

**Mgr Mirosław Mateusz Kalisiak, LL.M.**

ORCID: 0000-0003-4872-9741

e-mail: mirekkalisiak@gmail.com

# Zmiana przepisów dotyczących odpowiedzi na wezwanie do sprzedaży lub zamiany akcji

Changes in law regarding a response to a tender offer for shares

## Streszczenie

W dniu 1.02.2021 r. weszły w życie przepisy rozporządzenia Ministra Finansów Funduszy i Polityki Regionalnej z 26.11.2020 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wezwaniach (Dz.U. z 2020 r., poz. 2114), które określiły, że czynności firmy inwestycyjnej związane z przyjęciem zapisu na wezwanie na sprzedaż lub zamianę akcji należy kwalifikować jako usługę maklerską przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Rozwiązanie to stanowi istotną niedogodność dla niektórych uczestników rynku. Budzi ono także wątpliwości prawne. W niniejszym artykule dokonano analizy spójności tych rozwiązań z regulacjami systemów obrotu. Ponadto przeanalizowano dokumentację przykładowego wezwania przeprowadzonego w ostatnim czasie na gruncie prawa niemieckiego.

**Słowa kluczowe:** wezwanie do sprzedaży akcji, usługi maklerskie, MIFID II, rynek kapitałowy, spółka publiczna

**JEL:** K22, K23

## Abstract

On February 1, 2021, entered into force ordinance of the Minister of Finance of 26 November 2020 on the forms of tender offers to subscribe for the sale or exchange of shares in a public company, the detailed procedures of the announcement thereof, and the conditions for acquiring shares pursuant to such tender offers (OJ 2020.2114), which regulates that activities of an investment firm related to the tender offer of shares shall be qualified as rendering investment service: reception and transmission of orders. It is a major inconvenience for some market participants. Moreover this legal regulation raises doubts. This article discusses cohesion between new law and regulations of Polish trading venues. Furthermore author analysed the documentation of one of the recent tender offers conducted under German law.

**Keywords:** tender offer, investment services, MIFID II, capital market, public company

## Wstęp

W dniu 1.02.2021 r. weszły w życie nowe zasady dokonywania zapisów na sprzedaż lub zamianę akcji w ramach wezwania. Zmiany te wynikają z rozporządzenia Ministra Finansów Funduszy i Polityki Regionalnej z 26.11.2020 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wezwaniach (Dz.U. z 2020 r., poz. 2114; dalej: „Rozporządzenie”). Wezwania, o których mowa powyżej, są ogłaszane w związku z:

- zamiarem przekroczenia lub przekroczeniem określonego udziału w liczbie głosów w spółce publicznej zgodnie

z art. 73 i 74 ustawy z 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz.U. z 2020 r., poz. 2080 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o ofercie”);

- zgłoszeniem przez akcjonariusza lub akcjonariuszy żądania umieszczenia w porządku obrad walnego zgromadzenia sprawy podjęcia uchwały o wycofaniu akcji z obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu zgodnie z art. 91 ust. 5 Ustawy o ofercie.

Ustawodawca w Rozporządzeniu wskazał wprost, że akcjonariusz, który zamierza złożyć zapis w odpowiedzi na wezwanie, powinien dokonać tej czynności w podmiocie, który świadczy na jego rzecz usługę przyjmowania i przekazywa-

nia zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, o której mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1 ustawy z 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz.U. z 2021 r., poz. 328 z późn. zm., dalej: „Ustawa o obrocie”). To jednoznaczne stwierdzenie ustawodawcy budzi wątpliwości z punktu widzenia jego spójności z Ustawą o obrocie oraz regulacjami systemów obrotu funkcjonujących na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Wydaje się, że takie rozwiązanie nie występuje powszechnie w innych jurysdykcjach i będzie powodować praktyczną niedogodność dla akcjonariuszy spółek publicznych, którzy posiadają akcje zapisane na rachunku w banku powierniczym, a którzy nie mają zawartej umowy o świadczenie wskazanej powyżej usługi maklerskiej. Będą oni musieli taką umowę zawrzeć.

Opisany problem dotyczy transakcji zawieranej na skutek wezwania, w tym korzystania z pośredników, rozliczenia i rozrachunku transakcji oraz przekazywania oświadczeń wiedzy i woli pomiędzy podmiotami uczestniczącymi w wezwaniu. Z uwagi na ramy niniejszego artykułu nie zostały w nim opisane zmiany wprowadzane przez Rozporządzenie, które nie dotyczą powyższych aspektów.

### **Uproszczenie uczestnictwa niektórych inwestorów w wezwaniach**

W przypadku wezwań ogłoszonych po 1.02.2021 r. inwestor co do zasady powinien złożyć zapis na sprzedaż lub zamianę akcji w podmiocie prowadzącym dla niego rachunek papierów wartościowych lub w podmiocie prowadzącym rachunek zbiorczy, na którym zapisane są akcje należące do inwestora. Podmiot prowadzący rachunek po przyjęciu zapisu dokonuje blokady akcji oraz przekazuje zanonimizowane informacje o przyjętym zapisie do podmiotu pośredniczącego w wezwaniu.

W poprzednim stanie prawnym, wynikającym z rozporządzenia Ministra Finansów z 14.09.2017 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku tych wezwań (Dz.U. z 2017 r., poz. 1748; dalej: „Rozporządzenie dawne”), inwestor, który zamierzał złożyć zapis w wezwaniu, był w większym stopniu obciążony obowiązkami. Przede wszystkim był zobowiązany zgłosić się do podmiotu pośredniczącego w wezwaniu w celu złożenia zapisu. Jeżeli akcje objęte zapisem znajdowały się na rachunku prowadzonym przez podmiot inny niż podmiot pośredniczący w wezwaniu, niezbędne było dostarczenie świadectwa depozytowego dotyczącego tych akcji. Oznaczało to konieczność osobistej wizyty w firmie inwestycyjnej lub banku powierniczym, z którego usług korzystał inwestor, gdyż świadectwa depozytowe są wystawiane na piśmie. Mając na uwadze powyższe, z punktu widzenia inwestora indywidualnego, który ma zawartą umowę o świadczenie usługi z art. 69 ust. 2 pkt 1 Ustawy o obrocie, Rozporządzenie upraszcza zasady składania zapisów w ramach wezwania.

### **Obowiązek złożenia zapisu w podmiocie świadczącym usługę maklerską**

Z punktu widzenia firmy inwestycyjnej Rozporządzenie zawiera istotną zmianę z uwagi na nowy wymóg złożenia zapisu w firmie inwestycyjnej, która świadczy usługę z art. 69 ust. 2 pkt 1 Ustawy o obrocie, tzn. usługę przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych.

Dotychczasowe stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego (UKNF) zakładało, że pośrednictwo podmiotu prowadzącego działalność maklerską w ogłoszeniu i przeprowadzeniu wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej nie należy do katalogu usług maklerskich wymienionych w art. 69 ust. 2 i 4 Ustawy o obrocie (Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, 2015, s. 2). Podobne zapatrywania prezentowali przedstawiciele doktryny (Chłopecki & Dyl, 2014, komentarz do art. 77). Wspomniane stanowiska dotyczą podmiotu pośredniczącego, o którym mowa w art. 77 ust. 2 Ustawy o ofercie. Sytuacja prawna tego podmiotu nie determinuje bezwzględnie sytuacji prawnej, w tym obowiązków firmy inwestycyjnej prowadzącej rachunek papierów wartościowych osoby składającej zapis w wezwaniu, jednak dotychczas stanowiła ona wskazówkę w kwestii zakresu obowiązków podmiotu prowadzącego rachunek papierów wartościowych zbywcy. Jak zostanie opisane dalej, oba podmioty pełnią bliźniacze funkcje przy zawarciu transakcji wskutek wezwania, co daje powód do porównywania ich sytuacji prawnej i co najmniej odpowiedniego stosowania stanowisk ich dotyczących. Należy mieć też na uwadze, że oba powyższe stanowiska zostały zaprezentowane na gruncie rozporządzenia będącego poprzednikiem Rozporządzenia dawnego, tzn. rozporządzenia Ministra Finansów z 19.10.2005 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku tych wezwań (Dz.U. z 2005 r. nr 207, poz. 1729 z późn. zm.; dalej: „Rozporządzenie 2005”). Rozporządzenie 2005 zawierało bardzo podobne zasady zawierania transakcji w ramach wezwania, co Rozporządzenie dawne.

### **Podmioty biorące udział w wezwaniu**

W dokonaniu transakcji w ramach wezwania, w wersji podstawowej, określonej w § 9 ust. 1 zd. 1 Rozporządzenia, biorą udział cztery podmioty:

- podmiot pośredniczący,
- zrywający,
- podmiot składający zapis (sprzedający akcje),
- firma inwestycyjna prowadząca rachunek papierów wartościowych sprzedającego.

Podmiot pośredniczący jest podmiotem prowadzącym działalność maklerską, który pośredniczy w ogłoszeniu i przeprowadzeniu wezwania. Działa on na podstawie umowy zawieranej z zrywającym.

Wzywającym jest podmiot lub podmioty obowiązane do ogłoszenia wezwania i ogłaszające to wezwanie.

Podmiotem składającym zapis jest akcjonariusz, który odpowiadając na wezwanie, składa zlecenie sprzedaży akcji.

Firma inwestycyjna prowadząca rachunek podmiotu składającego zapis jest podmiotem świadczącym usługi maklerskie, w szczególności określone w art. 69 ust. 4 pkt 1 Ustawy o obrocie (prowadzenie rachunków papierów wartościowych i rachunków zbiorczych). Rozporządzenie wymaga, by taka firma inwestycyjna posiadała także zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej z art. 69 ust. 2 pkt 1 Ustawy o obrocie (przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych). Jest to podmiot, który działa na podstawie umowy zawartej z akcjonariuszem składającym zapis.

Rozporządzenie opisuje także wariant, w którym akcje są zapisane na rachunku w banku powierniczym lub w firmie inwestycyjnej, która nie świadczy usługi maklerskiej, o której mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1 Ustawy o obrocie. W takim przypadku Rozporządzenie nakazuje złożyć zapis na sprzedaż lub zamianę akcji w firmie inwestycyjnej, z którą składający zapis podpisał umowę na świadczenie usługi maklerskiej z art. 69 ust. 2 pkt 1 Ustawy o obrocie). W tym miejscu nie będę tego jednak szerzej analizował.

### **Czynności poszczególnych podmiotów biorących udział w wezwaniu**

Analizowane czynności opisywane są przede wszystkim w § 9–11 Rozporządzenia. Warto spojrzeć także, w jaki sposób opisują te czynności wewnętrzne regulacje systemów obrotu: Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego w systemie UTP<sup>1</sup> (dalej: SZOG) oraz Zasady obrotu instrumentami finansowymi w alternatywnym systemie obrotu, stanowiące załącznik nr 2 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu (dalej: „SZOG NewConnect”).

W odpowiedzi na wezwanie akcjonariusz składa zapis. Podstawowym wariantem przewidzianym przez Rozporządzenie jest złożenie zapisu w podmiocie prowadzącym rachunek papierów wartościowych dla osoby składającej zapis lub rachunek zbiorczy, na którym są zapisane akcje należące do osoby składającej zapis. Następnie podmiot prowadzący rachunek papierów wartościowych lub rachunek zbiorczy:

1) ustanawia nieodwołalną blokadę akcji będących przedmiotem zapisu do dnia rozrachunku nabycia tych akcji albo skutecznego cofnięcia zapisu przez osobę składającą zapis;

2) przekazuje niezwłocznie, w postaci elektronicznej, do podmiotu pośredniczącego informacje o:

a) przyjętych zapisach, zawierające indywidualny numer zapisu,

b) liczbie akcji poszczególnych rodzajów objętych zapisem,

c) dacie i miejscu przyjęcia zapisu,

3) wystawia i przekazuje osobie składającej zapis potwierdzenie złożenia zapisu.

Ustanowienie nieodwołalnej blokady akcji, o której mowa powyżej, jest wymagane przez § 9 ust. 2 pkt 1 Rozporządzenia. Celem blokady jest zapewnienie pokrycia zapisu do czasu jego realizacji. Na marginesie należy zwrócić uwagę, że wspomniany przepis nie jest precyzyjny przy określaniu terminu zniesienia blokady. Nie zawiera bowiem wskazania, że blokada powinna ulec zniesieniu także w przypadku, gdy wezwanie ogłaszane jest pod warunkiem na podstawie § 4 ust. 1 pkt 2 Rozporządzenia i nie dojdzie do ziszczenia się warunku, a wzywający nie podejmie decyzji o nabywaniu akcji w wezwaniu pomimo nieziszczenia się zastrzeżonego warunku. Utrzymywanie blokady w takim przypadku jest bezcelowe i powinna ona ulec zniesieniu, mimo że z literalnego brzmienia Rozporządzenia to nie wynika.

Dane dotyczące zapisu, przekazywane pomiędzy podmiotem prowadzącym rachunek a podmiotem pośredniczącym, mają charakter zanonimizowany. Dane te co do zasady nie powinny same pozwalać na jednoznaczne zidentyfikowanie tożsamości akcjonariusza składającego zapis.

Jeżeli wezwanie dochodzi do skutku, to zawierana jest transakcja nabycia akcji objętych zapisami złożonymi w ramach wezwania, a akcje zostają zapisane na rachunku papierów wartościowych podmiotu nabywającego.

W przypadku akcji będących przedmiotem obrotu na Rynku Głównym GPW (GPW) lub w alternatywnym systemie obrotu NewConnect (NewConnect) zasady zawierania transakcji doprecyzowane są odpowiednio w SZOG oraz w SZOG NewConnect. Obie regulacje są bliźniacze w analizowanym zakresie, dlatego analizę stanu faktycznego zaprezentuję na podstawie jednej z tych regulacji — SZOG. W przypadku SZOG regulacja dotycząca przeprowadzania wezwań znajduje się w dziale VI „Transakcje szczególne” rozdziale 5 „Szczegółowy tryb postępowania przy realizacji wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji notowanych na giełdzie”. Należy zwłaszcza zwrócić uwagę na § 30–32 działu VI SZOG. Zgodnie z tymi przepisami członek giełdy pośredniczący w wezwaniu przekazuje GPW do dnia realizacji wezwania zestawienie obejmujące liczbę i wolumen zleceń maklerskich podlegających realizacji w ramach wezwania przekazanych przez poszczególnych członków giełdy. W celu zawarcia transakcji członek giełdy pośredniczący w wezwaniu oraz pozostali członkowie giełdy powinni wprowadzić zlecenia maklerskie do systemu 4brokernet oraz przekazać je do GPW pisemnie lub faksem zgodnie z wcześniej przekazanym zestawieniem. Zestawienie to jest istotne, ponieważ zlecenia maklerskie przekazywane na GPW muszą być z nim zgodne, a niezgodność zlecenia maklerskiego z zestawieniem powoduje nieważność zlecenia maklerskiego.

Akcje nabyte na skutek transakcji są zapisywane na rachunku papierów wartościowych podmiotu nabywającego akcje w dniu rozrachunku ich nabycia w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (KDPW), jednak nie później niż 3. dnia roboczego od dnia transakcji.

## Kwalifikacja czynności wykonywanych przez firmę inwestycyjną prowadzącą rachunek

Usługa przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych została zdefiniowana w art. 74b ust. 1 pkt 1 Ustawy o obrocie jako „przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych do innego podmiotu, w tym do emitenta instrumentu finansowego, wystawcy instrumentu finansowego lub oferującego taki instrument, w celu ich wykonania”. Moim zdaniem w przedstawionym wyżej stanie faktycznym należy zakwalifikować czynności firmy inwestycyjnej, której klientem jest akcjonariusz biorący udział w wezwaniu, jako usługę wykonywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych zdefiniowaną w art. 73 ust. 1 Ustawy o obrocie: „Przez wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych rozumie się nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych na rachunek zleceniodawcy lub dokonywanie innych czynności wywołujących równoważne skutki, których przedmiotem są instrumenty finansowe”.

W polskim piśmiennictwie K. Zacharzewski zwraca uwagę na trudności w rozróżnieniu pomiędzy tymi dwiema czynnościami maklerskimi (Zacharzewski, 2016, s. 1209–1213). Podział usług maklerskich zawarty w art. 69 ust. 2 Ustawy o obrocie wywodzi się z prawa europejskiego, a dokładnie z załącznika nr 1 sekcji A dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z 15.05.2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającej dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (dalej: MIFID II), gdzie są one nazwane usługami inwestycyjnymi.

Różnicę pomiędzy usługą przyjmowania i przekazywania zleceń oraz usługą wykonywania zleceń pokazuje się najczęściej, prezentując przykład łańcucha pośredników, pomiędzy którymi przechodzi zlecenie od klienta do systemu obrotu czy innego miejsca wykonania zlecenia. Firma inwestycyjna, która jest ostatnia w łańcuchu, tzn. składa zlecenie bezpośrednio w systemie obrotu, wykonuje zlecenie klienta. Pozostali pośrednicy w łańcuchu przyjmują zlecenie i przekazują je do kolejnego podmiotu (The Committee of European Securities Regulators, 2007, s. 26)<sup>2</sup>. Ponadto wskazuje się na brak uprawnienia podmiotu świadczącego usługę przyjmowania i przekazywania zleceń do dokonywania modyfikacji instrukcji klienta. Taką możliwość w pewnym stopniu ma podmiot świadczący usługę wykonywania zleceń (The Committee of European Securities Regulators, 2007, s. 26). Inną różnicę wskazuje niemiecki Federalny Urząd Nadzoru nad Rynkiem Finansowym (BaFin), który stoi na stanowisku, że przy usłudze przyjmowania i przekazywania zleceń pośrednik przekazuje zlecenie klienta jako posłaniec, natomiast w przypadku usługi wykonywania zleceń pośrednik składa własne oświadczenie woli jako pełnomocnik swojego klienta albo jako komisant (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 2014). Moim zdaniem spostrzeżenie BaFin jest trafne i może być zastosowane także w polskim porządku prawnym, mając na uwadze m.in. fakt, że interpretacja ta dotyczy pośrednio przepisów MIFID II implementowanych w obu jurysdykcjach oraz fakt, że w polskiej doktrynie ten

pogląd także wydaje się występować (Kurzejewski, 2014, pkt 8.1 i 8.2)<sup>3</sup>. Zarówno w polskiej, jak i w niemieckiej literaturze kwalifikacja czynności firmy inwestycyjnej w ramach usługi przyjmowania i przekazywania zleceń jako czynności posłańca znajduje zwolenników (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 2017a; Kurzejewski, 2014, pkt 8.1), lecz także bywa krytykowana (Zacharzewski, 2015). Autorzy, którzy krytykują tę konstrukcję, nie podają jednak argumentów, na których opierają swoje rozumowanie (Köhler, 2018, s. 182–183)<sup>4</sup>.

Przykładając powyższe zasady do opisanego stanu faktycznego, należy ocenić dwie czynności następujące po przyjęciu zapisu:

1) przekazanie zanonimizowanych danych o zapisie do podmiotu pośredniczącego w wezwaniu,

2) złożenie zlecenia brokerskiego w systemie 4brokernet.

Czynność wskazana w pkt 1 nie jest czynnością maklerską, ponieważ brak jest łańcucha pośredników pomiędzy klientem a systemem obrotu. Podmiot pośredniczący w wezwaniu otrzymuje zanonimizowane dane o zapisie i nie przekazuje ich dalej jako zlecenia do wykonania. Podmiot pośredniczący nie zbywa akcji na rachunek akcjonariusza składającego zapis. Nie ma on żadnej relacji prawnej z akcjonariuszem. Podmiot pośredniczący nie przekazuje też zlecenia akcjonariusza do innego podmiotu w celu wykonania, tzn. nie jest jednym z podmiotów w „łańcuchu” wykonania zlecenia. Istotne jest, że to firma inwestycyjna prowadząca rachunek papierów wartościowych klienta wprowadza odpowiednie zlecenie brokerskie do systemu 4brokernet na podstawie zlecenia (zapisu w wezwaniu) złożonego przez jej klienta stosownie do § 30 działu VI SZOG. Podmiot pośredniczący wykonuje analogiczną czynność w imieniu podmiotu nabywającego akcje w wezwaniu zgodnie z § 32 działu VI SZOG. Każdy z tych podmiotów odpowiednio zbywa lub nabywa akcje, działając na rachunek swojego klienta. Brak jest zatem przesłanki „przekazania (...) w celu wykonania” wymienionej w art. 74b ust. 1 Ustawy o obrocie. Ponadto można zgłaszać wątpliwości, czy przekazywane zanonimizowane dane o przyjętym zapisie są zleceniem.

Czynność opisaną w pkt 2 należy zakwalifikować jako wykonywanie zleceń. Z punktu widzenia koncepcji łańcucha pośredników firma inwestycyjna przyjmująca zapis jest pierwszym i ostatnim ogniwem łańcucha pomiędzy klientem a systemem obrotu. Z punktu widzenia poglądów BaFinu firma inwestycyjna składa w systemie 4brokernet zlecenie maklerskie, czyli swoje własne zlecenie wykonywane na rachunek klienta.

Niestety ustawodawca nie wskazał w uzasadnieniu Rozporządzenia, dlaczego przesądził, że czynności wykonywane przez firmę inwestycyjną prowadzącą rachunek akcjonariusza sprzedającego akcje w wezwaniu powinny być kwalifikowane jako czynność z art. 69 ust. 2 pkt 1 Ustawy o obrocie (Minister Finansów Funduszy i Polityki Regionalnej, 2020).

Na skutek wejścia w życie Rozporządzenia nie doszło do zmiany SZOG ani SZOG NewConnect. Postanowienia § 30–32 działu VI SZOG obowiązywały także w poprzednim stanie prawnym. Różnica w stanie faktycznym polegała

przede wszystkim na tym, że akcjonariusz składał zapis w podmiocie pośredniczącym. W praktyce obrotu akcjonariusz składający zapis był zobowiązany do stawienia się w firmie inwestycyjnej, która prowadziła jego rachunek papierów wartościowych, w celu pobrania świadectwa depozytowego (§ 9 ust. 2 Rozporządzenia dawnego), a także złożenia nieodwołalnego zlecenia sprzedaży akcji oraz dyspozycji blokady akcji ważnych do dnia realizacji transakcji w ramach wezwania. W związku z tym wnioski opisane powyżej, dotyczące kwalifikacji czynności wykonywanych przez firmę inwestycyjną prowadzącą rachunek papierów wartościowych i podmiot pośredniczący, miały zastosowanie — jak się wydaje — także do poprzedniego stanu prawnego.

Z powyższej analizy wynika, że w aktualnym stanie faktycznym brak jest uzasadnienia kwalifikacji czynności wykonywanych w ramach wezwania przez firmę inwestycyjną akcjonariusza jako działalności maklerskiej z art. 69 ust. 2 pkt 1 Ustawy o obrocie. Stan faktyczny jest determinowany przez regulacje wewnętrzne GPW i NewConnect. Wydaje się, że wobec powyższej niezgodności zasadne jest podjęcie przez uczestników rynku, regulatora i nadzorcę dyskusji i prac nad zmianą regulacji wewnętrznych GPW i NewConnect lub Rozporządzenia.

Wprowadzone rozwiązanie nie wzmacnia ochrony inwestora. Akcjonariusz sprzedający akcje w wezwaniu posiada akcje i jego wymiernym interesem jest sprzedaż akcji po możliwie najwyższej cenie przy możliwie niewielkich kosztach tej operacji. Wydaje się, że wypełnienie obowiązków regulacyjnych, w tym obowiązków informacyjnych przez firmę inwestycyjną, ma dla takiego klienta drugorzędne znaczenie. W aktualnym stanie faktycznym jest on ponadto objęty ochroną z uwagi na świadczenie przez firmę inwestycyjną usługi wykonywania zleceń.

### Skutki kwalifikacji czynności jako właściwej usługi maklerskiej

Kwalifikacja czynności maklerskiej wykonywanej przy obsłudze wezwań ma doniosłe znaczenie. Świadczenie poszczególnych usług maklerskich określonych w art. 69 ust. 2 Ustawy o obrocie wymaga odrębnego zezwolenia wydanego przez Komisję Nadzoru Finansowego. Proces wydawania zezwolenia jest pracochłonny i czasochłonny. Ponadto z każdą z usług określonych odpowiednio w ust. 1 i 2 art. 69 ust. 2 Ustawy o obrocie wiążą się różne obowiązki firmy inwestycyjnej związane m.in. z informowaniem klienta czy wymogiem działania w najlepiej pojętym interesie klienta (*best execution*). Przykładowo z wykonaniem zlecenia wiążą się obowiązki sprawozdawcze z art. 59 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z 25.04.2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Firma inwestycyjna na podstawie tego przepisu powinna m.in. możliwie jak najszybciej i nie później niż pierwszego dnia roboczego po wykonaniu zlecenia przesłać klientowi na trwałym nośniku powiadomienie potwierdzające wyko-

nanie zlecenia. Z powyższej perspektywy prawidłowe zakwalifikowanie wykonywanej czynności jest kluczowe.

### Oddziaływanie przymusu maklerskiego przy wezwaniach na działalność powierniczą

Należy zwrócić uwagę, że aktualna regulacja dotycząca wezwań generuje ryzyko utrudnień w obrocie instrumentami finansowymi dla akcjonariuszy. Utrudnienie, które wynika z Rozporządzenia, SZOG i SZOG NewConnect, to wprowadzenie obowiązkowego pośrednictwa firmy inwestycyjnej (przymusu maklerskiego) przy zawarciu transakcji, do której dochodzi skutek wezwania. Rozporządzenie określa ten przymus przez wprowadzenie obowiązku złożenia zapisu w wezwaniu w firmie inwestycyjnej, z którą akcjonariusz zawarł umowę o świadczenie usługi z art. 69 ust. 1 pkt 1 Ustawy o obrocie, natomiast SZOG i SZOG NewConnect generują ten przymus z uwagi na obowiązek zawarcia transakcji w wykonaniu wezwania za pośrednictwem systemu 4broker.net dostarczanego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie, w tym do złożenia przez firmę maklerską zleceń brokerskich. Ostatnie z opisywanych zdarzeń jest charakterystyczne dla świadczenia usługi maklerskiej z art. 69 ust. 2 pkt 2 Ustawy o obrocie.

Pojawienie się dodatkowego pośrednika co do zasady prowadzi do podniesienia kosztów transakcji ponoszonych przez akcjonariusza. Zarówno Rozporządzenie, jak i SZOG odrzucają w chwili obecnej możliwość zawarcia transakcji w ramach wezwania bez pośrednictwa firmy inwestycyjnej. Wydaje się nieuzasadnione, aby w przypadku tych szczególnych transakcji wyłączać możliwość zawarcia transakcji bezpośrednio pomiędzy akcjonariuszem a wzywającym. Przy transakcji dokonanej poza rynkiem, poza systemem informatycznym GPW oraz bez pośrednictwa firmy inwestycyjnej konieczne byłoby jedynie skorzystanie przez akcjonariusza z usług podmiotów świadczących usługi na rynku potransakcyjnym. Rozrachunek wezwania następowałby przy udziale KDPW oraz podmiotów prowadzących rachunki papierów wartościowych lub rachunki zbiorcze akcjonariuszy i wzywającego.

Usługi związane z obrotem papierami wartościowymi można podzielić na związane z zawarciem transakcji (*trading*) i usługi potransakcyjne (*post-trading activities*). W ramach usług potransakcyjnych między innymi wyróżnia się:

- rozliczenie transakcji (*clearing*), czyli ustalenie zobowiązań stron transakcji i
- rozrachunek transakcji (*settlement*), czyli przeniesienie papieru wartościowego pomiędzy rachunkiem zbywcy i nabywcy (Narodowy Bank Polski, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA & Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, 2009).

Działalność maklerska związana jest z zawarciem transakcji, dlatego przymus maklerski dotyczy tej części procesu wezwania. Wprowadzenie przymusu maklerskiego dla transakcji dokonywanych w wykonaniu wezwania wydaje się szczególnie kłopotliwe dla zagranicznych klientów banków powierniczych, a pośrednio także dla zagranicznych banków powierniczych. Banki powiernicze są jednym z podmiotów działających na

rynku potransakcyjnym (*post-trade market*) (Deutsche Börse AG, 2005, s. 11). Funkcjonują one jako specyficzni uczestnicy obrotu, którzy zgodnie z art. 119 ust. 1 Ustawy o obrocie prowadzą rachunki papierów wartościowych, rachunki derywatów i rachunki zbiorcze. Podmioty te nie są co do zasady uprawnione do wykonywania innych czynności.

Na międzynarodowym rynku potransakcyjnym funkcjonuje wiele podmiotów, których zakres działalności jest limitowany w podobny sposób, jak w przypadku polskich banków powierniczych. W ofercie tych podmiotów znajduje się tradycyjnie obsługa udziału ich klientów w tzw. zdarzeniach korporacyjnych (*corporate actions*), do których należą m.in. wezwania (*tender offers*) (Corporate Actions Joint Working Group, 2015, s. 4). Banki powiernicze świadczą tę usługę z uwzględnieniem ograniczenia prowadzonej działalności, o którym mowa powyżej. Wydaje się przy tym, że model wezwań przewidujący obligatoryjne pośrednictwo firmy inwestycyjnej nie występuje powszechnie na innych rynkach europejskich. Przykładowo, analizując dokumenty niedawnego wezwania Vodafone Vierte Verwaltung AG na akcje Kabel Deutschland Holding AG, przeprowadzonego na gruncie prawa niemieckiego, można wywnioskować, że:

- wezwanie jest tytułowane jako oferta (*offer/Angebot*);
- akcjonariusz składa oświadczenie o przyjęciu oferty (*declaration of acceptance/Annahme*) w banku powierniczym, który prowadzi jego rachunek;
- obok oświadczenia o przyjęciu oferty akcjonariusz składa instrukcje rozrachunkowe (*settlement/Abwicklung*);
- oferta i przyjęcie oferty składają się na transakcję zawartą na warunkach określonych w dokumentach;
- dokumenty wskazują, że przez przyjęcie oferty akcjonariusz instruuje bank powierniczy do przekazania oświadczenia o przyjęciu oferty;
- dokumenty nie wspominają o konieczności posiadania zezwolenia na prowadzenie jednej z podstawowych usług maklerskich;
- dokumenty nie wspominają o konieczności zawarcia transakcji w systemie giełdowym;
- na skutek oświadczenia o przyjęciu oferty i złożonych instrukcji rozliczeniowych dochodzi do rozrachunku na zasadzie *delivery versus payment* (DvP) (Vodafone Vierte Verwaltung AG, 2020, s. 9–12).

Zagadnienia analizowane powyżej opisują wyłącznie na podstawie dokumentów ofertowych, ponieważ są to w większości techniczne kwestie, które mogą nie podlegać w każdym porządku prawnym regulacji, a opierać się np. na przyjętej praktyce rynkowej lub na regulacjach podmiotów świadczących usługi na rynku potransakcyjnym (np. centralnych depozytów papierów wartościowych (*central securities depositories* — CSDs)). Powyższe dokumenty nie zawierają analizy, dlaczego przekazanie przez bank powierniczy oświadczenia o przyjęciu oferty nie stanowi przekazania zlecenia. Można jedynie domyślać się potencjalnych wyjaśnień. Być może wynika to z momentu przekazania zlecenia, np. jest ono przekazywane w całości dopiero po rozliczeniu transakcji i nie stanowi z tego powodu zlecenia przekazanego w celu wykonania, ponieważ transakcja już została zawarta *per facta concludentia* w związku z jej rozliczeniem. Jednocześnie akcjonariusz, który złożył instrukcje rozlicze-

niowe i oświadczenia przewidziane dokumentami, nie ma możliwości kwestionowania swojego udziału w wezwaniu.

Model wezwań wymagający pośrednictwa firmy inwestycyjnej może być dla klientów zagranicznych banków depozytariuszy kłopotliwy. Przede wszystkim należy zwrócić uwagę, że klient takiego podmiotu, działającego na rynku polskim za pośrednictwem lokalnego subdepozytariusza, będzie zobowiązany do nawiązania dodatkowej relacji prawnej z polską firmą inwestycyjną. Klient taki jest raczej podmiotem zagranicznym i mogą pojawić się utrudnienia związane z identyfikacją takiego klienta przy podpisaniu umowy, czy z odebraniem od niego wszelkich oświadczeń i dokumentów niezbędnych do zawarcia umowy z polską firmą inwestycyjną. Należy pamiętać, że wypełnienie tych obowiązków regulacyjnych musi się odbyć w krótkim czasie określonym przez ramy wezwania. Jeżeli te obowiązki nie zostaną wykonane na czas, to akcjonariusz utraci możliwość wzięcia udziału w wezwaniu.

Z powyższych względów zasadne jest rozważenie przez ustawodawcę rezygnacji z obowiązkowego pośrednictwa firmy inwestycyjnej w wezwaniu. Biorąc pod uwagę powyższe rozważania, wydaje się to być rozwiązanie możliwe do wdrożenia. Wystarczające w tym modelu jest pośrednictwo podmiotu wykonującego czynności z art. 69 ust. 4 pkt 1 Ustawy o obrocie, związane z prowadzeniem rachunków papierów wartościowych, rachunków zbiorczych i rachunków pieniężnych. Są to usługi charakterystyczne m.in. dla banków powierniczych.

## Podsumowanie

Należy docenić dobre intencje ustawodawcy, który kierował się przy tworzeniu Rozporządzenia ułatwieniem udziału klientów detalicznych w wezwaniach do sprzedaży lub zamiany akcji. Jednocześnie nie można zapominać, że ułatwienie dotyczy wyłącznie tych klientów, którzy zawarli umowę o świadczenie usług brokerskich z firmą inwestycyjną. Udział niektórych podmiotów w wezwaniu został utrudniony. Dotyczy to przede wszystkim podmiotów zagranicznych, które mają rachunek w banku powierniczym.

Nie można nie dostrzegać wątpliwości, jakie wprowadza Rozporządzenie, nazywając usługą przyjmowania i przekazywania zleceń zbycia papierów wartościowych czynności wykonywane przez firmę inwestycyjną na rzecz akcjonariusza biorącego udział w wezwaniu. Taka kwalifikacja nie znajduje pokrycia w brzmieniu SZOG i SZOG NewConnect. Jednocześnie nie zostały podjęte działania mające na celu zmianę tych regulacji wewnętrznych systemów obrotu.

*De lege ferenda* zasadna jest zmiana paragrafów 9 i 10 Rozporządzenia w sposób, który pozwoli na udział akcjonariusza w wezwaniu bez obligatoryjnego udziału brokera. Taki skutek można osiągnąć, kładąc nacisk na rozrachunek wezwania i upraszczając zasady zawarcia transakcji w ramach wezwania. Ponadto zmianie powinny ulec SZOG i SZOG NewConnect w zakresie, w jakim przewidują one obowiązkowy udział firm inwestycyjnych w wezwaniu. Pozwoli to na ułatwienie udziału w wezwaniach akcjonariuszy, których akcje są zapisane na rachunkach w podmiotach świadczących usługi powiernicze.

## Przypisy/Notes

<sup>1</sup> System UTP (Universal Trading Platform) to system transakcyjny stosowany przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie od 15.04.2013 r.

<sup>2</sup> Dokument ten został wydany w stanie prawnym sprzed MIFID II, jednak zachowuje aktualność z uwagi na bardzo podobną regulację usługi przyjmowania i przekazywania zleceń oraz wykonywania zleceń w dyrektywie 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21.04.2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniającej dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylającą dyrektywę Rady 93/22/EWG.

<sup>3</sup> Pogląd ten nie jest wyrażony *explicitie*, jednak autor formułuje poglądy naprowadzające na taką konstatację: „Pierwsza z postaci, w jakiej może być świadczona przedmiotowa usługa, czyli przyjmowanie lub przekazywanie zleceń (art. 74b ust. 1 pkt 1 u.o.i.f.), polega w generalnym ujęciu na odebraniu od klienta jego zlecenia, a następnie przekazaniu tego samego zlecenia klientowi do innego podmiotu, który to zlecenie na rzecz klienta wykona. Firma inwestycyjna przyjmująca i przekazująca zlecenie nie ma uprawnień do modyfikacji treści zlecenia klienta, jak też nadania temu zleceniu innego charakteru w procesie przekazywania, np. złożenia do podmiotu w celu wykonania zlecenia we własnym imieniu”. Dodatkowo autor wylicza przy okazji opisywania usługi wykonywania zleceń potencjalne sposoby wykonania zlecenia, które za każdym razem wymagają złożenia własnego oświadczenia woli przez firmę inwestycyjną. Można jednocześnie dojrzeć pewną niekonsekwencję, gdy autor przyznaje firmie inwestycyjnej działającej na podstawie art. 74b ust. 1 pkt 2 Ustawy o obrocie prawo do zawarcia transakcji pomiędzy inwestorami. Sam jednocześnie przyznaje, że nie jest to spójne z innymi regulacjami i znajduje, jego zdaniem, umocowanie jedynie w brzmieniu (obecnie) § 53 ust. 1 rozporządzenia Ministra Finansów z 30.05.2018 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (t.j. Dz.U. z 2020 r., poz. 1922).

<sup>4</sup> Autor przedstawia oba poglądy i wskazuje, że w niemieckim porządku prawnym za stosowaniem konstrukcji posłańca wypowiada się BaFin oraz orzecznictwo, natomiast przeciwny pogląd został wyrażony przez niemieckiego ustawodawcę w latach 90. XX wieku w uzasadnieniu do jednego z projektów ustaw.

## Bibliografia/References

- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. (2014). *Merkblatt Abschlussvermittlung*. [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_091207\\_tatbestand\\_abschlussvermittlung.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091207_tatbestand_abschlussvermittlung.html) (pobrano 03.11.2021).
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. (2017). *Merkblatt Anlagevermittlung*. [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_091204\\_tatbestand\\_anlagevermittlung.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html) (pobrano 06.05.2021).
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. (2017). *Merkblatt Finanzkommissionsgeschäft*. [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_100318\\_tatbestand\\_finanzkommgeschaeft.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_100318_tatbestand_finanzkommgeschaeft.html) (pobrano 03.11.2021).
- Chłopecki, A., & Dyl, M. (2014). *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz*. LEX.
- Corporate Actions Joint Working Group (CAJWG). (2015). *Market Standards for Corporate Actions Processing*. [https://www.ecb.europa.eu/paym/target/t2s/governance/pdf/casg/ecb\\_targetseccasg120606\\_MarketStandardsForCorporateActionsProcessingCAJWGStandardsRevised2012Updated2015.en.pdf?5a5c8308c24a6618ed600daf627df86c](https://www.ecb.europa.eu/paym/target/t2s/governance/pdf/casg/ecb_targetseccasg120606_MarketStandardsForCorporateActionsProcessingCAJWGStandardsRevised2012Updated2015.en.pdf?5a5c8308c24a6618ed600daf627df86c) (pobrano 11.06.2021).
- Deutsche Börse AG. (2005). *The European Post-Trade Market. An Introduction. White Paper*. [https://deutsche-boerse.com/resource/blob/66338/a9b56be08e3f9281765c81d47bdfae3f/data/the-european-post-trade-market-0205\\_en.pdf](https://deutsche-boerse.com/resource/blob/66338/a9b56be08e3f9281765c81d47bdfae3f/data/the-european-post-trade-market-0205_en.pdf) (pobrano 11.06.2021).
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA (2021). *Szczegółowe zasady obrotu giełdowego w systemie UTP*. <https://www.gpw.pl/regulacje-prawne> (pobrano 27.03.2021).
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA (2020). *Załącznik nr 2 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu. Zasady obrotu instrumentami finansowymi w alternatywnym systemie obrotu*. <https://newconnect.pl/regulacje-prawne> (pobrano 27.03.2021).
- Köhler, C. (2018). W: H.-P. Schwintowski (red.), *Bankrecht*. Carl Heymanns Verlag.
- Kurzajewski, M. (2014). *Usługi maklerskie*. LEX.
- Minister Finansów Funduszy i Polityki Regionalnej. (2020). Uzasadnienie projektu z dnia 5.11.2020 r. rozporządzenia w sprawie wzorów wzorów do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wezwaniach, <https://legislacja.gov.pl/projekt/12331155/katalog/12668320#12668320> (pobrano 03.11.2021).
- Narodowy Bank Polski, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA & Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA (2009). *Systemy rozrachunku papierów wartościowych w Polsce i Unii Europejskiej*, <https://www.nbp.pl/systemplatniczy/srpw/srpw.pdf> (pobrano 25.05.2021).
- The Committee of European Securities Regulators. (2007). *Best execution under MIFID. Questions and Answers*, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07\\_320.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_320.pdf) (pobrano 31.10.2021).
- Urząd Komisji Nadzoru Finansowego. (2015). Stanowisko z dnia 14 grudnia 2015 r., sygn. DRK/WK/485/14/1/2015/PK, [https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/DRK-WK-485-14-1-2015-PK\\_43860.pdf](https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/DRK-WK-485-14-1-2015-PK_43860.pdf) (pobrano 23.03.2021).
- Vodafone Vierte Verwaltung AG. (2020). Offer document, Tender offer (Cash offer) by Vodafone Vierte Verwaltungs AG Ferdinand-Braun-Platz 1 40549 Düsseldorf, Germany to the shareholders of Kabel Deutschland Holding AG Betastraße 6 — 8 85774 Unterföhring Germany to acquire all no-par value bearer shares of Kabel Deutschland Holding AG against a cash consideration of EUR 103.00 for each share of Kabel Deutschland Holding AG; Acceptance Period: 28 December 2020 to 1 February 2021, 24:00 hrs (local time Frankfurt am Main, Germany), <https://investors.vodafone.com/sites/vodafone-ir/files/vodafone/kdg-offer-document-english.pdf> (wersja angielska), <https://investors.vodafone.com/sites/vodafone-ir/files/vodafone/kdg-offer-document-deutsche.pdf> (wersja niemiecka) (pobrano 25.05.2021).
- Zacharzewski, K. (2015). Recenzja: M. Kurzajewski, *Usługi maklerskie*. Warszawa 2014. *Państwo i Prawo*, (2), 118–122.
- Zacharzewski, K. (2016). W: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4. Prawo instrumentów finansowych*. C.H.Beck.

### Mgr Mirosław Mateusz Kalisiak, LL.M.

Absolwent Uniwersytetu Rzeszowskiego oraz Fachhochschule Schmalkalden (LL.M.). Radca prawny z dziesięcioletnim doświadczeniem w zakresie prawa rynku kapitałowego.

### Mgr Mirosław Mateusz Kalisiak, LL.M.

Graduated from University of Rzeszów and Fachhochschule Schmalkalden (LL.M.). Attorney at law with ten years of practical experience in the area of capital market law.