

Tomasz Sójka

Obowiązki informacyjne
spółek publicznych
i odpowiedzialność cywilna
za ich naruszenie



Oficyna

a Wolters Kluwer business

Tomasz Sójka

Obowiązki informacyjne
spółek publicznych
i odpowiedzialność cywilna
za ich naruszenie

Tomasz Sójka

Obowiązki informacyjne
spółek publicznych
i odpowiedzialność cywilna
za ich naruszenie



Oficyna

a Wolters Kluwer business

Warszawa 2008

Praca naukowa finansowana ze środków na naukę
w latach 2007/2008 jako projekt badawczy

Stan prawny na 1 kwietnia 2008 r.

Wydawca:
Marcin Skrabka

Redaktor prowadzący:
Lilianna Rudnik

Skład, łamanie:
Zakład Usługowy PRIM

© Copyright by
Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., 2008

ISBN 978-83-7601-033-5

Wydane przez:
Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o.

Redakcja Książek
01-231 Warszawa, ul. Płocka 5a
tel. (022) 535 80 00
31-156 Kraków, ul. Zaczysze 7
tel. (012) 630 46 00
e-mail: ksiazki@wolterskluwer.pl

www.wolterskluwer.pl
Księgarnia internetowa www.profinfo.pl

Spis treści

Skróty używane w opracowaniu.....	13
Wstęp	17
Rozdział 1	
Funkcja obowiązków informacyjnych spółek publicznych.....	25
1.1. Znaczenie informacji dla inwestorów – problem asymetrii informacyjnej między spółką a inwestorami.....	25
1.2. Uzasadnienie dla ingerencji prawodawcy	31
1.2.1. Konkurencja o kapitał jako mechanizm wymuszający upublicznianie informacji przez emitentów	31
1.2.2. Tradycyjne i nieprzekonujące argumenty przemawiające za ingerencją prawodawcy	33
1.2.3. Przekonywujące argumenty przemawiające za nakładaniem na spółki publiczne obowiązków informacyjnych	36
1.3. <i>Corporate governance</i> po Enronie – renesans problematyki rzetelnego realizowania obowiązków informacyjnych przez spółki publiczne	40
1.4. Rosnące znaczenie odpowiedzialności cywilnej.....	47
1.5. Wnioski.....	51
Rozdział 2	
Rodzaje i treść obowiązków informacyjnych spółek publicznych.....	54
2.1. Pojęcie obowiązków informacyjnych spółek publicznych.....	54
2.1.1. Wprowadzenie	54
2.1.2. Definicja spółki publicznej	56
2.1.3. Dematerializacja akcji.....	56

2.1.4. Oferta publiczna	57
2.1.5. Obrót akcjami na rynku regulowanym albo w alternatywnym systemie obrotu	58
2.2. Obowiązek prospektowy	59
2.2.1. Wprowadzenie	59
2.2.2. Powstanie obowiązku prospektowego.....	61
2.2.2.1. Uwagi ogólne	61
2.2.2.2. Dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym.....	61
2.2.2.3. Oferta publiczna.....	62
2.2.3. Wyjątki od obowiązku prospektowego.....	68
2.2.3.1. Brak jakichkolwiek obowiązków informacyjnych związanych z ofertą publiczną lub dopuszczeniem akcji do obrotu na rynku regulowanym.....	68
A. Oferty publiczne akcji niekreujące obowiązku prospektowego (art. 7 ust. 3 pkt 1–4 oraz 5 lit. e ustawy o ofercie)	68
B. Dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym akcji niekreujących obowiązku prospektowego.....	71
2.2.3.2. Uproszczone obowiązki informacyjne związane z ofertą publiczną akcji lub dopuszczeniem ich do publicznego obrotu (memorandum informacyjne).....	72
2.2.4. Charakter prawny i treść prospektu emisyjnego	76
2.2.5. Publikacja prospektu emisyjnego	88
2.2.6. Publikacja aneksu do prospektu emisyjnego	89
2.2.7. Informacje prospektowe a informacje upubliczniane w ramach akcji promocyjnych.....	90
2.3. Rodzaje i sposób realizacji obowiązków informacyjnych związanych z obrotem akcjami na rynku regulowanym	91
2.4. Obowiązek upublicznienia informacji okresowych na rynku regulowanym	93
2.4.1. Wprowadzenie	93
2.4.2. Raporty kwartalne	95
2.4.3. Raporty półroczne	96
2.4.4. Raporty roczne	97
2.5. Obowiązek upublicznienia informacji poufnych	98
2.5.1. Wprowadzenie	98

2.5.2. Pojęcie informacji poufnej.....	100
2.5.2.1. Definicja	100
2.5.2.2. Informacja dotycząca emitentów lub instrumentów finansowych.....	101
2.5.2.3. Informacja, która nie została przekazana do publicznej wiadomości	103
2.5.2.4. Informacja określona w sposób precyzyjny	106
2.5.2.5. Cenotwórczy charakter informacji.....	109
2.5.3. Obowiązek przekazania informacji poufnej do publicznej wiadomości	114
2.5.3.1. Termin i sposób upublicznienia informacji poufnej	114
2.5.3.2. Obowiązek upublicznienia wyłącznie w odniesieniu do informacji bezpośrednio dotyczącej emitenta	115
2.5.3.3. Zakaz wykorzystywania raportów przeznaczonych dla informacji poufnych do celów marketingowych.....	117
2.5.3.4. Obowiązek korygowania i uaktualniania upublicznionych informacji poufnych	119
2.5.3.5. Opóźnienie upublicznienia informacji poufnej.....	119
A. Uwagi wprowadzające	119
B. Informacje potencjalnie naruszające słuszny interes emitenta	121
C. Opóźnienie publikacji informacji nie może wprowadzać błąd opinii publicznej	129
D. Zachowanie poufności informacji.....	131
E. Przekazanie informacji o opóźnieniu do Komisji Nadzoru Finansowego.....	131
F. Zakres zastosowania instytucji opóźnienia informacji poufnych.....	133
2.5.3.6. Obowiązek upubliczniania informacji poufnych a inne obowiązki informacyjne emitenta	134
2.6. Obowiązek upubliczniania informacji bieżących	135
2.7. Wnioski.....	137

Rozdział 3

Odpowiedzialność cywilna za naruszenie obowiązków informacyjnych spółek publicznych.....	140
3.1. Wprowadzenie.....	140
3.2. Naruszenie obowiązku informacyjnego przez spółkę publiczną.....	140
3.3. Pojęcie odpowiedzialności cywilnej	143
3.4. Odpowiedzialność cywilna za naruszenie obowiązków informacyjnych w prawie UE.....	144
3.5. Ograniczona możliwość uchylenia się od skutków oświadczenia woli	149
3.6. Znikoma rola odpowiedzialności kontraktowej.....	157
3.7. Artykuł 415 k.c. jako podstawa dochodzenia roszczeń odszkodowawczych	161
3.7.1. Odpowiedzialność emitenta akcji.....	161
3.7.2. Odpowiedzialność odszkodowawcza emitenta a zasada utrzymania kapitału zakładowego	163
3.7.3. Odpowiedzialność innych podmiotów poza emitentem	164
3.7.3.1. Wprowadzenie	164
3.7.3.2. Uwagi prawnoporównawcze.....	166
A. Prawo amerykańskie	166
B. Prawo europejskie	175
C. Prawo niemieckie	181
3.7.3.3. Unormowania prawa polskiego	183
3.8. Odpowiedzialność na podstawie art. 484 k.s.h. oparta na zasadzie winy umyślnej	186
3.9. Wnioski.....	190

Rozdział 4

Artykuł 98 ustawy o ofercie jako próba wzmocnienia uprawnień inwestorów poszkodowanych w rezultacie naruszenia obowiązków informacyjnych spółek publicznych	192
4.1. Wprowadzenie.....	192
4.2. Zakres zastosowania przepisu.....	193
4.2.1. Udostępnienie do publicznej wiadomości nieprawdziwej informacji prospektowej lub przemilczenie takiej informacji.....	193

4.2.2. Odpowiedzialność za podanie nieprawdziwej informacji poufnej lub przemilczenie informacji poufnej	197
4.2.3. Odpowiedzialność za podanie nieprawidłowej lub przemilczenie prawdziwej informacji bieżącej lub okresowej	199
4.2.4. Odpowiedzialność za naruszenie obowiązków informacyjnych związanych z kwitami depozytowymi (wzmianka)	202
4.2.5. Odpowiedzialność za wykorzystanie fałszywych informacji w działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi (wzmianka).....	203
4.3. Deliktowy charakter odpowiedzialności	204
4.4. Rozszerzenie kręgu osób odpowiedzialnych za naruszenie obowiązków informacyjnych spółek publicznych	206
4.4.1. Wprowadzenie	206
4.4.2. Podmioty odpowiedzialne za informacje prospektowe.....	207
4.4.2.1. Uwagi ogólne	207
4.4.2.2. Podmioty odpowiadające za wszystkie informacje zawarte w prospekcie	208
4.4.2.3. Podmioty odpowiedzialne wyłącznie za informacje, które same sporządziły lub w których sporządzeniu brały udział.....	211
A. Zakres odpowiedzialności osób sporządzających niektóre informacje prospektowe lub biorących udział w sporządzaniu informacji prospektowych.....	211
B. Członkowie zarządu	218
C. Członkowie rady nadzorczej.....	224
D. Doradcy prawni i finansowi oraz inni eksperci.....	226
E. Biegli rewidenci.....	227
F. Pracownicy emitenta, wprowadzającego lub subemitenta usługowego oraz innych podmiotów sporządzających informacje prospektowe	228
G. Obowiązek ujawnienia w prospekcie osób odpowiedzialnych	229
4.4.3. Podmioty odpowiedzialne za informacje poufne	230
4.4.4. Podmioty odpowiedzialne za informacje bieżące i okresowe	233

4.5. Zasada odpowiedzialności.....	234
4.5.1. Uwagi wprowadzające	234
4.5.2. Zasada odpowiedzialności za wadliwe informacje prospektowe lub poufne	235
4.5.3. Zasada odpowiedzialności za informacje bieżące i okresowe	237
4.6. Solidarny charakter odpowiedzialności	238
4.7. Niedopuszczalność umownego ograniczenia lub wyłączenia odpowiedzialności.....	241
4.8. Otwarty zbiór osób, które mogą dochodzić roszczeń odszkodowawczych na podstawie art. 98 ustawy o ofercie.....	242
4.9. Wnioski.....	244

Rozdział 5

Szkoda i związek przyczynowy jako przesłanki odpowiedzialności odszkodowawczej za naruszenie obowiązków informacyjnych spółek publicznych.....

spółek publicznych.....	247
5.1. Wprowadzenie.....	247
5.2. Błędna decyzja inwestycyjna jako następstwo upublicznienia fałszywej informacji	248
5.3. Szkoda majątkowa jako konsekwencja błędnej decyzji inwestycyjnej.....	250
5.4. Adekwatny związek przyczynowy pomiędzy naruszeniem obowiązku informacyjnego a błędną decyzją inwestycyjną.....	254
5.4.1. Uwagi ogólne.....	254
5.4.2. Powiązanie kauzalne między upublicznieniem fałszywej informacji a decyzją inwestycyjną (test warunku koniecznego).....	256
5.4.2.1. Uwagi ogólne	256
5.4.2.2. Rynek informacyjnie nieefektywny	258
5.4.2.3. Rynek informacyjnie efektywny.....	268
5.4.3. Adekwatność związku przyczynowego.....	274
5.4.3.1. Uwagi wprowadzające	274
5.4.3.2. Cenotwórczy charakter fałszywej informacji.....	275
5.4.3.3. Okres oddziaływania fałszywej informacji na decyzje inwestycyjne	276

5.5. Ustalenie wielkości szkody	279
5.5.1. Normalne następstwa majątkowe błędnej decyzji inwestycyjnej.....	279
5.5.1.1. Zapłata ceny przewyższającej rzeczywistą wartość akcji.....	280
5.5.1.2. Spadek wartości akcji wskutek paniki wywołanej przez informację korygującą.....	281
5.5.1.3. Narażenie akcjonariusza na ogólne ryzyko kursowe.....	282
5.5.2. Obliczanie wielkości straty.....	284
5.5.3. Utracone korzyści	294
5.6. Sposób naprawienia szkody wynikłej z naruszenia obowiązku informacyjnego.....	297
5.7. Wnioski.....	300
Podsumowanie.....	305
Literatura.....	315

Skróty używane w opracowaniu

Akty prawne

- | | |
|----------------------------|--|
| dyrektywa
2003/124 | – dyrektywa Komisji 2003/124/EC z 22 grudnia 2003 r. implementująca Dyrektywę 2003/6/EC Parlamentu Europejskiego i Komisji dotyczącą definicji i upubliczniania informacji poufnej, a także manipulacji rynkowej, Dz. Urz. WE L 339/70 z 24 grudnia 2003 r. |
| dyrektywa
2006/46 | – dyrektywa 2006/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 14 czerwca 2006 r. zmieniająca dyrektywy Rady 78/660/EWG w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek, 83/349/EWG w sprawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych, 86/635/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków i innych instytucji finansowych oraz 91/674/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych zakładów ubezpieczeń |
| dyrektywa
o nadużyciach | – dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku kapitałowym), Dz. Urz. WE L 96 z 12 kwietnia 2003 r. |
| dyrektywa
prospektowa | – dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE |

dyrektywa o przejrzystości	– dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE
k.c.	– ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny, Dz. U. Nr 16, poz. 93 z późn. zm.
k.h.	– ustawa z dnia 27 czerwca 1934 r. – Kodeks handlowy, Dz. U. Nr 57, poz. 502 z późn. zm.
k.k.	– ustawa z dnia 6 czerwca 1997r. – Kodeks karny, Dz. U. Nr 88, poz. 553 z późn. zm.
k.p.	– stawa z dnia 26 czerwca 1974 r. – Kodeks pracy, tekst jedn. Dz. U. z 1998 r. Nr 21, poz. 94 z późn. zm.
k.p.c.	– ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego, Dz. U. Nr 43, poz. 296 z późn. zm.
k.s.h.	– ustawa z dnia 15 września – Kodeks spółek handlowych, Dz. U. Nr 94, poz. 1037 z późn. zm.
p.p.o.p.w.	– ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, tekst jedn. Dz. U. z 2005 r. Nr 111, poz. 937 z późn. zm.
rozporządzenie 1606/2002	– rozporządzenie 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady z 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości, Dz. Urz. WE L 243 z 11 września 2002 r.
rozporządzenie o informacjach	– rozporządzenie Ministra Finansów z 19 października 2005 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych, Dz. U. Nr 209, poz. 1744
rozporządzenie o memorandum	– rozporządzenie Ministra Finansów z 26 października 2005 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum informacyjne, o którym mowa w art. 39 ust. 1 oraz art. 42 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz. U. Nr 218, poz. 1844

rozporządzenie o sprawozdaniach finansowych w prospekcie	– rozporządzenie Ministra Finansów z 18 października 2005 r. w sprawie zakresu informacji wykazywanych w sprawozdaniach finansowych i skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych, wymaganych w prospekcie emisyjnym dla emitentów z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, dla których właściwe są polskie zasady rachunkowości, Dz. U. 2005 r. Nr 209, poz. 1743
rozporządzenie prospektowe	– rozporządzenie Komisji (WE) 809/2004 z 29 kwietnia 2004 r. wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam
u.r.	– ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, tekst jedn. Dz. U. z 2002 r. Nr 76 poz. 694 z późn. zm.
ustawa o obrocie	– ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz. U. Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.
ustawa o ofercie	– ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz. U. Nr 184, poz. 1539 z późn. zm.
u.z.n.k.	– ustawa z dnia 16 kwietnia 1963 r. o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji, tekst jedn. Dz. U. 2003 r. Nr 153, poz. 1503 z późn. zm.

Inne

AG	– Die Aktiengesellschaft
BGB	– Bundesgesetzblatt
BGH	– Entscheidungssammlung des Bundesgerichtshoff in Zivilsachen
BörsG	– BörsenGesetz
CEO	– Chief Executive Officer
CESR	– The Committee of European Securities Regulators
CFO	– Chief Financial Officer
CLMJ	– Capital Markets Law Journal

EOG	– Europejski Obszar Gospodarczy
ESPI	– Elektroniczny System Przekazywania Informacji
FSA	– Financial Services Authority
GAAP	– Generally Accepted Accounting Principles
GPW	– Giełda Papierów Wartościowych S.A.
IFLR	– International Financial Law Review
KapInHaG	– Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz
KDPW	– Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.
KNF (Komisja)	– Komisja Nadzoru Finansowego
MSR	– Międzynarodowe standardy rachunkowości
NJW	– Neue Juristische Wochenschrift
OECD	– Organisation for Economic Co-operation and Development (Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju)
OSP	– Orzecznictwo Sądów Polskich
PAP	– Polska Agencja Prasowa S.A.
PiP	– Państwo i Prawo
PPH	– Przegląd Prawa Handlowego
PPW	– Prawo Papierów Wartościowych
PUG	– Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego
RPEiS	– Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny
SA	– Securities Act
SEA	– Securities and Exchange Act z 1934 r.
SEC	– Securities and Exchange Commission
Sec.	– section (sekcja)
WM	– Wertpapier-Mitteilungen
WpAIV	– Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WpHG	– Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	– Wertpapierprospektgesetz

Wstęp

Asymetria informacyjna pomiędzy kapitałodawcami a kapitałobiorcami należy do najbardziej klasycznych problemów obrotu gospodarczego, z którym prawo boryka się od wieków. Przewaga informacyjna, jaką dysponują osoby korzystające w celach gospodarczych z cudzego kapitału, naraża kapitałodawców na poważne ryzyko utraty zakumulowanego majątku wskutek podejmowania przez kapitałobiorców nietrafnych lub nadmiernie ryzykownych decyzji. Kapitałodawcy dysponują ograniczoną wiedzą o specyfice i szczegółach działalności gospodarczej kapitałobiorców – w braku regulacji prawnych o istotnych wydarzeniach związanych z tą działalnością dowiadują się ze znacznym opóźnieniem. Niemniej jednak osoby posiadające kapitał decydują się na jego inwestowanie w przedsięwzięcia gospodarcze zarządzane przez inne osoby, które dysponują specjalistyczną wiedzą i doświadczeniem, gdyż chcą w ten sposób czerpać z niego zyski. Zysk należny kapitałodawcom jest wynagrodzeniem za ryzyko, jakie zgodzili się ponosić powierzając swój kapitał innym osobom¹.

Jednak cechą natury ludzkiej jest niechęć do ponoszenia nadmiernego ryzyka, dlatego też funkcją wielu unormowań prawnych jest jego minimalizowanie. Na tym między innymi polega wkład innowacji w dziedzinie prawa w rozwój nowoczesnej gospodarki, że zmniejsza się poziom ryzyka w obrocie i przez to zwiększa skłonność ludzi do aktywności gospodarczej. Spadek ryzyka na rynku kapitałowym sprawia, że przedsiębiorcy taniej i szybciej mogą pozyskiwać kapitał celem sfinansowania swoich przedsięwzięć gospodarczych.

Jednym z podstawowych rozwiązań prawnych pozwalających niwelować negatywne skutki asymetrii informacyjnej pomiędzy inwestorami

¹ J. Baskin, P. Miranti, *A History of Corporate Finance*, Cambridge 1997, s. 3 i n.

na rynku kapitałowym a publicznymi spółkami akcyjnymi są obowiązki informacyjne tych spółek. Spółki publiczne nie mogą zagwarantować inwestorom, że nabycie wyemitowanych przez nie akcji okaże się „dobrym interesem”, gdyż z każdym przedsięwzięciem gospodarczym wiąże się ryzyko. Emitenci akcji mogą natomiast zobowiązać się do przekazywania inwestorom wszystkich istotnych informacji na temat swojej sytuacji ekonomicznej i prawnej, co minimalizuje część ryzyka ponoszonego przez akcjonariuszy.

Obowiązki informacyjne spółek publicznych należą dziś do standardowych rozwiązań mających na celu ochronę inwestorów na rynku kapitałowym. Większość systemów prawnych niemal równocześnie z nałożeniem na spółki publiczne obowiązków informacyjnych ukształtowało reguły dotyczące odpowiedzialności za naruszenie tych obowiązków. Obowiązek podawania do publicznej wiadomości wszystkich istotnych informacji o sytuacji emitenta nie miałby większego sensu, gdyby nie obowiązywały jednocześnie reguły sankcjonujące zachowania emitentów polegające na podawaniu nieprawdziwych lub niepełnych informacji. Sankcjonowanie nienależytego realizowania obowiązków informacyjnych przez spółki publiczne jest domeną zarówno prawa publicznego, jak i prywatnego. Jednak wraz z rozwojem rynku kapitałowego omawiana sfera w coraz większym stopniu wydaje się funkcjonować zgodnie z dynamiką konfliktu interesów formalnie równorzędnych podmiotów, która domaga się opracowania regulacji charakterystycznej dla prawa cywilnego.

Jak podkreśla się w literaturze, obowiązki informacyjne spółek publicznych oraz odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie należą do fundamentalnych elementów prawa rynku kapitałowego we wszystkich rozwiniętych systemach prawnych². Mimo to jednak problematyka ta bynajmniej nie straciła na aktualności. Im bardziej skomplikowany staje się świat współczesnych finansów, tym większego znaczenia nabiera obowiązek ujawniania wszystkich istotnych informacji na temat emitentów instrumentów finansowych na rynku kapitałowym, celem prawidłowej oceny ryzyka przez nabywców tych instrumentów. Wszak kluczowym problemem związanym ze skandalami finansowymi w Stanach Zjednoczonych symbolizowanymi przez spółkę Enron nie był fakt, że taka lub inna spółka zbankrutowała, lecz to, że inwestorzy na rynku kapitałowym z tak znacznym opóźnieniem dowiadawali się o słabej kondycji finansowej

² L. Loss, J. Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, New York 2001, s. 3.

spółek uwikłanych w wątpliwe praktyki księgowe, mające na celu ukrywanie ponoszonych przez nie strat.

Doświadczenia amerykańskie dobitnie unaoczniają także fakt, że złożoność problematyki odpowiedzialności cywilnej za naruszenie obowiązków informacyjnych spółek publicznych wynika z faktu, iż istnieje tu poważny konflikt interesów. Z jednej bowiem strony podstawową normą prawa rynku kapitałowego jest zasada ochrony inwestorów, a z drugiej strony efektywność rynku kapitałowego wymaga także ochrony interesów spółek przed nadmierną liczbą słabo uzasadnionych roszczeń ze strony inwestorów. Z jednej strony należyta ochrona inwestorów wymaga szeregu ułatwień dowodowych w zakresie wykazywania winy podmiotów odpowiedzialnych, związku przyczynowego oraz rozmiaru szkody (w braku tych ułatwień pozycja prawna poszkodowanych inwestorów jest niezwykle słaba ze względu na wspomnianą już asymetrię informacyjną lub dysproporcję potencjału ekonomicznego). Z drugiej jednak strony inwestowanie na rynku kapitałowym jest działalnością ryzykowną, która niejednokrotnie kończy się stratą. Inwestorzy mają więc naturalną tendencję do przerzucania odpowiedzialności za poniesione straty na emitentów akcji, dopatrując się przyczyn strat w przemilczeniu przez emitentów określonych istotnych informacji aniżeli po prostu we własnej decyzji inwestycyjnej, która okazała się nietrafna. Zbyt liberalne reguły dochodzenia roszczeń przez inwestorów z tytułu naruszenia obowiązków informacyjnych przez spółki publiczne są niekorzystne dla rynku kapitałowego, gdyż spółki publiczne muszą poświęcać znaczne środki na obronę swoich interesów w procesach bezzasadnie wytaczanych przez inwestorów. Rolą regulacji prawnych w tym zakresie jest więc wyznaczenie racjonalnego kompromisu pomiędzy tymi dwoma wartościami.

Celem niniejszej pracy jest monograficzne omówienie problematyki obowiązków informacyjnych spółek publicznych i odpowiedzialności cywilnej za ich naruszenie. W polskiej literaturze prawniczej problem ten nie doczekał się wyczerpującego i całościowego opracowania. Zagadnienia odpowiedzialności odszkodowawczej za naruszenie obowiązków informacyjnych były przedmiotem licznych wypowiedzi doktryny w okresie obowiązywania ustawy z 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, których aktualność po wejściu w życie ustawy z 29 lipca 2005 r. o ofercie wymaga przeanalizowania.

Jakkolwiek praktyka polskiego rynku kapitałowego nie zanotowała dotychczas wielu przypadków sądowego dochodzenia roszczeń odszkodo-

wawczych przez inwestorów poszkodowanych na skutek naruszenia obowiązków informacyjnych przez spółkę publiczną, to jednak można obawiać się, że ten stan rzeczy będzie ulegał zmianie. W wyniku rozwoju polskiego rynku kapitałowego i coraz większej liczby emitentów organ nadzoru nie będzie w stanie kontrolować merytorycznej jakości upublicznianych przez spółki informacji, przez co inwestorzy, w większym niż dotychczas stopniu, będą musieli dochodzić swoich praw na drodze cywilnoprawnej. Proces ten ulegnie intensyfikacji w przypadku wprowadzenia do polskiej procedury cywilnej instytucji pozwów zbiorowych, które zniwelują ekonomiczno-procesowe trudności w dochodzeniu roszczeń cywilnoprawnych przez poszkodowanych inwestorów.

Przy przygotowywaniu niniejszego opracowania wzięto pod uwagę następujące założenia systematyzujące i ograniczające jego zakres tematyczny.

Po pierwsze, nie sposób omawiać problematyki odpowiedzialności cywilnej za naruszenie obowiązków informacyjnych bez charakterystyki tychże obowiązków. Stąd też przedmiotem tej pracy, obok zagadnień odpowiedzialności cywilnej, są także obowiązki informacyjne spółek publicznych. Jednocześnie należy zastrzec, że niniejsza praca nie jest poświęcona problematyce rachunkowości, która merytorycznie stanowi trzon informacji upublicznianych przez spółki. Rachunkowość spółek akcyjnych stanowi na tyle odrębną i skomplikowaną dziedzinę, że nie sposób było ją włączyć do niniejszego opracowania o charakterze monograficznym bez istotnego zachwiania proporcji tej pracy, której punkt ciężkości miał raczej spoczywać na zagadnieniach odpowiedzialności cywilnej za naruszenie obowiązków informacyjnych spółek publicznych. Innymi słowy, obowiązki informacyjne spółek publicznych zostały omówione w zakresie umożliwiającym dokonanie ich ogólnej charakterystyki, a także na tyle, na ile wymagają tego dalsze rozważania dotyczące odpowiedzialności cywilnej za naruszenie obowiązków informacyjnych spółek publicznych.

Po drugie, niniejsza książka dotyczy wyłącznie obowiązków informacyjnych spółek publicznych związanych z ofertą publiczną lub dopuszczeniem do obrotu na rynku regulowanym akcji wyemitowanych przez te spółki. Zgodnie z ustawą o ofercie do obowiązków tych należy obowiązek prospektowy, obowiązek upubliczniania informacji poufnych oraz obowiązek upubliczniania informacji bieżących i okresowych. Informacje te mają bowiem najdonioślejsze znaczenie dla podejmowanych decyzji inwestycyjnych i z reguły w praktyce rozwiniętych rynków kapitałowych

naruszenie tych właśnie obowiązków informacyjnych jest przedmiotem roszczeń cywilnoprawnych rozstrzyganych przez sądy. Nie będą zatem przedmiotem dalszych rozważań obowiązki informacyjne spółek akcyjnych wynikające z ogólnych przepisów kodeksu spółek handlowych, a także przepisów ustawy o ofercie dotyczących nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych.

Ponadto nie będą przedmiotem głębszych analiz obowiązki informacyjne i odpowiedzialność cywilna za naruszenie tych spółek publicznych, których akcje notowane są w alternatywnym systemie obrotu, gdyż wymagałoby to zupełnie odrębnej analizy regulaminu rynku NewConnect, a także innych regulaminów tego typu platform obrotu instrumentami finansowymi (alternatywnych systemów obrotu). Obowiązki informacyjne spółek publicznych, których akcje zostały wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, w większości określa bowiem regulamin ustanowiony przez podmiot będący jego organizatorem (art. 78 ust. 1 ustawy o obrocie), a nie przepisy prawa. W przypadku naruszenia tych obowiązków informacyjnych nie znajduje także zastosowania art. 98 ustawy o ofercie (analizowany w rozdziale 4). Niemniej jednak niektóre z rozważań dotyczących odpowiedzialności cywilnej za naruszenie obowiązków informacyjnych zawarte w rozdziale 3 pozostają aktualne także w odniesieniu do spółek publicznych, których akcje zostały wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, jakim jest na przykład rynek NewConnect prowadzony przez GPW.

Po trzecie, przedmiotem rozważań dotyczących odpowiedzialności cywilnej będą przede wszystkim zagadnienia związane z odpowiedzialnością odszkodowawczą. W szczególności zadaniem niniejszej pracy jest próba omówienia problematyki związku przyczynowego oraz obliczania wielkości szkody powstałej w rezultacie naruszenia obowiązków informacyjnych. Warto dodać, że są to zagadnienia budzące poważne kontrowersje, zarówno *de lege lata*, jak i *de lege ferenda*, nawet w krajach o wysoce rozwiniętych regulacjach rynku kapitałowego (Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Republika Federalna Niemiec).

Po czwarte wreszcie, praca niniejsza posługuje się metodą dogmatyczno-prawną, a więc przedmiotem analizy są przede wszystkim aktualnie obowiązujące przepisy prawa polskiego. Jedynie uzupełniając, tam gdzie jest to konieczne dla prawidłowej wykładni prawa polskiego, względnie dla sformułowania niezbędnych postulatów *de lege ferenda*, odwołano się do analiz prawnoporównawczych i funkcjonalnych.

W rozdziale 1 pracy przeanalizowano funkcje, jakie pełnią obowiązki informacyjne spółek publicznych. Przede wszystkim wskazano na zjawisko asymetrii informacyjnej pomiędzy władzami spółki a inwestorami (aktualnymi i potencjalnymi akcjonariuszami) jako przyczynę, dla której inwestorzy powinni uzyskać trwały dostęp do wszystkich istotnych informacji o sytuacji emitenta i jego akcji celem podejmowania racjonalnych decyzji inwestycyjnych. Następnie omówiono, podnoszone zwłaszcza w literaturze amerykańskiej, argumenty kwestionujące celowość nakładania na spółki publiczne prawnego obowiązku upubliczniania informacji prospektowych oraz informacji bieżących i okresowych. Wreszcie zreferowano przyczyny, dla których argumenty te nie wydają się przekonywające i dlaczego prawny obowiązek upubliczniania informacji przez spółki publiczne należy obecnie do standardów wszystkich rozwiniętych rynków kapitałowych.

Przedmiotem rozdziału 2 jest treść obowiązków informacyjnych spółek publicznych na gruncie prawa polskiego. Przede wszystkim więc przeanalizowana została definicja publicznej spółki akcyjnej oraz odpowiednio doprecyzowano zakres obowiązków informacyjnych będących przedmiotem dalszych analiz. W kolejnej części tego rozdziału omówiono między innymi obowiązek upublicznienia informacji prospektowych ze szczególnym uwzględnieniem charakteru prawnego prospektu emisyjnego, a także obszernie przeanalizowano obowiązek upubliczniania informacji poufnych.

Rozdział 3 poświęcony jest z kolei ogólnym zagadnieniom związanym z odpowiedzialnością cywilną za naruszenie obowiązków informacyjnych przez spółki publiczne. Prezentowana jest w nim teza, że ogólne unormowania kodeksu cywilnego oraz kodeksu spółek handlowych stanowią wysoce niedoskonały instrument ochrony inwestorów w przypadku naruszenia obowiązków informacyjnych spółek publicznych. W rozdziale tym zdefiniowano pojęcie naruszenia obowiązków informacyjnych przez spółkę publiczną, a także wskazano na rosnące znaczenie odpowiedzialności cywilnej za naruszenie obowiązków informacyjnych spółek publicznych w prawie Unii Europejskiej.

Rozdział 4 poświęcony jest analizie szczególnych unormowań dotyczących odpowiedzialności odszkodowawczej za naruszenie obowiązków informacyjnych spółek publicznych ustanowionych na mocy art. 98 ustawy o ofercie. Wydaje się, że przepis ten należy pojmować jako podjętą przez ustawodawcę próbę ułatwienia dochodzenia roszczeń przez poszkodowanych inwestorów. W rozdziale tym prezentowana jest teza, że art. 98

ustawy o ofercie, przewidując niezwykle surowe regulacje dotyczące zasady odpowiedzialności wskazanych w nim podmiotów, nie rozwiązuje podstawowych problemów dochodzenia roszczeń z tytułu naruszenia obowiązków informacyjnych spółek publicznych, a mianowicie konieczności wykazania przez poszkodowanych adekwatnego związku przyczynowego oraz wysokości szkody.

Rozdział 5 poświęcony jest problematyce szkody i związku przyczynowego jako przesłankom odpowiedzialności odszkodowawczej za naruszenie obowiązków informacyjnych przez spółki publiczne. Zagadnienia te są kontrowersyjne nawet w systemach prawnych krajów o wysoce rozwiniętych regulacjach rynku kapitałowego, a debata nad pożądanym kształtem prawa w tym zakresie daleka jest od ostatecznych konkluzji. Celem tego rozdziału jest zastosowanie ogólnych unormowań kodeksu cywilnego dotyczących szkody i związku przyczynowego do specyfiki funkcjonowania rynku kapitałowego, ze szczególnym uwzględnieniem wpływu docierających do rynku informacji na kursy akcji oraz na zachowania inwestorów. Problematyka ta nie była szerzej omawiana w polskiej literaturze przedmiotu³. W rozważaniach zawartych w tej części pracy starano się brać pod uwagę najnowsze wypowiedzi judykatury i doktryny amerykańskiej i niemieckiej, które szeroko wykorzystują dorobek nauk ekonomicznych w zakresie tzw. efektywności informacyjnej rynku kapitałowego.

³ Z wyjątkiem artykułu T. Sójki, *Związek przyczynowy jako przesłanka odpowiedzialności spółki publicznej za naruszenie obowiązków informacyjnych*, RPEiS 2007, nr 2, s. 110 i n., którego niektóre konkluzje wykorzystano w niniejszym opracowaniu.

Rozdział 1

Funkcja obowiązków informacyjnych spółek publicznych

1.1. Znaczenie informacji dla inwestorów – problem asymetrii informacyjnej między spółką a inwestorami

Podstawowym zagadnieniem dla wyjaśnienia funkcji obowiązków informacyjnych spółek publicznych jest asymetria informacyjna pomiędzy spółką (w istocie rzeczy jej władzami) a inwestorami⁴. Zjawisko asymetrii informacyjnej jest obszernie analizowane przez literaturę ekonomiczną, gdyż przejawia się ono w wielu różnorodnych relacjach pomiędzy uczestnikami rynku. W literaturze przedmiotu wskazuje się na fakt, że podmioty na rynku podejmują decyzje dysponując niepełną wiedzą o rzeczywistości, ponieważ działają w warunkach nierównomiernego rozdziału wiedzy. Dysponują one niepełną oraz nierówną (asymetryczną) wiedzą o jakości, cenach czy też użyteczności dóbr lub usług będących przedmiotem handlu. Podobnie nierówna jest także wiedza na temat innych uczestników gry rynkowej – dotycząca ich właściwości, preferencji i sposobów postępowania⁵.

Asymetria informacyjna pomiędzy uczestnikami rynku ma istotny wpływ na ich decyzje gospodarcze, a w szczególności na treść zawieranych umów i sposób ich egzekwowania. Koszty pozyskania wiedzy niezbędnej dla podjęcia najlepszej decyzji gospodarczej są bowiem w niektórych przy-

⁴ Na gruncie niniejszego opracowania pod pojęciem inwestorów rozumie się aktualnych i potencjalnych akcjonariuszy spółki publicznej.

⁵ U. Grohmann, *Das Informationsmodell im Europäischen Gesellschaftsrecht*, Berlin 2006, s. 35.

padkach zbyt duże w stosunku do niepewnych i trudnych do precyzyjnego określenia zysków wynikających z podjęcia lepszej decyzji w warunkach równowagi informacyjnej. W praktyce asymetria informacyjna umożliwia nieuczciwą eksploatację niedoinformowanego uczestnika transakcji przez podmiot dysponujący pełniejszą wiedzą. W rezultacie transakcje handlowe prowadzące do wymiany zasobów na rynku zawierane są na zasadach nieoptymalnych z punktu widzenia efektywnej alokacji zasobów w gospodarce. Poza rynkiem kapitałowym tego rodzaju asymetria informacyjna istnieje na przykład pomiędzy profesjonalnym sprzedawcą a konsumentem⁶.

W przypadku podmiotów gospodarczych o tak złożonej strukturze organizacyjnej jak spółki kapitałowe problem asymetrii informacyjnej nabiera szczególnego znaczenia. Asymetrie te istnieją praktycznie w relacji pomiędzy wszystkimi interesariuszami (z ang. *stakeholders*) spółki – pomiędzy władzami spółki i jej akcjonariuszami, pomiędzy radą nadzorczą a zarządem, wierzycielami a spółką, oraz pomiędzy pracownikami a spółką. W związku z tym, że przedmiotem uprawnień pozostałych interesariuszy spółki – wierzycieli i pracowników – są świadczenia spółki o stosunkowo precyzyjnie określonej treści, ich interesy mogą być lepiej zabezpieczone za pomocą odpowiednich postanowień kontraktowych. Poza tym tego typu asymetria informacyjna może zostać w niezbędnym zakresie zniwelowana za pomocą stosunkowo prostych regulacji. Przykładem może być tutaj obowiązek wpisu określonych informacji do rejestru przedsiębiorców⁷.

Szczególne konstrukcje praw udziałowych akcjonariuszy – a w szczególności konstrukcja prawa do zysku⁸ – sprawia, że są oni najbardziej narażeni na negatywne konsekwencje asymetrii informacyjnej pomiędzy nimi a władzami spółki. W literaturze przedmiotu dwa podstawowe prawa majątkowe akcjonariusza – prawo do zysku i prawo do udziału w majątku likwidacyjnym spółki netto – określa się mianem „wierzitelności ostatecznego beneficjenta spółki” (*residual beneficiary claim*)⁹. Modelowo przeciwstawia się je prawom pozostałych interesariuszy, którzy co do zasady mają prawo do z góry określonej części przychodów spółki (*fixed claim*). Akcjonariuszom natomiast przysługuje prawo do tej części przychodów, która ostatecznie pozostaje po zaspokojeniu pozostałych interesariuszy. Akcjonariusze

⁶ *Ibidem*, s. 35.

⁷ *Ibidem*.

⁸ Szerzej na ten temat: zob. I. Komarnicki, *Prawo akcjonariusza do udziału w zysku*, Warszawa 2007, s. 10 i n.

⁹ F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge (Mass.)-London 1996, s. 11.

mają prawo tylko do tej części przychodów spółki, ale zarazem do całej tej części¹⁰. „Wierzytelność” ostatecznego beneficjenta pozostaje więc *ex ante* nieokreślona. Jej zaistnienie i wielkość uzależniona jest od powodzenia działalności gospodarczej, którą konkretna spółka prowadzi. Natomiast w razie likwidacji albo upadłości spółki interesy akcjonariuszy zaspokajane są w ostatniej kolejności. Konsekwencją specyficznej konstrukcji praw akcjonariusza jest to, że ponosi on podstawową część ryzyka działalności gospodarczej spółki – jest on ostatecznym podmiotem ryzyka w spółce (*a residual risk bearer*)¹¹.

Ze względu na taki kształt praw akcjonariuszy są oni szczególnie narażeni na nieefektywne lub nieuczciwe zachowania pozostałych interesariuszy spółki, a zwłaszcza członków zarządu spółki i zatrudnionych w spółce menedżerów. Akcjonariusze dysponują wprowadzając prawami, które mają zabezpieczać ich prawa majątkowe – przez możliwość kontroli i wpływu na zarządzanie spółką¹² (prawa te określa się mianem praw organizacyjnych czy też korporacyjnych¹³; do podstawowych kompetencji organizacyjnych akcjonariusza należy prawo udziału w walnym zgromadzeniu (art. 406 k.s.h.) oraz prawo głosu (art. 411 k.s.h.)). Jednak nie posiadając dostatecznej wiedzy na temat kondycji spółki, nie są oni w stanie skutecznie kontrolować działań władz spółki. Aby akcjonariusze efektywnie korzystali z praw organizacyjnych, prawo spółek przyznaje im pewne uprawnienia mające zapewnić dostęp do informacji na temat kondycji spółki. Chodzi tu na przykład o prawo do uzyskania odpisu sprawozdania zarządu z działalności spółki oraz sprawozdania finansowego przed zwyczajnym walnym zgromadzeniem (art. 395 § 4 k.s.h.), prawo do zadawania pytań zarządowi na walnym zgromadzeniu (art. 428 § 1 k.s.h.). Można przyjąć, że uprawnienia korporacyjne przysługujące akcjonariuszom mniejszościowym w umiarkowany sposób chronią ich interesy w niepublicznych spółkach akcyjnych¹⁴.

¹⁰ *Ibidem*, s. 11 i 25.

¹¹ H. Hansmann, *The Ownership of the Enterprise*, Cambridge (Mass.)-London 1996, s. 44; E.F. Fama, M.C. Jensen, *The Separation of Ownership and Control*, *Journal of Law and Economics* 1983, nr 26, s. 303.

¹² E.F. Fama, M.C. Jensen, *The Separation...*, s. 303. Por. O.E. Williamson, *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu*, Warszawa 1998, s. 307 i n.

¹³ Zob. np. M. Michalski, *Spółka akcyjna*, Biblioteka Prawa Spółek, tom III (red. A. Kidyba), Warszawa 2008, s. 340 i n. A. Szajkowski, M. Tarska, *Prawo spółek handlowych*, Warszawa 2005, s. 636, J. Napierała, T. Sójka (w:) J. Napierała, A. Koch (red.), *Prawo spółek handlowych*, Warszawa 2007 s. 382 i n.

¹⁴ Por. M. Michalski, *Kontrola kapitałowa nad spółką akcyjną*, Kraków 2004, s. 245 i n.; A. Szumański (w:) A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego*, t. 19. *Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2006, s. 199 i n.

Problem jednak w tym, że co do zasady przydatność wskazanych wyżej instrumentów prawnych dla ochrony akcjonariuszy spółek publicznych jest znikoma. Charakterystyczną cechą spółek publicznych jest to, że istotną część ich akcjonariatu stanowią tzw. inwestorzy portfelowi, tj. akcjonariusze dysponujący stosunkowo niewielkim udziałem w spółce, raczej niekorzystający z praw organizacyjnych, którzy sprzedają i kupują akcje w spółce pod wpływem istotnych dla kursu informacji napływających na rynek. W tym przypadku asymetria informacyjna pomiędzy spółką a inwestorami staje się podstawowym problemem organizacyjnym spółki, której niwelowanie za pomocą regularnie upublicznianych informacji jest warunkiem *sine qua non* funkcjonowania publicznych spółek akcyjnych oraz wtórnego obrotu akcjami na rynku kapitałowym¹⁵.

Wynika to z charakterystycznych zachowań obserwowanych u akcjonariuszy spółek publicznych (z wyłączeniem tzw. akcjonariuszy strategicznych, którzy zachowują się jak typowy, większościowy akcjonariusz spółki niepublicznej). Akcjonariusz spółki publicznej nie jest już „przedsiębiorcą” posiadającym istotny udział w akcjonariacie spółki i aktywnie angażującym się w zarządzanie spółką poprzez wykonywanie praw korporacyjnych czy nawet sprawowanie określonych funkcji we władzach spółki. Jest on natomiast „inwestorem”, który kupuje (obejmuje) akcje spółki celem osiągnięcia zysku z tej transakcji. Zysk ten może być wynikiem wypłaty przez spółkę dywidendy lub wzrostu kursu akcji tej spółki¹⁶. Dla „inwestora” nabycie akcji spółki publicznej nie oznacza – w sensie ekonomicznym – uzyskania członkostwa w określonej strukturze organizacyjnej korporacji, ale raczej uzyskanie pewnego „produktu finansowego”, który ma przynieść określony zysk¹⁷.

W związku z tym, że z akcjami spółki wiążą się nie tylko szanse na uzyskanie zysku, ale także ryzyko poniesienia straty, inwestorzy na rynku kapitałowym zabezpieczają się przed tym ryzykiem. Najpowszechniejszą strategią niwelowania ryzyka inwestycyjnego na rynku akcji jest dywersyfikacja portfela inwestycyjnego, a więc kupno akcji różnych spółek o różnej charakterystyce. W ten sposób ryzyko poniesienia strat na skutek zdarzeń specyficznych dla określonej spółki nie jest tak dotkliwe, gdyż dotyczyć ono będzie akcji jednej z wielu spółek wchodzących w skład portfela inwestycyjnego¹⁸.

¹⁵ F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, *The Economic Structure...*, s. 279.

¹⁶ *Ibidem*, s. 279.

¹⁷ Zob. szerzej na ten temat P.O. Mülberty, *Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt*, München 1996, s. 160 i n.

¹⁸ W.L. Megginson, *Corporate Finance Theory*, New York-London-Amsterdam 1997, s. 6. Por. także A. Alchian, H. Demsetz, *Production, Information Costs and Economic Organization*, *American Economic Review* 1972, nr 62, s. 745 i n.

Dyweryfikacja portfela inwestycyjnego ma swoje doniosłe konsekwencje dla wykonywania praw korporacyjnych przez akcjonariuszy spółek publicznych. Otóż podstawową cechą zachowań akcjonariuszy na tego typu rynkach jest pasywność wynikająca z tzw. paradoksu działań zbiorowych (*collective action paradox*). Wykonywanie kompetencji organizacyjnych wbrew propozycjom zarządu lub większościowego akcjonariusza ma swoje koszty związane z pozyskiwaniem niezbędnych informacji dotyczących problematyki będącej przedmiotem głosowania. Jednocześnie w warunkach wysoce rozdrobnionego akcjonariatu prawdopodobieństwo, że głosowanie wbrew propozycjom zarządu lub większościowego akcjonariusza odniesie jakiegokolwiek skutek, jest znikome. W związku z tym, gdy akcjonariusz nie akceptuje sposobu prowadzenia spraw spółki przez jej dotychczasowe władze, z ekonomicznego punktu widzenia bardziej racjonalnym zachowaniem jest sprzedaż akcji niż angażowanie czasu i środków w wykonywanie prawa głosu na walnym zgromadzeniu¹⁹.

Innymi słowy, jedną z najistotniejszych cech publicznej spółki akcyjnej jest istnienie efektywnego rynku dla jej akcji²⁰. Jak to obrazowo ujmują klasyczne opracowania amerykańskie – w praktyce akcjonariusze spółek publicznych zamienili prawo głosu na efektywny obrót wtórny akcjami²¹. Przy czym przez efektywny rynek akcji należy rozumieć rynek charakteryzujący się wysoką płynnością oraz należytą wyceną tych praw majątkowych²². Rynek akcji jest płynny, jeżeli inwestorzy mogą niezwłocznie kupić lub sprzedać znaczną liczbę akcji nie wpływając istotnie na ich kurs²³. Z kolei należyta wycena akcji przez rynek oznacza, że cena tych akcji zbliżona będzie do ich rzeczywistej wartości (*value*)²⁴.

W literaturze przedmiotu bezsporne jest, że warunkiem efektywnego rynku akcji jest dostęp inwestorów do wszystkich istotnych informacji na temat spółek publicznych i wyemitowanych przez nie akcji. Inwestorzy, w celu podjęcia racjonalnej decyzji dotyczącej kupna albo sprzedaży akcji określonej

¹⁹ F. Easterbrook, D. Fischel, *The Economic Structure...*, s. 66. Por. A. Berle, G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1968, s. 112–119.

²⁰ Zob. szerzej E.F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, *Journal of Finance* 1970, nr 25, s. 383 i n.

²¹ E. Fama, M. Jensen; *Organizational Forms and Investment Decisions*, *Journal of Financial Economics* 1985, nr 14, s. 102; A. Berle, G. Means, *The Modern Corporation...*, s. 251 i n.

²² R. Gilson, R.R. Kraakman, *The Mechanism of Market Efficiency*, *Virginia Law Review* 1984, nr 70, s. 554.

²³ L.S. Hodrick, P. Moulton, *Liquidity: Considerations of a Portfolio Manager*, *Financial Management*, 29 sierpnia 2007, s. 1 i n.

²⁴ R. Gilson, R.R. Kraakman, *The Mechanism...*, s. 554.

spółki akcyjnej, zainteresowani są wszelkimi okolicznościami wpływającymi na wielkość przyszłych zysków osiągniętych przez spółkę. Mogą to być informacje bezpośrednio wpływające na rentowność działalności gospodarczej spółki: dane makroekonomiczne, szczegółowe informacje finansowe dotyczące dotychczasowej działalności, perspektywy rozwoju gałęzi gospodarki, w której spółka prowadzi działalność, nowe produkty, nowe kontrakty z kontrahentami, udział w danym segmencie rynku, kluczowa kadra kierownicza spółki itp. Możliwość uzyskania takich informacji bez udziału emitenta przedmiotowych akcji jest wysoce ograniczona, gdyż z akcji wynika prawo do udziału w zyskach z jedyne go, specyficznego rodzaju przedsięwzięcia gospodarczego: każda spółka jest inna, a podmiotom zewnętrznym wobec spółki trudno oceniać jest kondycję finansową i perspektywę rozwoju²⁵.

Przepływ informacji pomiędzy emitentami akcji a rynkiem jest niezmiernie ważny, biorąc pod uwagę interesy ogólnospołeczne. W interesie publicznym leży, aby rynek akcji dokonywał prawidłowej alokacji kapitału w gospodarce, a więc by największą ilość kapitału przyciągały spółki, których przedsięwzięcia i kadra menedżerska gwarantują największe zyski w przyszłości. Efektywny alokacyjnie rynek akcji kieruje więc kapitał pochodzący od inwestorów do najbardziej wartościowych spółek, co z kolei pozytywnie wpływa na tempo wzrostu gospodarki jako całości. Jeżeli natomiast inwestorzy nie będą posiadali informacji o działalności spółek, ich decyzjami w o wiele większym zakresie rządził będzie przypadek²⁶.

Dane dotyczące sytuacji emitenta oraz jego akcji, upubliczniane przez spółki publiczne w ramach obowiązków informacyjnych, są dla inwestorów podstawowym czynnikiem umożliwiającym prawidłową wycenę akcji. W znacznej mierze na podstawie tych informacji inwestorzy podejmują decyzje o kupnie lub sprzedaży akcji. Z kolei pod wpływem decyzji podejmowanych jednocześnie przez wielu inwestorów ukształtowany na rynku kapitałowym kurs akcji reaguje na upubliczniane przez emitentów informacje. W związku z tym zjawiskiem w literaturze przedmiotu sformułowano, silnie uzasadnioną badaniami empirycznymi, teorię efektywności informacyjnej rynku kapitałowego, która (w swojej najszerzej akceptowanej, umiarkowanej wersji) głosi, że cena akcji na płynnym rynku kapitałowym odzwierciedla wszystkie publicznie dostępne informacje na temat emitenta tych akcji²⁷.

²⁵ Por. E.H. Easterbrook, D.R. Fischel, *The Economic Structure...*, s. 281.

²⁶ *Ibidem*, s. 279 i n.

²⁷ Na temat efektywności informacyjnej rynku kapitałowego zob. szerzej E.F. Fama, *Efficient...*, s. 383 i n.; W.L. Megginson, *Corporate...*, s. 13 i n.; J. Czekaj, M. Woś, *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*, red. J. Czekaj, Warszawa 2001, s. 31 i 33.

Fakt, że inwestorzy potrzebują informacji o okolicznościach mających wpływ na cenę akcji dla podejmowania racjonalnych decyzji inwestycyjnych, nie jest jeszcze wystarczającym powodem, aby publiczne spółki akcyjne tych informacji im dostarczały. Gdyby inwestorzy dysponowali równymi ze spółką szansami na dotarcie do cenotwórczych informacji, trudno byłoby znaleźć wiele argumentów uzasadniających obciążanie spółek kosztami przekazywania informacji na rzecz inwestorów.

W rzeczywistości jednak inwestorzy są w gorszej sytuacji niż spółka, jeśli chodzi o dostęp do cenotwórczych informacji, właśnie ze względu na asymetrię informacyjną pomiędzy spółką – w istocie rzeczy osobami zarządzającymi spółką – a akcjonariuszami i innymi inwestorami. W odniesieniu do wielu informacji o spółce i jej działalności gospodarczej, a więc o jej bieżącej sytuacji finansowej oraz o perspektywach przyszłych zysków, inwestorzy z reguły wiedzą tylko tyle, ile zechce ujawnić im sama spółka. Owa asymetria informacyjna sprawia, że chcąc podtrzymywać obrót (zarówno pierwotny, jak i wtórny) swoimi akcjami wśród szerokiego kręgu inwestorów, spółka musi upubliczniać informacje na temat swojej sytuacji finansowej²⁸.

Istnienie obowiązków informacyjnych spółek publicznych sprzyja więc modelowi inwestora pasywnego, o silnie zdywersyfikowanym portfelu inwestycyjnym. Może on poświęcać stosunkowo mniej czasu na zdobywanie informacji o poszczególnych emitentach, a dzięki temu może włączyć do swojego portfela akcje większej liczby spółek²⁹.

1.2. Uzasadnienie dla ingerencji prawodawcy

1.2.1. Konkurencja o kapitał jako mechanizm wymuszający upublicznianie informacji przez emitentów

Zjawisko asymetrii informacyjnej nie jest jednak wystarczającą przesłanką dla nałożenia na spółki **prawnego** obowiązku upubliczniania wszystkich informacji mających znaczenie dla kursu akcji. Można bowiem argumentować, że spółki publiczne nawet bez przymusu ze strony państwa same prowadzić będą odpowiednią politykę informacyjną. Skoro bowiem

²⁸ W.L. Megginson, *Corporate...*, s. 19.

²⁹ E.H. Easterbrook, D.R. Fischel, *The Economic Structure...*, s. 288.

Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie

Tomasz Sójka – doktor nauk prawnych, adiunkt w Katedrze Prawa Cywilnego, Handlowego i Ubezpieczeniowego Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza w Poznaniu, stypendysta Uniwersytetu w Oxfordzie, De Paul University w Chicago oraz Instytutu TMC Assera w Hadze. Specjalizuje się w prawie spółek i prawie rynku kapitałowego; jego dorobek naukowy obejmuje wiele publikacji w wyżej wymienionym zakresie. W latach 2006–2008 był członkiem Rady Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie; adwokat.

Obowiązki informacyjne spółek publicznych oraz odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie należą do najbardziej fundamentalnych, a zarazem wciąż aktualnych, problemów prawa rynku kapitałowego. Im bardziej skomplikowany staje się świat współczesnych rynków finansowych, tym większego znaczenia nabiera obowiązek ujawniania wszystkich istotnych informacji na temat emitentów instrumentów finansowych. Jednocześnie obowiązki informacyjne spółek publicznych nie miałyby większego sensu, gdyby nie obowiązywały reguły sankcjonujące zachowania emitentów polegające na podawaniu nieprawdziwych lub niepełnych informacji. Można przy tym przypuszczać, że w wyniku rozwoju polskiego rynku kapitałowego inwestorzy w większym niż dotychczas stopniu zmuszeni będą dochodzić swoich praw na drodze cywilnoprawnej. Celem niniejszej książki jest więc monograficzne omówienie tej problematyki. Przedmiotem zawartych w niej rozważań są przede wszystkim zagadnienia związane z odpowiedzialnością odszkodowawczą, a w szczególności z wykazywaniem adekwatnego związku przyczynowego oraz wielkości szkody powstałej w rezultacie naruszenia obowiązków informacyjnych.

Cena 69 zł

ISBN 978-83-7601-033-5



9 788376 010335