)/2017.
40. Berle, A., Means, G., *The Modern Corporation and Private Property*, Nowy Jork 1950.
41. Bielecki, M., *Podstawowe przejawy obowiązywania zasady lojalności*, Prawo Spółek nr 4/2005.
42. Bielecki, M., *Uprawnienia informacyjno-kontrolne akcjonariuszy w spółce akcyjnej*, Prawo Spółek nr 1/2004.
43. Bieniak, J., Bieniak, Mi., Nita-Jegielski, G., i in., *KSH. Komentarz*, wyd. 8, Warszawa 2022.
44. Bieniak, M., Błaszczak, Ł., Gładki, Ł., i in., *Spory sądowe ze stosunku spółki w spółkach kapitałowych*, Warszawa 2025.
45. Bilewska, K., *Wymóg quorum a wybór rady nadzorczej spółki przez walne zgromadzenie oddzielnymi grupami - glosa - I CSK 329/07*, Monitor Prawniczy nr 21/2008.
46. Bilewska, K., Chłopecki, A., *Prawo handlowe*, Warszawa 2019.
47. Bioy, H., *Passive Fund Providers Take an Active Approach to Investment Stewardship*, Morningstar 2017.
48. Birkmose, H., *Artilec 3g: Engagement policy* [w:] H. Birkmose, K. Sergakis (red.), *The Shareholder Rights Directive II. A commentary*, Cheltenham 2021.
49. Birkmose, H. S., *Duties imposed on specific shareholders only, and enforcement implications* [w:] *Enforcing Shareholders' Duties*, Cheltenham 2019.
50. Birkmose, H. S., *European challenges for institutional investor engagement—Is mandatory disclosure the way forward*, ECFR nr 2(11)/2014.
51. Black, B., *Shareholder Passivity Reexamined*, Michigan Law Review nr (89)/1990.
52. Black, B. S., *Agents watching agents: The promise of institutional investor voice*, UCLA Law Review nr (39)/1991.
53. BlackRock, *Investment Stewardship Annual Report. January 1 – December 31, 2023, 2024* <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/annual-stewardship-report-2023-summary.pdf>.
54. Błaszczyk, P., *Nabywanie akcji spółki publicznej a regulacja prawna działania w porozumieniu*, PPH nr 8/2017.
55. Błaszczyk, P., *Obowiązek lojalności wspólników i akcjonariuszy w grupach spółek*, PPH nr 8/2013.
56. Błaszczyk, P., *Ochrona wspólnika mniejszościowego spółki zależnej*, Warszawa 2013.
57. Błoch, Ł., Czajkowska, A., Grzelczak, M., i in., *Inwestorzy instytucjonalni w nadzorze korporacyjnym nad spółkami publicznymi w Polsce*, Łódź 2021.
58. Böckli, P., Davies, P. L., Ferran, E., i in., *Shareholder engagement and identification*, 2015 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2568741.
59. Bogle, J., *Stay the Course: The Story of Vanguard and the Index Revolution*, Hoboken 2018.
60. Bosek-Rak, D., *Zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w nadzór w spółkach giełdowych*, Warszawa 2019.
61. Bratton, W. W., *Hedge funds and governance targets*, Georgetown Law Journal nr (95)/2006.
62. Brav, A., Jiang, W., Li, R., *Governance by persuasion: Hedge fund activism and market-based shareholder influence*, 2024 <https://ssrn.com/abstract=3955116>.
63. Brellochs, M., *Konkretisierung des Acting in Concert durch den BGH—Kommentar zu BGH v. 25.9. 2018—II ZR 190/17, AG 2018, 37, AG nr 1–2(64)/2019*.
64. Brown Jr, J. R., *The Proxy Rules and Restrictions on Shareholder Voting Rights*, Seton Hall Law Review nr (47)/2016.
65. Brückner, P., *Aktivistische Aktionäre. Leitbildgedanken zum Aktionär, rechtliche Beschränkungen aktivistischen Aktionärsverhaltens und Reaktionsmöglichkeiten*, Berlin 2023.
66. Brysiewicz, K., Kulgawczuk, D., *Podmiot decydujący o dopuszczeniu udziałowca do udziału w zgromadzeniu i wykonywaniu przez niego prawa głosu*, Monitor Prawa Handlowego nr (3)/2014.
67. Cain, M. D., Fisch, J. E., Griffith, S. J., i in., *How corporate governance is made: the case of the golden leash*, University of Pennsylvania Law Review nr (164)/2015.

68. Çelik, S., Isaksson, M., *Institutional investors as owners: who are they and what do they do?*, OECD Corporate Governance Working Papers No. 11/2013.
69. Chandler III, W. B., Strine Jr, L. E., *The new federalism of the American corporate governance system: Preliminary reflections of two residents of one small state*, University of Pennsylvania Law Review nr (152)/2003.
70. Chater, N., Huck, S., Inderst, R., *Consumer decision-making in retail investment services: A behavioural economics perspective*, Report to the European Commission/SANCO 2010.
71. Cheffins, B., *Corporate Ownership and Control: British Business Transformed*, Oxford 2008.
72. Cheffins, B. R., *The Rise and Fall (?) of the Bearle-Means Corporation*, Seattle University Law Review nr (42)/2018.
73. Cheffins, B. R., Armour, J., *The past, present, and future of shareholder activism by hedge funds*, Journal of Corporation Law nr 1(37)/2011.
74. Chiu, I. H., *The foundations and anatomy of shareholder activism*, Oxford 2010.
75. Chiu, I. H.-Y., *European Shareholder Rights Directive proposals: a critical analysis in mapping with the UK Stewardship Code?*, ERA Forum nr 1(17)/2016.
76. Chiu, I., Katelouzou, D., *Making a Case for Regulating Institutional Shareholders' Corporate Governance Roles*, 2017 <https://ssrn.com/abstract=2896748>.
77. Chłopecki, A., *Jeszcze o porozumieniach w spółkach publicznych*, PPW nr 12/2001.
78. Chłopecki, A., *Materiałnoprawne i legitymacyjne skutki tzw. record date*, PPH nr 6/2010.
79. Chłopecki, A., *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*, PPW nr 9/2001.
80. Chłopecki, A., *Szkoda poniesiona przez spółkę akcyjną a szkoda poniesiona przez akcjonariusza w świetle przepisów kodeksu spółek handlowych i kodeksu cywilnego*, PPH nr 5/2009.
81. Chłopecki, A., Dyl, M., *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2014.
82. Christie, A., *Activist directors: the evolution of hedge fund activism in the S&P 500*, Connecticut Law Review nr 623/2024.
83. Christie, A., *Board-Shareholder Engagement and Directors' Appointments* [w:] G. Strampelli, L. Enriques (red.), *Board-Shareholder Dialogue: Policy Debate, Legal Constraints and Best Practices*, Cambridge 2024.
84. Christie, A. L., *The new hedge fund activism: Activist directors and the market for corporate quasi-control*, JCLS nr 1(19)/2019.
85. Christie, A. L., Liptrap, J., *Mapping judicial reactions to shareholder activism in the UK*, The Cambridge Law Journal nr 1(79)/2020.
86. Clarke, D. C., *Three concepts of the independent director*, Delaware Journal of Corporate Law nr (32)/2007.
87. CLRSO, *Modern Company Law For a Competitive Economy. Company General Meetings and Shareholder Communication*, 1999.
88. Coffee Jr, J. C., *Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor*, Columbia Law Review nr (91)/1991.
89. Coffee Jr, J. C., Jackson Jr, R. J., Mitts, J. R., i in., *Activist directors and agency costs: What happens when an activist director goes on the board*, Cornell Law Review nr (104)/2018.
90. Coffee Jr, J. C., Palia, D., *The wolf at the door: The impact of hedge fund activism on corporate governance*, Annals of Corporate Governance nr 1(1)/2016.
91. Coglianese, C., Mendelson, E., *Meta-regulation and self-regulation* [w:] R. Baldwin, M. Cave, M. Lodge (red.), *The Oxford Handbook of Regulation*, Oxford 2010.
92. Condon, M., *Externalities and the common owner*, Washington Law Review nr (95)/2020.
93. Cools, S., *Europe's Ius Commune on Director Revocability*, ECFR nr 2(8)/2011.
94. Cools, S., *Shareholder proposals shaking up shareholder say: a critical comparison of the United States and Europe* [w:] A. Afsharipour, M. Gelter (red.), *Comparative Corporate Governance*, Cheltenham 2021.
95. Cools, S., *The dividing line between shareholder democracy and board autonomy: Inherent conflicts of interest as normative criterion*, ECFR nr 2(11)/2014.
96. Cox, J. D., Thomas, R. S., *The SEC's Shareholder Proposal Rule: Creating a Corporate Public Square*, Columbia Business Law Review nr 3/2021.
97. Cox, J., Hazen, T. L., *Business organizations law*, St. Paul, MN 2016.
98. Cripps, J., *Fiduciary Duties: UK* [w:] T. Spangler (red.), *Investment Management. Law and Practice*, Oxford 2010.
99. Cripps, J., *The diminishing role of fiduciary law in discretionary portfolio management under English law*, Rozprawa doktorska obroniona na Uniwersytecie Oksfordzkim 2022.
100. Dalley, P. J., *Shareholder (and director) fiduciary duties and shareholder activism*, Houston Business & Tax Law Journal nr (8)/2007.

101. Dalley, P. J., *The use and misuse of disclosure as a regulatory system*, Florida State University Law Review nr 4(34)/2006.
102. Davies, P., *Shareholders in the United Kingdom* [w:] J. Hill, R. Thomas (red.), *Research handbook on shareholder power*, Cheltenham 2015.
103. Davies, P., *The UK Stewardship Code 2010–2020: From Saving the Company to Saving the Planet?* [w:] D. W. Puchniak, D. Katelouzou (red.), *Global Shareholder Stewardship*, Cambridge 2022.
104. Davies, P., Worthington, S., *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, Londyn 2012.
105. Davies, P., Worthington, S., Hare, C., *Gower's principles of modern company law*, London 2021.
106. Davis, G. F., Kim, E. H., *Business ties and proxy voting by mutual funds*, Journal of Financial Economics nr 2(85)/2007.
107. Dąbrowska, J., *Identyfikacja akcjonariuszy w spółkach akcyjnych*, PPH nr 02/2021.
108. Dąbrowska, J., *Path dependence, proces konwergencji i inne teorie wyjaśniające korporacyjny model spółki akcyjnej* [w:] M. Michalski (red.), *Kształtowanie się spółki akcyjnej a doświadczenia polskie*, Warszawa 2020.
109. De Poli, M., Gioia Carabellese, P. de, *The minority directors in the corporate governance of EU listed institutions: A chimaera or a possibility?*, Maastricht Journal of European and Comparative Law nr 1(24)/2017.
110. Decher, C. E., *Aktionärsinformation: –Responsio–*, ZGRnr 2–3(49)/2020.
111. Di Noia, C., Gargantini, M., *The market abuse directive disclosure regime in practice: Some margins for future actions*, 2009 <https://ssrn.com/abstract=1417477>.
112. Diligent, *Shareholder Activism Annual Review 2024*, 2024 https://learn.diligent.com/rs/946-AVX-095/images/Shareholder_Activism_2024.pdf?version=0.
113. Dimitruk, M., Loder, J., *Fiduciary Duties: US* [w:] T. Spangler (red.), *Investment Management. Law and Practice*, Oxford 2010.
114. Dimson, E., Karakaş, O., Li, X., *Coordinated engagements*, ECGI Finance Working Paper No. 721/2021, 2021.
115. Dixon, V., *The Legal Nature of Intermediated Securities: An Insurmountable Obstacle to Legal Certainty* [w:] L. Gullifer, J. Payne (red.), *Intermediation and Beyond*, Oxford and Portland, Oregon 2019.
116. Domański, G., Goszczyk, M., *Wybrane zagadnienia prawne organizacji Walnego Zgromadzenia spółki akcyjnej*, PPH nr (1)/2002.
117. Duda, P., *Wybór rady nadzorczej spółki akcyjnej w drodze głosowania grupami a ograniczenia prawa głosu*, Prawo Spółek nr 9/2011.
118. Dumkiewicz, M., *Odpowiedzialność odszkodowawcza za podejmowanie wadliwych uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych*, Warszawa 2016.
119. Dybiński, J., *Ochrona klienta na rynku usług inwestycyjnych* [w:] M. Stec (red.), *Prawo instrumentów finansowych. System Prawa Handlowego. Tom 4.*, Warszawa 2016.
120. Dybiński, J. (red.), *Rozporządzenie ws. nadużyć na rynku (MAR). Komentarz.*, Legalis 2023.
121. Dybiński, J. (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Komentarz*, Legalis 2023.
122. Dyl, M., *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania.*, Warszawa 2001.
123. Dyl, M., *Oddziaływanie art. 10 u.f.i. w świetle ustawowych obowiązków depozytariusza funduszu inwestycyjnego*, PPH nr 6/2022.
124. Easterbrook, F. H., Fischel, D. R., *The economic structure of corporate law*, Harvard university press 1996.
125. Ebrahimzadeh, O., *Der Investorendialog des Aufsichtsrats*, Baden-Baden 2020.
126. Edmans, A., Holderness, C. G., *Blockholders: a survey of theory and evidence* [w:] B. Hermalin, M. Weisbach (red.), *The handbook of the economics of corporate governance*, Amsterdam 2017.
127. EFAMA, *Asset management in Europe. An overview of the asset management industry* [w:] 2023.
128. Engeleit, M., *Wirtualne walne zgromadzenie: wpływ Internetu na prawo spółki akcyjnej*, Warszawa 2005.
129. Enriques, L., Gargantini, M., *The overarching duty to act in the best interest of the client in MiFID II* [w:] D. Busch, G. Ferrarini (red.), *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, 2017.
130. Enriques, L., Gilotta, S., *Disclosure and Financial Market Regulation* [w:] N. Moloney, E. Ferran, J. Payne (red.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford 2015.
131. Enriques, L., Strampelli, G. (red.), *Board-Shareholder Dialogue: Policy Debate, Legal Constraints and Best Practices*, Cambridge 2024.
132. ESMA, *Feedback Statement. Call for Evidence on Empty Voting. ESMA/2012/415.*, 2012.
133. ESMA, *Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive. ESMA/2014/677-REV.*, 2014.

134. ESMA, *Wytyczne dotyczące rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku. Opóźnienie ujawnienia informacji poufnych i interakcje z nadzorem ostrożnościowym* [w:] 2022.
135. European Securities Markets Expert Group, *Preliminary views on The definition of „acting in concert” between the Transparency Directive and the Takeover Bids Directive*, 2008.
136. Fairfax, L. M., *Just Say Yes? The Fiduciary Duty Implications of Directorial Acquiescence*, Iowa Law Review nr (106)/2020.
137. Fama, E. F., *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*, The journal of Finance nr 2(25)/1970.
138. Fama, E. F., Jensen, M. C., *Separation of ownership and control*, The journal of law and Economics nr 2(26)/1983.
139. Faure, A., *Verantwortung institutioneller Aktionäre im deutschen Aktienrecht*, wyd. 1. Auflage, Baden-Baden 2019.
140. FCA, *Final Notice to Sir Christopher Gent*, 2022 <https://www.fca.org.uk/publication/final-notice/sir-christopher-gent-2022.pdf>.
141. FCA, *Listing Rules* [w:] 2023.
142. Ferrarini, G., Filippelli, M., *Independent Directors and Controlling Shareholders Around The World* [w:] J. Hill, R. S. Thomas (red.), *Research Handbook on Shareholder Power*, Cheltenham 2015.
143. Ferrarini, G., Peruzzo, G. G., Roberti, M., *Corporate boards in Italy* [w:] P. Davies, K. J. Hopt, R. Nowak, i in. (red.), *Corporate boards in law and practice. A comparative analysis in Europe.*, 2013.
144. Ferreira, M. A., Matos, P., *The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world*, Journal of financial economics nr 3(88)/2008.
145. Fichtner, J., Heemskerk, E. M., Garcia-Bernardo, J., *Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk*, Business and Politics nr 2(19)/2017.
146. Fiegenbaum, I., *The controlling shareholder enforcement gap*, American Business Law Journal nr 3(56)/2019.
147. Fiegenbaum, I., Licht, A. N., *Corporate Law of Israel*, ECGI - Law Working Paper No. 372/2017 2017 https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalfiegenbaumlicht.pdf.
148. Fisch, J. E., *Mutual fund stewardship and the empty voting problem*, Brooklyn Journal of Corporate Financial & Company Law nr (16)/2021.
149. Fisch, J. E., *Rethinking the regulation of securities intermediaries*, University of Pennsylvania Law Review 2010.
150. Fisch, J. E., Sepe, S. M., *Shareholder Collaboration*, Texas Law Review nr (98)/2019.
151. Fisch, J., Hamdani, A., Solomon, S. D., *The new titans of wall street: A theoretical framework for passive investors*, University of Pennsylvania Law Review nr (168)/2019.
152. Flannery, M. J., Bliss, R. R., *Market discipline in regulation: Pre-and post-crisis* [w:] A. N. Berger, P. Molyneux, J. O. S. Wilson (red.), *Oxford Handbook of Banking*, Oxford 2019.
153. Fleischer, H., *Investor Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrecht*, ZGR nr 4/2009.
154. Fleischer, H., *Legal Transplants in European Company Law – The Case of Fiduciary Duties*, nr 3(2)/2005.
155. Fox, M. B., *Required disclosure and corporate governance*, Law and Contemp. Probs. nr (62)/1999.
156. Fox, M. B., Glostien, L. R., Rauterberg, G. V., *Informed trading and its regulation*, Journal of Corporation Law nr (43)/2017.
157. Frankel, T., Laby, A. B., *The Regulation of Money Managers*, wyd. 3, Nowy Jork 2022.
158. Frase, D., *Law and Regulation of Investment Management*, wyd. 3, London 2020.
159. FRC, *Corporate Governance. AGMs: an opportunity for change*, 2020.
160. FRC, *The UK Corporate Governance Code* [w:] 2018.
161. Friedlander, J. E., *Confronting the Problem of Fraud on the Board*, The Business Lawyer nr 1(75)/2019.
162. Fryc, J., *W co inwestuj OFE? Część akcyjna portfeli*, Analizy.pl 2025.
163. FSA, *Shareholder engagement and the current regulatory regime*, 2009 https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/ukgwa/20090903065311mp_/http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/shareholder_engagement.pdf.
164. Fukami, K., Blume, D., Magnusson, C. M., *Institutional investors and stewardship*, OECD Corporate Governance Working Papers No. 25 2022.
165. Gantchev, N., Giannetti, M., *The costs and benefits of shareholder democracy: Gadflies and low-cost activism*, The Review of Financial Studies nr 12(34)/2021.
166. Gargantini, M., *Article 3a: identification of shareholders* [w:] H. Birkmose, K. Sergakis (red.), *The Shareholder Rights Directive II. A commentary.*, Cheltenham 2021.

167. Gargantini, M., *Barriers to shareholder identification and entitlement* [w:] H. Birkmose, K. Sergakis (red.), *Enforcing Shareholders' Duties*, Cheltenham 2019.
168. Gasiński, Ł., *Dopuszczalność zaskarżenia uchwały walnego zgromadzenia przez akcjonariusza, który utracił możliwość wykonywania prawa głosu na podstawie art. 89 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej*, Glosa nr 3/2013.
169. Gasiński, Ł., *Granice swobody kształtowania treści statutu spółki akcyjnej*, Warszawa 2014.
170. Gasiński, Ł., *Z problematyki dopuszczalności zawierania umów z członkami rady nadzorczej*, Glosa nr 4/2012.
171. Gatti, M., *Interested Voting*, *BYU Law Review* nr (48)/2022.
172. Gatti, M., Strampelli, G., Tonello, M., *How Does Board-Shareholder Engagement Really Work?: Evidence from a Survey of Corporate Officers and from Disclosure Data* [w:] G. Strampelli, L. Enriques (red.), *Board-Shareholder Dialogue: Policy Debate, Legal Constraints and Best Practices*, Cambridge 2024.
173. Gburzyńska-Dulewicz, A., *Pozycja prawna zarządu i członków zarządu spółek kapitałowych*, Warszawa 2006.
174. GC100, *Shareholder meetings - time for change?*, 2021.
175. Gelter, M., Helleringer, G., *Constituency Directors and Corporate Fiduciary Duties* [w:] A. S. Gold, P. B. Miller (red.), *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford 2014.
176. Gerner-Beuerle, C., Schilling, M. A., *Comparative company law*, Oxford 2019.
177. Gębusia, I., *Interes spółki w prawie polskim i europejskim*, Warszawa 2017.
178. Gębusia, I., *Kontrowersje wokół obowiązku ujawnienia informacji udzielonych akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem.*, PPH nr 10/2015.
179. Ghetti, R., *Acting in concert in EU company law: how safe harbours can reduce interference with the exercise of shareholder rights*, *ECFR* nr 4(11)/2015.
180. Gierat, A., *Korporacyjne uprawnienia kontrolne wspólników spółek kapitałowych*, Toruń 2010.
181. Gilson, R. J., Gordon, J. N., *Board 3.0*, *The Business Lawyer* nr 2(74)/2019.
182. Gilson, R. J., Gordon, J. N., *The agency costs of agency capitalism: Activist investors and the revaluation of governance rights*, *Columbia Law Review* nr (113)/2013.
183. Gilson, R. J., Kraakman, R., *Reinventing the outside director: An agenda for institutional investors*, *Stanford Law Review* 1991.
184. Gilson, R. J., Kraakman, R. H., *The mechanisms of market efficiency*, *Virginia Law Review* nr (70)/1984.
185. Glicz, M., *Spółka publiczna a spółka akcyjna. Analiza typologiczna*, Warszawa 2018.
186. Gold, A. S., *The Loyalties of Fiduciary Law* [w:] A. S. Gold, P. B. Miller (red.), *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford 2014.
187. Goldman Sachs, *Shareholder activism: What investors seek, which companies are targeted, and how stocks perform*, 2023 https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2023/05/20230420_GoldmanSachs-report.pdf.
188. Gomtsian, S., *Different visions of stewardship: understanding interactions between large investment managers and activist shareholders*, *JCLS* nr 1(22)/2022.
189. Gordon, J. N., *Institutions as relational investors: A new look at cumulative voting*, *Columbia Law Review* nr 1(94)/1994.
190. Gordon, J. N., *Systematic stewardship*, *The Journal of Corporation Law* nr 3(47)/2021.
191. Gordon, J. N., *The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: Of shareholder value and stock market prices*, *Stanford law review* 2007.
192. Goshen, Z., *Voting (Insincerely) in Corporate Law*, *Theoretical Inquiries in Law* nr 2(2)/2001.
193. Grabowski, K., *Dyrektywa o prawach akcjonariuszy. Studium tworzenia prawa i przewodnik po dyrektywie*, Kraków 2014.
194. Griffith, S. J., Lund, D. S., *Conflicted Mutual Fund Voting in Corporate Law*, *Boston University Law Review* nr (99)/2019.
195. Grześków, M., *Połączenie odwrotne (downstream merger)*, Warszawa 2023.
196. Gutiérrez, M., Sáez, M., *Deconstructing Independent Directors*, *JCLS* nr 1(13)/2013.
197. Guttentag, M. D., *Avoiding Wasteful Competition: Why Trading on Inside Information Should Be Illegal*, *Brooklyn Law Review* nr (86)/2020.
198. Hainsworth, A., *The Shareholder Rights Directive and the challenge of re-enfranchising beneficial shareholders*, *Law and Financial Markets Review* nr 1(1)/2007.
199. Haładyj, K., *Odpowiedzialność odszkodowawcza emitentów za naruszenie obowiązków informacyjnych*, Wydawnictwo CH Beck 2008.
200. Haładyj, K., *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009.

201. Hamdani, A., Hannes, S., *Institutional investors, activist funds and ownership structure* [w:] A. Afsharipour, M. Gelter (red.), *Comparative Corporate Governance*, Cheltenham 2021.
202. Hansen, J. L., *Market Abuse Case Law—Where Do We Stand With MAR?*, ECFR nr 2(14)/2017.
203. Hansen, R. G., Lott Jr, J. R., *Externalities and corporate objectives in a world with diversified shareholder/consumers*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* nr 1(31)/1996.
204. Hawley, J. P., Williams, A. T., *The rise of fiduciary capitalism: How institutional investors can make corporate America more democratic*, University of Pennsylvania Press 2000.
205. Haywood, M., *Duty to Exercise Independent Judgment* [w:] S. Mortimore (red.), *Company directors: duties, liabilities, and remedies*, Oxford 2017.
206. Haywood, M., Arnold, M., *Duty to Avoid Conflicts of Interest* [w:] S. Mortimore (red.), *Company directors: duties, liabilities, and remedies*, Oxford 2017.
207. Hazen, T. L., *The law of securities regulation*, wyd. 7, St. Paul, MN 2017.
208. Hellgardt, A., Hoyer, A., *Transatlantische Konvergenz der Aktionärsrechte—Systemvergleich und neuere Entwicklungen—*, ZGR nr 1/2011.
209. Hellwig, M. F., *Market discipline, information processing, and corporate governance*, MPI Collective Goods Preprint nr 2005/19/2005.
210. Hill, J. G., *Good activist/bad activist: The rise of international stewardship codes*, *Seattle University Law Review* nr (41)/2017.
211. Hill, J. G., *The trajectory of American corporate governance: shareholder empowerment and private ordering combat*, *University of Illinois Law Review* 2019.
212. Hirschman, A. O., *Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and states*, Harvard 1970.
213. Hirst, S., Bebchuk, L., *Big three power, and why it matters*, *Boston University Law Review* nr 5(102)/2022.
214. Hirte, H., Mülbart, P., Roth, M. (red.), *Aktiengesetz. Grosskommentar.*, wyd. 5, Berlin 2018.
215. Hofstetter, K., *Von der „Landsgemeinde“ –zur „proxy“-Generalversammlung: Vorschläge für einen Paradigmenwechsel in der Schweiz. Analoge Anregungen zur deutschen Hauptversammlung*, ZGR nr 4/2008.
216. Hollington, R., *Hollington on Shareholders' Rights*, Londyn 2023.
217. Hooghiemstra, S. N., *EU 'rule-based' ESG duties for investment funds and their managers under the European 'Green Deal'* [w:] T. Kuntz (red.), *Research Handbook on Environmental, Social and Corporate Governance*, Cheltenham 2024.
218. Hoppe, C., Marion, M., *Acting in concert in the version of the Risk Reduction Act*, BaFin Quarterly. nr Q2/10/2010.
219. Hopt, K. J., *Conflict of interest, secrecy and insider information of directors, A comparative analysis*, ECFR nr 2(10)/2013.
220. Hopt, K. J., *Porównawcze prawo spółek*, *Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego* nr 1 (9)/2010.
221. Hopt, K. J., *The dialogue between the chairman of the board and investors: the practice in the UK, the Netherlands and Germany and the future of the German corporate governance code under the new chairman*, ECGI-Law Working Paper nr 365/2017 <https://ssrn.com/abstract=3030693>.
222. Horwath, O., *Elektroniczne walne zgromadzenie w świetle regulacji dyrektywy 2007/36/WE oraz prawa polskiego*, *Transformacje Prawa Prywatnego* nr 3–4/2007.
223. Hu, H. T., Black, B., *The new vote buying: Empty voting and hidden (morphable) ownership*, *Southern California Law Review* nr 79/2005.
224. Hudson, A., *Law of finance*, London 2013.
225. Iliev, P., Lins, K. V., Miller, D. P., i in., *Shareholder voting and corporate governance around the world*, *The Review of Financial Studies* nr 8(28)/2015.
226. Inci, S., *Shareholder Engagement: Chancen, Risiken und Kompatibilität mit der deutschen Corporate Governance*, Baden-Baden 2018.
227. Jajuga, K., Jajuga, T., *Inwestycje*, Warszawa 2006.
228. Jankowiak, J., *Charakter prawny polskiego modelu zasady biznesowej oceny sytuacji*, PPH nr 2/2024.
229. Jara, Z. (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz.*, Warszawa 2022.
230. Jastrzębski, J., *Pełnomocnictwo do udziału i głosowania na walnym zgromadzeniu spółki publicznej po nowelizacji kodeksu spółek handlowych (zagadnienia ogólne z wyłączeniem konfliktu interesów)*, PPH nr 9/2009.
231. Jaszczyk, K., *Odpowiedzialność odszkodowawcza faktycznych członków zarządu wobec spółki i jej wierzycieli*, Warszawa 2023.
232. Jensen, M. C., Meckling, W. H., *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, *Journal of financial economics* nr 4(3)/1976.

233. Johnson, L., *After Enron: remembering loyalty discourse in corporate law*, Del. J. CorP. l. nr (28)/2003.
234. Johnson, T. L., Swem, N., *Reputation and investor activism: A structural approach*, Journal of Financial Economics nr 1(139)/2021.
235. Johnston, A., Belinga, R., Segrestin, B., *Governing institutional investor engagement: from activism to stewardship to custodianship?*, JCLS nr 1(22)/2022.
236. Kaczkowski, J., *Polskie prawo o spółkach akcyjnych: ustawa i komentarz*, Poznań 1929.
237. Kahan, M., Rock, E. B., *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, University of Pennsylvania Law Review nr 5(155)/2007.
238. Kahan, M., Rock, E. B., *Index funds and corporate governance: Let shareholders be shareholders*, Boston University Law Review nr (100)/2020.
239. Kaliński, M., *Szkoda na mieniu i jej naprawienie*, Warszawa 2021.
240. Kalss, S., *Aktionärsinformation*, ZGRnr 2–3(49)/2020.
241. Kalss, S., Oppitz, M., Torggler, U., i in. (red.), *EU Market Abuse Regulation: A Commentary on Regulation (EU) No 596/2014*, Cheltenham 2021.
242. Kandel, E., Pearson, N. D., *Differential interpretation of public signals and trade in speculative markets*, Journal of Political Economy nr 4(103)/1995.
243. Kastiel, K., *Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies*, Columbia Business Law Review nr 1/2016.
244. Kastiel, K., Nili, Y., *Captured boards: The rise of super directors and the case for a board suite*, Wisconsin Law Review 2017.
245. Kastiel, K., Nili, Y., *In Search of the Absent Shareholders: A New Solution to Retail Investors' Apathy*, Deaware Journal of Corporate Law nr (41)/2016.
246. Kastiel, K., Nili, Y., *The Giant Shadow of Corporate Gadflies*, Southern California Law Review nr (94)/2020.
247. Katelouzou, D., *Worldwide hedge fund activism: dimensions and legal determinants*, University of Pennsylvania Journal of Business Law nr 17/2015.
248. Katelouzou, D., Puchniak, D. W. (red.), *Global Shareholder Stewardship*, Cambridge 2022.
249. Katner, W., *Wybrane orzecznictwo sądowe dotyczące zachowania lojalności (uczciwości) w spółkach kapitałowych*, PPH nr 10/2021.
250. Kaur, H., Xi, C., Van der Elst, C., i in. (red.), *The Cambridge Handbook of Shareholder Engagement and Voting*, Cambridge 2022.
251. Kawecki, A., *Poland* [w:] D. Busch, D. A. DeMott (red.), *Liability of Asset Managers*, Oxford 2012.
252. KDPW, *Obsługa walnych zgromadzeń – podstawowa i rozszerzona. Informator dla emitentów krajowych*.
253. KE, *Zielona Księga. Unijne ramy ładu korporacyjnego.*, KOM(2011) 164 2011.
254. Keler, G., *Badanie due diligence w transakcjach fuzji i przejęć. Znaczenie i skutki prawne*, Warszawa 2021.
255. Kelly, T., *Institutional investors as environmental activists*, JCLS nr 2(21)/2021.
256. Kershaw, D., *Principles of takeover regulation*, Oxford 2016.
257. Kędzierski, D. van, *Metodologia i paradygmat polskich szczegółowych nauk prawnych*, Transformacje prawa Prywatnego nr 3/2018.
258. Kidyba, A., *Kodeks spółek handlowych. Tom II. Komentarz do art. 301 - 633*, wyd. 17, Warszawa 2022.
259. Kidyba, A. (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz. Tom I. Art. 1–157*, LEX 2018.
260. Kidyba, A., Dumkiewicz, M., *Wybrane problemy związane ze skutkami zaskarżania uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych w przedmiocie podziału zysku.*, PPH nr 11/2013.
261. Kindler, P., Lieder, J. (red.), *European Corporate Law. Article-by-Article Commentary*, Bloomsbury Publishing 2021.
262. Kingman, J., *Independent Review of the Financial Reporting Council*, 2018 <https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5c1bbe68ed915d7327b92162/frc-independent-review-final-report.pdf>.
263. Kirman, I., *Dealing with Activist Directors on the Board*, Practical Law. The Journal. nr 07/08/2017.
264. Klein, A., Zur, E., *Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors*, The Journal of Finance nr 1(64)/2009.
265. Klein, A., Zur, E., *The impact of hedge fund activism on the target firm's existing bondholders*, The Review of Financial Studies nr 5(24)/2011.
266. Klöhn, L., *Board-Shareholder Engagement and Insider Regulation* [w:] G. Strampelli, L. Enriques (red.), *Board-Shareholder Dialogue: Policy Debate, Legal Constraints and Best Practices*, Cambridge 2024.
267. Klöhn, L., *Financial journalism, unlawful disclosure of inside information and freedom of press: Mr A v. Autorité des marchés financiers*, Common Market Law Review nr 2(60)/2023.

268. Klöhn, L., *Inside information without an incentive to trade? What's at stake in 'Lafonta v AMF'*, Capital Markets Law Journal nr 2(10)/2015.
269. Knorr, E. S., *Kapitalmarktkommunikation durch den Aufsichtsrat einer Aktiengesellschaft Zulässigkeit und Grenzen des Investorendialogs mit dem Aufsichtsrat und seinem Vorsitzenden*, Baden-Baden 2021.
270. Koch, J., *Der Kapitalanleger als Corporate Governance-Akteur im Rahmen der neuen §§ 134 a ff. AktG*, BKR nr 1/2020.
271. Koch, J., *Informationsweitergabe und Informationsasymmetrien im Gesellschaftsrecht*, ZGRnr 2–3(49)/2020.
272. Koch, J., *Investorengespräche des Aufsichtsrats*, AG nr 5(62)/2017.
273. Kochanowski, J., *Jurydyzacja życia*, Palestra nr (7–8)/2002.
274. Komisja Europejska, *Commission Staff Working Document. The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues. SEC(2009) 611.*, 2010.
275. Komisja Europejska, *Plan działania: Europejskie prawo spółek i ład korporacyjny – nowoczesne ramy prawne na rzecz bardziej zaangażowanych udziałowców i zrównoważonych przedsiębiorstw. COM(2012) 740 final*, Strasburg 2012.
276. Komitet Dobrych Praktyk - Forum Corporate Governance, *Dobre praktyki w spółkach publicznych w 2002 r.*, Monitor Prawniczy nr 10/2002.
277. Kornas, J., *Zasada i obowiązki lojalności kontraktowej jako standard wykonania zobowiązania (art. 354 k.c.) w orzecznictwie Sądu Najwyższego [w:] Ochrona strony słabszej stosunku prawnego. Księga jubileuszowa ofiarowana profesorowi Adamowi Zielińskiemu*, Warszawa 2016.
278. Kosmin, L., Roberts, C., *Company Meetings and Resolutions: Law, Practice, and Procedure*, 2020.
279. Kozyra, A., *Obrona spółek publicznych przed wrogim przejęciem*, Warszawa 2020.
280. KPMG, *Review of the 2020 AGM season*, 2020.
281. Kraakman, R., *Disclosure and corporate governance: an overview essay [w:] G. Ferrarini, K. J. Hopt, J. Winter, i in. (red.), Reforming company and takeover law in Europe*, Oxford 2004.
282. Kraakman, R. H., *The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach*, Oxford 2017.
283. Kraakman, R. H., Armour, J., Davies, P., i in., *The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach*, Oxford 2017.
284. Kraakman, R. H., Davies, P., Hansmann, H., i in., *The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach*, Oxford 2004.
285. Krajewski, M., *Pracownicze programy emerytalne - charakterystyka prawna*, Białystok 2014.
286. Kułak, K., *Stosunek członkostwa w zarządzie spółki kapitałowej*, Warszawa 2015.
287. Kuntz, T., *ESG Demand-Side Regulation - Governing the Shareholders*, 2023 <https://ssrn.com/abstract=4633036>.
288. Kumor, S., *Tajemnice Sand Hill Road. Zasady rządzące rynkiem venture capital.*, Warszawa 2020.
289. Kurzajewski, M., *Usługi maklerskie*, Warszawa 2014.
290. Laby, A. B., *SEC v. Capital Gains Research Bureau and the Investment Advisers Act of 1940*, Boston University Law Review nr (91)/2011.
291. Laby, A. B., *The fiduciary structure of investment management regulation [w:] W. A. Birdthistle, J. Morley (red.), Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*, Cheltenham 2018.
292. Larcker, D. F., Tayan, B., Schneider, R., i in., *2015 Investor Survey: Deconstructing Proxy Statements—What Matters to Investors*, 2015 https://www.gsb.stanford.edu/sites/default/files/publication-pdf/cgri-surveyey-2015-deconstructing-proxy-statements_0.pdf.
293. Laster, J. T., Zeberkiewicz, J. M., *The rights and duties of blockholder directors*, The Business Lawyer 2014.
294. Lau Hansen, J., Moalem, D., *The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution*, Capital Markets Law Journal nr 3(4)/2009.
295. Law Commission, *Fiduciary duties of investment intermediaries*, 2014.
296. Lazard, *2019 Review of Shareholder Activism*, 2020.
297. Lehmann, M., Kumpan, C. (red.), *European financial services law: article-by-article commentary*, Nomos Verlag 2019.
298. Lettau, M., Ludvigson, S. C., Manoel, P., *Characteristics of mutual fund portfolios: Where are the value funds?*, NBER Working Paper 25381 2018 https://www.nber.org/system/files/working_papers/w25381/w25381.pdf.
299. Lewellen, J., Lewellen, K., *The ownership structure of US corporations*, 2025 <https://ssrn.com/abstract=4173466>.
300. Leyens, P. C., *System der Aktionärsinformation: –Auskunft, Sonderprüfung, Sondervertretung, Investorendialog und horizontale Kommunikation–*, ZGRnr 4(48)/2019.

301. Lin, E., Lowry, J., *Reconsidering the Rule on Shareholders' Exercise of Voting Powers*, 2020 <https://ssrn.com/abstract=3955988>.
302. Link, S. P., *Shareholder und Investor Activism–Rechtsfragen der aktuellen Praxis*, ZGRnr 6(50)/2021.
303. Lipton, A. M., *After Corwin: Down the Controlling Shareholder Rabbit Hole*, Vanderbilt Law Review nr (72)/2019.
304. Lipton, A. M., *Family loyalty: mutual fund voting and fiduciary obligation*, Transactions: Tennessee Journal of Business Law nr (19)/2017.
305. Lipton, A. M., *Reviving Reliance*, Fordham Law Review nr (86)/2017.
306. Lipton, M., *Important Questions about Activist Hedge Funds*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance 2013.
307. Liu, C., Low, A., Masulis, R. W., i in., *Monitoring the monitor: Distracted institutional investors and board governance*, The Review of Financial Studies nr 10(33)/2020.
308. *Locust, pocus*, The Economist 2005.
309. London, J., *ERISA Plans* [w:] T. Spangler (red.), *Investment Management. Law and Practice*, Oxford 2010.
310. Loop, P., Bromilow, C., Malone, L., *The Changing Face of Shareholder Activism*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance 2018.
311. Loop, P., DiNicola, P., *Investors and Board Composition*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance 2016 <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/05/26/investors-and-board-composition/>.
312. Loss, L., Seligman, J., Paredes, T. A., *Securities Regulation*, wyd. 6, 2020.
313. Lu, C., *Unpacking wolf packs*, Yale Law Journal nr (125)/2015.
314. Lund, D. S., *Passive Investing and Corporate Governance: A Law and Economics Analysis*, 2020 <https://ssrn.com/abstract=3623381>.
315. Lutter, M., Bayer, W., Schmidt, J., *Europäisches Unternehmens-und Kapitalmarktrecht*, de Gruyter 2017.
316. Lutz, J. M., *Analysis of the proposed NYSE corporate governance and audit committee listing requirements*, DePaul Bus. & Comm. LJ nr (2)/2003.
317. Łatała-Kremer, A., *Odpowiedzialność cywilna członków organów spółki akcyjnej za decyzje gospodarcze względem spółki w perspektywie prawnoporównawczej.*, Warszawa 2023.
318. MacFarlane, B., Stevens, R., *Interests in Securities: Practical Problems and Conceptual Solutions* [w:] J. Payne, L. Gullifer (red.), *Intermediated Securities. Legal Problems and Practical Issues*, Bloomsbury Publishing 2010.
319. MacNeil, I. G., *An introduction to the law on financial investment*, wyd. 2, Oxford 2012.
320. MacNeil, I., Li, X., *"Comply or Explain": market discipline and non-compliance with the Combined Code*, Corporate Governance: An International Review nr 5(14)/2006.
321. Madsen, M. B., *Behavioural Economics in European Corporate Governance–Much Ado about Nudging?*, European Business Law Review nr 2(32)/2021.
322. Mahoney, P. G., *Mandatory disclosure as a solution to agency problems*, The University of Chicago Law Review nr 3(62)/1995.
323. Malberti, C., *Article 3b: transmission of information* [w:] H. Birkmose, K. Sergakis (red.), *The Shareholder Rights Directive II. A commentary.*, Cheltenham 2021.
324. Mallin, C., *Institutional investors: the vote as a tool of governance*, Journal of Management & Governance nr 2(16)/2012.
325. Mallow, M. J., Sethi, J., *Engagement: The Missing Middle Approach in the Bebchuk-Strine Debate*, New York University Journal of Law & Business nr 2(12)/2015.
326. Manne, H. G., *Insider trading and the stock market*, New York 1966.
327. Manne, H. G., *Shareholder social proposals viewed by an opponent*, Stanford Law Review nr (24)/1971.
328. Martin, R., Casson, P. D., Nisar, T. M., *Investor engagement: Investors and management practice under shareholder value*, Oxford 2007.
329. Mataczyński, M., *Cywilnoprawne skutki naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, Warszawa 2011.
330. Mataczyński, M., *Możliwość ustalenia przez spółkę nieistnienia prawa do wykonywania prawa głosu przez akcjonariusza*, PPH,(10) 2014.
331. Mataczyński, M., Saczywko, M., *Wybór członków rady nadzorczej spółki akcyjnej przez oddzielne grupy akcjonariuszy – cel instytucji a praktyka i orzecznictwo sądowe*, Glosa nr 1/2014.
332. Matvos, G., Ostrovsky, M., *Cross-ownership, returns, and voting in mergers*, Journal of Financial Economics nr 3(89)/2008.
333. Mazars, *Transparency Directive Assessment Report*, 2009.

334. Mazur, P., *Bezpośredni dialog między radą nadzorczą a akcjonariuszami spółek publicznych z perspektywy polskiego prawa spółek*, PPH nr 10/2022.
335. Mazur, P., *Dialog pomiędzy członkami organów spółek publicznych a inwestorami w świetle przepisu art. 428 § 6 KSH* [w:] A. Herbet (red.), *Podstawowe problemy i konstrukcje współczesnego prawa handlowego*, Warszawa 2023.
336. Mazur, P., *Granice obowiązku poufności ciążącego na członkach organów spółek kapitałowych*, PPH nr 5/2023.
337. Mazur, P., *Uprawnienia i obowiązki akcjonariusza względem pozostałych akcjonariuszy wynikające ze stosunku spółki*, Warszawa 2021.
338. Mazur, P., *Źródło prawa wspólników do informacji o sprawach spółki a wykładnia przepisów art. 212 i 428 k.s.h.*, PPH nr (2)/2025.
339. McCahery, J. A., Sautner, Z., Starks, L. T., *Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors*, *The Journal of Finance* nr 6(71)/2016.
340. McGaughey, E., *Does corporate governance exclude the ultimate investor?*, *JCLS* nr 1(16)/2016.
341. Michaely, R., Rubio, S., Yi, I., *Voting rationales*, ECGI Finance Working Paper No. 928/2023 2023.
342. Michalski, M., *Porozumienia w spółkach publicznych a obowiązki z tytułu nabywania znacznych pakietów akcji*, PPW nr (6)/2001.
343. Michalski, M. (red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz.*, Warszawa 2014.
344. Michalski, M., *Uwagi krytyczne w zakresie zniesienia anonimowości jako cechy konstytutywnej spółki akcyjnej*, PPH nr 3/2020.
345. Michalski, M., Sobolewski, L., *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 1999.
346. Michalski, M., Wierzbowski, M., *Ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2002.
347. Moloney, N., *EU securities and financial markets regulation*, Oxford 2014.
348. Moloney, N., *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK*, Cambridge University Press 2010.
349. Morley, J., *The separation of funds and managers: a theory of investment fund structure and regulation*, *Yale Law Journal* nr 5(123)/2014.
350. Morley, J., Curtis, Q., *Taking exit rights seriously: Why governance and fee litigation don't work in mutual funds*, *The Yale Law Journal* nr 1(120)/2010.
351. Morley, J. D., *Too big to be activist*, *Southern California Law Review* nr (92)/2018.
352. Morton, G., *Historical introduction: the growth of intermediation and development of legal analysis of intermediated securities* [w:] L. Gullifer, J. Payne (red.), *Intermediation and Beyond*, Oxford and Portland, Oregon 2019.
353. Mosca, C., *Director–Shareholder Dialogues Behind the Scenes: Searching for a Balance Between Freedom of Expression and Market Fairness*, *ECFR* nr 4(15)/2018.
354. Moskała, P., *Prawne instrumenty zarządzania zgrupowaniem spółek kapitałowych*, 2018.
355. Möslin, F., Rennig, C., *Shareholder Engagement in Germany* [w:] A. Lafarre, C. Xi, C. Van der Elst, i in. (red.), *The Cambridge Handbook of Shareholder Engagement and Voting*, Cambridge 2022.
356. Mülbart, P. O., Sajnovits, A., *Emerging ESG-Driven Models of Shareholder Collaborative Engagement* [w:] G. Strampelli, L. Enriques (red.), *Board–Shareholder Dialogue: Policy Debate, Legal Constraints and Best Practices*, Cambridge 2024.
357. *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, wyd. 6, 2024.
358. NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2023 r.*, Warszawa 2024.
359. Nili, Y., *Board Gatekeepers*, *Emory Law Journal* nr (72)/2022.
360. Noack, U., *Hauptversammlung und Stimmrecht nach 50 Jahren Aktiengesetz* [w:] H. Fleischer, J. Koch, B. Kropff, i in. (red.), *50 Jahre Aktiengesetz*, De Gruyter 2015.
361. NYSE, *NYSE: Corporate Governance Guide* [w:] 2014.
362. OECD, *Corporate Governance Factbook 2021* [w:] 2021.
363. OECD, *Duties and Responsibilities of Boards in Company Groups*, 2020.
364. OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, Paryż 2015.
365. Okolski, J., Modrzejewski, J., Gasiński, Ł., *Natura stosunku korporacyjnego spółki akcyjnej*, PPH nr (8)/2000.
366. Olejniczak, A. (red.), *Prawo zobowiązań – część ogólna. SPP, t. 6*, Warszawa 2023.
367. Olson, M., *Logika działania zbiorowego: Dobra publiczne i teoria grup*, Warszawa 2012.
368. Ooi, M., *Re-enfranchising the investor of intermediated securities*, *Journal of Private International Law* nr 1(16)/2020.
369. Opalska, D., *Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych*, Warszawa 2014.
370. Opalski, A. (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Tom IIIA.*, Warszawa 2016.

371. Opalski, A. (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Tom IIIB*, Warszawa 2016.
372. Opalski, A. (red.), *Kodeks spółek handlowych. Tom IIA.*, Warszawa 2018.
373. Opalski, A. (red.), *Kodeks spółek handlowych. Tom IIB.*, Warszawa 2018.
374. Opalski, A., *Konflikty interesów członków organów spółek kapitałowych*.
375. Opalski, A., *Konflikty interesów członków organów spółek kapitałowych [w:] Prawo handlowe XXI wieku [w:] M. Modrzejewska (red.), Czas stabilizacji, ewolucji czy rewolucji. Księga jubileuszowa Profesora Józefa Okolskiego*, Warszawa 2010.
376. Opalski, A., *Niezależni członkowie rady nadzorczej*, PPH nr 6/2005.
377. Opalski, A., *Nowe obowiązki spółek publicznych i członków organów – implementacja do prawa polskiego dyrektyw 2006/43/WE i 2006/46/WE*, Monitor Prawniczy nr 5/2010.
378. Opalski, A., *Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych*, Kwartalnik Prawa Prywatnego nr 2/2008.
379. Opalski, A., *Prawo zgrupowań spółek*, Warszawa 2011.
380. Opalski, A., *Rada nadzorcza w spółce akcyjnej*, Warszawa 2006.
381. Opalski, A., *Reforma walnego zgromadzenia spółki akcyjnej – implementacja do prawa polskiego dyrektywy 2007/36/WE*, PPH nr 5/2009.
382. Opalski, A., *Zasada jednakowego traktowania wspólników i akcjonariuszy*, PPH nr (6)/2012.
383. Oplustil, K., *Dyrektywa 2007/36/WE w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy i jej wpływ na prawo polskie – cz. I*, Monitor Prawniczy nr 2/2008.
384. Oplustil, K., *Informacje przekazywane przez emitentów [w:] M. Stec (red.), Prawo instrumentów finansowych. SPH tom. 4.*, Warszawa 2016.
385. Oplustil, K., *Informacje przekazywane przez inwestorów [w:] M. Stec (red.), Prawo instrumentów finansowych. SPH, tom 4.*, Warszawa 2016.
386. Oplustil, K., *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Warszawa 2010.
387. Oplustil, K., *Niezależni członkowie rady nadzorczej (administrującej) jako instrument wzmocnienia nadzoru korporacyjnego w spółkach publicznych [w:] M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka (red.), Corporate governance. Europejskie Prawo Spółek, tom III.*, Kraków 2006.
388. Oplustil, K., *Prawa akcjonariuszy mniejszościowych w związku ze zwołaniem walnego zgromadzenia i uzupełnieniem porządku jego obrad – po nowelizacji KSH ustawą z 5.12.2008 r.*, Monitor Prawniczy nr 6/2009.
389. Oplustil, K., *Wpływ akcjonariuszy na politykę wynagrodzeń w spółkach giełdowych (tzw. say on pay) w świetle dyrektywy 2017/828 [w:] K. Bilewska (red.), Efektywność zarządzania i nadzoru w spółce handlowej. W poszukiwaniu optymalnego modelu ustroju spółki*, Warszawa 2018.
390. Oplustil, K., Hotel, M., *Zasady postępowania z informacjami poufnymi na rynku kapitałowym w przypadku transakcji M&A*, Transformacje Prawa Prywatnego nr 3/2015.
391. Oplustil, K., Sas, M., *Działanie w porozumieniu (acting in concert) a wykonywanie praw korporacyjnych w spółkach publicznych*, PPH nr 5 (273)/2015.
392. Oplustil, K., Wiórek, P., *Europejskie i polskie regulacje dotyczące informacji poufnych na rynku kapitałowym*, Prawo Spółek nr 2/2005.
393. Palmiter, A., *Who are mutual fund investors? [w:] Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*, Cheltenham 2018.
394. Palmiter, A. R., *Mutual fund voting of portfolio shares: Why not disclose*, Cardozo Law Review nr (23)/2001.
395. Papadopoulos, K., *The Long View: The Role of Shareholder Proposals in Shaping U.S. Corporate Governance (2000-2018)*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance 2019 <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/02/06/the-long-view-the-role-of-shareholder-proposals-in-shaping-u-s-corporate-governance-2000-2018/>.
396. Partnoy, F., Thomas, R. S., *Gap filling, hedge funds, and financial innovation*, Vanderbilt Law and Economics Research Paper nr 06–21/2007 <https://ssrn.com/abstract=931254>.
397. Payne, J., *Market Soundings Rules: The Challenges and Opportunities for Board-Shareholder Engagement*, 2022 <https://ssrn.com/abstract=4301214>.
398. Pedersen, L. H., *Efficiently inefficient: how smart money invests and market prices are determined*, Princeton 2019.
399. Pęczyk-Tofel, A., Tofel, M., *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 1)*, Prawo Spółek nr 3/2010.
400. Pęczyk-Tofel, A., Tofel, M., *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 2)*, Prawo Spółek nr 4/2010.
401. Pinior, P., *Funkcje i odpowiedzialność komitetu audytu w strukturze organizacyjnej spółki akcyjnej [w:] K. Bilewska (red.), Efektywność zarządzania i nadzoru w spółce handlowej. W poszukiwaniu optymalnego modelu ustroju spółki*, Warszawa 2018.

402. Pinior, P., *Z problematyki wyboru rady nadzorczej grupami*, PPH nr 9/2015.
403. Pinto, A. R., Branson, D. M., *Understanding corporate law*, Durham 2018.
404. Popiołek, W., *Obowiązek lojalności członków organów kolegialnych spółek handlowych*, PPH nr 9/2021.
405. Popradowski, P., *Koncepcja uchwały negatywnej organu właścicielskiego spółki kapitałowej w orzecznictwie Sądu Najwyższego*, Glosa nr (3)/2022.
406. Pozen, R. C., *Institutional investors: The reluctant activists.*, Harvard Business Review nr 1(72)/1994.
407. Prager, I., *Doradcy inwestorów do spraw głosowania (proxy advisors). Studium prawnoporównawcze*, Warszawa 2019.
408. Psaroudakis, G., *The mandatory bid and company law in Europe*, ECFR nr 4/2010.
409. Puchalski, A., *Funkcje i konstrukcja prawna wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej w prawie polskim i europejskim*, Warszawa 2016.
410. Puchniak, D. W., Varottil, U., *Rethinking acting in concert: Activist ESG stewardship is shareholder democracy*, 2023 <https://ssrn.com/abstract=4565395>.
411. Pugh-Smith, J., Cordes, M., Tabori, T. (red.), *Shackleton on The Law and Practice of Meetings*, Londyn 2023.
412. Pyzioł, W., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2008.
413. Radwański, Z., Olejniczak, A. (red.), *Prawo cywilne - część ogólna. SPP, tom 2.*, 2019.
414. Reddy, B. V., *The Fat Controller: Slimming Down the Excesses of Controlling Shareholders in UK Listed Companies*, Oxford Journal of Legal Studies nr 4(38)/2018.
415. Regucki, T., *Mechanizmy zwiększające kontrolę (control enhancing mechanisms) w polskich spółkach akcyjnych. Analiza prawno-ekonomiczna*, Warszawa 2018.
416. Regucki, T., *Polish Takeover Regulation: The Recent Chapter in the Long Story of Flawed Rules, Legislative Hesitation and Policy Mistakes*, EBOR 2023.
417. Renneboog, L., Szilagyi, P. G., *The role of shareholder proposals in corporate governance*, Journal of corporate finance nr 1(17)/2011.
418. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, [w:] 1992.
419. Restrepo, F., Subramanian, G., *Freezeouts: doctrine and perspectives [w:] Research Handbook on Mergers and Acquisitions*, Cheltenham 2016.
420. Ringe, W.-G., *Independent directors: after the crisis*, EBOR (EBOR) nr 3(14)/2013.
421. Ringe, W.-G., *Shareholder Activism: a Renaissance [w:] J. Gordon, W.-G. Ringe (red.), Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford 2015.
422. Ringe, W.-G., *Stewardship and Shareholder Engagement in Germany*, EBOR nr 1(22)/2021.
423. Rock, E. B., *Institutional investors in corporate governance [w:] The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford, New York 2017.
424. Rock, E. B., *The logic and (uncertain) significance of institutional shareholder activism*, Georgetown Law Journal nr (79)/1990.
425. Rodzynkiewicz, M., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, wyd. 7, Warszawa 2018.
426. Rodzynkiewicz, M., *Uprawnienie do uzyskiwania informacji o stanie spraw niepublicznej spółki akcyjnej przez jej akcjonariuszy poza walnym zgromadzeniem – de lege lata i de lege ferenda*, PPH nr 12/2012.
427. Rodzynkiewicz, M., *Wybór rady nadzorczej spółki akcyjnej w drodze głosowania grupami a wymóg kworum. Glosa do wyroku SN z dnia 13 grudnia 2007 r., I CSK 329/07*, Glosa nr 4/2008.
428. Roe, M. J., *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton 1994.
429. Rolo, A. G., *Steering Companies Towards Policy Objectives Through Mandatory Disclosure Rules in EU Law*, European Company Law nr 2(19)/2022.
430. Romanowski, M., *Akcjonariusz spółki publicznej jako insider pierwotny*, PPH nr (3)/2025.
431. Romanowski, M., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz.*, Warszawa 2003.
432. Romanowski, M., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Suplement.*, Warszawa 2004.
433. Romanowski, M., *Prawo zarządu spółki giełdowej do bezpośredniej komunikacji z akcjonariuszem dominującym*, Monitor Prawa Handlowego nr 4/2014.
434. Romanowski, M., *Wpływ najnowszych europejskich reform corporate governance na ukształtowanie modeli zarządzania spółką akcyjną [w:] J. Kruczałak-Jankowska (red.), Wpływ europeizacji prawa na instytucje prawa handlowego*, Warszawa 2013.
435. Romanowski, M., *Zasada jednakowego traktowania udziałowców spółki kapitałowej (I)*, PPH nr (1)/2005.
436. Romanowski, M., Opalski, A., *Nowelizacja Kodeksu spółek handlowych w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym*, nr 7/2009.

437. Rossi, S., *I doveri fiduciari degli investitori istituzionali*, 2023.
438. Rycerski, A., *Test racjonalnego inwestora w unijnym prawie rynku kapitałowego*, Warszawa 2021.
439. Rycerski, A., *Własny zamiar wywołania cenotwórczego zdarzenia w świetle definicji informacji poufnej*, PPH nr 1/2018.
440. Saad, A. I., Strauss, D., *A New "Reasonable Investor" and Changing Frontiers of Materiality: Increasing Investor Reliance on ESG Disclosures and Implications for Securities Litigation*, Berkeley Bus. LJ nr (17)/2020.
441. Santella, P., Baffi, E., Drago, C., i in., *Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in the EU and in the US*, European Business Law Review nr 2(23)/2012.
442. Schmidt, K., Lutter, M. (red.), *Aktiengesetz. Kommentar.*, wyd. 4, Köln 2020.
443. Schmolke, K. U., *Institutional Investors' Mandatory Voting Disclosure: The Proposal of the European Commission against the Background of the US Experience*, EBOR nr 4(7)/2006.
444. Schmolke, K. U., *Institutionelle Anleger und Corporate Governance—Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds*, ZGR nr 5/2007.
445. Schouten, M. C., *The mechanisms of voting efficiency*, Columbia Business Law Review 2010.
446. Schwark, E., Zimmer, D. (red.), *Kapitalmarktrechts - Kommentar*, wyd. 5, beck-online 2020.
447. Seibt, C., *Finanzanalysten im Blickfeld von Aktien-und Kapitalmarktrecht*, ZGR nr 3–4(35)/2006.
448. Sepe, S. M., *Intruders in the boardroom: the case of constituency directors*, Washington University Law Review nr (91)/2013.
449. Sergakis, K., *EU Corporate Governance: the Ongoing Challenges of the "Institutional Investor Activism" Conundrum*, European Journal of Law Reform nr 4/2014.
450. Setten, L. van, *The Law of Financial Advice, Investment Management, and Trading*, Oxford, New York 2019.
451. Share Action, *Fit-for-purpose? The future of the AGM*, 2021.
452. Sharfman, B. S., Copland, J., *Comment Letter to the SEC on its Proposed Rule Regarding Climate-Related Risk Disclosures* [w:] 2022.
453. Shawky, H. A., Smith, D. M., *Optimal number of stock holdings in mutual fund portfolios based on market performance*, Financial Review nr 4(40)/2005.
454. Shleifer, A., Vishny, R. W., *Large shareholders and corporate control*, Journal of Political Economy nr 3(94)/1986.
455. Słomka-Gołębiowska, A., *Great Expectations from Pension Fund Activism: Insights from Poland* [w:] S. Boubaker, D. K. Nguyen (red.), *Corporate Governance and Corporate Social Responsibility: Emerging Markets Focus*, New Jersey 2015.
456. Smith, D. G., *The exit structure of venture capital*, UCLA Law Review nr (53)/2005.
457. Socha, I., *Zakres zakazu głosowania w spółce publicznej w razie naruszenia obowiązków informacyjnych*, nr 2/2020.
458. Sołdek, A., *Aktywność Otwartych Funduszy Emerytalnych w nadzorze korporacyjnym*, Studia Prawno-Ekonomiczne nr (99)/2016.
459. Sołdek, A., IGTE, *OFE w nadzorze nad spółkami portfelowymi – raport IGTE z działań w 2023 roku*, IGTE 2024.
460. Sołtysiński, S., *Glosa do wyroku SN z dnia 16 kwietnia 2002 r., V CKN 997/00*, OSP nr 3/2003.
461. Sołtysiński, S., *System Prawa Prywatnego.*, t. 17B, Warszawa 2010.
462. Sołtysiński, S. (red.), *System prawa prywatnego. Tom 17A. Prawo spółek kapitałowych.*, Warszawa 2015.
463. Sołtysiński, S. (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 17B. Prawo spółek kapitałowych.*, Warszawa 2016.
464. Sołtysiński, S., Szajkowski, A., Szumański, A., i in., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Tom I.*, Warszawa 2012.
465. Sołtysiński, S., Szajkowski, A., Szumański, A., i in., *Kodeks spółek handlowych. Tom III. Spółka akcyjna.*, Warszawa 2013.
466. Sołtysiński, S., Szajkowski, A., Szwaja, J., *Kodeks handlowy. Komentarz. Tom I.*, Warszawa 1997.
467. Sójka, T. (red.), *Cywilnoprawna ochrona inwestorów korzystających z usług maklerskich na rynku kapitałowym*, Warszawa 2016.
468. Sójka, T., *Czy akcjonariusze spółek publicznych mogą współpracować? Pomędzy aktywizmem akcjonariuszy a „działaniem w porozumieniu”* [w:] J. Haberkro, J. Grykiel, K. Mularski (red.), *Ius civile vigilantibus scriptum est. Księga jubileuszowa Profesora Adama Olejniczaka.*, Warszawa 2022.
469. Sójka, T., *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008.
470. Sójka, T. (red.), *Obrót instrumentami finansowymi. Komentarz.*, Warszawa 2022.

471. Sójka, T., *Odpowiedzialność cywilna zarządzającego portfelem instrumentów finansowych*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny nr 1(79)/2017.
472. Sójka, T., *Prawo do informacji dominującego akcjonariusza spółki publicznej - ograniczenia przedmiotowe* [w:] A. Kidyba (red.), *Spółki z udziałem Skarbu Państwa a Skarb Państwa*, Warszawa 2014.
473. Sójka, T. (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2015.
474. Sójka, T., *Zasada równego traktowania akcjonariuszy w kodeksie spółek handlowych-zagadnienia podstawowe*, 2000.
475. Sójka, T., Stranz, J., *Najnowsze zmiany w dyrektywie o prawach akcjonariuszy – w kierunku pobudzania aktywności akcjonariuszy* [w:] K. Bilewska (red.), Warszawa 2018.
476. Stefaniak, S., *Rola pośredników tworzących system depozytowy w relacji pomiędzy spółką giełdową a jej akcjonariuszami po implementacji dyrektywy 2017/828*, PPH nr 2/2023.
477. Stefaniak, S., *Rozporządzenie w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych* [w:] J. Bednarek (red.), *ESG - przewodnik po regulacjach prawnych*, Warszawa 2023.
478. Steinberg, M. I., *The Federalization of Corporate Governance*, Oxford 2018.
479. Stepanov, S., Suvorov, A., *Agency problem and ownership structure: Outside blockholder as a signal*, Journal of Economic Behavior & Organization nr (133)/2017.
480. Steuer, S., *Passive Investoren: Indexbasierte Vermögensverwaltung und die Corporate Governance der Publikumsgesellschaft*, Baden-Baden 2022.
481. Stiegler, S., *Shareholder Identification and Transmission of Information—Imbalance between Shareholders' Anonymity and Engagement?*, European Business Law Review nr 5(30)/2019.
482. Stokłosa, A., Syp, S., *MAR. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku. Komentarz*, Warszawa 2021.
483. Strampelli, G., *How to Enhance Directors' Independence at Controlled Companies*, Journal of Corporation Law nr (44)/2018.
484. Strampelli, G., *Knocking at the boardroom door: a transatlantic overview of director-institutional investor engagement in law and practice*, Vanderbilt Law & Business Review nr (12)/2017.
485. Stranz, J., *Odpowiedzialność odszkodowawcza udziałowca większościowego wobec spółki kapitałowej*, PUG, nr (8)/2021.
486. Strätling, R., *General meetings: a dispensable tool for corporate governance of listed companies?*, Corporate Governance: An International Review nr 1(11)/2003.
487. Strine Jr, L. E., *Who bleeds when the wolves bite: A flesh-and-blood perspective on hedge fund activism and our strange corporate governance system*, Yale Law Journal nr (126)/2016.
488. Strzępka, J. (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2015.
489. Szanciło, T. (red.), *Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz. Tom. I.*, Warszawa 2023.
490. Szczepańska, M., *Ubezpieczenie na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym*, Warszawa 2011.
491. Szelenbaum, P., *Działanie w porozumieniu w spółce publicznej*, Monitor Prawa Bankowego nr 4/2016.
492. Szlachetka, E., Kluziak, R., *Wykonywanie uprawnień korporacyjnych przez podmioty uprawnione z akcji spółek publicznych zapisanych na rachunkach zbiorczych*, MOP nr (23)/2012.
493. Szlęzak, A., Mazur, P., *Wybrane umowy w transakcjach mergers and acquisitions (share deals) w świetle KC i KSH*, Warszawa 2022.
494. Szumański, A., *Akcje* [w:] A. Szumański (red.), *Prawo papierów wartościowych. System Prawa Prywatnego. Tom 19.*, Warszawa 2006.
495. Szumański, A., *Glosa do wyroku SN z 10.6.2005 r., II CK 715/04*, OSP nr 5/2006.
496. Szumański, A., *Nowa regulacja udziału w zgromadzeniu spółki kapitałowej przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej*, PPH nr 5/2020.
497. Szumański, A., *Prawo spółek handlowych. Tom 2B.*, wyd. 3, Warszawa 2019.
498. Szumański, A. (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 2B.*, Warszawa 2019.
499. Szumański, A., *Zasady liczenia „widelkowo” określanego składu osobowego rady nadzorczej spółki akcyjnej*, PPH nr 5/2007.
500. Szumański, A., Kwaśnicki, R., Ostrowski, F. (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz do zmian (tzw. prawo holdingowe)*, Warszawa 2022.
501. Szymański, R., *Korporacyjnoprawne skutki naruszenia obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, Warszawa 2019.
502. Taleska, A., *Activist Hedge Funds and Board Representation: A Comparative Analysis of the European and American Fiduciary Duties in the Context of Activist-Nominated Directors*, European Company Law nr 3(18)/2021.

503. Taleska, A., *Shareholder Proponents as Control Acquirers: A British, German and Italian Perspective on the Regulation of Collective Shareholder Activism via Takeover Rules*, EBOR nr (19)/2018.
504. Tallarita, R., *The Limits of Portfolio Primacy*, Vanderbilt Law Review nr (76)/2023.
505. Tan, C.-H., *Shareholder voting rights, proper purposes and the corporate constitution*, Journal of Business Law nr (4)/2024.
506. Teichmann, C., *Corporate governance - między prawem a rynkiem* [w:] M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka (red.), *Europejskie prawo spółek - Tom III. Corporate governance*, Warszawa 2006.
507. Tereszkievicz, P., *Obowiązki informacyjne w umowach o usługi finansowe*, Warszawa 2014.
508. The Panel on Takeovers and Mergers, *Practice Statement 26. Shareholder Activism*, 2009.
509. The Panel on Takeovers and Mergers, *Shareholder activism and acting in concert. Revision proposals relating to Note 2 on Rule 9.1 of the Takeover Code*, 2002.
510. Thomas, E. W., *The Role of Nominee Directors and the Liability of their Appointors* [w:] I. Ramsey (red.), *Corporate Governance and the Duties of Company Directors*, Melbourne 1997.
511. Tofel, M., *Odpowiedzialność ex delicto wspólników spółki kapitałowej* [w:] M. Modrzejewska (red.), *Prawo handlowe XXI wieku. Czas stabilizacji, ewolucji czy rewolucji. Księga jubileuszowa Profesora Józefa Okolskiego*, Warszawa 2010.
512. Tröger, T. H., *Die Regelungen zu institutionellen Investoren, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern im Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II)*, ZGR nr 1/2019.
513. Tuch, A. F., *Conduct of business regulation* [w:] N. Moloney, E. Ferran, J. Payne (red.), *Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford 2014.
514. Turing, D., *Clearing and Settlement*, Bloomsbury Publishing 2021.
515. Tychmanowicz, P., *eVoting wciąż nie może przebić się do masowej świadomości*, Parkiet 2022.
516. Tychmanowicz, P., *eVoting wciąż tkwi w rynkowej niszy*, Parkiet 2024.
517. UKNF, *Raport o stanie rynku emerytalnego w Polsce na koniec 2023 r.*, Warszawa 2024.
518. UNIDROIT, *Legislative guide on Intermediated Securities*, 2017.
519. Utrata, P., *Burzliwe walne BOŚ*, Parkiet 2017.
520. Van der Elst, C., *Shareholder Engagement and Voting in France* [w:] A. Lafarre, C. Xi, C. Van der Elst, i in. (red.), *The Cambridge Handbook of Shareholder Engagement and Voting*, Cambridge 2022.
521. Van Kędzierski, D., *Transakcje lewarowane a ochrona wierzycieli*, Warszawa 2020.
522. Vandendriessche, E., *Investor losses: a comparative legal analysis of causation and assessment of damages in investor litigation*, Cambridge - Antwerp - Portland 2015.
523. Vanguard, *Investment Stewardship 2023 Annual Report*, 2024
https://corporate.vanguard.com/content/dam/corp/advocate/investment-stewardship/pdf/policies-and-reports/investment_stewardship_2023_annual_report.pdf.
524. Varottil, U., *Minority shareholders rights, powers and duties: the market for corporate influence* [w:] A. Afsharipour, M. Gelter (red.), *Comparative Corporate Governance*, Cheltenham 2021.
525. Veil, R. (red.), *European Capital Markets Law*, Oxford 2022.
526. Veil, R. (red.), *European capital markets law*, Bloomsbury Publishing 2017.
527. Ventrizzo, M., *Comparing insider trading in the United States and in the European Union: History and recent developments*, ECFR nr 4(11)/2015.
528. Ventrizzo, M., *Empowering Shareholders in Directors' Elections: A Revolution in the Making*, nr 2(8)/2011 DOI: 10.1515/ecfr.2011.105.
529. Ventrizzo, M., Mock, S. (red.), *Market abuse regulation: commentary and annotated guide*, Oxford 2017.
530. Venturini, A., *Climate change, risk factors and stock returns: A review of the literature*, International Review of Financial Analysis nr (79)/2022.
531. Verstein, A., *Insider tainting: Strategic tipping of material nonpublic information*, Nw. UL Rev. nr (112)/2017.
532. Vicari, A., Schall, A., *Company Laws of the EU. A Handbook*, 2020.
533. Virgo, G., *The Principles of Equity & Trusts*, wyd. 4, Oxford 2020.
534. Wachter, T. (red.), *Kommentar zum Aktiengesetz*, wyd. 4, Kolonia 2022.
535. Waclawik-Wejman, A., *Of corporations and plumbers: shareholder voting rights and securities clearing and settlement in Europe* [w:] K. Alexander, N. Moloney (red.), *Law Reform and Financial Markets*, Cheltenham 2011.
536. Wajda, D., *Interes akcjonariuszy mniejszościowych versus interes akcjonariuszy większościowych – analiza regulacji dotyczącej wyboru członków rad nadzorczych w drodze głosowania oddzielnymi grupami* [w:] P. Pinior, P. Relidzyński, W. Wyrzykowski, i in. (red.), *Prawo handlowe: między teorią, praktyką a orzecznictwem: księga jubileuszowa dedykowana profesorowi Januszowi A. Strzępce*, Warszawa 2019.

537. Wajda, D., *Problemy związane z uczestnictwem akcjonariuszy mniejszościowych w walnych zgromadzeniach*, PPH nr 7/2006.
538. Wajda, P., *Stanowisko KNF w zakresie realizacji obowiązków wezwaniowych z ustawy z 29.07. 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, PUG nr 2/2022.
539. Walker, O., *Barbarians in the Boardroom: Activist Investors and the battle for control of the world's most powerful companies*, Harlow 2016.
540. Watts, P., *Silence and solidarity?—the duties of individual directors minded to speak out about their board's decision-making and governance* [w:] C. Mitchell, S. Watterson (red.), *The World of Maritime and Commercial Law: Essays in Honour of Francis Rose*, Oxford 2020.
541. Webber, D. H., *The use and abuse of labor's capital*, NYU Law Review nr (89)/2014.
542. Welch, E., Saunders, R., Land, A., i in., *Folk on Delaware General Corporation Law*, VitalLaw (wersja elektroniczna) 2022.
543. Whitehead, C., *Creditors and debt governance* [w:] C. A. Hill, B. H. McDonnell (red.), *Research handbook on the economics of corporate law*, Northampton, MA: Cheltenham 2012.
544. Whoriskey, N., *Activist Settlements: Fiduciary Questions for Boards*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance 2023 <https://corpgov.law.harvard.edu/2023/09/11/activist-settlements-fiduciary-questions-for-boards/>.
545. Wiedemann, H., *Zu Den Treuepflichten Im Gesellschaftsrecht* [w:] F. Kübler, H.-J. Mertens, W. Werner (red.), *Festschrift für Theodor Heinsius zum 65. Geburtstag am 25. September 1991*, De Gruyter 1991.
546. Wiedenbeck, P., *ERISA: Principles of Employee Benefit Law*, Oxford 2010.
547. Wierzbowski, M., *Zależności oraz porozumienia akcjonariuszy w prawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, PPH nr (5)/2002.
548. Wierzbowski, M., Sobolewski, L., Wajda, P. (red.), *Prawo rynku kapitałowego: komentarz*, Wydawnictwo CH Beck 2014.
549. Wierzbowski, M., Sobolewski, L., Wajda, P. (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. Tom I.*, Warszawa 2023.
550. Wierzbowski, M., Sobolewski, L., Wajda, P. (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. Tom II.*, Warszawa 2023.
551. Winner, M., *Active shareholders and European takeover regulation*, ECFR nr 3(11)/2014.
552. Wiórek, P., *Obowiązek lojalności wspólników spółek kapitałowych* [w:] W. Katner, U. Promińska (red.), *Prawo Handlowe po przystąpieniu do Unii Europejskiej*, Warszawa 2010.
553. Wiórek, P., *Ochrona wierzycieli spółki z o.o. poprzez osobistą odpowiedzialność jej wspólników*, Wrocław 2016.
554. Wiórek, P., *Powództwo o ustalenie podjęcia uchwały*, PPH nr 12/2014.
555. Włodyka, S., *Prawo koncernowe*, Kraków 2003.
556. Włodyka, S. (red.), *Prawo spółek handlowych. SPH, t.2A.*, Warszawa 2019.
557. Włodyka, S. (red.), *Prawo spółek handlowych. SPH, tom 2.*, Warszawa 2012.
558. Wong, S. C., *Why stewardship is proving elusive for institutional investors*, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law nr July/August/2010.
559. Woźniak, R., *Badanie rynku jako szczególna podstawa dostępu do informacji poufnych na rynku kapitałowym*, Warszawa 2023.
560. Woźniak, R., *Definicja informacji poufnej w prawie europejskim. Uwagi na tle prawa amerykańskiego.*, Warszawa 2017.
561. Wronkowska, S., *Podstawowe pojęcia prawa i prawoznawstwa*, Poznań 2005.
562. Xi, C., Lafarre, A., *Shareholder Voting and Engagement. An Introduction* [w:] A. Lafarre, C. Xi, C. Van der Elst, i in. (red.), *The Cambridge Handbook of Shareholder Engagement and Voting*, Cambridge 2022.
563. Yu-Hsin, L., *When activists meet controlling shareholders in the shadow of the law: A case study of Hong Kong*, Asian Journal of Comparative Law nr 1(14)/2019.
564. Zetzsche, D., *Pflichten von Asset Managern und Asset Ownern gem. §§ 134a ff. AktG*, AG nr 17/2020.
565. Zetzsche, D., *Shareholder passivity, cross-border voting and the shareholder rights directive*, JCLS nr 2(8)/2008.
566. Zetzsche, D. A., *The anatomy of European investment fund law* [w:] W. Birdthistle, J. Morley (red.), Cheltenham 2018.
567. Zięty, J. J., *Uprawnienia akcjonariuszy polskich spółek publicznych w świetle dyrektywy 2007/36/WE*, Warszawa 2015.