

**Wycofywanie i wykluczanie
akcji spółek publicznych
w świetle przepisów
o przeciwdziałaniu
nadużyciom w obrocie
zorganizowanym. Delisting
w kontekście MAR**

Przejdź do produktu na ksiegarnia.beck.pl

Wprowadzenie

W zakresie wyznaczonym tytułem: „Wycofywanie i wykluczanie akcji spółek publicznych w świetle przepisów o przeciwdziałaniu nadużyciom w obrocie zorganizowanym”, i podtytułem: „Delisting w kontekście MAR”, oraz w granicach tak określonego tematu badawczego z dwiema tezami badawczymi – „Wzrostowy trend wycofania i wykluczenia akcji spółek publicznych z obrotu zorganizowanego w Rzeczypospolitej Polskiej koreluje w czasie, w sposób trwały i względnie niezależny od koniunktury giełdowej, z uregulowaniami unijnymi rozporządzenia MAR” (**teza Nr 1**) oraz „Wprowadzenie do polskiego prawa krajowego materialnoprawnych mechanizmów miarkowania norm sankcjonujących wynikających z przepisów rozporządzenia MAR stanowiłoby prakseologiczną metodę polityki prawa służącą zwiększeniu przewidywalności lub przejrzystości stosowania tych przepisów w Rzeczypospolitej Polskiej” (**teza Nr 2**) – podjęto próbę dowiedzenia prawdziwości i trafności tych tez badawczych oraz zaprezentowania regulacji prawnych obowiązujących w obszarze poznawczym wraz z oceną przyjętych rozwiązań legislacyjnych.

Pytanie badawcze, na które teza Nr 1 daje odpowiedź, jest następujące: „Czy, a jeżeli tak, to jaki schemat odniesienia zachodzi między wzrostowym trendem wycofania i wykluczenia akcji spółek publicznych z obrotu zorganizowanego w Rzeczypospolitej Polskiej a przepisami o przeciwdziałaniu nadużyciom w tym obrocie przy uwzględnieniu koniunktury giełdowej?”. Jednocześnie pytanie badawcze, na które odpowiedzią jest teza Nr 2, brzmi: „Czy, a jeżeli tak, to jaka prakseologiczna metoda polityki prawa służyłaby zwiększeniu przewidywalności lub przejrzystości stosowania przepisów rozporządzenia MAR w Rzeczypospolitej Polskiej?”.

Logiczny łącznik między tezami badawczymi polega na tym, że o ile teza Nr 1 ukazuje trwałe korelowanie w czasie wzrostowego trendu *delistingu* w dwóch wskazanych jego postaciach normatywnych jako swoisty, względnie niezależny od koniunktury giełdowej, mankament nadmiernej potencjalnej dolegliwości działania sankcyjnego uregulowań unijnych rozp. MAR, o tyle teza Nr 2 przewiduje remedium, które mogłoby taki mankament zniwelować, w wyniku czego ów trend powinien z czasem móc zmienić się na spadkowy, przy czym głównie w odniesieniu do wycofania, a odnośna korelacja – ustać. Jednocześnie teza Nr 1 jest główną (centralną) tezą badawczą, a teza Nr 2 – pomocną (komplementarną), ale która wnosi określone koncepcje normatywne *de lege ferenda*.

Spółka publiczna nie jest odrębnym typem spółki, lecz jej szczególnym podtypem. Jest ona więc instytucją regulacji szczególnej, podczas gdy instytucją regulacji ogólnej jest spółka niepubliczna (prywatna), a mianowicie: spółka akcyjna, spółka komandy-

towo-akcyjna lub spółka europejska. Wzrostowy trend wycofania i wykluczenia akcji spółek publicznych z obrotu zorganizowanego w Rzeczypospolitej Polskiej, jeśli w sposób trwały się utrzymuje, jest niekorzystny dla Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego¹. A to z kolei łączy się z problematyką ułatwień na rzecz znoszenia barier rozwoju, które obniżają atrakcyjność obrotu zorganizowanego na rynkach akcji. Trudno jednak dokonać jednoznacznej aksjologicznej oceny, czy wycofywanie albo wykluczanie (łącznie *delisting*), które pociąga za sobą przywrócenie spółce statusu spółki niepublicznej, jest zagadnieniem o negatywnym nacechowaniu. Ocena zależy w głównej mierze od okoliczności konkretnego przypadku i nastawienia oceniającego. A zarówno wycofywanie, jak i wykluczanie, w zależności od punktu widzenia, mogą być postrzegane jako niekorzystne bądź korzystne. Jednocześnie wykluczenie, które ma charakter sankcyjny względem spółki publicznej (następstwo rażącego i uporczywego naruszania przepisów regulujących podstawowe zasady rynku kapitałowego lub obrotu zorganizowanego), podlega, z natury rzeczy, zgoła innemu wartościowaniu niż wycofanie, które, co do zasady, następuje na jej wniosek poprzedzony wezwaniem przedwycofaniowym oraz uchwałą właściwego organu stanowiącego, podjętą kwalifikowaną większością głosów przy odpowiednim kworum kapitałowym. W przypadku wykluczenia, w zależności od jego wariantu, mogą wystąpić skrajne rozbieżności w aksjologicznej interpretacji między akcjonariuszami a KNF, BFG lub GPW, podczas gdy przy wycofaniu zazwyczaj występują one jedynie między samymi akcjonariuszami (między reprezentatywną większością a mniejszością). Z teoretycznego punktu widzenia można ponadto rozważyć, czy wycofanie może godzić w interes spółki² (samodzielny i niezależny konstrukt prawny, niestanowiący wypadkowej wszystkich, niekiedy wręcz sprzecznych ze sobą, interesów poszczególnych akcjonariuszy lub członków organów), zakładając, że interes spółki byłby kategorią odrębną od interesów reprezentatywnej większości akcjonariuszy. Jednak nawet gdyby wycofanie hipotetycznie mogło godzić w interes spółki, którym to niedookreślonym i ogólnym pojęciem normatywnym operują m.in. art. 422 § 1 czy art. 516¹⁸ § 2 pkt 3 KSH (w zakresie potencjalnych zastrzeżeń do uchwał, odpowiednio, o wycofaniu albo transgranicznym połączeniu spółek wraz z wycofaniem), to interes spółki, pojmowany autonomicznie i integralnie, formalnie nie stanowiąc przesłanki negatywnej dla przeprowadzenia wycofania, nie mógłby raczej *de lege lata* przesądzać o jego losach. W praktyce musiałyby kolidować z wyraźnymi normami o charakterze szczególnym, wynikającymi wprost z przepisów art. 91–92 OfertaPubLU. Natomiast w przyzmacie tych przepisów decydujące znaczenie przypisano interesowi reprezenta-

¹ Kluczowy dokument określający kompleksowy plan rozwoju rynku kapitałowego. Jest on przyjęty przez Radę Ministrów w formie uchwały na podstawie art. 14 ust. 5 ustawy z 6.12.2006 r. o zasadach prowadzenia polityki rozwoju (t.j. Dz.U. z 2025 r. poz. 198).

² Szerzej w kwestii rozumienia tego pojęcia w doktrynie i orzecznictwie, zob. w szczególności M. Romanowski, Znaczenie sporu o metodę odczytywania pojęcia „interes spółki kapitałowej”, PPH 2015, Nr 7, s. 8–15, oraz A. Opalski, O pojęciu interesu spółki handlowej, PPH 2008, Nr 11, s. 16–23.

tywnej większości akcjonariuszy. Ewentualnie jedno wiąże się w tym przypadku z drugim, czyli interes spółki jest ściśle sprzężony z interesem reprezentatywnej większości akcjonariuszy. Słowem, interes reprezentatywnej większości właścicieli akcji (w ujęciu *sensu largo* współwłaścicieli spółki) zachowuje w tym sprzężeniu prymat, a wycofanie, skoro następuje w tak rozumianym interesie, nie narusza autonomiczności czy integralności interesu spółki. Zresztą to właśnie spółka jest wnioskodawcą w sprawie o udzielenie przez KNF zezwolenia na wycofanie. W kontekście ustawowego mechanizmu ładu korporacyjnego należy zaś podkreślić, że uchwała w sprawie wycofania musi spełnić znacznie surowsze wymogi niż w sprawie ubiegania się o dopuszczenie akcji do obrotu na rynku regulowanym lub o wprowadzenie akcji do obrotu w alternatywnym systemie obrotu. W tych sprawach jednomyślność nie jest wymagana, co też ma znaczenie dla płaszczyzny aksjologicznej. Z kolei wykluczenie leży w interesie publicznym i to ten interes ma pierwszeństwo przed interesem spółki oraz interesem poszczególnych akcjonariuszy. A zatem nawet jeśli interes spółki mógłby polegać na utrzymaniu statusu spółki publicznej, to jednak przesądzająca decyzja i zarazem wiążąca ocena w sprawie *delistingu*, w zależności od jego postaci normatywnej oraz okoliczności konkretnego przypadku, należy do reprezentatywnej większości akcjonariuszy lub innych podmiotów, takich jak KNF, BFG lub GPW.

Wybór tematu badawczego i też badawczych uzasadniony był istotnym praktycznym znaczeniem *delistingu* z perspektywy rynku kapitałowego, a w tym koniunktury giełdowej powszechnie uznawanej za barometr stanu krajowej gospodarki, co częściowo przenosi problem naukowy również w sferę finansów i ekonomii.

Skala *delistingu*, a więc wycofywania lub wykluczania, osiągnęła znaczące, jak należy sądzić, rozmiary, które uzasadniały próbę przeprowadzenia naukowego objaśnienia i usystematyzowania problematyki związanej z tą instytucją prawną³ w jej dwóch wskazanych postaciach normatywnych (wycofanie i wykluczenie). To niezwykle aktualne zagadnienie nie było dotychczas przedmiotem wielu opracowań; w tej materii w piśmiennictwie pojawiły się dwa opracowania monograficzne oraz nieliczne opracowania mniejszego wymiaru o zbieżnej problematyce⁴ prawnej, częściowo już nieak-

³ Jeśli wymaga tego kontekst argumentacji, *delisting* może być też niekiedy traktowany jako narzędzie prawne, a nie instytucja prawna.

⁴ Główne opracowania naukowe problematyki *delistingu*: T. Sójka, A. Rycerski, Cena w wezwaniu *delistingu*jącego a naruszenie dobrych obyczajów przez uchwałę walnego zgromadzenia o wycofaniu akcji z obrotu giełdowego, PPH 2024, Nr 5; W. Rogowski, K. Gemra, Nasilenie zjawiska *delistingu* spółek na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie 2019, Nr 4; M. Włodarczyk, Proces dobrowolnego wycofania akcji spółki z obrotu na rynku giełdowym, PPH 2019, Nr 12; R. Rzeszotarski, Przejęcie i wycofanie z obrotu (*delisting*) zagranicznej spółki publicznej, Poznań 2018; M. Zmysłowska, Ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych w przypadku rezygnacji ze statusu spółki giełdowej w świetle regulacji państw Unii Europejskiej, PPH 2018, Nr 11; *idem*, Rezygnacja ze statusu spółki giełdowej a ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych, WPiA UW, Warszawa 2017 (elektroniczna wersja niepublikowanej rozprawy doktorskiej); R. Rzeszotarski, Wycofanie z obrotu (*delisting*) zagranicznej

tualne wobec zniesienia w ostatnim czasie etapu przywrócenia akcjom formy dokumentowej albo innych zmian stanu prawnego. Monografia stanowi zatem wypełnienie luki spowodowanej zmianami legislacyjnymi, tym bardziej że oprócz rozważenia aspektów teoretycznych, którego wynikiem jest sformułowanie określonych koncepcji, zostaną w niej poruszone kwestie o znaczeniu praktycznym. Istotne jest również to, że jak dotychczas nie powstało opracowanie naukowe, którego ujęcie prezentuje w sposób łączny wycofanie i wykluczenie akcji z obrotu zorganizowanego na terytorium RP w podziale na rynek regulowany i alternatywny system obrotu w odniesieniu do krajowych i zagranicznych emitentów akcji (istniejące monografie mają nieco inne zakresy przedmiotowe⁵), o korelacji takiego całościowego ujęcia z rozp. MAR nie wspominając. W stosunku do dotychczasowych opracowań naukowych monografia ma charakter bardziej komplementarny niż polemiczny. Ewentualne różnice w dotychczas prezentowanych poglądach zostały przedstawione na ogół w przypisach. Stanowiska przedstawicieli nauki prawa z zakresu *delistingu* i wyrażające je publikacje naukowe są z reguły uszeregowane od najnowszych do najstarszych.

Generalnie rozp. MAR dotyczy problematyki informacji poufnych i nadużyć w obrocie zorganizowanym, w tym m.in. na rynkach akcji. Monograficzne opracowania w tej materii nie zawierają jednak pogłębionych rozważań o wpływie rozp. MAR na *deli-*

spółki publicznej – uwagi de lege ferenda, PPH 2016, Nr 2; A. Radwan, Ius dissidentium. Granice konsensusu korporacyjnego i władzy większości w spółkach kapitałowych, Warszawa 2016; A. Puchalski, M. Zmysłowska, Podmiot uprawniony do rozpoczęcia procedury dematerializacji akcji – uwagi na kanwie art. 91 ustawy o ofercie publicznej, PPH 2013, Nr 8; J. Jastrzębski, Uwagi na tle regulacji zniesienia dematerializacji akcji w związku z planowaną nowelizacją ustawy o ofercie publicznej, PPH 2012, Nr 12; M. Dyl, Wycofanie akcji spółki publicznej z obrotu publicznego, PPH 2004, Nr 9; M. Romanowski, Wycofanie papierów wartościowych z publicznego obrotu, Glosa 1999, Nr 8; R. Jurga, M. Michalski, Z problematyki prawnej wycofania papierów wartościowych z publicznego obrotu, Glosa 2000, Nr 3.

⁵ Tytułem uszczegółowienia tylko tych bardziej rozbudowanych opracowań naukowych: R. Rzeszotarski, w: R. Rzeszotarski, Przejęcie i wycofanie z obrotu (*delisting*), s. 272–311, nie przedstawił procedury *delistingu* w postaci normatywnej wykluczenia, a jego wywód dotyczy co do zasady szczególnego przypadku wycofania (przejęcie zagranicznego emitenta akcji notowanych na krajowym rynku regulowanym) i kolizyjnoprawnej problematyki przejęć spółek publicznych; M. Zmysłowska, w: M. Zmysłowska, Rezygnacja ze statusu spółki giełdowej, s. 19–342, ujęła wycofanie w odniesieniu do alternatywnego systemu obrotu fragmentarycznie, co było uzasadnione tematem rozprawy doktorskiej (status „spółki giełdowej” w rozumieniu art. 68i ObrInstrFinU zakresowo dotyczy tylko rynku regulowanego), natomiast ze względu na konieczność ograniczenia problematyki badawczej w ogóle nie zaprezentowała procedury *delistingu* w postaci normatywnej wykluczenia (omówiła jednak wykluczenie jako sankcję, s. 40–42); A. Radwan, w: A. Radwan, Ius dissidentium, s. 109–128, nie uwzględnił z kolei w ogóle wykluczenia, zaprezentował jedynie wycofanie, ale w sposób niewyczerpujący (nie we wszystkich standardowych etapach) i ukierunkowany przede wszystkim na ochronę drobnych akcjonariuszy spółki publicznej w drodze mechanizmów wyjścia na podstawie przepisów OfertaPublU, czyli podobnie jak M. Zmysłowska, która przedstawiła wycofanie w korelacji z ochroną interesów akcjonariuszy mniejszościowych.

sting w prawie krajowym. W polskojęzycznej literaturze naukowej można znaleźć opracowania poświęcone koniunkturze giełdowej⁶ zazwyczaj w powiązaniu z koniunkturą gospodarczą (wybranymi zmiennymi makroekonomicznymi), lecz na ogół nie w kontekście *delistingu*. W dziennikach i czasopismach pojawiają się natomiast publikacje sugerujące wpływ rozp. MAR lub koniunktury giełdowej na *delisting*, i to domniemujące jego wzrostowy trend⁷. Okoliczność ta znalazła odzwierciedlenie w tezie badawczej Nr 1. Wzrostowy trend został przedstawiony jako względnie niezależny od koniunktury giełdowej, a zatem, choć z natury rzeczy w jakimś stopniu zależny od słabej koniunktury giełdowej (określanej mianem dekonunktury), to utrzymujący się także podczas dobrej koniunktury giełdowej. Słaba koniunktura giełdowa, jak założono w monografii, oznacza zbieg okoliczności faktycznych i prawnych w przyjętym okresie, wywierający znaczny wpływ na spadek wartości akcji będących przedmiotem obrotu zorganizowanego. Z kolei dobra koniunktura giełdowa oznacza przeciwieństwo słabej, a więc dobrą koniunkturę giełdową cechuje wzrost wartości akcji będących przedmiotem obrotu zorganizowanego w przyjętym okresie. Warto ocenić, z poszanowaniem naukowych standardów, czy dziennikarskie wypowiedzi mają pokrycie w rzeczywistości. Pomimo zauważalnego wzrostu zainteresowania publicystów *delistingiem* w aspekcie rozp. MAR lub koniunktury giełdowej nadal nie dokonano teoretycznego wyjaśnienia elementarnych kwestii. Jednocześnie teza badawcza Nr 2 posłużyła części do zademonstrowania, że w odniesieniu nawet do przepisów rozporządzenia unijnego (np. właśnie rozp. MAR), które stanowi integralny składnik krajowego porządku prawnego we wszystkich państwach członkowskich UE, niekiedy nadal jest możliwa optymalizacja norm prawnych przez poszczególne prawo krajowe, tak aby rozporządzenie unijne – choć ma zasięg ogólny, wiąże w całości i jest stosowane bezpośrednio, mając pierwszeństwo przed aktami normatywnymi prawa krajowego (art. 288 TFUE w zw. z art. 1 TUE i art. 91 Konst bądź jego odpowiednikiem w ustawach zasadniczych

⁶ Tytułem przykładu: *H. Gurgul, T. Wójtowicz, Wpływ informacji makroekonomicznych na transakcje na rynkach akcji*, Warszawa 2019; *D. Zawadka*, w: *A. Kopiński, A. Bem* (red.), *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Research Papers of Wrocław University of Economics*, Nr 326, Wrocław 2014, s. 353–364; *J. Brzeszczyński, J. Gajdka, T. Schabek*, *Ceny akcji a koniunktura gospodarcza w warunkach polskich*, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego: Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia*, Nr 17, Szczecin 2009, s. 39–46; *J. Fundowicz*, w: *K. Piech, S. Pangsy-Kania* (red.), *Diagnozowanie koniunktury gospodarczej w Polsce*, Warszawa 2003, s. 141–154.

⁷ Tytułem przykładu: zob. *K. Kucharczyk*, *Drozapol, Kernel... czyli ostra walka o delisting*, *Gazeta Giełdy Parkiet* z 17.3.2024 r.; *idem*, *Spółki warte 16 mld zł opuszczają polską giełdę*, *Luki nie ma kto zasypać*, *Rzeczpospolita* z 9.10.2023 r.; *idem*, *Spółki znikają z rynku. Czy w 2023 r. trend się odwróci?*, *Gazeta Giełdy Parkiet* z 17.10.2022 r.; *idem*, *Spółki w kolejce do wycofania z giełdy*, *Gazeta Giełdy Parkiet* z 29.12.2021 r.; *idem*, *Jest korowód spółek żegnających się z giełdą*, *Ale są i debiuty*, *Gazeta Giełdy Parkiet* z 22.6.2021 r.; *idem*, *Exodus spółek z warszawskiej giełdy wcale się nie skończył*, *Gazeta Giełdy Parkiet* z 12.10.2020 r.; *M. Rudke*, *Fala wezwań na GPW potrwa*, *debiutów prędko nie przybędzie*, *Gazeta Giełdy Parkiet* z 17.09.2019 r.; *K. Konarski*, *Delisting Synthosu? Czy to koniec giełdy?*, *Gazeta Giełdy Parkiet* z 28.11.2017 r.

pozostałych państw członkowskich UE) z wyłączeniem konstytucji – było ostatecznie ściślej dopasowane do specyficznych uwarunkowań gospodarczych adresatów norm prawnych w danym państwie członkowskim UE. I to bez naruszenia ogólnej zasady jednolitego stosowania tego unijnego aktu normatywnego we wszystkich państwach członkowskich UE. W tym przypadku rozwiązaniem, które ma charakter opcjonalny, a nie obligatoryjny, i w żaden sposób nie zakłada odejścia od obowiązującego obecnie modelu unijnego, jest dostosowanie swojego prawa krajowego w sposób prakseologiczny (użyteczny i dla podmiotów nadzorowanych), zapewniający większą przewidywalność lub przejrzystość praktyk nakładania administracyjnych sankcji (kar) pieniężnych za nadużycia na rynku, których minimalnej wysokości rozp. MAR nie określa, ujednolicając ich wysokość na unijnym poziomie maksymalnym. Jednocześnie przepisy polskiego prawa krajowego dotyczące nadużyć na rynku nie są bardziej restrykcyjne niż przepisy rozp. MAR. Naturalnie, nie da się z góry wykluczyć hipotetycznego poziomu maksymalnego także o wyższej surowości niż ten unijny, gdyby taki zamiysł pojawił się na legislacyjnym horyzoncie w polskim porządku prawnym. Zapewne jednak byłoby to jednocześnie fatalne w skutkach z punktu widzenia zahamowania niekorzystnego trendu *delistingu* na terytorium RP. Dlatego ewentualna realizacja jakichkolwiek inicjatyw legislacyjnych w tym kierunku nie miałyby sensu z perspektywy *delistingu*. Zgoła zaś odmienna koncepcja, kierunkowo przeciwna, a mianowicie *quasi*-taryfikatora do rozp. MAR, funkcjonuje aktualnie w jednym z krajowych porządków prawnych państw członkowskich UE innym niż polski (w estońskim prawie krajowym).

Wybór problemu naukowego implikuje potrzebę prowadzenia analizy przy wykorzystaniu nie tylko metody formalno-dogmatycznej w zakresie prawa krajowego i prawa unijnego, lecz także przede wszystkim empirycznej – statystycznej, ankietowej oraz innych metod badawczych (w ograniczonym zakresie szczególnie metody ekonomicznej analizy prawa). Monografia nie jest pracą prawnoporównawczą, wybrane zagraniczne regulacje w ramach UE czy EOG lub przykłady z praktyki ich stosowania są omawiane jedynie marginalnie – zasadniczo w drodze przywoływania ich źródła. A zatem metoda prawnoporównawcza została ograniczona do niezbędnego minimum. Konieczność zastosowania niekiedy wykładni celowościowej w ramach metody formalno-dogmatycznej wynikała z założenia, że bez uprzedniego uzasadnienia mechanizmu funkcjonowania całokształtu regulacji prawnych w obszarze poznawczym nie jest możliwe pełne zrozumienie fenomenu i istoty *delistingu*. Uwzględniając i poszerzając dotychczasowe ustalenia nauki nt. rozp. MAR oraz *delistingu*, należało podjąć próbę ich wzbogacenia o perspektywę ekonomiczną, której znaczenie w badaniach nad prawem spółek zdaje się wzrastać. Mowa tu o ekonomicznej analizie prawa (ang. *law and economics* lub *economic analysis of law*), czyli interdyscyplinarnej dziedzinie naukowej o bogatej tematyce, koncentrującej się na badaniu efektywności i skutków regulacji prawnych. Jednocześnie jest to uznana metoda badawcza, dzięki której można lepiej zidentyfikować obszary wymagające reformy, co z kolei umożliwia opracowanie bardziej praktycznych rozwiązań legislacyjnych. Pojęciu „ekonomiczna analiza prawa”

przypisuje się więc dwa znaczenia, przy czym w monografii jest ono używane domyślnie w rozumieniu metody badawczej.

W kontekście rozważań nad instytucją *delistingu* oraz zagadnień wytyczonych tezami badawczymi nie wydaje się być celowym badanie obrotu pierwotnego⁸, *relistingu* lub *dual relistingu*, *delistingu* lub *dual delistingu* o charakterze transgranicznym w zakresie nieobejmującym terytorium RP, eksponowanie wymogów proceduralnych podejmowania rozstrzygnięć przez KNF oraz postępowania odwoławczego w ogólnym postępowaniu administracyjnym lub przed sądami administracyjnymi⁹, czynienie porównywań do zasad funkcjonowania spółki niepublicznej¹⁰ lub do zagranicznych rynków obrotu zorganizowanego w ramach UE czy EOG, ukazywanie wszelkich różnic między rynkiem regulowanym a alternatywnym systemem obrotu, dokonywanie szczegółowej egzegezy mechanizmów równowagi między interesami emitenta i jego akcjonariuszy większościowych oraz interesami akcjonariuszy mniejszościowych, dowodzenie odstrasżającego efektu decyzji podejmowanych przez właściwe organy na podstawie rozp. MAR (w tym towarzyszącego decyzjom o wykluczeniu), prezentowanie danych statystycznych o przypadkach wycofania i wykluczenia w odniesieniu do pozostałych państw członkowskich UE lub EOG ani też badanie obszaru poznawczego w postaci nieobowiązujących już aktów prawnych czy nieaktualnych rozwiązań legislacyjnych. Dotyczy to również następstw rozp. MAR innych niż wzrostowy trend wycofania i wykluczenia, a także innych czynników mogących mieć związek z *delistingiem*. Kwestie te, z racji swojej złożoności lub zbyt odległego związku przyczynowego (zwanego też związkiem przyczynowo-skutkowym), wymagałyby osobnego omówienia. Jednocześnie mogą one zostać pominięte bez uszczerbku dla spójności wywodu w zakresie wyznaczonym tematem badawczym oraz w granicach tez badawczych.

Istotnym mechanizmem poznawczym jest w tym przypadku rozumowanie abdukcyjne lub dedukcyjne, towarzyszące obserwacji reprezentatywnej próby *delistingu* (z podziałem na lata) oraz dostępnych danych statystycznych z tym związanych pod kątem przyczyn i najistotniejszych cech. Oceniając wpływ koniunktury giełdowej na *delisting* w miarodajnym horyzoncie czasowym, oprócz zestawienia okresu poprzedzającego z okresem obowiązywania rozp. MAR, porównane zostaną wskaźniki koniunktury giełdowej w tym horyzoncie czasowym. Następnie zostaną zestawione wskaźniki koniunktury giełdowej z danymi o *delistingu*, co ważne, dotyczące tego samego horyzontu czasowego. Ponadto zostaną również opracowane statystyki porównujące *listing*

⁸ Zob. definicję legalną „obrotu pierwotnego”, która jest zamieszczona w art. 4 pkt 3 OfertaPublU.

⁹ Szerzej na ten temat: zob. R. Hauser, M. Wierzbowski (red.), Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz, Warszawa 2020, *passim*; *idem*, Prawo o postępowaniu przed sądami administracyjnymi. Komentarz, Warszawa 2019, *passim*.

¹⁰ Szerzej na ten temat: zob. M. Glicz, Spółka publiczna a spółka akcyjna. Analiza typologiczna, Warszawa 2018, *passim*; A. Chłopecki, Regulacje spółki publicznej a kodeks spółek handlowych, PPH 2015, Nr 4; M. Romanowski, W sprawie pojęcia i natury spółki publicznej, PPH 2009, Nr 3; M. Michalski, O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej, PPH 2008, Nr 1.

i *delisting* w kontekście ogólnej liczby spółek publicznych w tym okresie. Dzięki temu można ustalić, czy i ewentualnie jak *delisting* zależy od uwarunkowań koniunkturalnych obrotu zorganizowanego, w tym światowych kryzysów gospodarczych, oraz czy istnieje związek z rozp. MAR przy przyjęciu tego aktu normatywnego za jedną z fundamentalnych przyczyn wzrostowego trendu wycofywania i wykluczenia akcji spółek publicznych z obrotu zorganizowanego a *delistingu* jako skutku.

Wieloaspektowe podejście powinno ułatwić należyte rozpoznanie i prezentację problematyki *delistingu* na płaszczyźnie prawnej, a docelowo także ukazać prawdziwość tudzież trafność danej tezy badawczej. Wnioski formułowane są na podstawie obiektywnych kryteriów faktów i wartości (materiał faktograficzny). W pierwszej kolejności zostanie zbadana i rozpoznana ogólna liczba przypadków spółek publicznych, których akcje w obrocie zorganizowanym podlegały *delistingowi* w miarodajnym horyzoncie czasowym. Pozwoli to na empiryczne wykazanie faktu występowania *delistingu* oraz jego skali. Wszystkie zidentyfikowane przypadki zostaną ściśle przeanalizowane i uporządkowane w sposób syntetyczny w rozbiciu na wycofanie i wykluczenie (wraz z ewentualnym opisem towarzyszących działań prawnych)¹¹. W konsekwencji zostanie wykazany trend *delistingu* z odniesieniem go do rozp. MAR w reprezentatywnym ujęciu czasowym. Trend jako wynik wnioskowania dedukcyjnego stanowi wartość w skorelowanym zbiorze danych, co posłuży do udowodnienia w sposób naukowy prawdziwości wzrostowego charakteru *delistingu* wyrażonego wprost w tezie badawczej. Analogicznie zostanie zbadana i zaprezentowana koniunktura giełdowa¹² w przyjętym horyzoncie czasowym, a w tym od ogłoszenia lub wejścia w życie rozp. MAR. Posiłkowo również w odniesieniu do ogólnej liczby spółek publicznych i przypadków *listingu*. Pozwoli to udowodnić postawioną centralnie tezę badawczą, a mianowicie, że wzrostowy trend wycofania i wykluczenia, po jego przeprowadzonym dowiedzeniu metodą statystyczną (badanie empiryczne) w oparciu o logikę i prawdopodobieństwo, jest fenome-

¹¹ W zakresie historycznych danych statystycznych istotnych dla celów monografii, a więc przypadków wycofania i wykluczenia w latach 2004–2023, kluczowe kompendium wiedzy stanowią „Roczniki giełdowe” dostępne na stronie internetowej GPW.

¹² Za barometr koniunktury giełdowej w latach 2004–2023 posłużą wahania wartości indeksu WIG (akronim z pol. Warszawski Indeks Giełdowy), pierwszego wskaźnika giełdowego, który jest obliczany nieprzerwanie od początku istnienia GPW. Chodzi tu o wskaźnik referencyjny w rozumieniu rozp. BMR. Zakresowo indeks WIG dotyczy obrotu akcjami dokonywanego na rynku regulowanym, tak więc nie uwzględnia on alternatywnego systemu obrotu. Choć zakres zastosowania indeksu WIG nie obejmuje obu postaci normatywnych obrotu zorganizowanego (rynek regulowany i alternatywny system obrotu), to w kontekście ukazywania tendencji koniunktury giełdowej indeks WIG, co można logicznie założyć, jest wystarczający pod względem wymierności. Jako indeks dochodowy indeks WIG uwzględnia nie tylko ceny akcji krajowych i zagranicznych emitentów akcji, lecz także dochody z dywidend i praw poboru. Obserwując kształtowanie się wartości indeksu WIG, można ustalić tendencję koniunktury giełdowej w przyjętym okresie na terytorium RP bez analizowania cen akcji poszczególnych spółek publicznych. Kluczowe kompendium wiedzy o zmiennych wartościach indeksu WIG stanowią „Biuletyny statystyczne GPW” oraz „Roczniki giełdowe” dostępne na stronie internetowej GPW.

nem względnie niezależnym od uwarunkowań koniunkturalnych obrotu zorganizowanego i że pozostaje w korelacji z uregulowaniami unijnymi rozp. MAR.

W ramach problemu naukowego konieczne okazało się przeanalizowanie obszaru poznawczego na gruncie głównie takich aktów normatywnych, jak OfertaPublU, ObrInstrFinU, NadzRynFinU, rozp. MAR, KSH (w zakresie spółki akcyjnej i komandytowo-akcyjnej), rozp. SE i SpółkaEuropU (w zakresie spółki europejskiej), czy regulaminów dotyczących organizacji i funkcjonowania rynków obrotu zorganizowanego, danych statystycznych za lata 2004–2023 o koniunkturze giełdowej, przypadków wycofania i wykluczenia w latach 2004–2023. Ponadto niezbędne było uchwycenie punktów styecznych z rozp. MAR. Powyższy okres pokrywa się z okresem liczonym w pełnych latach od pierwszego roku członkostwa Polski w UE, z uwzględnieniem m.in. obowiązywania trzech powiązanych ze sobą funkcjonalnie ustaw z 29.7.2005 r. (OfertaPublU, ObrInstrFinU, NadzRynKapU), tworzących trzon architektury prawnej obrotu zorganizowanego w prawie krajowym, które weszły w życie jednocześnie 24.10.2005 r. (po wstąpieniu Polski do UE) i obowiązują nadal. Rozporządzenie MAR z 16.4.2014 r. też stało się integralną częścią tej architektury, ale w całości w prawie krajowym dopiero od 3.7.2016 r. (ujednolicony mechanizm UE służący przejrzystości bądź karaniu w przypadku wystąpienia nadużyć). Przyjęte 20-letnie ramy czasowe funkcjonowania Polski jako państwa członkowskiego UE, obejmujące, mniej więcej w 1/3, okres od wprowadzenia rozp. MAR, są w pełni miarodajne z punktu widzenia weryfikacji twierdzeń. Jednocześnie okres sprzed rozp. MAR, z mniej rażąco surowością i odstrasającym charakterem w zakresie przeciwdziałania nadużyciom w obrocie zorganizowanym, okazał się fundamentalny w badaniu trendu *delistingu* metodą statystyczną dopełnioną metodą ekonomicznej analizy prawa. A ponieważ rozp. MAR dotyczy prawa UE, nie było sensu badać przeciwdziałania nadużyciom w obrocie zorganizowanym jeszcze w fazie, gdy GPW rozpoczynała działalność, a obrót zorganizowany formalnie pozostawał poza porządkiem prawnym przyjmującym postać dyrektyw lub rozporządzeń wspólnotowych, a następnie unijnych. Czyli pozostawał poza strukturami WE, które dały początek UE, i poza strukturami już istniejącej UE. Słowem, początek badań empirycznych przypadający dopiero na 2004 r. wybrany został nieprzypadkowo. W przyjętym horyzoncie badawczym wzięto pod uwagę nie tylko zmienny charakter przeciwdziałania nadużyciom na rynkach obrotu akcjami, ale i tożsamą architekturę prawną obowiązującą ze zmianami do dziś dnia. Akcesja do UE stanowiła zaś przełom dla procesu stopniowego przechodzenia polskiego rynku kapitałowego z rozwijającego się do rozwiniętego. Problem naukowy, w części wycofania i wykluczenia, dotyczy zjawiska prawno-ekonomicznego albo ekonomiczno-prawnego, w zależności od perspektywy jego oceny. Metoda statystyczna, która posłuży do zbadania tego zjawiska, polega na zebraniu i zestawieniu reprezentatywnych danych, dzięki którym można poznać zachodzące w nich prawidłowości, ustalając głównie zmienność oraz trend w czasie. Metoda ekonomicznej analizy prawa udobitnia natomiast związek prawa z gospodarką, koncentrując się na badanym aspekcie przez pryzmat oddziaływania prawa na gospodarkę lub praktyki rynkowe. Szczególny nacisk kładzie się w tej metodzie na poszukiwanie jak najwięk-

szej efektywności regulacji prawnej, co po części implikuje konieczność zdystansowania się nieco od formalno-dogmatycznej analizy prawa na rzecz analizy ukierunkowanej na takie rozwiązania legislacyjne, które są optymalne dla stanu krajowej gospodarki lub praktyk rynkowych. Jednocześnie efektywność regulacyjna nadużyć na rynku nie powinna prowadzić w rzeczywistości do dość nagminnego rezygnowania ze statusu spółki publicznej z woli organu właścicielskiego poszczególnych emitentów akcji. Obie te metody naukowe pozwalają umieścić problematykę *delistingu* i rozp. MAR w możliwie najszerszym kontekście funkcjonalnym. Są one również komplementarne zarówno względem siebie, jak i względem metody formalno-dogmatycznej, także stosowanej do analizy prawa krajowego i prawa unijnego w odniesieniu do danego obszaru poznawczego.

Obszar poznawczy dotyczący obrotu wtórnego¹³ zespala prawo rynku kapitałowego¹⁴ z prawem spółek¹⁵, europejskim prawem spółek¹⁶ oraz z prawem papierów wartościowych¹⁷, przy czym w pewnym uproszczeniu prawo spółek i europejskie prawo spółek mają zastosowanie w szerszym zakresie przy wycofywaniu (wycofaniu) niż przy

¹³ Zob. definicję legalną „obrotu wtórnego”, która jest zamieszczona w art. 3 pkt 7 ObrInstrFinU.

¹⁴ Zakresem przedmiotowym objęte są prawa i obowiązki spółki publicznej, której akcje są przedmiotem zorganizowanego obrotu, oraz zasady i warunki ich wycofywania (wycofania) albo wykluczania (wykluczenia). Zakresem podmiotowym objęte są spółka akcyjna, spółka komandytowo-akcyjna i spółka europejska. Rynkiem kapitałowym, zgodnie z definicją legalną zamieszczoną w art. 2 pkt 6 NadzRynKapU, są łącznie cztery rynki (zasada *numerus clausus*), w tym kluczowy dla monografii, ujęty normatywnie jako rynek papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych. Szerzej na temat prawa rynku kapitałowego: zob. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2019, *passim*; M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczylas, T. Sójka (red.), R. Zawłocki, *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2015, *passim*.

¹⁵ Zakresem przedmiotowym objęte są funkcjonowanie, rozwiązywanie, łączenie, podział i przekształcanie spółki publicznej, której akcje są przedmiotem zorganizowanego obrotu. Zakresem podmiotowym objęte są spółka akcyjna (spółka kapitałowa) i spółka komandytowo-akcyjna (spółka osobowa). Szerzej na temat prawa spółek (handlowych): zob. S. Sołtysiński (red.), *Prawo spółek kapitałowych. System Prawa Prywatnego*, t. 17B, Warszawa 2016, *passim*; A. Szajkowski (red.), *Prawo spółek osobowych. System Prawa Prywatnego*, t. 16, Warszawa 2016, *passim*.

¹⁶ Zakresem przedmiotowym objęte są działalność, rozwiązywanie i przekształcanie spółki publicznej, której akcje są przedmiotem zorganizowanego obrotu. Zakresem podmiotowym objęta jest spółka europejska. Szerzej na temat europejskiego prawa spółek: zob. J. Napierała, *Europejskie prawo spółek. Prawo spółek Unii Europejskiej z perspektywy prawa polskiego*, Warszawa 2013, *passim*.

¹⁷ Zakresem przedmiotowym objęte są akcje. Zakresem podmiotowym objęte są spółka akcyjna, spółka komandytowo-akcyjna i spółka europejska. Szerzej na temat prawa papierów wartościowych: zob. A. Szumański (red.), *Prawo papierów wartościowych. System Prawa Prywatnego*, t. 18, Warszawa 2010, *passim*; *idem*, *Prawo papierów wartościowych. System Prawa Prywatnego*, t. 19, Warszawa 2006, *passim*; J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009, *passim*.

wykluczaniu (wykluczeniu). W konsekwencji naukowego objaśnienia i usystematyzowania problematyki związanej z *delistingiem* w jego dwóch postaciach normatywnych możliwe stanie się formułowanie określonych wniosków *de lege ferenda* zmierzających do nadania *delistingowi*, zwłaszcza rozumianemu jako proces przebiegający w etapach, optymalnego kształtu. Wskazane jest ponadto wysunięcie ewentualnej propozycji *de lege ferenda* przyczyniającej się do wdrożenia w materialnym prawie krajowym rozwiązania łagodzącego odstraszaający wydzźwięk surowości maksymalnego poziomu administracyjnych sankcji pieniężnych przewidzianych w rozp. MAR, tak aby w ten sposób podjąć próbę zmiany wzrostowego trendu *delistingu*.

W temacie badawczym „Wycofywanie i wykluczanie akcji spółek publicznych w świetle przepisów o przeciwdziałaniu nadużyciom w obrocie zorganizowanym” celowo nie użyto rzeczowników odczasownikowych w aspekcie dokonanym. Aspekt dokonany, użyty w wyrażeniu ustawowym (wycofanie i wykluczenie), zdaje się zawężać semantycznie zakres monografii. Trafniejsze jest zatem użycie dwóch wskazanych postaci normatywnych *delistingu* w aspekcie niedokonanym (wycofywanie i wykluczanie), co znaczeniowo wierniej oddaje istotę *delistingu* jako etapowego procesu.

W tezie badawczej Nr 1 zostały użyte rzeczowniki odczasownikowe w aspekcie dokonanym (wycofanie i wykluczenie). Aspekt dokonany, analogicznie jak w wyrażeniu ustawowym, ściśle oddaje w tym przypadku istotę *delistingu* jako zwieńczenia wszystkich etapów tego procesu. Teza badawcza Nr 2 nie wymaga natomiast od autorskiego komentarza w zakresie uzasadnienia użycia w przyszłym ewentualnym tekście normatywnym rzeczownika odczasownikowego w aspekcie dokonanym (wprowadzenie), a nie niedokonanym (wprowadzanie).

W ramach jasno i jednoznacznie zdefiniowanego problemu naukowego nieprzypadkowo użyto wyrażenia przyimkowego „w świetle”. Konceptyjnie jest ono znacznikiem sygnalizującym relację między zestawionymi elementami, tzn. *delistingiem* w dwóch wskazanych jego postaciach normatywnych oraz przepisami o przeciwdziałaniu nadużyciom w obrocie zorganizowanym (w tym zwłaszcza rozp. MAR, jednolicie stosowanego na całym terytorium UE oraz mającego znaczenie dla EOG).

Nie można wycofywać lub wykluczać z obrotu zorganizowanego akcji spółki niepublicznej¹⁸. Zastosowana przydawka dopełniaczowa w postaci „spółki publicznej” w odniesieniu do „akcji” nie jest nieodzowna. Została jednak użyta celowo dla zaakcentowania doniosłości statusu nadanego w prawie krajowym emitentowi akcji¹⁹,

¹⁸ Zob. art. 406 KSH. Wyrażenie ustawowe oznaczające spółkę niebędącą spółką publiczną lub odwrotność statusu spółki publicznej. W odniesieniu do pojęcia „spółka niepubliczna” język prawniczy używa zamiennie pojęcia „spółka prywatna”.

¹⁹ Zob. definicję legalną „emitenta”, która jest zamieszczona w art. 3 pkt 11 ObrInstrFinU, z odesłaniem do art. 2 lit. h rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 2017/1129 z 14.6.2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE (Dz.Urz. UE L Nr 168, s. 12 ze zm.). Zob. też definicję legalną „emitenta”

w szczególności gdy kontrastowo zestawiony obrót zorganizowany innymi instrumentami finansowymi (np. obligacjami) nie jest sprzężony z przyznaniem ich emitentowi normatywnego statusu „spółki publicznej”.

W granicach tez badawczych problem naukowy bezpośrednio odnosi się do terytorium RP, które jest częścią zarówno terytorium UE, jak i terytorium EOG. Pośrednio wykracza on jednak poza terytorium RP oraz prawo krajowe. Przez prawo krajowe należy rozumieć, co do zasady, obowiązujące na terytorium RP prawo polskie, które w zestawieniu z prawem unijnym lub z jakimkolwiek innym prawem przeważnie tak właśnie bywa określane²⁰. Chodzi tu zatem o polskie prawo krajowe. Dowiedzenie prawdziwości tezy badawczej Nr 1 nie wymaga objaśnienia znaczenia pojęć języka ogólnego „wzrostowy” w odniesieniu do „trendu wycofania i wykluczenia akcji spółek publicznych z obrotu zorganizowanego”. Podobnie jak dla udowodnienia prawdziwości tezy badawczej Nr 2 nie jest konieczne wyjaśnienie znaczenia pojęć języka prawniczego „materialnoprawny mechanizm” czy „miarkowanie norm sankcjonujących” w odniesieniu do „prakseologicznej metody polityki prawa”.

W zakresie metodologii stosowania skrótów własnych przy powoływaniu się na akty normatywne lub regulaminy, z wyjątkiem następujących skrótów: BankFGwU, BankiHipU, FundEmU, FundInwU, SpółkaEuropU, KC, KPC, KRSU, KSH, NadzRynFinU, NadzRynKapU, ObrInstrFinU, OfertaPublU, regulamin ASO, regulamin Giełdy, regulamin KDPW, regulamin KDPW_CCP, ObligU, OchrKonkurU, PrBank, PrPrywM, PrUSA, rozp. BMR, rozp. SE, rozp. MF, rozp. MF [2009], rozp. MAR (w podtytule MAR), SzZasDział KDPW, SzZasObrGieł, TUE, TFUE, WzWewzSprzAR, przytaczane są pełne nazwy aktów normatywnych wraz z datą uchwalenia i miejscem publikacji.

Rozważania nad problemem naukowym obejmują sześć podstawowych rozdziałów, które są poprzedzone wprowadzeniem w rozdz. I i podsumowane w zakończeniu w rozdz. VIII. Rozdziały podstawowe dotyczą: określenia kluczowej terminologii obowiązującej dla obszaru poznawczego (rozdz. II), różnorodności potencjalnych przyczyn *delistingu* (rozdz. III), obrotu zorganizowanego w prawie krajowym oraz trybu zawierania transakcji na rynkach akcji jako podłoża dla *delistingu* i rozp. MAR (rozdz. IV), rozp. MAR jako części porządku prawnego UE w prawie krajowym (rozdz. V), *delistingu* jako instytucji prawnej w prawie krajowym (rozdz. VI), oceny wieloletnich danych empirycznych w zakresie badanej problematyki (rozdz. VII). Każdy z tych rozdziałów ma podsumowanie i główne wnioski.

Monografia zawiera szereg autorskich wniosków *de lege lata* i postulatów *de lege ferenda* w zakresie regulacji *delistingu*, rozp. MAR czy przepisów krajowych dotyczących spółki publicznej lub obrotu zorganizowanego. Prezentuje problem naukowy

i art. 4b OfertaPublU, który ją uszczegóławia w kontekście dopuszczenia akcji do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzenia akcji do obrotu w alternatywnym systemie obrotu.

²⁰ W tym kontekście język prawniczy używa niekiedy również pojęcia „prawo macierzyste”, ale nie przy przeciwstawieniu prawa polskiego prawu unijnemu.

ujęty ogólnie w tytule monografii, doprecyzowanym w podtytule i tezach badawczych. Koncepcyjnej osi jednoznacznie uszczegółowionego problemu naukowego nie stanowi, w ujęciu ścisłym, hipoteza – czyli przypuszczenie wymagające potwierdzenia (weryfikacji pozytywnej) albo zanegowania (weryfikacji negatywnej) – zazwyczaj prowadząca do postawienia tezy. W tym przypadku mamy do czynienia już z tezą, a więc z hipotezą zweryfikowaną wcześniej w drodze wstępnego rozeznania materii badawczej. Pierwszą tezą badawczą problemu naukowego, o której tu mowa, jest konkretne twierdzenie o korelacji wzrostowego trendu *delistingu* z uregulowaniami unijnymi rozp. MAR we względnej niezależności od uwarunkowań koniunkturalnych obrotu zorganizowanego. Drugą tezę badawczą poruszanego problemu naukowego stanowi natomiast konkretne twierdzenie o metodzie polityki prawa, która finalnie – oprócz zwiększenia przewidywalności lub przejrzystości praktyk KNF lub UKNF – również może mieć pozytywny wpływ na osłabienie przyczyny lub czynnika, powodujących *delisting* w postaci normatywnej wycofania. Prawdziwość (zgodność z rzeczywistością) tych twierdzeń jako tez badawczych należy jednak ostatecznie dowieść za pomocą odpowiednich argumentów, w tym przez zaprezentowanie wyników wielu różnych analiz przeprowadzonych wybranymi metodami naukowymi.

Monografia uwzględnia stan prawny, literatury i judykatury na 30.6.2024 r, z zastrzeżeniem, że obejmuje ona również nowelizację art. 92 OfertaPublU obowiązującą od 19.02.2025 r.

Przejdź do księgarni →

ksiegarnia.beck.pl