



---

INSTYTUT ALLERHANDA

# **Prawo rynku kapitałowego w praktyce**

dr Krzysztof Grabowski

Towarzystwo Akademickie Instytutu Allerhanda

---

Kraków  
11 maja 2017

# Prawo rynku kapitałowego

- Dyrektywy i rozporządzenia unijne
    - MiFID → MiFIR/MiFID II
    - MAD → MAR/MAD II
  - Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi
  - Ustawa o ofercie publicznej (...)
    - akty wykonawcze (rozporządzenia Min.Finansów)
  - Kodeks spółek handlowych
- ale też:*
- Kodeks cywilny oraz inne regulacje prawne

# Kazusy – 10 orzeczeń SN i NSA

*analiza na podstawie własnych glos w SIP Lex*

1. SN: rachunek p.w., sponsor emisji
2. SN: zwołanie NWZA
3. SN: uzupełnianie agendy WZA
4. SN: wybór RN w głosowaniu grupami
5. SN: dywidenda
6. SN: toksyczne opcje – mechanizm i skutki
- 7-9. NSA (3 orzeczenia): informacje poufne
10. NSA: informacje bieżące

# 1. Rachunek p.w., sponsor emisji

*Wyrok SN z 21.11.2013 r., III CNP 21/13*

- *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi:*
  - *Art. 7.1. Prawa ze zdematerializowanych p.w. powstają z chwilą zapisania ich (...) na rachunku p.w. i przysługują osobie będącej posiadaczem tego rachunku*
  - *Art. 4.1. Rachunkami p.w. są rachunki, na których zapisywane są zdematerializowane p.w. (...)*
  - *Art. 4.2. (...) Za rachunki p.w. uważa się również zapisy dotyczące tych papierów, dokonywane w związku z ich subskrypcją lub sprzedażą w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej [rejestr sponsora emisji]*

# 1. Problem

- Dom maklerski prowadzi rejestr sponsora emisji – umowa z emitentem
- Emitent wypowiedział umowę
- DM nadal prowadził rejestr
  - do czasu przeniesienia go do innego upoważnionego podmiotu wskazanego przez emitenta
  - i do czasu zawarcia porozumienia między DM a tym podmiotem, określającego terminy i sposób przeniesienia
- Emitent odmówił zapłaty za ten okres
- *Pytanie:*
  - *Czy emitent może jednostronnie rozwiązać taką umowę?*

# 1. Rozstrzygnięcie

- Wyjątkowy charakter rejestru sponsora emisji
  - *obrót pierwotny*
  - rejestr prowadzony na koszt emitenta (dopóki jest tam choćby jedna akcja)
- „Zwykłe” rachunki papierów wartościowych
  - *obrót wtórny*
  - rachunki prowadzone na koszt posiadaczy p.w.
- Nie można zamknąć jednostronnie rejestru sponsora
  - gdyż uniemożliwiłoby to akcjonariuszom wykonywanie jakichkolwiek praw z akcji
- Emitent musi zapewnić ciągłość prowadzenia rejestru
  - emitent ponosi koszty prowadzenia tego rejestru

## 2. Zwołanie NWZA

*Uchwała SN z 17.12.2010 r., III CZP 96/10*

- *Kodeks spółek handlowych:*
  - *Art. 399 § 1. Akcjonariusze reprezentujący co najmniej połowę kapitału własnego lub co najmniej połowę ogółu głosów w spółce mogą zwołać NWZA (...)*
  - *Art. 402<sup>1</sup> § 1. Walne zgromadzenie spółki publicznej zwołuje się przez ogłoszenie dokonywane*
    - *na stronie internetowej spółki, oraz*
    - *w sposób określony dla przekazywania informacji bieżących (...)*
  - *Art. 594 § 1 pkt 3) Kto będąc członkiem zarządu (...), wbrew obowiązкови dopuszcza do tego, że zarząd (...) nie zwołuje (...) walnego zgromadzenia (...)*
    - *podlega grzywnie do 20.000 złotych*

## 2. Problem

- Akcjonariusz większościowy zwołał NWZA
- Zarząd spółki zaniechał dokonania ogłoszenia
  - walne zgromadzenie nie zostało skutecznie zwołane
- Akcjonariusz złożył wniosek o nałożenie na członków zarządu spółki
  - grzywny 20.000 zł na podstawie art. 594 § 1 pkt 3 k.s.h.

### ❖ *Pytanie:*

- *Czy zwołanie NWZA w tym trybie*
- *skutkuje obowiązkiem zarządu do dokonania ogłoszenia*
- *którego niewykonanie rodziłoby odpowiedzialność wskazaną wyżej?*



## 2. Rozstrzygnięcie

- Dysponentem strony internetowej jest zarząd
  - nie istnieje skuteczna, bezpieczna i pewna metoda
    - by akcjonariusze mogli zamieszczać ogłoszenia na stronie spółki
    - bez autoryzacji zarządu
- Skoro zarząd odmówił zamieszczenia ogłoszenia
  - to tym bardziej nie udzieliłby takiej autoryzacji
- Gdyby uznać, że zarząd nie ma takiego obowiązku
  - to uprawnienie akcjonariuszy większościowych byłoby pozorne
- Odmowa zamieszczenia ogłoszenia na www spółki
  - jest równoznaczna z niewypełnieniem obowiązku zwołania walnego zgromadzenia

## 2. Czy potrzebna zmiana prawa?

*Bo zbyt niska (mało dotkliwa) sankcja?*

- Wyrok SN z 15.06.2010 r., II CNP 8/10
  - Możliwość ponoszenia przez zarządców odpowiedzialności cywilnoprawnej w związku z niezwołaniem zgromadzenia
    - Art. 471 k.c. (i n.): *Dłużnik obowiązany jest do naprawienia szkody wynikłej z niewykonania lub nienależytego wykonania zobowiązania, chyba że niewykonanie lub nienależyte wykonanie jest następstwem okoliczności, za które dłużnik odpowiedzialności nie ponosi.*
  - Możliwość uregulowania odpowiedzialności odszkodowawczej (kary umowne) w umowie o zarządzanie (umowa menedżerska)

# 3. Uzupelnianie agendy WZA

*Wyrok SN z 9.01.2015 r., V CSK 180/14*

- *Kodeks spółek handlowych:*
  - *Art. 401 § 1. Akcjonariusz lub akcjonariusze reprezentujący co najmniej 1/20 kapitału zakładowego mogą żądać umieszczenia określonych spraw w porządku obrad najbliższego walnego zgromadzenia.*
    - *Żądanie powinno zostać zgłoszone zarządowi nie później niż [w spółce publicznej] na 21 dni przed wyznaczonym terminem zgromadzenia (...)*
    - *Żądanie powinno zawierać uzasadnienie lub projekt uchwały dotyczącej proponowanego punktu porządku obrad (...)*

# 3. Uzupelnianie agendy WZA

*Wyrok SN z 9.01.2015 r., V CSK 180/14*

- *Kodeks spółek handlowych (cd. 1):*
  - *Art. 401 § 2. Zarząd jest obowiązany niezwłocznie, jednak nie później niż [w spółce publicznej] na 18 dni przed wyznaczonym terminem walnego zgromadzenia, ogłosić zmiany w porządku obrad, wprowadzone na żądanie akcjonariuszy (...). Ogłoszenie następuje w sposób właściwy dla zwołania walnego zgromadzenia.*
  - *Art. 402<sup>2</sup> pkt 5. Ogłoszenie (...) powinno zawierać co najmniej:*
    - *wskazanie, gdzie i w jaki sposób osoba uprawniona może uzyskać pełny tekst dokumentacji (...) oraz projekty uchwał (...)*
  - *Art. 402<sup>3</sup> § 1 pkt 4. Spółka publiczna prowadzi własną stronę internetową i zamieszcza na niej od dnia zwołania walnego zgromadzenia (...)*
    - *projekty uchwał (...)*

# 3. Uzupelnianie agendy WZA

*Wyrok SN z 9.01.2015 r., V CSK 180/14*

- *Kodeks spółek handlowych (cd. 2):*
  - *Art. 406<sup>1</sup> § 1. Prawo uczestniczenia w walnym zgromadzeniu spółki publicznej mają tylko osoby będące akcjonariuszami spółki na 16 dni przed datą walnego zgromadzenia (dzień rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu).*
  - *Art. 406<sup>3</sup> § 2. Na żądanie uprawnionego (...) zgłoszone*
    - *nie wcześniej niż po ogłoszeniu o zwołaniu walnego zgromadzenia*
    - *i nie później niż w pierwszym dniu powszednim po dniu rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu*
    - *podmiot prowadzący rachunek papierów wartościowych wystawia imienne zaświadczenie o prawie uczestnictwa w walnym zgromadzeniu.*

# 3. Kalendarium przed walnym zgromadzeniem spółki publicznej

- WZ-26 – ogłoszenie o zwołaniu walnego zgromadzenia
- WZ-21 – żądanie umieszczenia w porządku obrad
  - WZ-18 – ogłoszenie zmian w porządku obrad
  - WZ-16 – dzień rejestracji uczestnictwa
  - WZ-16-dzień powszedni – żądanie uprawnionego
    - = WZ-15 lub mniej
    - **Czas na podjęcie decyzji o uczestnictwie w WZA**
- WZ-12 – wykazy akcjonariuszy do KDPW
- WZ-7 – lista akcjonariuszy dla emitenta
- WZ-6 – awaryjnie: dokument w siedzibie KDPW
- WZ-3 dni powszednie – lista w lokalu zarządu

# 3. Dyrektywa o prawach akcjonariuszy

## *2007/36/WE*

- Motyw 6
  - Akcjonariusze powinni mieć możliwość oddawania głosów w sposób świadomy podczas walnego zgromadzenia (...). Powinni dysponować wystarczającym czasem na analizę dokumentacji, która ma zostać przedstawiona walnemu zgromadzeniu oraz na przemyślenie decyzji o sposobie wykonywania prawa głosu ze swoich akcji.
- Motyw 7 – sprawy wprowadzane do agendy
  - (...) wszyscy akcjonariusze powinni w każdym przypadku otrzymywać z odpowiednim wyprzedzeniem ostateczną wersję porządku obrad, aby mogli przygotować się do debaty i głosowania nad każdą z umieszczonych w nim spraw.

# 3. Problem

- 25.05.2012 r. – ogłoszenie o WZA w dniu 21.06.2012 r.
  - 31.05.2012 r. – wniosek o uzupełnienie agendy
  - 18.06.2012 r. – opinia zarządu w sprawie uchwały
  - 21.06.2012 r. – walne zgromadzenie
    - Projekt uchwały wraz z opinią zarządu został przedstawiony akcjonariuszom przed rozpoczęciem głosowania
- Powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały, bo:
- wniosek o uzupełnienie agendy wpłynął po terminie
  - projekt uchwały został udostępniony akcjonariuszom po terminie



# 3. Rozstrzygnięcie

- ❖ Czy żądanie o uzupełnienie agendy wpłynęło w terminie?
  - ❖ Tak
- ❖ Czy żądanie w chwili złożenia było kompletne?
  - ❖ Nie: brak projektu uchwały lub uzasadnienia
- ❖ Czy żądanie zostało uzupełnione w terminie?
  - ❖ Nie: projekt uchwały przedstawiony dopiero na WZA
- Nieważność uchwały:
  - Wprawdzie żądanie wpłynęło w terminie
  - Jednak żądaniu temu „w ogóle nie powinien być nadany bieg przez zarząd spółki”

# 4. Wybór RN w głosowaniu grupami

*Uchwała SN z 11.09.2013 r., III CZP 39/13*

- *Kodeks spółek handlowych:*
  - *Art. 385 § 3. Na wniosek akcjonariuszy, reprezentujących co najmniej jedną piątą kapitału zakładowego, wybór rady nadzorczej powinien być dokonany (...) w drodze głosowania oddzielnymi grupami (...)*
  - *Art. 385 § 5. Osoby reprezentujące na walnym zgromadzeniu tę część akcji, która przypada z podziału ogólnej liczby reprezentowanych akcji przez liczbę członków rady*
    - *mogą utworzyć oddzielną grupę celem wyboru jednego członka rady,*
    - *nie biorą jednak udziału w wyborze pozostałych członków.*

# 4. Wybór RN w głosowaniu grupami

*Uchwała SN z 11.09.2013 r., III CZP 39/13*

- *Kodeks spółek handlowych (cd.):*
  - *Art. 385 § 6. Mandaty w radzie nadzorczej nieobsadzone przez odpowiednią grupę akcjonariuszy (...)*
    - *obsadza się w drodze głosowania,*
    - *w którym uczestniczą wszyscy akcjonariusze, których głosy nie zostały oddane przy wyborze członków rady nadzorczej, wybieranych w drodze głosowania oddzielnymi grupami.*
  - *Art. 411<sup>3</sup>. Akcjonariusz może głosować odmiennie z każdej z posiadanych akcji.*

# 4. Problem i rozstrzygnięcie

- ❖ Skoro akcjonariusz może dzielić swoje głosy,
  - ❖ to czy akcjonariusz, który ma 33% akcji na WZA może:
    - ❖ utworzyć grupę z 20% akcji (*RN w tej spółce: 5 członków*)
    - ❖ i pozostałymi akcjami (13%) głosować nad wyborem pozostałych członków RN (niewybranych w żadnej grupie)?
- Nie, ponieważ:
  - Odmienne hipotezy norm w art. 385 § 6 i w art. 411<sup>3</sup>
    - art. 411<sup>3</sup> nie może więc wpływać na wykładnię art. 385 § 6
  - Wykładnia funkcjonalna:
    - „przenoszenie” głosów nie do zaakceptowania ze względu na istotę wyborów członków rady nadzorczej oddzielnymi grupami
  - Także wykładnia językowa:
    - art. 385 § 5: Osoby (...) nie biorą udziału w wyborze pozostałych członków.

# 4. Dodatkowe uzasadnienie

- Wyartukułowana intencja ustawodawcy:
  - **Nie:** pełne odzwierciedlenie proporcji głosów w składzie rady nadzorczej
  - **Tak:** zapewnienie, by „duży akcjonariusz mniejszościowy” mógł wprowadzić do rady nadzorczej jednego członka wybranego przez siebie
- Głosowanie grupami:
  - Przywilej przyznany akcjonariuszom mniejszościowym
  - Cena: brak możliwości udziału w wyborze pozostałych członków rady nadzorczej
- Akcjonariusz mniejszościowy musi więc wybrać, co woli

# 5. Dywidenda

*Wyrok SN z 27.03.2013 r., I CSK 407/12*

- *Kodeks spółek handlowych:*
  - *Art. 347 § 1. Akcjonariusze mają prawo do udziału w zysku (...), który został przeznaczony przez walne zgromadzenie do wypłaty akcjonariuszom.*
  - *Art. 395 § 2 pkt 2) Przedmiotem obrad zwyczajnego walnego zgromadzenia powinno być (...) powzięcie uchwały o podziale zysku albo o pokryciu straty.*
  - *Art. 422 § 1. Uchwała walnego zgromadzenia sprzeczna ze statutem bądź dobrymi obyczajami i godząca w interes spółki lub mająca na celu pokrzywdzenie akcjonariusza*
    - *może być zaskarżona w drodze wytoczonego przeciwko spółce powództwa o uchylenie uchwały.*

# 5. Problem i rozstrzygnięcie

- WZA PZU 2007 r. – cała dywidenda → kapitał zapasowy
  - Procesy naprawcze spółek zależnych na Litwie i Ukrainie
  - Potrzeby inwestycyjne
- Uchwała zaskarżona → uchylona
  - A. Naruszenie dobrego obyczaju przestrzegania lojalności w relacjach między spółką a jej akcjonariuszami
  - B. Pokrzywdzenie akcjonariusza mniejszościowego:
    - 1) Długotrwałe wyłączenie zysku z podziału, albo przyjęcie takiej polityki rozwojowej, której następstwem jest stałe przeinwestowanie
    - 2) Kapitały zapasowy i rezerwowy są już znaczne, a brak jest oznak dekoniunktury w branży, która usprawiedliwa dalsze kumulowanie
    - 3) Prowadzi do transferowania zysku do innych spółek, albo przyznaje dywidendę tylko niektórym akcjonariuszom

# 5. Ocena krytyczna

## *B. Pokrzywdzenie akcjonariusza mniejszościowego?*

1) Długotrwałe wyłączenie zysku z podziału, albo przyjęcie takiej polityki rozwojowej, której następstwem jest stałe przeinwestowanie

❖ *Tylko w tym jednym roku*

2) Kapitały zapasowy i rezerwowy są już znaczne, a brak jest oznak dekoniunktury w branży, która usprawiedliwa dalsze kumulowanie

❖ *2007r.: Pierwsze symptomy kryzysu finansowego*

3) Prowadzi do transferowania zysku do innych spółek, albo przyznaje dywidendę tylko niektórym akcjonariuszom

❖ *Nikt nawet nie podniósł takiego argumentu*

❖ Pytanie zasadnicze: Czy brak dywidendy stanowi pokrzywdzenie akcjonariusza spółki publicznej?

❖ Wypłata dywidendy → obniżenie kursu akcji

❖ *A contrario*: Brak dywidendy → brak obniżenia kursu akcji



# 5. Ocena krytyczna

## *A. Naruszenie dobrego obyczaju?*

- Zarząd PZU: uchwała o długofalowej strategii  $\geq 20\%$  zysku oraz polityce rekomendowania dywidendy  $\geq 25\%$  zysku
  - SN: powstał taki dobry obyczaj w tej spółce
- Kontrargumenty:
  - ❖ Uchwała zarządu – tylko rekomendacja
  - ❖ Walne zgromadzenie – każdorazowa, autonomiczna decyzja
    - Zarząd nie może ubezwłasnowolnić akcjonariuszy na WZA
  - ❖ Nie istnieje uniwersalny dobry obyczaj dotyczący wypłacania lub niewypłacania dywidendy
- Konkluzja:
  - *Rolą sądów nie jest kreowanie dobrych obyczajów*
    - *lecz jedynie uwzględnianie ich w swoich orzeczeniach*
    - *jeżeli rzeczywiście wykształciły się i przyjęły powszechnie na danym obszarze działania*

# 6. Toksyczne opcje – mechanizm i skutki

*Wyrok SN z 31.01.2013 r., II CSK 330/12*

- *Kodeks cywilny:*
  - *Art. 353<sup>1</sup>. Strony zawierające umowę mogą ułożyć stosunek prawny według swego uznania, byleby jego treść lub cel nie sprzeciwiały się właściwości (naturze) stosunku, ustawie ani zasadom współżycia społecznego.*
  - *Art. 65 § 1. Oświadczenie woli należy tak tłumaczyć, jak tego wymagają ze względu na okoliczności, w których złożone zostało, zasady współżycia społecznego oraz ustalone zwyczaje.*
  - *Art. 65 § 2. W umowach należy raczej badać, jaki był zgodny zamiar stron i cel umowy, aniżeli opierać się na jej dosłownym brzmieniu.*

# 6. Toksyczne opcje – mechanizm i skutki

*Wyrok SN z 31.01.2013 r., II CSK 330/12*

- *Kodeks cywilny (cd. 1):*

- *Art. 84 § 1. W razie błędu co do treści czynności prawnej można uchylić się od skutków prawnych swego oświadczenia woli. Jeżeli jednak oświadczenie woli było złożone innej osobie, uchylenie się od jego skutków prawnych dopuszczalne jest tylko wtedy, gdy błąd został wywołany przez tę osobę, chociażby bez jej winy, albo gdy wiedziała ona o błędzie lub mogła z łatwością błąd zauważyć (...)*
- *Art. 84 § 2. Można powoływać się tylko na błąd uzasadniający przypuszczenie, że gdyby składający oświadczenie woli nie działał pod wpływem błędu i oceniał sprawę rozsądnie, nie złożyłby oświadczenia tej treści (błąd istotny).*
- *Art. 86 § 1. Jeżeli błąd wywołała druga strona podstępnie, uchylenie się od skutków prawnych oświadczenia woli złożonego pod wpływem błędu może nastąpić także wtedy, gdy błąd nie był istotny, jak również wtedy, gdy nie dotyczył treści czynności prawnej.*

# 6. Toksyczne opcje – mechanizm i skutki

*Wyrok SN z 31.01.2013 r., II CSK 330/12*

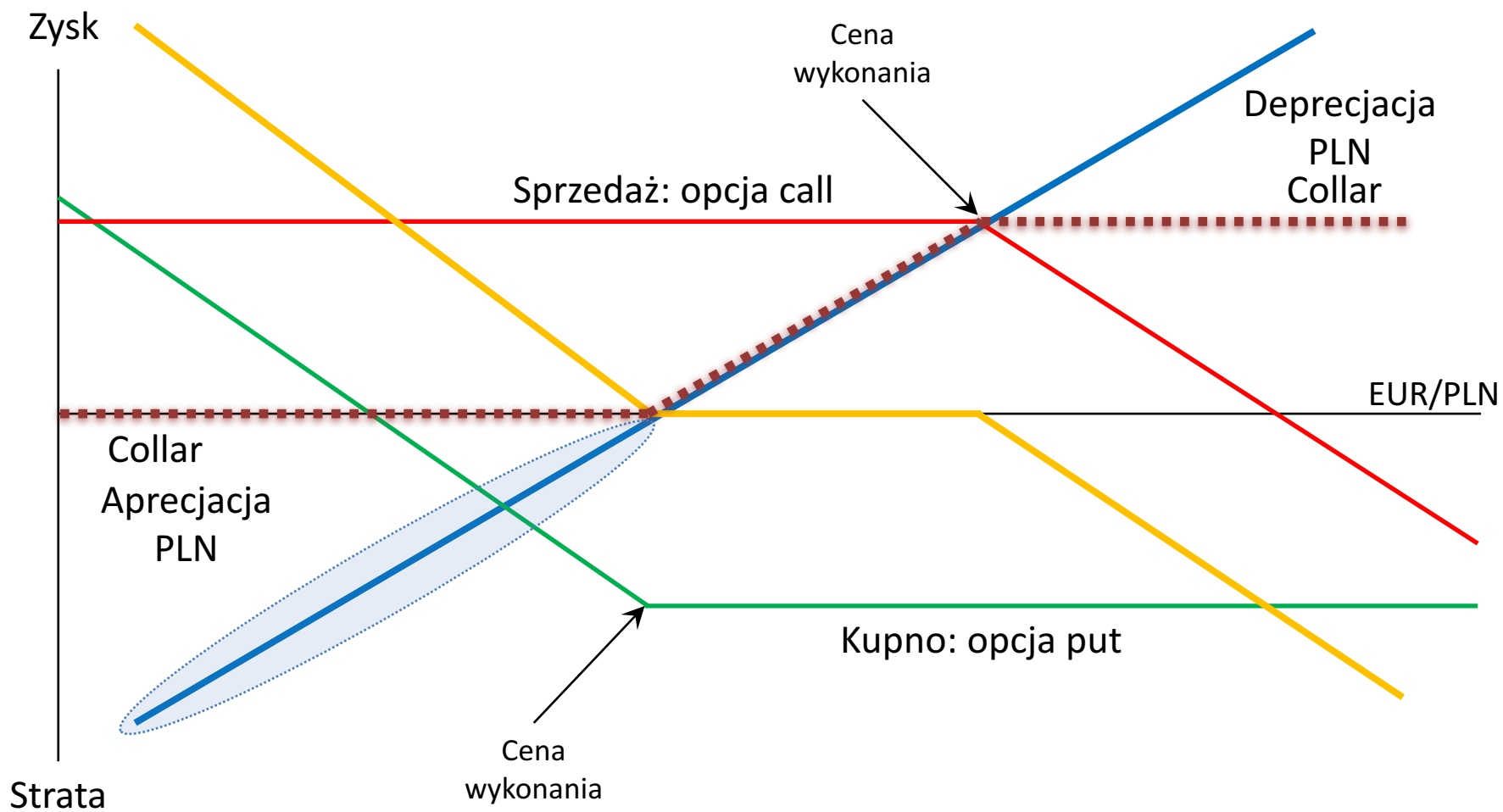
- *Kodeks cywilny (cd. 2):*
  - *Art. 58 § 1. Czynność prawna sprzeczna z ustawą albo mająca na celu obejście ustawy jest nieważna, chyba że właściwy przepis przewiduje inny skutek, w szczególności ten, iż na miejsce nieważnych postanowień czynności prawnej wchodzi odpowiednie przepisy ustawy.*
  - *Art. 58 § 2. Nieważna jest czynność prawna sprzeczna z zasadami współżycia społecznego.*
  - *Art. 535 § 1. Przez umowę sprzedaży sprzedawca zobowiązuje się przenieść na kupującego własność rzeczy i wydać mu rzecz, a kupujący zobowiązuje się rzecz odebrać i zapłacić sprzedawcy cenę.*
  - *Art. 536 § 1. Cenę można określić przez wskazanie podstaw do jej ustalenia.*

# 6. Problem

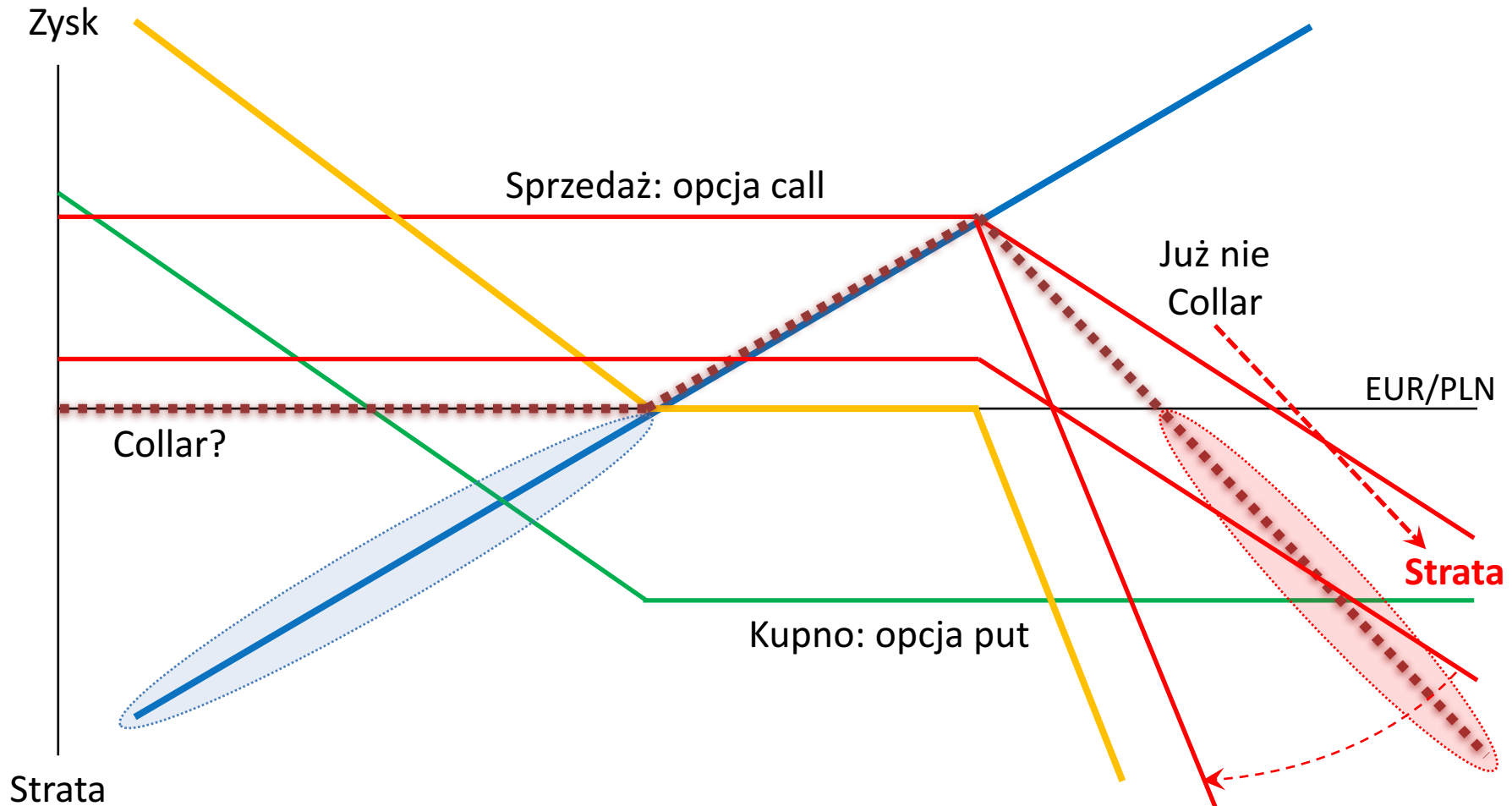
*Czy premia opcyjna stanowi niezbędny element umowy?*

- Eksporterzy
  - przychody w EUR
  - płatności w PLN
  - konieczność wymiany EUR na PLN
- Stała aprecjacja PLN
  - kurs wymiany EUR/PLN spada
- Jak zabezpieczyć przyszłe przychody?

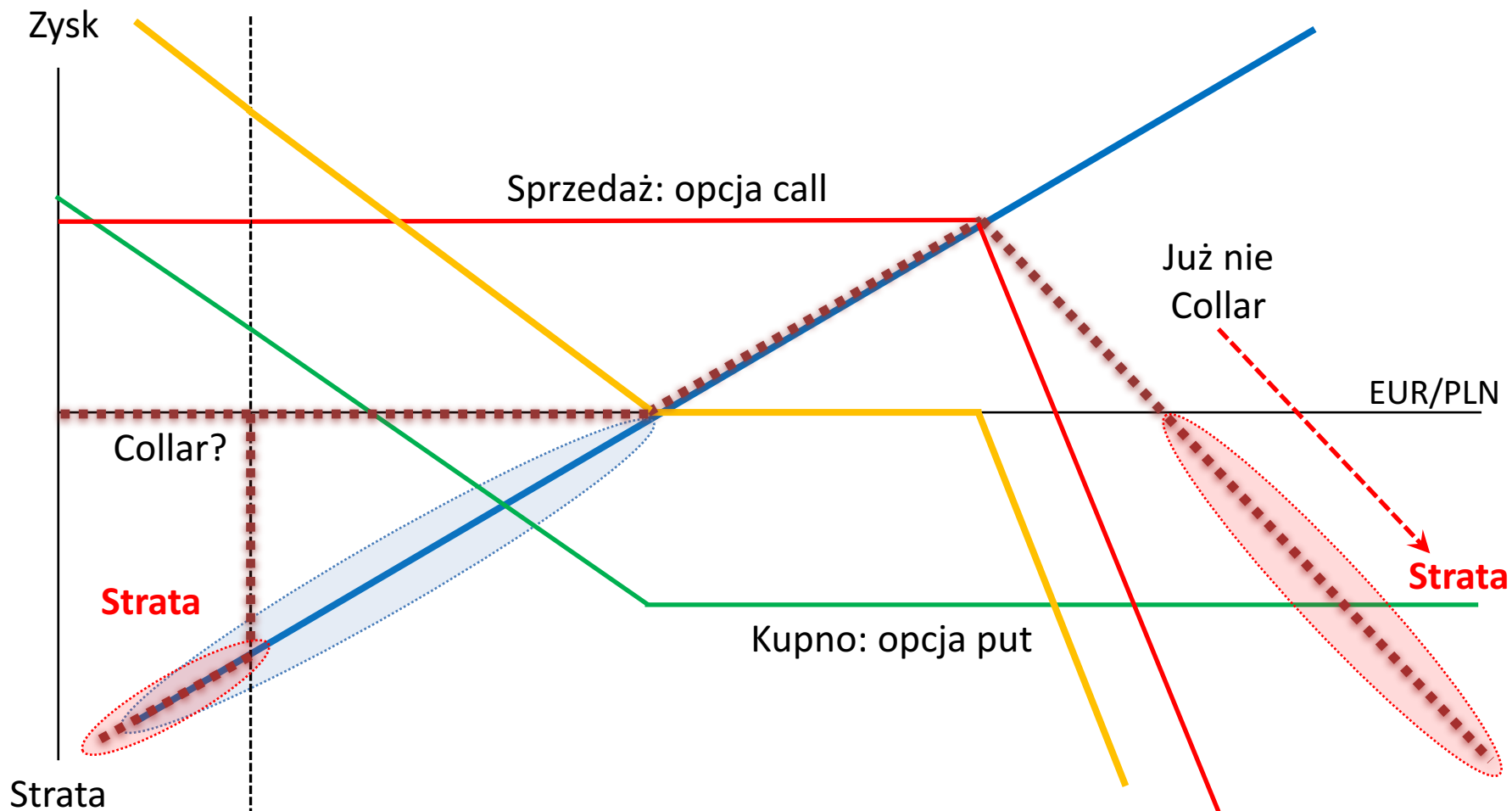
# Opcje – strategia kołnierza (collar)



# Strategia kołnierza – nie tak prosto...



# Strategia kołnierza + odcięcie



Gdzie eksporter coś zyskał?



# 6. Rozstrzygnięcie

- ❖ W tym konkretnym przypadku nie wystąpiło wprowadzenie w błąd, ponieważ:
  - ❖ ustalenia SA nie potwierdziły sugestii powoda o nieuczciwej lub nierzetelnej prezentacji zawieranych transakcji walutowych
  - ❖ powód miał świadomość ryzyka związanego z tymi transakcjami
  - ❖ działania Banku nie miały cech podstępного postępowania,
    - ❖ ponieważ stanowiły wykonywanie uprawnień wynikających z umowy
- ❖ Wprawdzie premie opcyjne ulegały zniesieniu
  - to jednak wniosek SA, że nie są one istotnym elementem umowy
    - byłyby przedwczesny, ponieważ zależności między nimi
    - mają istotny wpływ na konstrukcję umowy opcyjnej
- Wyrok uchylony, zwrot do SA:
  - Czy zostały spełnione warunki pozwalające na oddalenie zarzutu
  - że treść lub cel stosunku prawnego sprzeciwiała się właściwości stosunku lub zasadom współżycia społecznego?

# 7. Informacje poufne – opcje

*Wyrok NSA z 18.01.2012 r., II GSK 1256/11*

- *Ustawa o ofercie publicznej (...)*
  - *Art. 56 ust. 1 pkt 1) Emitent papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym jest obowiązany (...) do (...) przekazywania (...) do publicznej wiadomości (...) informacji poufnych w rozumieniu art. 154 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi*
  - *Art. 56 ust. 2 pkt 1) Informacje, o których mowa w ust. 1 pkt 1, emitent jest obowiązany (...) przekazać niezwłocznie po zajściu zdarzeń lub okoliczności, które uzasadniają ich przekazanie, lub po powzięciu o nich wiadomości, nie później jednak, niż w terminie 24 godzin*
- *Na marginesie:*
  - *Informacja poufna  $\leftrightarrow$  ustawa o ochronie informacji niejawnych*
  - *W oryginale: inside information*

# 7. Informacje poufne – opcje

*Wyrok NSA z 18.01.2012 r., II GSK 1256/11*

- *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi:*
  - *Art. 154 ust. 1: Informacją poufną w rozumieniu ustawy jest – określona w sposób precyzyjny – informacja dotycząca (...) emitentów instrumentów finansowych, która nie została przekazana do publicznej wiadomości, a która po takim przekazaniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na cenę tych instrumentów finansowych (...)*
    - *przy czym dana informacja:*
      - 1) *jest określona w sposób precyzyjny, wtedy gdy:*
        - *wskazuje na okoliczności lub zdarzenia, które wystąpiły lub których wystąpienia można zasadnie oczekiwać,*
        - *a jej charakter w wystarczającym stopniu umożliwia dokonanie oceny potencjalnego wpływu tych okoliczności lub zdarzeń na cenę lub wartość instrumentów finansowych (...)*
      - 2) *mogłaby po przekazaniu do publicznej wiadomości w istotny sposób wpłynąć na cenę lub wartość instrumentów finansowych (...)*

# 7. Informacje poufne – opcje

*Wyrok NSA z 18.01.2012 r., II GSK 1256/11*

- *Ustawa o ofercie publicznej (...) (cd.)*
  - *Art. 96 ust. 1 pkt 1) W przypadku gdy emitent (...) nie wykonuje albo wykonuje nienależycie obowiązki, o których mowa w (...) art. 56-56c w zakresie informacji poufnych i bieżących (...)*
  - *Komisja [Nadzoru Finansowego] może:*
    - *wydać decyzję o wykluczeniu, na czas określony lub bezterminowo, papierów wartościowych z obrotu na rynku regulowanym,*
    - *albo nałożyć karę pieniężną do wysokości 1 000 000 mln zł,*
    - *albo zastosować obie sankcje łącznie.*

# 7. Problem

- Od stycznia 2007 r. do maja 2008 r. spółka publiczna zawierała umowy opcyjne na EUR i USD
- Spółka nie przekazywała na bieżąco informacji o poszczególnych transakcjach
- Dopiero w lutym 2009 r. spółka podała w raporcie bieżącym
  - wpływ szacowanej ujemnej wyceny nierozliczonych opcji
  - na wynik finansowy spółki w 2008 r. w wysokości 29,3 mln zł
- KNF nałożyła sankcję pieniężną 70.000 zł
- Po ponownym rozpatrzeniu KNF podtrzymała sankcję
- WSA oddalił skargę spółki

# 7. Uzasadnienie spółki

- Momentem, w którym spełnione byłyby wszystkie przesłanki do przekazania informacji poufnych
  - nie był moment zawarcia poszczególnych umów, ponieważ
    - brak było elementów określenia informacji w sposób precyzyjny
    - brak było cechy polegającej na tym, że informacja o zawarciu tych umów mogłaby wpłynąć na cenę lub wartość akcji spółki
      - bo „wszyscy” zgodnie przewidywali dalszą aprecjację PLN
      - zatem spółka mogła oczekiwać, że:
        - » negatywny scenariusz się nie spełni
        - » istniejący dysparytet wolumenów kwot objętych opcjami nie stanowi zagrożenia
- Informacja o zawarciu tych umów nie wywołałaby istotnego wpływu na cenę lub wartość akcji spółki
  - gdyż rynek przyjąłby ją jako neutralną
    - ponieważ zawieranie takich umów było wówczas powszechną praktyką

# 7. Rozstrzygnięcie

- Informacja jest precyzyjna nie tylko wtedy
  - gdy znana jest już dokładna wartość jej wpływu na cenę lub wartość instrumentów finansowych
- lecz także wtedy
  - gdy na jej podstawie można dokonać oceny
    - nawet tylko potencjalnego wpływu zdarzeń
    - które już wystąpiły lub mogą wystąpić
- Gdyby racjonalnie działający inwestorzy mieli dostęp do tych informacji już z chwilą ich powstania
  - to mogliby samodzielnie w każdej chwili precyzyjnie obliczyć wysokość ewentualnej straty spółki
    - w konkretnych, przewidywanych warunkach rynkowych

# 8. Informacje poufne – niezwłocznie

*Wyrok NSA z 23.09.2014 r., GSK 1091/13*

- Spółka publiczna w upadłości likwidacyjnej
  - ~ 10:00 – podpisany list intencyjny o współpracy na rzecz opracowania i wdrożenia planu restrukturyzacji
  - ~ 14:00 – informacja przekazana do dyrektora Biura Zarządu
    - z poleceniem przygotowania raportu bieżącego
  - 16:00-16:30 – raport podpisany przez wiceprezesa
  - wewnętrzne problemy organizacyjne w spółce
  - 19:39 – publikacja raportu
- KNF nałożyła sankcję pieniężną 70.000 zł
- Po ponownym rozpatrzeniu KNF podtrzymała sankcję
- WSA oddalił skargę spółki



# 8. Rozstrzygnięcie

- Art. 56 ust. 2 pkt 1 ustawy o ofercie publicznej:
  - kluczowy wyraz: „niezwłocznie”
    - „nie później jednak, niż w terminie 24 godzin”
- Termin maksymalny 24 godzin
  - nie oznacza przyzwolenia na odwlekanie lub ociąganie się z publikacją raportu
  - lecz zakreśla jedynie graniczny limit dla terminu „niezwłocznie”
    - gdy nie jest możliwe utożsamienie
      - terminu „niezwłocznie”
      - z terminem „natychmiast”

# 9. Informacje poufne – jednostki zależne

*Wyrok NSA z 18.01.2012 r., II GSK 1926/11*

- *Ustawa o ofercie publicznej (...)*
  - *Art. 56 ust. 1. Emitent papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym jest obowiązany (...) do (...) przekazywania (...) do publicznej wiadomości (...)*
    - 1) *informacji poufnych (...)*
    - 2) *informacji bieżących i okresowych*
      - a) *zgodnie z przepisami wydanymi na podstawie art. 60 ust. 2 (...)*
  - *Art. 60 ust. 2. Minister właściwy do spraw instytucji finansowych określi, w drodze rozporządzenia:*
    - 1) *rodzaj, zakres i formę informacji bieżących i okresowych (...)*

# 9. Pomieszanie z poplątaniem

- Dwa różne unijne akty prawne:
  - Informacje poufne (inside information)
    - Dyrektywa o nadużyciach rynkowych (MAD: 2003/6/WE → MAR)
  - Informacje bieżące i okresowe
    - Dyrektywa o przejrzystości (Transparency: 2004/109/WE)
- Ustawa o ofercie – jedna jednostka redakcyjna
- Rozporządzenie na podstawie art. 60 ustawy o ofercie
  - Wyłącznie informacje bieżące i okresowe
    - Nie reguluje jednak sposobu pozyskiwania tych informacji przez spółki publiczne od jednostek zależnych
  - W żaden sposób nie może regulować pozyskiwania informacji poufnych

# 9. Problem i rozstrzygnięcie

- Styczeń 2008 r. – spółki zależne (B i C) od spółki publicznej (A) zawarły umowy na opcje walutowe
- Wrzesień 2008 r. – spółka A poinformowała o tych umowach
- Styczeń-luty 2009 r. – spółki B i C rozliczały te umowy i poniosły straty (wg stanu na 18 lutego 2009 r.)
- 2.03.2009 r. – spółka A wykazała te straty w raporcie skonsolidowanym za IV kwartał 2008 r.
- 3.03.2009 r. – spółka A przekazała informację do KNF
- KNF nałożyła sankcję pieniężną 300.000 zł, ponieważ:
  - spółka A powinna poinformować o tych umowach już w styczniu 2008 r.
- Po ponownym rozpatrzeniu KNF podtrzymała sankcję
- WSA oddalił skargę spółki

# 9. Ocena częściowo krytyczna

- ❖ Sankcja uzasadniona, jeżeli przekazanie informacji było rzeczywiście opóźnione
- ❖ Jednak spółka A podnosiła, że informacje od spółek zależnych otrzymuje z opóźnieniem
- KNF: Na spółce publicznej ciąży obowiązek stworzenia procedury obiegu informacji w swojej grupie kapitałowej
- Jednak NSA pominął odpowiedź na pytanie:
  - Czy spółki B i C były na tyle „zależne”
    - że spółka A była w stanie od razu pozyskać informacje
  - A od terminu ich pozyskania zależy dzień
    - od którego biegnie termin na upublicznienie informacji

# 9. Brak konsekwentnej linii orzeczniczej

- *Wyrok NSA z 5.07.2011 r., II GSK 710/10:*
- ❖ Ustawodawca nie nakłada na emitenta obowiązku pozyskiwania informacji poufnych dotyczących go pośrednio
  - ❖ w szczególności pozostających w dyspozycji podmiotów trzecich
- Trzeba więc ustalić, czy:
  - a) Podmiot zależny pozostaje pod kontrolą emitenta na tyle ścisłą
    - że oba podmioty mogą być traktowane jako jednostka
    - która jako całość podlega obowiązkowi informacyjnemu
    - Bieg terminu rozpoczyna się z chwilą powstania informacji
  - b) Kontrola nie jest na tyle ścisła
    - Bieg terminu rozpoczyna się z chwilą pozyskania informacji
- Wyrok uchylony. Sprawa do ponownego rozpatrzenia przez WSA

# 10. Informacje bieżące

*Wyrok NSA z 9.04.2013 r., II GSK 88/12*

- *Ustawa o ofercie publicznej (...)*
  - *Art. 56 ust. 1 pkt 2) Emitent papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym jest obowiązany (...) do (...) przekazywania (...) do publicznej wiadomości (...) informacji bieżących i okresowych:*
    - a) zgodnie z przepisami wydanymi na podstawie art. 60 ust. 2 (...)*
  - *Art. 60 ust. 2. Minister właściwy do spraw instytucji finansowych określi, w drodze rozporządzenia:*
    - 1) rodzaj, zakres i formę informacji bieżących i okresowych (...)*

# 10. Informacje bieżące

*Wyrok NSA z 9.04.2013 r., II GSK 88/12*

- *Rozporządzenie Ministra Finansów z 19.02.2009 r. (...)*
  - *§ 2 ust. 1 pkt 45) Ilekroć w rozporządzeniu jest mowa o (...) aktywach znacznej wartości – rozumie się przez to (...) aktywa stanowiące co najmniej 10% (...) wartości kapitałów własnych emitenta (...)*
  - *§ 3 ust. 2. W przypadku gdy specyfika zdarzenia, którego dotyczy dany raport bieżący lub okresowy, wymaga podania dodatkowych informacji gwarantujących jej prawdziwy, rzetelny i kompletny obraz, emitent jest obowiązany do zamieszczenia tych informacji w raporcie bieżącym lub okresowym.*
  - *§ 3 ust. 3. Przekazywane przez emitenta raporty bieżące i okresowe powinny być sporządzone w sposób umożliwiający inwestorom ocenę wpływu przekazywanych informacji na sytuację gospodarczą, majątkową i finansową emitenta.*
  - *§ 7 pkt 3. (...) Raport bieżący zawiera (...) podstawową charakterystykę nabytych lub zbytych aktywów (...)*



# 10. Informacje bieżące

*Wyrok NSA z 9.04.2013 r., II GSK 88/12*

- *Ustawa o ofercie publicznej (...) (cd.)*
  - *Art. 96 ust. 1 pkt 1) W przypadku gdy emitent (...) nie wykonuje albo wykonuje nienależycie obowiązki, o których mowa w (...) art. 56-56c w zakresie informacji poufnych i bieżących (...)*
  - *Komisja [Nadzoru Finansowego] może:*
    - *wydać decyzję o wykluczeniu, na czas określony lub bezterminowo, papierów wartościowych z obrotu na rynku regulowanym,*
    - *albo nałożyć karę pieniężną do wysokości 1 000 000 mln zł,*
    - *albo zastosować obie sankcje łącznie.*

# 10. Problem

- Spółka publiczna A kupiła udziały w spółce B (80% kapitału zakładowego i 80% głosów) za kwotę > 10% wartości kapitałów własnych
- Spółka A przekazała raport bieżący w terminie
  - jednak pominęła informacje na temat rzeczywistych wyników przejmowanej spółki B
    - mimo że była w ich posiadaniu
      - (choć nie były zweryfikowane przez audytora)
  - Poinformowała natomiast
    - że spółka B „zarobiła” 98,7 mln zł
      - bez wyjaśnienia, czego dotyczy to „zarobienie”
      - w sposób sugerujący, że jest to zysk spółki B
  - Tymczasem spółka B poniosła w tym roku stratę finansową

# 10. Rozstrzygnięcie

- KNF wskazała, że
  - Spółka A nie miała obowiązku podania w raporcie bieżącym
    - informacji o wynikach finansowych spółki B
  - Skoro jednak to zrobiła
    - to była zobowiązana do przekazania ich w sposób rzetelny
- Rażąco naruszenie obowiązków informacyjnych
  - Sankcja pieniężna 100.000 zł
    - (z uwzględnieniem sytuacji finansowej spółki A)
- Po ponownym rozpatrzeniu KNF podtrzymała sankcję
- WSA oddalił skargę spółki



INSTYTUT ALLERHANDA

Dziękuję za uwagę

**dr Krzysztof Grabowski**

Towarzystwo Akademickie

Instytutu Allerhanda

[kgrab@kgrab.pl](mailto:kgrab@kgrab.pl)

tel.: +48 601 341 189