

Zakaz dyskryminacji wspólników spółek kapitałowych

Przejdź do produktu na ksiegarnia.beck.pl

Wprowadzenie

Publikacja poświęcona jest zakazowi dyskryminacji wspólników spółek kapitałowych przy podejmowaniu decyzji korporacyjnych. Dyskryminacja ta może przyjąć dwie postaci: jawną, polegającą na niejednolitym traktowaniu wspólników w takich samych okolicznościach oraz ukrytą, sprowadzającą się do podejmowania działań odnoszących się z pozoru w taki sam sposób do wszystkich wspólników, lecz w rzeczywistości godzących w interesy niektórych z nich. Dyskryminacja jest więc pojęciem o innym zakresie znaczeniowym niż nierówne traktowanie. To ostatnie może być bowiem uzasadnione merytorycznie, a przez to dopuszczalne, lub też oparte na arbitralnych kryteriach i stanowiące dyskryminację. Jednocześnie przejawem dyskryminacji może być decyzja z pozoru odnosząca się do wszystkich wspólników w taki sam sposób, czyli traktowanie wspólników w sposób formalnie równy.

Kluczowe znaczenie z perspektywy przedmiotu opracowania ma art. 20 KSH¹, zgodnie z którym: „Wspólnicy albo akcjonariusze spółki kapitałowej powinni być traktowani jednakowo w takich samych okolicznościach”. W polskiej dogmatyce prawniczej powszechne jest przyjmowanie, że przepis ten wyraża zasadę równego traktowania wspólników². Jednocześnie uważa się, że jest ona „ustrojową zasadą prawa”³ o charakterze „fundamentalnym dla spółek”⁴. Tak rozumiana zasada równego traktowania wspólników miałyby stanowić zasadę prawa w sensie dyrektywalnym⁵, a więc normę prawną o charakterze nadrzędnym w ramach systemu prawa⁶. Taka kwalifikacja miałyby wynikać ze szczególnej doniosłości społecznej, szerokiego zakresu zastosowania i silnego uzasadnienia aksjologicznego postulatu równego traktowania wspólników⁷. To wszystko skłania niektórych autorów do twierdzenia, że „charakter

¹ Ustawa z 15.9.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz.U. z 2024 r. poz. 18 ze zm.).

² Por. przegląd stanowisk doktryny zawarty w rozdziale I § 2 niniejszej monografii.

³ P. Ochmann, Uchylenie a stwierdzenie nieważności uchwały, s. 774.

⁴ M. Michalski, Kontrola kapitałowa, s. 346.

⁵ Zob. szerzej na ten temat podziału na zasady prawa w sensie dyrektywalnym oraz zasady prawa w sensie opisowym w rozdziale I § 1 niniejszej monografii oraz powoływanej tam literaturze.

⁶ D. Książek, Zasady prawa, s. 200.

⁷ T. Sójka, Zasada równego traktowania akcjonariuszy, s. 37.

nakazu równego traktowania wspólników jako zasady prawa nie powinien budzić wątpliwości”⁸.

Pokłosiem przyjmowania takiej interpretacji jest uznawanie obowiązku równego traktowania wspólników za element wyznaczający naturę spółki, a tym samym delimitujący zakres swobody kontraktowej przysługującej wspólnikom⁹. Zwolennicy tego stanowiska dochodzą wręcz niekiedy do wniosku, że tworząc rozwiązania legislacyjne z zakresu prawa spółek, ustawodawca powinien zachować ostrożność w kreowaniu rozwiązań różnicujących położenie wspólników, bo te mogą okazać się sprzeczne z nakazem ich równego traktowania¹⁰.

Zainteresowanie, które w polskiej literaturze prawniczej budzi równe traktowanie wspólników, jest przy tym nieproporcjonalnie niskie do przypisywanego mu znaczenia. Zagadnieniu temu nie była dotąd w doktrynie krajowej poświęcona inna monografia¹¹. Równe traktowanie wspólników było natomiast głównym przedmiotem rozważań w stosunkowo licznych artykułach (zwłaszcza autorstwa *T. Sójki*¹², *M. Romanowskiego*¹³ oraz *A. Opalskiego*¹⁴) oraz w komentarzach do art. 20 KSH i w licznych uwagach czynionych na marginesie innych rozważań¹⁵. Doceniając wspomniane wysiłki nauki prawa, można uznać, że zagadnienie uznawane za „fundamentalne dla spółek”¹⁶ zasługuje na samodzielny, kompleksową analizę, obejmującą uwagi o charakterze prawnoporównawczym¹⁷.

⁸ Tamże, s. 35.

⁹ *W. Popiołek*, Akcja – prawo podmiotowe, s. 51.

¹⁰ Zob. *A. Kappes*, Opinia prawna, s. 9; *P. Pinior*, Ekspertyza prawna dotycząca rządowego projektu, s. 8 i przedstawiona w nich krytyka projektowanego rozwiązania legislacyjnego, zakładającego możliwość swobodnego określania – bez ustawowego ograniczenia – stopnia uprzywilejowania akcji prostej spółki akcyjnej co do prawa głosu, jako rzekomo sprzeczne z art. 20 KSH.

¹¹ W literaturze niemieckiej zwrócić uwagę należy na monografię *D. Verse* (*tenże*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz, *passim*). W literaturze włoskiej zob. zwłaszcza *G. D’Attore*, Il principio di eguaglianza, *passim*. Równe traktowanie wspólników doczekało się odrębnej monografii również w odniesieniu do prawa szwajcarskiego – zob. *C.H. Jacobs*, Das Gleichbehandlungsprinzip, *passim*.

¹² *T. Sójka*, Zasada równego traktowania akcjonariuszy, s. 37.

¹³ *M. Romanowski*, Zasada jednakowego traktowania, cz. 1, s. 5; *tenże*, Zasada jednakowego traktowania, cz. 2, s. 26.

¹⁴ *A. Opalski*, Zasada jednakowego traktowania, s. 5.

¹⁵ Zob. szczegółowy przegląd stanowisk doktryny w rozdziale I § 2 niniejszej monografii.

¹⁶ *M. Michalski*, Kontrola kapitałowa, s. 346.

¹⁷ W kontekście analiz prawnoporównawczych odnoszących się do obowiązku jednakowego traktowania wspólników zob. w szczególności *H. Merkt*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz, s. 113; *D. Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz, s. 114.

Główną tezą niniejszej pracy jest to, że zakaz jawnej oraz ukrytej dyskryminacji wspólników jest konkretyzacją ogólnosystemowej zasady słuszności, której uszczegółowienie w odniesieniu do prawa spółek stanowi obowiązek lojalności w relacjach korporacyjnych. Takie postawienie sprawy pozwala zrozumieć, dlaczego nie każda decyzja odnosząca się w zróżnicowany sposób do różnych grup wspólników jest niedopuszczalna. Zakazane jest jedynie niejednolite podejście do wspólników znajdujących się w takich samych okolicznościach, bo zachowanie takie godziłoby w wymagania wynikające z nakazu lojalności. Podobnie, nie każda decyzja odnosząca się w sposób jednolity do wszystkich wspólników jest dopuszczalna. Działanie, które jedynie z pozoru dotyczy w takim samym zakresie wszystkich wspólników, a w praktyce stanowi ukrytą dyskryminację części z nich, jest sprzeczne z obowiązkiem lojalnego działania i nie może zostać uznane za dozwolone. Można zatem mówić o istnieniu zakazu dyskryminacji wspólników spółek kapitałowych, na który składa się nakaz jednakowego traktowania w takich samych okolicznościach oraz zakaz ukrytej dyskryminacji. Dalsze rozważania będą dotyczyły obu tych kwestii. Główny nacisk zostanie przy tym położony na potwierdzeniu w art. 20 KSH nakaz jednakowego traktowania wspólników w takich samych okolicznościach (z uwagi na jego większą doniosłość praktyczną).

Rozważania zawarte w pracy będą odnosiły się do wspólników spółek kapitałowych. Termin „wspólnik” będą odnosił zarówno do wspólników spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, jak i akcjonariuszy spółek akcyjnych i prostych spółek akcyjnych, mimo że art. 20 KSH różni te dwie grupy¹⁸. Przyjęte przez ustawodawcę rozwiązanie było już

¹⁸ Rozróżnienie przez ustawodawcę terminów „wspólnik” i „akcjonariusz” zdaje się mieć dwa cele. Po pierwsze, służy utrzymaniu pewnej konwencji terminologicznej przyjętej w Tytule I KSH (por. m.in. w art. 3, 4 § 1 pkt 3 oraz § 2, art. 6 § 4, art. 13 § 2 oraz § 4, art. 21¹ § 1, art. 21⁴ § 4, art. 21⁹ § 1 oraz § 3, art. 21¹⁰ § 1, art. 21¹¹ § 1, 21¹² § 4 i § 7, art. 21¹³ § 1, § 3 oraz § 5 KSH). Po drugie, podkreśla, że obowiązek jednakowego traktowania odnosi się do akcjonariuszy spółek akcyjnych, co ma znaczenie, ze względu na historyczny związek pomiędzy art. 20 KSH a postanowieniami dyrektywy 77/91/EWG [druga dyrektywa Rady z 13.12.1976 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w Państwach Członkowskich od spółek w rozumieniu art. 58 akapit drugi Traktatu, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno wspólników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (77/91/EWG) (Dz.Urz. UE L 26 z 1977 r., s. 1 ze zm.) – akt nieobowiązujący] dotyczącej utrzymania kapitału zakładowego spółek akcyjnych i wprowadzającej zasadę jednakowego traktowania akcjonariuszy w zakresie, do którego odnosiła się regulacja dyrektywy (zob. *T. Sójka, Zasada równego traktowania akcjonariuszy*, s. 35; szerzej na ten temat w rozdziale I § 5 niniejszej monografii).

przedmiotem przekonującej krytyki w doktrynie prawa handlowego¹⁹. Wprowadza ono chaos terminologiczny, którego praktyczną konsekwencją jest uznawanie przez część autorów, że akcjonariusz nie jest współnikiem²⁰. W mojej ocenie wystarczające, a przy tym poprawniejsze, byłoby ograniczenie się w treści przepisu do współników²¹. Z tego powodu, jak również dla jasności wyводу, posługuję się pojęciem współnika, rozumiejąc przez to wszystkich posiadaczy praw udziałowych w spółkach kapitałowych.

Jednocześnie, z wyjątkiem przytaczania stanowisk sądów lub wypowiedzi innych autorów albo referowania stanu dyskusji w obcych porządkach prawnych, będę się posługiwał terminem „jednolite traktowanie współników”, a nie „równe traktowanie współników”. Takie podejście zapewnia spójność z art. 20 KSH. Moim celem jest również zwrócenie uwagi na stosowanie normy wynikającej ze wspomnianej regulacji do oceny decyzji korporacyjnych, które powinny odnosić się w jednolity sposób do wszystkich współników, chyba że znajdują się oni w zróżnicowanych okolicznościach (*parità di trattamento*²², *Gleichbehandlung*²³), a nie do równego rozkładu praw związanych z uczestnictwem w spółce między współników (*parità di diritti*, *Gleichberechtigung*).

Względy słuszności oraz lojalności nie wymagają, by współnicy posiadali równe prawa związane z uczestnictwem w spółce²⁴. Z ich perspektywy nie jest również kluczowe to, czy zakres uprawnień korporacyjnych współników jest proporcjonalny do liczby posiadanych przez nich udziałów lub akcji²⁵. Działaniem sprzecznym z nakazami słuszności i lojalności byłoby natomiast zróżnicowane potraktowanie współników bez dostatecznego uzasadnienia, a więc dopuszczenie się dyskryminacji. Tak rozumiany zakaz można określić za *Ł. Gasińskim* obowiązkiem

¹⁹ Zob. np. *K. Kopaczyńska-Pieczniak*, w: *A. Kidyba* (red.), *Kodeks spółek handlowych*, 2017, s. 49.

²⁰ *T. Siemiątkowski, R. Potrzezecz*, w: *J.P. Naworski, K. Strzelczyk, R. Potrzezecz, T. Siemiątkowski* (red.), *Kodeks spółek handlowych*, t. 1, s. 48.

²¹ Ustawodawca wprost określa akcjonariusza spółki komandytowo-akcyjnej mianem współnika (art. 125 KSH), a to, że współnicy niektórych spółek są określane nazwą własną, np. partner (art. 86 KSH), czy komandytariusz lub komplementariusz (art. 102 KSH), nie sprawia, że przestają być współnikami, co podkreśla sam ustawodawca (zob. jednak: *T. Siemiątkowski, R. Potrzezecz*, w: *J.P. Naworski, K. Strzelczyk, R. Potrzezecz, T. Siemiątkowski* (red.), *Kodeks spółek handlowych*, t. 1, s. 48).

²² *G. Pasetti*, *Parità di trattamento*, s. 70.

²³ *G. Hueck*, *Der Grundsatz*, s. 278.

²⁴ Zob. przegląd stanowisk doktryny przedstawiony w rozdziale I § 2 niniejszej monografii.

²⁵ Zob. szerzej na temat relacji między zakazem dyskryminacji współników a zasadą proporcjonalności w rozdziale II § 3 niniejszej monografii.

o charakterze proceduralnym²⁶. Nie odnosi się on bowiem do samego wyniku alokacji praw między współników, lecz do tego, czy decyzja o niejednolitym podejściu do posiadaczy praw udziałowych została oparta na obiektywnych i ustalonych w dobrej wierze kryteriach.

Upowszechnienie się w polskiej dogmatyce prawniczej pojęcia równego traktowania współników miało, jak się zdaje, na celu wprowadzenie do art. 20 KSH możliwości rozróżnienia pomiędzy równością w sensie formalnym a równością w sensie materialnym²⁷. Potrzeba ta była szczególnie silna u autorów uznających, że obowiązek wynikający z art. 20 KSH odnosi się do zakresu praw i obowiązków współników w spółce. Tylko równość w sensie materialnym (a więc równość podmiotów dysponujących taką samą liczbą udziałów lub akcji) dałaby się bowiem pogodzić z zasadą proporcjonalności²⁸.

Odnoszenie art. 20 KSH do oceny decyzji korporacyjnych, a nie do rozdziału praw związanych z uczestnictwem w spółce między współników sprawia, że konieczność zrywania z ustawowym pojęciem jednolitego traktowania nie zachodzi. Podejmując oceniane przez przyzmat wspomnianego przepisu decyzje korporacyjne, jego adresaci, a więc spółka, jej organy, piastuni tych organów oraz pozostali współnicy powinni traktować wszystkich współników jednolicie, a więc dokładnie tak samo²⁹. Zakres zastosowania obowiązku jednakowego traktowania jest przy tym ograniczony do współników znajdujących się w takich samych okolicznościach. Obiektywnie uzasadnione zróżnicowane podejście do współników nie stanowi bowiem zakazanej przez art. 20 KSH dyskryminacji.

Opracowanie składa się z sześciu rozdziałów. Pierwszy z nich prezentuje stan dyskusji polskiej nauki prawa oraz orzecznictwa na temat równości i równego traktowania współników. Przedstawiam w nim również własne stanowisko, zgodnie z którym w prawie polskim nie obowiązuje zasada równości współników (rozumiana jako samodzielna zasada prawna w sensie dyrektywalnym), lecz wywodzona z zasady słuszności norma o charakterze proceduralnym, nakazująca podejmowanie decyzji odnoszących się w zróżnicowany sposób do posiadaczy praw udziałowych z uwzględnieniem kryteriów obiektywnych i ustalonych w dobrej wierze. Niedopuszczalne jest również działanie odnoszące się jedynie

²⁶ Ł. Gasiński, *Granice swobody*, s. 319.

²⁷ D. Bach-Golecka, *Przedmowa*, s. 13. W kontekście różnych wymiarów równości w prawie zob. zwłaszcza: S. Grundmann, *From formal to material equality*, s. 13.

²⁸ Zob. zamiast wielu M. Romanowski, *Zasada jednakowego traktowania*, cz. 1, s. 9. Szerzej na ten temat w rozdziale I § 2 niniejszej monografii i przedstawionym tam przeglądzie stanowisk doktryny.

²⁹ Podobnie, w odniesieniu do prawa niemieckiego H. Henze, R. Notz, w: H. Hirte, P. Mülberr, M. Roth (red.), *Aktiengesetz*, t. 3, s. 43.

z pozoru w sposób jednolity do różnych grup współników, a w praktyce stanowiące dyskryminację części z nich.

Rozdział II analizuje relacje między zakazem dyskryminacji a zasadami prawa, w tym w szczególności zasadą autonomii woli, zasadą słuszności oraz zasadą proporcjonalności w prawie spółek. Ustalenia w tym zakresie są istotne dla określenia granic zastosowania nakazu jednako-owego traktowania współników oraz dokonania prawidłowej wykładni art. 20 KSH. Zagadnieniu temu został poświęcony rozdział III. Główny punkt rozważań poświęciłem wykładni pojęcia takich samych okoliczności, co jest kluczowe dla wyznaczenia granic zastosowania nakazu jednako-owego traktowania. Dalsza część pracy została poświęcona analizie praktycznych przypadków stosowania zakazu dyskryminacji współników oraz omówieniu sytuacji, w których zróżnicowane podejście do różnych grup współników nie będzie stanowiło naruszenia art. 20 KSH (rozdział IV), jak również opisowi konsekwencji ewentualnego dopuszczenia się dyskryminacji (rozdział V). Rozdział VI przedstawia analizę podejścia do zakazu dyskryminacji współników w porządkach prawnych wybranych państw obcych.

Główną metodą badawczą stosowaną w niniejszej monografii jest metoda formalno-dogmatyczna, co jest uzasadnione koniecznością dokonania prawidłowej wykładni przepisu art. 20 KSH oraz jego zastosowania dla określenia zakresu obowiązywania zakazu dyskryminacji w prawie polskim.

Wykorzystywana jest również metoda prawno-porównawcza. Jej celem jest skonfrontowanie tezy, zgodnie z którą prawo spółek nie wymaga zapewnienia równości praw współników, lecz ogranicza się do zakazu podejmowania decyzji prowadzących do dyskryminacji (jawnej lub ukrytej) niektórych z nich, z dorobkiem doktryny i orzecznictwa wybranych państw obcych. Ustalenia płynące z analizy prawa obcego są sygnalizowane i wykorzystywane w toku analizy rozwiązań prawa polskiego, przy czym zasadnicza część rozważań komparatystycznych została wyodrębniona w samodzielnej, końcowej części pracy, co pozwala na jej wykorzystanie do weryfikacji poprawności wcześniej poczynionych wniosków. Analizie poddano prawo wiodących państw, których porządki prawne wywodzą się z tradycji prawa cywilnego (Niemiec, Francji i Włoch) oraz z kręgu *common law* (prawo angielskie oraz stanowe prawo amerykańskie³⁰). Wreszcie, ze względu na zbliżony do polskiego model rozwoju gospodarczego Polski i Litwy, skutkujący wznowieniem rozwoju prawa

³⁰ Mówienie o amerykańskim prawie spółek jest pewnym uproszczeniem, bowiem kwestie z zakresu ładu korporacyjnego są regulowane na poziomie stanowym. Podobieństwo przyjmowanych rozwiązań, wynikające z wiodącej roli prawa stanu Delaware oraz tamtejszego orzecznictwa, pozwala jednak na prowadzenie wspólnej

spółek po przemianach gospodarczych na przełomie lat 80. i 90. XX w., przeanalizowane zostało także prawo litewskie. Wreszcie, w celu wykazania, że przyznanie wspólnikom równych praw w związku z posiadaniem udziałów lub akcji nie jest samoistną wartością w prawie spółek, okazjonalnie sięgam po dorobek ekonomicznej analizy prawa.

Praca ograniczona jest do spółek kapitałowych. Tylko do nich stosuje się również art. 20 KSH. Nie oznacza to jednak, że w przypadku spółek osobowych omawiane zagadnienie jest pozbawione doniosłości. Jak słusznie zauważa *A. Witosz*, wspólników spółek osobowych wiąże nakaz lojalności, którego konkretyzacją jest nakaz jednakowego traktowania w takich samych okolicznościach³¹. Różnice konstrukcyjne między spółkami osobowymi i kapitałowymi wymagałyby jednak w wielu przypadkach prowadzenia oddzielnej analizy. Szczególnie wnikliwej oceny wymagałoby zwłaszcza to, czy mimo że niektórzy wspólnicy spółek osobowych ponoszą osobistą odpowiedzialność za zobowiązania spółki możliwe jest, w określonych sytuacjach, zróżnicowane traktowanie takich wspólników przy podejmowaniu decyzji wpływających na ich prawa i obowiązki. Zagadnienie to jest zbyt złożone, by ująć je w ramach tego opracowania.

Jednocześnie niniejsza monografia obejmuje wszystkie spółki kapitałowe, a więc spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, proste spółki akcyjne oraz spółki akcyjne. Taka decyzja wynika z dwóch przyczyn. Po pierwsze, art. 20 KSH dotyczy spółek kapitałowych w ogólności, co uzasadnia prowadzenie wspólnej analizy. Po drugie, dla określenia konstrukcyjnych podstaw zakazu dyskryminacji wspólników różnice między poszczególnymi spółkami kapitałowymi nie wydają się kluczowe. Jak spróbuję wykazać w rozdziałach III oraz IV, przy ustalaniu, czy można potraktować wspólników niejednolicie, kluczowe znaczenie ma przede wszystkim struktura udziałowa (np. występowanie wspólnika większościowego), rodzaj powiązań wspólników ze spółką (inwestorzy o długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym, inwestorzy finansowi lub inwestorzy o jedynie przejściowych związkach ze spółką) oraz faktyczna sytuacja spółki (np. konieczność pozyskania finansowania kapitałem od jednego ze wspólników z uwagi na problemy z płynnością), a nie to, czy dana spółka jest spółką z ograniczoną odpowiedzialnością, prostą spółką akcyjną albo spółką akcyjną.

Przyjęta w niniejszej monografii koncepcja zakazu dyskryminacji znajduje zastosowanie zarówno w odniesieniu do spółek prywatnych, jak i spółek publicznych. To w odniesieniu do tych ostatnich w pełni

analizy (zob. szerzej na temat rozwoju historycznego amerykańskiego prawa spółek *W.T. Allen, R. Kraakman*, Commentaries and Cases, s. 82).

³¹ *A. Witosz*, O zasadności uregulowania zasady lojalności, s. 44.

ujawniają się niektóre z opisywanych w rozdziale IV praktycznych problemów związanych z jej stosowaniem (np. w odniesieniu do selektywnego przekazywania informacji wybranym inwestorom, co jest nieuniknione w przypadku prowadzenia przez spółki dialogu z wybranymi inwestorami, postulowanego przez współczesne standardy ładu korporacyjnego³²). Jednocześnie spółki publiczne podlegają regulacjom prawa rynku kapitałowego, które nakładają obowiązek jednakowego traktowania inwestorów. Regulacje te stanowią autonomiczny od korporacyjnego zakazu dyskryminacji wspólników reżim³³ i pozostają pod silnym wpływem prawa europejskiego³⁴, w tym dyrektywy 2004/109/WE³⁵, implementowanej do prawa polskiego w art. 20 OfertaPubU³⁶, nakładającym obowiązek zapewnienia posiadaczom papierów wartościowych tego samego

³² Zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w sprawy spółki (*stewardship*) jest uznawane za jedno z podstawowych wymagań w zakresie prawidłowego ładu korporacyjnego (zwłaszcza od czasu kryzysu finansowego lat 2007–2009) – zob. *D. Katelouzou, D. Puchniak*, *Global Shareholder Stewardship*, s. 17. Prowadzenie dialogu między inwestorami a zarządem w atmosferze wzajemnego zaufania wiąże się z dwustronnym przepływem informacji, co rodzi wyzwania z punktu widzenia zgodności z nakazem jednakowego traktowania wspólników (zob. *S. Kalls*, *Aktionärsinformation*, s. 220). Zagadnienie to zostało poddane szczegółowej analizie w rozdziale IV § 4 pkt III niniejszej monografii.

³³ Prawo rynku kapitałowego posługuje się – obok regulacji cywilnoprawnej – regulacją administracyjnoprawną, mającą na celu ochronę i zabezpieczenie interesu publicznoprawnego. Jego celem jest ochrona inwestorów oraz poprawa efektywności rynku kapitałowego, a nie tylko regulowanie relacji związanych z funkcjonowaniem spółek publicznych (zob. *A. Chłopecki, M. Dyl*, *Prawo rynku kapitałowego*, s. 3). Z tego powodu regulacje odnoszące się do jednakowego traktowania inwestorów na rynku kapitałowym nie są tożsame z korporacyjnym zakazem dyskryminacji wspólników.

³⁴ Wymaganie zapewnienia równego traktowania akcjonariuszy znajdujących się w tych samych okolicznościach przewidywała już dyrektywa 79/279/WE [dyrektywa Rady 79/279/WE z 5.3.1979 r. koordynująca warunki dopuszczania papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego (Dz.Urz. WE L Nr 66, s. 21) – akt nieobowiązujący], która należała do pierwszych wspólnotowych aktów prawnych, poświęconych ochronie inwestorów na rynku regulowanym. Utrzymała go również zastępująca ją dyrektywa 2001/34/WE [dyrektywa 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 28.5.2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji (Dz.Urz UE L 184 z 2001 r., s. 1 ze zm.)].

³⁵ Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 15.12.2004 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 2004 r., s. 38 ze zm.).

³⁶ Ustawa z 29.7.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz.U. z 2025 r. poz. 592).

rodzaju jednakowego traktowania w takich samych okolicznościach³⁷. W przypadku spółek dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym jednolite traktowanie inwestorów normowane jest również m.in. w odniesieniu do zmiany kontroli nad spółką (przez dyrektywę 2004/25/WE³⁸) oraz dostępu do informacji (w tym informacji o charakterze cenotwórczym na podstawie rozporządzenia MAR³⁹). Istotne znaczenie mają również nakazy równego traktowania w kontekście wykonywania praw głosu (określone w dyrektywie SRD⁴⁰) oraz transakcji z podmiotami powiązanymi (zawarte w dyrektywie SRD II⁴¹). Kompleksowość wspomnianych regulacji nie pozwala na ich szczegółową analizę w pracy odnoszącej się do zakazu dyskryminacji wspólników spółek kapitałowych w ogólności. Ich pełne ujęcie odciążałoby bowiem uwagę od głównego nurtu rozważań. Jednocześnie syntetyczny opis mógłby napotkać zarzut nadmiernej powierzchowności analizy, a jego użyteczność byłaby ograniczona. Z tego powodu szczegółowa analiza regulacji odnoszących się do nakazu jednakowego traktowania inwestorów na rynku regulowanym nie została objęta zakresem niniejszego opracowania i wymagałaby odrębnej, monograficznej analizy⁴². Nie oznacza to wyłączenia spółek publicznych z zakresu pracy, lecz ograniczenie rozważań do korporacyjnego wymiaru zakazu dyskryminacji wspólników.

³⁷ T. Sójka, K. Dziennik, w: T. Sójka (red.), Ustawa o ofercie publicznej, art. 20, Nb 1.

³⁸ Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21.4.2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.Urz. WE L 142 z 2004 r., s. 12 ze zm.). W literaturze polskiej zob. na ten temat zwłaszcza: A. Puchalski, Funkcje i konstrukcja prawna wezwań, s. 45.

³⁹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 596/2014 z 16.4.2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.Urz. UE L 173 z 2014 r., s. 1 ze zm.).

⁴⁰ Dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 11.7.2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym (Dz.Urz. UE L 184 z 2007 r., s. 17 ze zm.).

⁴¹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828 z 17.5.2017 r. zmieniająca dyrektywę 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania (Dz.Urz. L 132 z 2017 r., s. 1).

⁴² W literaturze niemieckiej zob. w szczególności monografię D. Mattiga, dotyczącą równego traktowania w europejskim prawie rynków kapitałowych: *tenże*, Gleichbehandlung, *passim*.

Niniejsza monografia nie powstałaby w obecnym kształcie bez uwag moich akademickich autorytetów: prof. *K. Osajdy* i prof. *A. Szlęzaka*, którym dziękuję za życzliwe wsparcie mojego rozwoju naukowego. Dziękuję również recenzentom wydawniczym – prof. *W. Katnerowi* oraz prof. *M. Romanowskiemu* – za konstruktywną krytykę i inspirujące uwagi. Podziękowania kieruję również do mojej żony *Izabeli* za cierpliwość oraz rozmowy towarzyszące powstawaniu monografii.

[Przejdź do księgarni →](#)

ksiegarnia.beck.pl