UKNF | URZĄD KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO

14 stycznia 2026 roku

Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego
w sprawie wykonywania obowiązków związanych z transakcjami na znacznych pakietach akcji spółek publicznych dotyczących stron porozumienia,
o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 i 6 ustawy o ofercie

I. Wprowadzenie

1.1. W związku z wątpliwościami interpretacyjnymi, zgłaszanymi przez uczestników rynku kapitałowego, dotyczącymi obowiązków związanych ze znacznymi pakietami akcji spółek publicznych ciążących na stronach porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 i 6 ustawy o ofercie publicznej[1], Urząd Komisji Nadzoru Finansowego („UKNF") przedstawia stanowisko prezentujące wykładnię stosowaną przez UKNF.

1.2. Stanowisko obejmuje również wykładnię art. 89 ust. 1 pkt 1 ustawy o ofercie odnośnie do charakteru i zakresu obowiązywania sankcji zakazu wykonywania prawa głosu, o której mowa w tym przepisie.

1.3. Stanowisko dotyczy art. 69, art. 69a ust. 1 pkt 3, art. 87 ust. 1 pkt 5 i pkt 6, art. 87 ust. 5 pkt 1, art. 89 ust. 1 pkt 1 ustawy o ofercie.

II. Moment powstania obowiązków w przypadku działania w porozumieniu

2.1. Zgodnie z art. 87 ust. 1 pkt 5 ustawy o ofercie obowiązki przewidziane w rozdziale 4 tej ustawy powstają w momencie, w którym zachodzą – wskazane w tym przepisie – czynności będące następstwem zawarcia porozumienia, o ile przynajmniej jedna ze stron wyraziła zamiar podjęcia takich czynności. Przez wyrażenie tego zamiaru należy rozumieć inne działanie niż samo zawarcie porozumienia. Oznacza to, że obowiązki notyfikacyjne nie materializują się jeszcze na etapie zawierania porozumienia.

W momencie zaistnienia któregokolwiek ze zdarzeń określonych w art. 87 ust. 1 pkt 5 ustawy o ofercie obowiązki związane ze znacznymi pakietami akcji spółek publicznych spoczywają łącznie na wszystkich stronach porozumienia.

2.2. Z kolei art. 87 ust. 1 pkt 6 ustawy o ofercie wiąże moment powstania wspomnianych obowiązków z chwilą zawarcia porozumienia, ale tylko gdy powstanie porozumienia prowadzi do osiągnięcia lub przekroczenia danego progu ogólnej liczby głosów. W tym przypadku materializacja obowiązków zachodzi zatem wcześniej niż zdarzenie będące przedmiotem porozumienia.

[1] ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych („ustawa o ofercie")

Wskazany przepis warunkuje w tym przypadku powstanie obowiązków do osiągnięcia lub przekroczenia określonego progu w konsekwencji samego zawarcia porozumienia. W związku z tym przesłanka ustawowa nie zostanie spełniona, jeśli do osiągnięcia lub przekroczenia progu doszło wcześniej, zanim porozumienie zostało zawarte. Ponadto z literalnej wykładni tego przepisu wynika, że – w przeciwieństwie do art. 87 ust. 1 pkt 5 ustawy o ofercie – obowiązki spoczywają na każdej stronie porozumienia z osobna, nie na wszystkich łącznie.

III. Zakres podmiotowy adresatów obowiązków

3.1. Przepis art. 87 ust. 1 pkt 5 ustawy o ofercie rozszerza zakres podmiotowy obowiązków określonych w rozdziale 4 tej ustawy na wszystkie podmioty, które łączy pisemne lub ustne porozumienie dotyczące czynności opisanych w tym przepisie.

3.2. Wynika z tego – *a contrario* – konkluzja, że podmioty nieobjęte porozumieniem nie są też objęte obowiązkami wynikającymi z tego przepisu. Jednak pod uwagę należy brać również wykładnię systemową, nakazującą prawidłowo uwzględnić inne przepisy ustawy o ofercie, w szczególności art. 69a ust. 1 pkt 3 dotyczący pośredniego nabycia akcji i związany z nim obowiązek określony w art. 87 ust. 5 pkt 1, zgodnie z którym podmiot dominujący zobowiązany jest doliczać do swojego stanu posiadania liczbę głosów posiadanych przez jego podmioty zależne.

IV. Tymczasowy charakter sankcji zakazu wykonywania prawa głosu, o której mowa w art. 89 ust. 1 pkt 1 ustawy o ofercie

4.1. Urząd Komisji Nadzoru Finansowego stoi na stanowisku, że możliwe jest usunięcie naruszenia skutkującego zakazem wykonywania prawa głosu z art. 89 ust. 1 pkt 1 ustawy o ofercie poprzez dopełnienie obowiązków z art. 69 tej ustawy, nawet po upływie terminu wskazanego w tym przepisie. Wykładnia taka oznacza, że przez cały okres, kiedy utrzymuje się stan niedopełnienia tych obowiązków, zastosowanie ma sankcja ubezgłośnienia akcji, jednak przestaje ona obowiązywać, gdy doszło do zawiadomienia wymaganego art. 69 ustawy o ofercie. Takie rozumienie z jednej strony realizuje funkcję art. 89 ust. 1 pkt 1 ustawy o ofercie, którą jest nałożenie dolegliwej sankcji na akcjonariuszy ukrywających rzeczywisty stan posiadanej liczby głosów w spółce publicznej, z drugiej jednak nie rozciąga jej na przypadki, kiedy ukrywanie tego stanu nie ma już miejsca.

4.2. Odmienna interpretacja, przewidująca „wieczystość” sankcji z art. 89 ust. 1 pkt 1 ustawy o ofercie, wykraczałaby poza ten cel – byłaby więc nieproporcjonalna – i generowałaby negatywne konsekwencje. Trzymając się jej, należałoby dojść do nieracjonalnego wniosku, że wykluczone jest usunięcie naruszenia obowiązku zgłoszenia zawiadomienia z art. 69 ustawy o ofercie w przypadku choćby jednodniowego uchybienia terminom wynikającym z tego przepisu.

V. Zakres naruszeń art. 69 ustawy o ofercie, które wiążą się z sankcją zakazu wykonywania prawa głosu, o której mowa w art. 89 ust. 1 pkt 1 ustawy o ofercie

5.1. Artykuł 89 ust. 1 pkt 1 ustawy o ofercie nie wprowadza gradacji naruszeń, z którymi należy wiązać przewidzianą nim sankcję. W szczególności oznacza to, że wykładnia literalna tego przepisu nie pozwala na zawężenie katalogu możliwych naruszeń wyłącznie do istotnych. Odmienna interpretacja tego przepisu, przewidująca brak sankcji w przypadku mniej istotnych naruszeń, prowadziłaby do niepewności prawnej i pokusy nadinterpretacji nieistotności, a nawet świadomego generowania naruszeń „technicznych", w sposób nieuprawniony zawężając zakres zastosowania art. 89 ust. 1 pkt 1 ustawy o ofercie.

5.2. Dla takiej wykładni znaczenie ma również teza przedstawiona w punkcie 4 stanowiska dotycząca możliwości usunięcia naruszenia. W przypadku naruszenia zwłaszcza o charakterze technicznym jego identyfikacja nie powinna nastręczać trudności. Z zasady łatwiejsze niż w przypadku „poważnych" naruszeń, jest w takich sytuacjach, usunięcie naruszenia kończące obowiązywanie sankcji ubezgłośnienia akcji.

VI. Uprawnienie do weryfikacji, czy akcjonariusz powinien być objęty sankcją zakazu wykonywania prawa głosu, o której mowa w art. 89 ust. 1 pkt 1 ustawy o ofercie

6.1. Sąd powszechny jest organem uprawnionym do badania tego, czy w związku z niewykonaniem obowiązku informacyjnego wynikającego z art. 69 ustawy o ofercie zastosowanie ma sankcja przewidziana w art. 89 ust. 1 pkt 1 tej ustawy, w szczególności wówczas gdy zaskarżona została uchwała walnego zgromadzenia akcjonariuszy podjęta przy udziale głosów oddanych przez akcjonariusza potencjalnie objętego tą sankcją. Kognicji sądu powszechnego podlega ocena, czy w ustalonym stanie faktycznym zastosowanie ma sankcja przewidziana w art. 89 ust. 1 pkt 1 ustawy o ofercie oraz jaki jest jej wpływ na byt uchwał walnego zgromadzenia akcjonariuszy spółki publicznej.

6.2. Nie oznacza to jednak, że dopiero od momentu uprawomocnienia się orzeczenia wydanego w danym stanie faktycznym dochodzi do uruchomienia sankcji. Dla konstytutywności orzeczenia sądowego konieczne byłoby jednoznaczne uregulowanie tej kwestii w obowiązujących przepisach, które jednak nie zostało do nich wprowadzone. UKNF stoi na stanowisku, że sankcja zakazu wykonywania prawa głosu wiąże się z niedopełnieniem obowiązku złożenia zawiadomienia z art. 69 ustawy o ofercie i ma zastosowanie wtedy i tak długo, jak długo utrzymuje się stan naruszenia tego obowiązku.

6.3. Nadzór nad prawidłową realizacją obowiązków z art. 69 ustawy o ofercie sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, wyposażona w uprawnienie do nakładania sankcji administracyjnych za jego naruszenie.

6.4. Obowiązki z art. 69 ustawy o ofercie spoczywają na każdym podmiocie, którego udział zmienił się w sposób powodujący przekroczenie, w górę lub w dół, wskazanych w tym przepisie progów ogólnej liczby głosów w spółce publicznej. Jednocześnie należy pamiętać, że obowiązkiem organów spółki publicznej (zarząd, rada nadzorcza, walne zgromadzenie) jest zapewnienie, aby prawo głosu wykonywane było tylko przez uprawnionych do tego akcjonariuszy, którzy nie są objęci sankcją z art. 89 ust. 1 pkt 1

ustawy o ofercie. W tym celu zarząd spółki odpowiedzialny za zwołanie walnego zgromadzenia, dokładając należytej staranności oraz zachowując bezstronność wobec akcjonariuszy, powinien weryfikować, czy zarejestrowane na walne zgromadzenie akcje i wynikające z nich prawa głosu nie są objęte ubezgłośnieniem. Powinność ta odnosi się także do pozostałych organów spółki.