

Rozdział trzeci

# Odpowiedzialność spółki wobec akcjonariuszy mniejszościowych

**Mariola Lemonnier**

Doktor hab. prof. nadzw.,  
Uniwersytet Warmińsko-Mazurski (Olsztyn)

## 1. Mniejszości i ich prawa w spółce

Akcjonariusze mniejszościowi są postrzegani w spółce jako akcjonariusze, którzy w związku ze swoim udziałem w spółce nie mają dużego, a czasem żadnego wpływu na funkcjonowanie spółki. Brak ogólnej definicji ustawowej w polskim prawie pojęcia mniejszości nie rozwiązuje problemu<sup>1</sup>. Artykuł 418 kodeksu spółek handlowych<sup>2</sup> nie może być podstawą do wskazania ogólnej definicji, gdyż przymusowe nabycie akcji akcjonariuszy mniejszościowych nie jest jedynym atrybutem akcjonariuszy tego typu<sup>3</sup>. Pojęcie akcjonariuszy mniejszościowych jest szczególnie potrzebne do ustalenia, kogo prawodawca chroni jako stronę słabszą.

Akcjonariuszy można podzielić na akcjonariuszy większościowych, mniejszościowych i drobnych. Wedle kryterium wpływu na działania spółki wyróżnić można akcjonariat pełny – poprzez wiążące oddziaływanie na spółkę, większościowy, mniejszościowy i minimalny (drobny). Inny podział wskazuje na udziały śladowe, mniejszościowe, blokujące, większościowe udziały kwalifikowane czy udziały dominujące. Podejście do mniejszości może akcentować jedną osobę lub grupę osób, sposób powstania większości w stosunku do mniejszości – poprzez uprzywilejowanie, sposób ochrony mniejszości, jako części kapitału zakładowego. Należy także

---

1 Zob. A. Szumański [w:] *Prawo papierów wartościowych*, „System Prawa Prywatnego” 2006, t. XIX, s. 219 i n.

2 Kodeks Spółek Handlowych, ustawa z dnia 15 września 2000, DzU, 2000, nr 94, poz. 1037 [dalej: k.s.h.].

3 D. Wajda, *Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych w kodeksie spółek handlowych*, Warszawa 2007, s. 45.

wyróżnić mniejszość poprzez sposób działania w spółce – mniejszość blokująca bądź wstrzymująca działanie spółki. Statutowe modyfikacje prawa przyznane osobiście mogą zmodyfikować pozycję akcjonariusza oraz możliwości wpływu na spółkę. Wśród kryteriów wyodrębnienia udziałów znajdujemy liczbę głosów, partycypację kapitałową czy zbywalność akcji.

Definicje doktrynalne<sup>4</sup> mniejszości wskazują na to, że akcjonariusz mniejszościowy to taki, którego udział w kapitale zakładowym nie pozwala mu na wywieranie znaczącego wpływu na prowadzone przez spółkę sprawy, pozycja takich akcjonariuszy nie pozwala na realizację własnych interesów za pośrednictwem głosowania na zgromadzeniu wspólników. W koncepcji wąskiej – mniejszość to akcjonariusze, którzy dysponują określoną wielkością kapitału zakładowego, w koncepcji szerokiej – mniejszość nie zależy od liczby głosów czy udziału w kapitale<sup>5</sup>.

Klasyfikacja uprawnień akcjonariuszy dzieli je na prawa korporacyjne, wśród których można wymienić prawo głosu, prawo do udziału w WZA, prawo do informacji, prawo do zaskarżania uchwał, prawo dochodzenia roszczeń na rzecz spółki, prawo do nieuczestniczenia w spółce przekształconej, prawo do sankcjonowania członków organów spółki, bierne prawo wyborcze, żądanie sprawdzenia listy obecności na WZA przez wybraną w tym celu komisję, wybór członków rady nadzorczej w drodze głosowania grupami, żądanie zwołania NWZA czy zamieszczenia oznaczonej sprawy w porządku obrad, prawo do uzupełnienia liczby likwidatorów, prawo przymusowego wykupu akcji akcjonariuszy mniejszościowych, prawo do żądania przeprowadzenia ponownej wyceny aportu. Prawa zaś majątkowe to prawo do dywidendy, prawo poboru, prawo do uczestniczenia w masie likwidacyjnej spółki<sup>6</sup>.

Spośród uprawnień specyficznych, zgodnie z art. 84 ustawy o ofercie<sup>7</sup>, na wniosek akcjonariusza lub akcjonariuszy spółki publicznej posiada-

---

4 Zob. więcej: W. Katner, *Prawa mniejszości w spółkach kapitałowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” [dalej: PPH] 2002, nr 3, s. 3; I. Weiss, *Prawa mniejszości w spółkach kapitałowych*, PPH, 1995, nr 10, s. 105; W. Popiołek, *Akcja – prawo podmiotowe*, Warszawa 2010, s. 128; M. Michalski, *Kontrola kapitałowa nad spółką*, Kraków 2004, s. 49.

5 Zob. Polski raport na temat mniejszości w spółkach został zaprezentowany na XVI Kongresie Międzynarodowej Akademii Prawa Porównawczego w Brisbane przez prof. W.J. Katnera – tytuł raportu *Rights of Minority Shareholders in Capital Companies in Poland*.

6 Por. A. Szpunar, *Akcje jako papiery wartościowe*, „Państwo i Prawo” [dalej: PiP] 1993, z. 11–12, s. 1–10; A. Szumański, *Prawo papierów wartościowych*, „System Prawa Prywatnego” 2006, t. XIX, s. 219; A. Kondracka, *Charakter prawny akcji*, Białystok 1999, s. 25 i n.

7 *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z dnia 29 lipca 2005 r.* (DzU, 2005, nr 184, poz. 1539) – dalej ustawa o ofercie.

jących co najmniej 5% ogólnej liczby głosów, walne zgromadzenie może podjąć uchwałę w kwestii zbadania przez biegłego, na koszt spółki, określonego zagadnienia związanego z utworzeniem spółki lub prowadzeniem jej spraw (rewident do spraw szczególnych). Akcjonariusze ci mogą w tym celu żądać zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia lub umieszczenia sprawy podjęcia tej uchwały w porządku obrad najbliższego walnego zgromadzenia.

Podziały uprawnień akcjonariuszy wykazują prawa przysługujące każdemu akcjonariuszowi, prawa kwalifikowane przysługujące oznaczonemu akcjonariuszowi, prawa kwalifikowane wielkością posiadanego kapitału lub liczbą głosów – prawa, które mogą być wykonywane przy odpowiednich warunkach udziału w kapitale, np. art. 385, par. 3 ksh, prawa majątkowe, korporacyjne, kolektywne (prawa uwarunkowane 1/20 czy 1/10 reprezentowanego kapitału, prawa większości związane z prawem mniejszości – prawo do przymusowego wykupu akcji drobnych akcjonariuszy, przymusowe umorzenie akcji). Głównym uprawnieniem akcjonariusza, legitymizującym jego działania, jest prawo głosu, uprawnienia pomocnicze to prawo do informacji czy do uczestnictwa w WZA. Dysponowanie głosami odbywa się w sposób bezpośredni lub pośredni (pełnomocnictwo, umowa powiernicza, użytkowanie, zastaw). Źródłem dysponowania głosami może być status prawny akcjonariusza, ograniczone prawa rzeczowe, umowy, na podstawie których podmiot dominujący może ustalać zasady wykonywania prawa głosu

Akcjonariusz ma także prawo do skargi – prawo do zaskarżenia uchwał WZA spółki. Inne podziały uprawnień akcjonariuszy pokazują środki prawne mające na celu zabezpieczenie pozycji prawnej akcjonariuszy niestanowiących większości (mniejszościowych), których interesy mogłyby być naruszone przez organy spółki realizujące z reguły interesy akcjonariuszy większościowych.

Pojęcie większości głosów na ogół określa bezwzględną większość (art. 414 k.s.h. – uchwały zapadają bezwzględną większością głosów). Większością jest także więcej niż połowa głosów oddanych, przy której nie dolicza się akcji niemych.

Ograniczenia statutowe w wykonywaniu prawa głosu mogą wystąpić przy statutowym ustaleniu większej liczby głosów lub podwyższeniu wielkości quorum<sup>8</sup>.

---

8 Co do zastrzeżenia jednomyślności – występują dwa stanowiska – wspólnicy mogą kształtować treść statutu zgodnie z zasadą swobody umów – teoria umowna, drugie stanowisko – jednomyślność jest sprzeczna z naturą spółki akcyjnej, którą wyznacza zasada większości.

Większość głosów pośrednio jest określona w art. 4 pkt 14.a ustawy o ofercie, jako wskazująca na tego, kto posiada bezpośrednio lub pośrednio przez inne podmioty większość głosów w organach innego podmiotu, także na podstawie porozumień z innymi osobami. Większość ogólnej liczby głosów – zgodnie z art. 3 pkt 17 ustawy o ofercie – rozumie się przez sumę głosów przypadających na wszystkie akcje spółki. W art. 69 ustawy o ofercie obowiązki przypadające na posiadających pakiety głosów powstają również w przypadku, gdy prawa głosu są związane z papierami wartościowymi stanowiącymi przedmiot zabezpieczenia; nie dotyczy to sytuacji, gdy podmiot, na rzecz którego ustanowiono zabezpieczenie, ma prawo wykonywać prawo głosu i deklaruje zamiar wykonywania tego prawa – w takim przypadku prawa głosu uważa się za należące do podmiotu, na rzecz którego ustanowiono zabezpieczenie. Wykonanie prawa głosu będzie zatem przypadało innemu podmiotowi niż temu, który formalnie jest akcjonariuszem.

Zasada równości akcjonariuszy w tych samych warunkach jest główną zasadą, której adresatem jest spółka<sup>9</sup>. Artykuł 20 kodeksu spółek handlowych podkreśla, że współnicy albo akcjonariusze spółki kapitałowej powinni być traktowani jednakowo w takich samych okolicznościach.

Prawa akcjonariuszy jednakże nie są bezwzględnie równe, lecz przysługują w proporcji do posiadanych uprawnień. Zasada rządów większości oraz proporcjonalności praw i wkładów mają zagwarantować, że spółka będzie działała efektywnie. *A contrario* także prawa mniejszości nie mogą sparaliżować funkcjonowania spółki, szczególnie gdy chodzi o interes spółki. Przy przyjęciu zasady ochrony mniejszości ważne jest znaczenie pojęcia równości przy interpretacji postanowień statutu czy interpretacji zdarzeń, które mogą naruszyć statut spółki. Uprawnienia akcjonariuszy, w tym akcjonariuszy mniejszościowych, dają prawo do zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia i umieszczenia określonych spraw w porządku obrad tego zgromadzenia (art. 400 k.s.h.). Także statut może upoważnić do żądania zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia akcjonariuszy reprezentujących mniej niż jedną dwudziestą kapitału zakładowego. Zgodnie z art. 401 k.s.h. akcjonariusze reprezentujący co najmniej jedną dwudziestą kapitału zakładowego mogą żądać umieszczenia określonych spraw w porządku obrad najbliższego walnego zgromadzenia. Żądanie powinno zostać zgłoszone zarządowi nie później niż na czternaście dni przed wyznaczonym terminem zgromadzenia. W spółce publicznej termin ten wynosi dwadzieścia jeden dni. Żądanie powinno zawierać uzasadnienie lub projekt uchwały dotyczącej proponowanego punktu porządku obrad. Żądanie może zostać złożone w postaci elektronicznej. Wśród innych praw akcjonariuszy mniejszościowych występuje prawo do uzyskania odpisu

---

9 Także dyr. 77/91/EEC, zm. 2006/68/WE.

sprawozdania finansowego i sprawozdania zarządu z działalności spółki przed WZA, wraz z odpisem sprawozdania rady nadzorczej oraz opinii biegłego rewidenta na 15 dni przed WZA (art. 395 par. 4 k.s.h.). Podobnie istnieje prawo do zadawania pytań zarządowi na WZA (428 par. 1).

Zgodnie z art. 406 (1) ksh prawo uczestniczenia w walnym zgromadzeniu spółki publicznej mają tylko osoby będące akcjonariuszami spółki na szesnaście dni przed datą walnego zgromadzenia (dzień rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu)<sup>10</sup>.

Akcjonariusz może głosować odmiennie z każdej z posiadanych akcji. Akcjonariusz może uczestniczyć w walnym zgromadzeniu oraz wykonywać prawo głosu osobiście lub przez pełnomocnika (art 412 k.s.h.)<sup>11</sup>. Ochrona akcjonariatu, w tym także mniejszości, polega na ochronie interesu ekonomicznego współnika. Należą tu, oprócz korzyści ekonomicznych, uprawnienia podmiotowe akcjonariusza i środki zabezpieczające pozycję akcjonariusza mniejszościowego. Interes spółki wymaga, aby doszło w niej do kompromisu między efektywnym zarządzaniem spółką a prawem mniejszości do ochrony jej interesu<sup>12</sup>.

Zgodnie z art. 422 § 1 k.s.h. uchwała walnego zgromadzenia sprzeczna ze statutem bądź dobrymi obyczajami i godząca w interes spółki lub mająca na celu pokrzywdzenie akcjonariusza może być zaskarżona w drodze wytoczonego przeciwko spółce powództwa o uchylenie uchwały<sup>13</sup>.

---

10 Uprawnieni z akcji imiennych i świadectw tymczasowych oraz zastawnicy i użytkownicy, którym przysługuje prawo głosu, mają prawo uczestniczenia w walnym zgromadzeniu spółki publicznej, jeżeli są wpisani do księgi akcyjnej w dniu rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu.

11 Artykuł 412. § 2 k.s.h. „Nie można ograniczać prawa ustanawiania pełnomocnika na walnym zgromadzeniu i liczby pełnomocników. § 3. Pełnomocnik wykonuje wszystkie uprawnienia akcjonariusza na walnym zgromadzeniu, chyba że co innego wynika z treści pełnomocnictwa. § 4. Pełnomocnik może udzielić dalszego pełnomocnictwa, jeżeli wynika to z treści pełnomocnictwa. Pełnomocnik może reprezentować więcej niż jednego akcjonariusza i głosować odmiennie z akcji każdego akcjonariusza. § 5 (1). Akcjonariusz spółki publicznej, posiadający akcje zapisane na rachunku zbiorczym, może ustanowić oddzielnych pełnomocników do wykonywania praw z akcji zapisanych na tym rachunku. § 6. Akcjonariusz spółki publicznej posiadający akcje zapisane na więcej niż jednym rachunku papierów wartościowych może ustanowić oddzielnych pełnomocników do wykonywania praw z akcji zapisanych na każdym z rachunków. § 7. Przepisy o wykonywaniu prawa głosu przez pełnomocnika stosuje się do wykonywania prawa głosu przez innego przedstawiciela”.

12 A. Kidyba, *Kategorie interesu w kodeksie spółek handlowych*, PPH, 2006, nr 10, s. 6; A. Opalski, *O pojęciu interesu spółki handlowej*, PPH, 2008, nr 11, s. 16.

13 Artykuł 422 § 1 k.s.h. „Uchwała walnego zgromadzenia sprzeczna ze statutem bądź dobrymi obyczajami i godząca w interes spółki lub mająca na celu pokrzywdzenie akcjonariusza, może być zaskarżona w drodze wytoczonego przeciwko spółce powództwa o uchylenie uchwały.

Ochrona akcjonariusza mniejszościowego ma zapewnić uprawnionemu uwzględnienie jego pozycji prawnej, jako akcjonariusza, wbrew właściwej spółce zasadzie rządów większości. Z drugiej strony ochrona akcjonariuszy mniejszościowych nie powinna być źródłem i uzasadnieniem ich uprawnień.

Wyżej wspomniana zasada równego traktowania akcjonariuszy wyznacza granicę ochrony akcjonariuszy mniejszościowych. Jest nazywana zasadą przeciwdziałania nadużyciu (nie użyciu) siły przez większość czy zasadą równouprawnienia współników<sup>14</sup>.

Powinno się zagwarantować równe traktowanie wszystkim akcjonariuszom pozostającym w tej samej sytuacji. Reguła równości ma przeciwdziałać preferowaniu w nieuzasadniony sposób tylko wybranych akcjonariuszy. Dotyczy to wyłącznie stosunków wewnętrznych spółki. Zasada równego traktowania ma służyć standaryzacji uprawnień wynikających z określonych grup akcji, zwłaszcza że spółka akcyjna jest przedsięwzięciem opartym na kapitale, a nie na osobach, jak w przypadku spółek osobowych.

Spółka akcyjna umożliwia różnicowanie uprawnień akcjonariuszy tak, aby odpowiadało możliwości oddziaływania ich na spółkę. Adresem nakazu równego traktowania jest spółka, obowiązek ten spoczywa na wszystkich organach – zarządzie, radzie nadzorczej, WZA (w zakresie podejmowanych uchwał). Nakaz wynika z wykładni językowej, systematycznej. Akcjonariusze nie mają jednak bezwzględnie równych praw, lecz prawa przysługują im, co do zasady, w proporcji do reprezentowanego kapitału i muszą być traktowani proporcjonalnie do swoich uprawnień.

Konflikt między rządami większości a ochroną mniejszości nie może prowadzić do hamowania biegu spraw spółki i stanowić pola do nadużyć<sup>15</sup>. W razie konfliktu zasad należy przyznać rację zasadzie rządów

---

§ 2. Prawo do wytoczenia powództwa o uchylenie uchwały walnego zgromadzenia przysługuje:

- 1) zarządowi, radzie nadzorczej oraz poszczególnym członkom tych organów,
- 2) akcjonariuszowi, który głosował przeciwko uchwale, a po jej powzięciu zażądał zaprotokołowania sprzeciwu; wymóg głosowania nie dotyczy akcjonariusza akcji niemej,
- 3) akcjonariuszowi bezzasadnie niedopuszczonemu do udziału w walnym zgromadzeniu,
- 4) akcjonariuszom, którzy nie byli obecni na walnym zgromadzeniu, jedynie w przypadku wadliwego zwołania walnego zgromadzenia lub też powzięcia uchwały w sprawie nieobjętej porządkiem obrad”.

14 Art. 42 dyrektywy 77/91 EEC z 13. 12 1976 (II dyr.).

15 T. Justyński, *Nadużycie prawa w polskim prawie cywilnym*, Kraków 2000, s. 250; S. Grzybowski, *System prawa cywilnego. Część ogólna*, Wrocław 1974, s. 262; K. Pietrzykowski, *Nadużycie prawa podmiotowego w prawie cywilnym*, [w:] H. Izdebski, A. Stępkowski, *Nadużycie prawa*, Warszawa 2003, s. 121.

większości. Ochrona nie może kolidować ze sprawnym zarządzaniem spółką oraz wolą akcjonariuszy do łączenia, podziału, przekształceń (art. 418, 509, 544 par. 3 k.s.h.). Zasada ochrony mniejszości nie może negować konstrukcyjnej zasady spółki akcyjnej.

Naruszenie zasady równego traktowania może skutkować nieważnością uchwały na podstawie art. 425 k.s.h. Może być podstawą do ewentualnego powołania się na zarzut nieważności uchwały. Uchwały nie są automatycznie nieważne, dopiero w wyniku badań okoliczności danej uchwały można będzie zastosować sankcje. Nie dotyczy to jednak akcjonariuszy przyszłych. Zgoda akcjonariusza może stanowić wyłączającą okoliczność badania ważności uchwały. Naruszenie dotyczyć będzie jedynie sytuacji wynikających ze stosunku spółki i nie może być rozszerzona sytuacja, gdy akcjonariusz występuje jako osoba trzecia na podstawie innego stosunku prawnego (np. sprzedaży).

Granice ochrony akcjonariuszy mniejszościowych wyznacza nadużycie prawa podmiotowego jako narzędzie do rozwiązywania konfliktu interesów poszczególnych podmiotów prawa. Nadużycie może nastąpić przez niewykonanie czy niewłaściwe wykonywanie prawa. Wynika to z tego, że sprzeczność (niezgodność treści albo skutku) czynności prawnej z zasadami współżycia społecznego czy społeczno-gospodarczym przeznaczeniem prawa podmiotowego nie podlega ochronie prawnej<sup>16</sup>.

Zgodnie z art. 425. k.s.h. § 1 osobom lub organom spółki przysługuje prawo do wytoczenia przeciwko spółce powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały walnego zgromadzenia sprzecznej z ustawą. Powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały walnego zgromadzenia spółki publicznej powinno być wniesione w terminie trzydziestu dni od dnia jej ogłoszenia, nie później jednak niż w terminie roku od dnia powzięcia uchwały.

Sposób utraty niektórych głosów przez akcjonariuszy – statut spółki publicznej może przewidywać, że w sytuacji, gdy w następstwie wezwania akcjonariusz osiągnął co najmniej 75% ogólnej liczby głosów w spółce, tracą ważność wszelkie ograniczenia zbywalności akcji lub wykonywania prawa głosu, określone w statucie, jak również wynikające ze statutu spółki szczególne uprawnienia akcjonariuszy w zakresie powoływania bądź odwoływania członków zarządu lub rady nadzorczej. Statut spółki może także przewidywać, że na pierwszym walnym zgromadzeniu po przeprowadzeniu wezwania, zwołanym przez akcjonariusza, który w wyniku tego wezwania osiągnął co najmniej 75% ogólnej liczby głosów

---

16 M. Pyziak-Szafnicka [w:] M. Safjan (red.), *System Prawa Cywilnego*, t. 1, *Prawo cywilne – część ogólna*, Warszawa 2007, s. 771.

w spółce, w przypadku, gdy planowany porządek obrad walnego zgromadzenia przewiduje podjęcie uchwał w sprawie zmiany statutu lub powołania bądź odwołania członków zarządu lub rady nadzorczej, z każdej akcji uprzywilejowanej co do głosu przysługuje jeden głos. Statut spółki publicznej powinien przewidywać, że ograniczenia wykonywania prawa głosu nie zostają znoszone w stosunku do akcjonariuszy, którym z tytułu tych ograniczeń przysługują szczególne korzyści pieniężne. Artykuł 80d ustawy o ofercie w przypadku ograniczenia uprawnień akcjonariuszy określa, że statut spółki publicznej powinien przewidywać warunki ustalania i wypłaty godziwego odszkodowania dla akcjonariuszy, którym uprawnienia te zostały ograniczone. W tym samym artykule czytamy, że warunki stanowiące podstawę do określenia wysokości odszkodowania powinny uwzględniać kryterium rzeczywistej możliwości wpływu przez akcjonariusza na proces decyzyjny w spółce, w szczególności na liczbę akcji posiadanych przez akcjonariusza, z którymi związane są specjalne uprawnienia, oraz udział tych akcji w ogólnej liczbie głosów. Odszkodowanie dla akcjonariuszy mniejszościowych będzie odzwierciedlać pozycję majątkową i korporacyjną akcjonariusza.

## **2. Prawa akcjonariuszy mniejszościowych i odpowiedzialność spółki na przykładzie obowiązków informacyjnych spółki publicznej**

W spółkach publicznych można wyróżnić inwestorów portfelowych, niekorzystających z praw akcyjnych, sprzedających i kupujących akcje pod wpływem istotnych dla kursu informacji napływających na rynek. Akcjonariusz indywidualny spółki publicznej najczęściej nie jest przedsiębiorcą, nawet jeśli posiada istotny udział w akcjonariacie, nie angażuje się aktywnie w zarządzanie spółką. Dla inwestora mniejszościowego w spółce publicznej bycie akcjonariuszem nie oznacza uzyskania członkostwa w pewnej strukturze korporacyjnej, ale przede wszystkim uzyskanie produktu finansowego, który ma przynieść określony zysk. Cechą akcjonariuszy spółki publicznej jest pasywność wynikająca z działań zbiorowych. Gdy akcjonariusz nie akceptuje działań zarządu, raczej decyduje się na sprzedaż akcji. Można powiedzieć, że akcjonariusze spółek publicznych zamienili prawo do głosu na płynny rynek wtórny akcji i jego ceny.



Wśród najważniejszych elementów wpływających na akcjonariuszy, w tym także mniejszościowych, jest prawo do informacji<sup>17</sup>. Cena akcji na płynnym rynku kapitałowym powinna dyskontować wszystkie publicznie dostępne informacje na temat emitenta akcji. Gdyby inwestorzy dysponowali równymi ze spółką szansami na dotarcie do cenotwórczych informacji trudno byłoby znaleźć wiele argumentów uzasadniających obciążenia spółek kosztami przekazywania informacji na rzecz inwestorów.

Ze względu na asymetrię informacyjną, o bieżących – finansowej i gospodarczej – perspektywach przyszłych zysków akcjonariusze wiedzą tyle, ile zechce ujawnić sama spółka.

Obowiązki informacyjne sprzyjają modelowi inwestora pasywnego, o zdywersyfikowanym portfelu, może on dzięki temu włączyć do portfela akcje większej liczby spółek.

Uzasadnieniem ingerencji prawodawcy w prawo do informacji jest konkurencja dotycząca kapitału, konieczności umacniania zaufania inwestorów do rynku kapitałowego, ochrony nieprofesjonalnych inwestorów – w tym akcjonariuszy mniejszościowych, optymalizacja funkcjonowania mechanizmu cenowego rynku akcji.

W roku 1933 Securities Act i Securities and Exchange Act nałożyły po raz pierwszy obowiązki informacyjne na spółki publiczne. Spółki najchętniej przemilczałyby informacje dla siebie niekorzystne bądź niewystarczające, które jednocześnie są cenne dla konkurencji. Nałożenie obowiązku wymusza ich standaryzację poprzez porównywalność, przejrzystość, zrozumiałość informacji. Standaryzacja usprawnia mechanizm wyceny akcji, wspomaga kontrolę i zarządzanie firmą. Prospekt emisyjny, jako przykład obowiązkowego zestawu informacji, jest oświadczeniem wiedzy i woli spółki. Także informacje uprzywilejowane korzystają z ochrony prawa – wymogiem jest istotność, niepubliczny i cenotwórczy charakter informacji dotyczącej bezpośrednio emitenta. Przyczyny podawania informacji do publicznej wiadomości należy szukać także w kreatywnej księgowości, która utrwała lub tworzy niezgodność sprawozdań finansowych z rzeczywistością. Fałszywe informacje w raportach finansowych – zarząd twierdzi, że nie był świadomy treści raportów finansowych, które podpisywał w imieniu spółki. Wśród przepisów karnych kodeksu spółek handlowych kilka dotyczy naruszenia interesów spółki zwinionym działaniem, zaniechaniem sprzecznym z prawem lub sprzecznością z postanowieniami statutu spółki<sup>18</sup>.

---

17 M. Bielecki, *Uprawnienie informacyjno-kontrolne akcjonariuszy w spółce akcyjnej*, „Prawo Spółek” 2004, nr 1, s. 10.

18 Sankcji karnej podlega członek zarządu, który nie zgłasza wniosku o upadłość spółki, pomimo powstania warunków uzasadniających takie zgłoszenie, dopusz-

Polskie prawo sankcjonuje członków zarządu, rady nadzorczej, likwidatorów, karze za dopuszczenie do bezprawnego głosowania na WZA lub do bezprawnego wykonywania praw mniejszości w spółce poprzez fałszywe zaświadczenia, dokumenty, fałszywe wykazy akcjonariuszy. Również ten, kto w wykonywaniu praw mniejszości posługuje się fałszywymi dokumentami czy zaświadczeniami podlega karze grzywny, ograniczenia wolności albo pozbawienia wolności do roku.

W polskim prawie szerokie kompetencje członków zarządu spółki akcyjnej są powiązane z ich odpowiedzialnością zarówno cywilnoprawną, jak i karnoprawną. Przy wykonywaniu swoich obowiązków członkowie zarządu są zobowiązani dołożyć staranności wynikającej z zawodowego charakteru działalności (art. 355 k.c.). Członek zarządu powinien odznaczać się odpowiednimi kwalifikacjami, właściwą dla rodzaju spółki wiedzą fachową oraz wykonywać swoje obowiązki w sposób uczciwy. Miara staranności wymaganej od członków zarządu ustalana jest w obiektywny sposób.

Spółka akcyjna, która poniesie szkodę przez zawinione, bezprawne lub sprzeczne ze statutem działanie czy zaniechanie członka zarządu ma prawo wytoczyć powództwo o jej naprawienie. Na naprawienie szkody będzie się składało pokrycie rzeczywistej szkody i utraconych korzyści.

Gdy spółka nie wniesie powództwa w ciągu roku od dnia ujawnienia czynu wyrządzającego jej szkodę, każdy akcjonariusz nabywa prawo do wniesienia pozwu o naprawienie szkody (*actio pro socio*). Jest to uprawnienie rzadko stosowane przez akcjonariuszy, a dla akcjonariuszy mniejszościowych jest ono ekonomicznie nieopłacalne.

Przegranie sporu, poniesienie jego kosztów, a także zapłaty pozwanemu członkowi zarządu odszkodowania nie rekompensuje korzyści w przypadku wygranej, gdyż odszkodowania nie otrzyma akcjonariusz, który wniósł pozew, lecz spółka. Sąd może nakazać złożenie przez skarżącego akcjonariusza kaucji zabezpieczającej, a w przypadku niezłożenia kaucji sąd odrzuca pozew. Odpowiedzialność członków zarządu jest solidarna.

---

cza do nabycia przez spółkę własnych akcji albo do brania ich w zastaw, a także wbrew obowiązкови dopuszcza do tego, że zarząd nie składa sądowi rejestrowemu listy akcjonariuszy, nie prowadzi księgi akcyjnej, nie zwołuje walnego zgromadzenia, odmawia wyjaśnień osobie powołanej do rewizji lub nie dopuszcza jej do pełnienia obowiązków, nie przedstawia sądowi rejestrowemu wniosku o wyznaczenie biegłych rewidentów, nie ogłasza wzmianki o złożeniu opinii przez biegłego rewidenta w sądzie rejestrowym oraz dopuszcza do tego, że spółka przez czas dłuższy niż trzy miesiące, wbrew prawu lub umowie, pozostaje bez rady nadzorczej w należytym składzie. Ponadto sankcja karna może zostać nałożona na członka zarządu, który dopuszcza do wydania dokumentów akcji niedostatecznie opłaconych lub przed zarejestrowaniem spółki bądź w przypadku podwyższenia kapitału zakładowego – przed zarejestrowaniem podwyższenia.

Właściwa ochrona akcjonariuszy mniejszościowych nie zależy wyłącznie od ilości informacji dostarczanych przez spółkę, lecz także od efektywności sankcji za naruszenie obowiązków informacyjnych przez spółkę.

W praktyce wyróżnić można dwa rodzaje ochrony – administracyjnoprawną i drugą, opartą na odpowiedzialności cywilnej.

Organem czuwającym i wydającym decyzję na podstawie ustaw regulujących rynek finansowy jest w przypadku spółek publicznych Komisja Nadzoru Finansowego. Komisja ma duże uprawnienia sankcjonowania spółki, ale jej sposób ochrony raczej wynika z konieczności ochrony rynku regulowanego i jego bezpieczeństwa niż z ochrony uprawnień akcjonariuszy mniejszościowych.

Drugi mechanizm ochrony interesów akcjonariuszy wynika z odpowiedzialności spółki na gruncie prawa cywilnego i dotyczy szkody poniesionej przez akcjonariusza na skutek nierzetelnie prowadzonych obowiązków informacyjnych spółki publicznej<sup>19</sup>.

Akcjonariusz mniejszościowy jako inwestor nie może jednak działać przeciwko spółce na podstawie odpowiedzialności kontraktowej, ponieważ spółka jest osobą trzecią w stosunku do stron umowy na rynku wtórnym. Ze względu na anonimowość obrotu i działanie w imieniu własnym przez pośredników inwestycyjnych na rynku regulowanym inwestor nie jest w stanie zidentyfikować drugiej strony umowy. Aby uchylić się od skutków oświadczenia inwestor musiałby wykazać, że w przypadku błędu druga strona wiedziała o nim lub mogła go z łatwością zauważyć. Również podstęp ze strony emitenta wymaga od inwestora wykazania działania świadomego wprowadzenia w błąd. Także polska doktryna wskazuje na ograniczone stosowanie wad oświadczeń woli przez poszkodowanych inwestorów. Co prawda akcjonariusz, jako uczestnik walnego zgromadzenia, a także jako akcjonariusz, posiada większe możliwości otrzymania wiadomości wewnętrznych, to jednak pozostałaby mu możliwość wytoczenia powództwa przed wpisem do rejestru, ponieważ ten fakt nie pozwala na późniejsze uchylenie się od skutków oświadczenia woli.

Niewielka rola odpowiedzialności kontraktowej w stosunkach akcjonariusz, inwestor, spółka wynika z charakteru obowiązku informacyjnego jako obowiązku publicznoprawnego części stosunku prawnego o charakterze publicznoprawnym.

Między emitentem a inwestorem nie powstaje związek prywatnoprawny, co do obowiązku publikacji informacji. Natomiast naruszenie innych

---

19 W.J. Katner, *Odpowiedzialność cywilna za szkodę wyrządzoną naruszeniem tajemnicy przedsiębiorcy, zwłaszcza w razie uznania jej za informację publiczną*, [w:] *Odpowiedzialność cywilna, Księga pamiątkowa ku czci profesora Adama Szpunara*, Kraków 2004, s. 657 i n.

praw podmiotowych przez spółkę wobec akcjonariusza wymaga zbadania, czy stosunek umowny między nim a spółką zachodził.

W tym miejscu można się zastanawiać, czy informacje zawarte w prospekcie emisyjnym obok oświadczeń wiedzy, są także oświadczeniami woli i czy można uznać prospekt za wzorzec umowny<sup>20</sup>. Nie ma jednak wątpliwości, iż prospekt nie kreuje wzajemnych zobowiązań aż do momentu zapisu na akcje, co następuje po podaniu prospektu do publicznej wiadomości.

Wobec tak usytuowanych ograniczeń pozostaje głównie art. 415 k.c. jako podstawa dochodzenia roszczeń odszkodowawczych za naruszenie obowiązku informacyjnego przez spółkę publiczną, wypełniając znamionna bezprawności występujące w art. 415 k.c. podobnie jak w art. 98 ustawy o ofercie.

Odpowiedzialność spółki jest oparta na zasadzie winy – umyślnej lub nieumyślnej, niezależnie od zawinienia przez jednego czy wszystkich członków zarządu, pod warunkiem działania w granicach swoich kompetencji. Winę organu można ustalić na podstawie winy anonimowej bądź winy organizacyjnej<sup>21</sup>. Wina organizacyjna wynika z obowiązku zarządu spowodowania sprawnego zorganizowania pracy w spółce, a także wprowadzenia instrumentów kontroli, które powinny dać efekt w postaci działań prewencyjnych i zgodnych z prawem. Ustawa rozszerza krąg podmiotów ponoszących odpowiedzialność za naruszenie obowiązków informacyjnych. W art. 480 k.s.h. znajdujemy rozszerzenie odpowiedzialności na osoby, które współdziałały z organami na szkodę spółki. Sprawozdanie finansowe zawiera w sobie najwięcej danych o przeszłości finansowej spółki.

Odpowiedzialność za szkody wyrządzone przy sporządzaniu sprawozdania finansowego spoczywa na osobie, która to sprawozdanie sporządziła i na kierowniku jednostki – w przypadku spółki publicznej członkach zarządu. Członkowie zarządu podpisując sprawozdanie finansowe bez posiadania wiedzy o prawidłowości przeprowadzenia sprawozdania ponoszą winę nieumyślną i odpowiedzialność odszkodowawczą, ponieważ powinni wiedzą profesjonalną w tym zakresie dysponować.

Artykuł 98 ustawy o ofercie pokazuje zasadę ochrony inwestora, ponieważ za fałszywe informacje w prospekcie lub memorandum odpowiadają emitent, subemitent usługowy, wprowadzający, a także osoby, które informacje wykonały lub brały udział w ich wykonaniu. Na uwagę zasługuje fakt, że subemitent emisyjny nie jest wymieniony w przepisie.

---

20 K. Zacharzewski, *Umowa o pośrednictwo giełdowe*, Toruń 2008, s. 193 i n.

21 J. Dąbrowa, *Odpowiedzialność deliktowa osoby prawnej za winę własną lub cudzą*, „Studia Cywilistyczne” 1970, t. XVI, s. 3 i n.

Na istotną kwestię należy także zwrócić uwagę w związku z udziałem rady nadzorczej w przygotowaniu prospektu. Rada ma obowiązek stałego nadzorowania spółki – pracowników i władzy wykonawczej w spółce. Rada może badać wszystkie dokumenty spółki i jest zobowiązana do oceny sprawozdania finansowego za rok ubiegły, sprawozdania z działalności zarządu – w szczególności, co do zgodności tych dokumentów z księgam i i dokumentami spółki i ze stanem faktycznym (art. 382 par. 3 k.s.h.). Sprawozdanie finansowe i sprawozdanie z działalności zarządu stanowią dokumenty, które dopiero po akceptacji przez radę nadzorczą są przedmiotem uchwały walnego zgromadzenia. Istotne w omawianej sytuacji jest, na ile informacje w przedmiotowych dokumentach stanowią bazę do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Rada sprawuje nadzór nad obowiązkami informacyjnymi spółki wynikającymi z kodeksu spółek handlowych, jak i z ustawy o ofercie publicznej. Trzeba tu wspomnieć, że rada jest także odpowiedzialna za właściwą organizację spółki i jeśli prawa organizacyjne mniejszości nie są respektowane, to ona też odpowiada wobec akcjonariuszy. Pracownicy spółki, którzy pracowali i przygotowali treść prospektu, odpowiadają na podstawie art. 98 za upublicznienie nieprawdziwych lub przemilczenie ważnych dla prospektu danych.

Następnymi podmiotami, które przy powstaniu prospektu uczestniczą, a zatem odpowiadają za jego rzetelność, są doradcy prawni i doradcy finansowi, a także biegli rewidenci. Biegli rewidenci przygotowują dokumenty finansowe lub stwierdzają prawidłowość dokumentów finansowych, zatem na gruncie art. 98 ust. 1 ustawy o ofercie odpowiadają za prawdziwość informacji finansowych. Istnieje tym niemniej rozróżnienie polegające na obowiązkach sporządzenia sprawozdania finansowego za okresy niepoprzedzające bezpośrednio okresu ostatniego roku obrotowego, w tym wypadku biegły sporządza opinię historyczną niemającą bezpośrednio związku z informacją wpływającą na ceny akcji. Natomiast jeśli chodzi o ostatnie sprawozdanie roczne, to biegły będzie odpowiadał na gruncie art. 98 ustawy o ofercie. Należy podkreślić, że odpowiedzialność osób wskazanych ww. art. 98 jest solidarna, co oznacza, że roszczenie zwrotne<sup>22</sup> będzie się należało pozostałym od spełniającego roszczenie, podmiotom odpowiedzialnym. Osoby odpowiedzialne, aby uchylić się od odpowiedzialności osób podwładnych i podwykonawców, muszą wykazać nie tylko brak winy tych podmiotów, ale też brak własnej winy.

Konieczność udowodnienia adekwatnego związku przyczynowo-skutkowego oraz wykazanie wielkości szkody wynika z art. 98 ust. 1 i 7 ustawy o ofercie. Krąg osób, które mogą dochodzić odszkodowania

---

22 B. Lewaszkiewicz-Petrykowska, *Wyrządzenie szkody przez kilka osób*, Warszawa 1978, s. 140 i n.

jest szeroki i obejmuje inwestorów-akcjonariuszy, w tym akcjonariuszy mniejszościowych. Charakter deliktowy odpowiedzialności za podanie nieprawdziwych danych lub przemilczenie danych istotnych przez spółkę publiczną, umożliwia akcjonariuszowi dochodzenie odszkodowania, nawet jeśli nie dokonał transakcji kupna czy sprzedaży akcji spółki, kiedy pod wpływem informacji zaniechał działania. Oczywiście należy wykazać szkodę i związek przyczynowo-skutkowy, co będzie najtrudniejsze. Szkoda w majątku akcjonariusza nie jest równoważna z niezyskaniem zysku z transakcji. Każdy akcjonariusz, nawet mniejszościowy, podejmuje ryzyko inwestując w akcje i powinien wiedzieć, że uszczerbek, jakiego doznał, będzie różnicą w stosunku do ceny akcji, jaka powstałaby, gdyby ujawniono prawdziwe informacje o spółce. Aby wskazać rozmiar szkody akcjonariusz może wycenić swój majątek przed zaistnieniem faktu podania informacji fałszywych przez spółkę i po tym fakcie. Przy wycenie należy także wziąć pod uwagę wszystkie ryzyka nadzwyczajne, które w omawianym okresie zachodziły, o ile owe sytuacje wyjątkowe na rynku mogły i miały wpływ na kształtowanie się kursu akcji spółki.

Zaistniały związek przyczynowo-skutkowy powinien być wykazany poprzez test warunku koniecznego i test adekwatności świadczące o tym, że niewystąpienie zdarzenia fałszywych informacji wpłynęło na uszczerbek majątkowy, a efekty fałszywych informacji są normalnym, niewyjątkowym następstwem zdarzenia<sup>23</sup>. Kauzalność związku między zdarzeniem podania fałszywych informacji a szkodą powstałą w majątku akcjonariusza jest udowodnieniem przyczyn podejmowania decyzji inwestycyjnych zgodnie z racjonalnym myśleniem inwestora. Informacja jest podstawowym czynnikiem ograniczającym ryzyko inwestycyjne i jej wymiar jest teoretycznie wprost proporcjonalny do zachowania inwestora. Natomiast w praktyce decyzje inwestycyjne są podejmowane przez profesjonalnego akcjonariusza po analizie fundamentalnej i/lub technicznej. Akcjonariusz mniejszościowy, niekwalifikowany bądź niemający doświadczenia w inwestycjach portfelowych, będzie podejmował decyzję zgodnie z posiadaną wiedzą. Jego uszczerbek na majątku będzie trudniej udowodnić, a szczególnie kauzalność związku przyczynowo-skutkowego, niż w przypadku inwestora profesjonalnego, korzystającego z usług analityków giełdowych. Akcjonariusz musi udowodnić, że zapoznał się z informacjami zanim podjął decyzję inwestycyjną. Jeśli chodzi o nabycie czy sprzedaż akcji sprawa jest prosta, natomiast niepodjęcie przez akcio-

---

23 T. Sójka, *Związek przyczynowy jako przesłanka odpowiedzialności spółki publicznej za naruszenie obowiązków informacyjnych*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2007, nr 2, s. 110 i n.

nariusza decyzji jest już o wiele trudniejsze do udowodnienia. Szkoda w przypadku akcjonariusza mniejszościowego to także szkoda powstała poprzez niepodjęcie decyzji o nabyciu akcji, utrata przez niego większego czy progowego wpływu na spółkę czy nawet, w sytuacjach krańcowych, utrata potencjalnych uprawnień korporacyjnych bądź praw majątkowych. Strata akcjonariusza mniejszościowego jest trudniejsza do udowodnienia niż gdy chodzi o akcjonariuszy większościowych. Ich wpływy na spółkę nie są aż tak zmienne w zależności od posiadanego pakietu akcji, w spółkach publicznych wiąże się to raczej ze zwiększonymi obowiązkami przy znacznych pakietach akcji. Związek między upublicznieniem informacji a podjęciem decyzji inwestycyjnej jest możliwy do udowodnienia, jeśli akcjonariusz korzystał z profesjonalnych doradców inwestycyjnych, którzy rekomendowali kupno lub sprzedaż akcji informacjami publicznie podawanymi przez spółkę. Wskazywanie, że podawana informacja powinna mieć charakter cenotwórczy nie jest wystarczające, ponieważ większość informacji o spółce wpływa na wycenę jej akcji, nawet pogłoski lub zdarzenia dziennikarskie są w stanie wpłynąć na poziom kursu. Tym charakteryzuje się rynek jako mechanizm, natomiast udowodnienie i uprawdopodobnienie faktu niezawarcia transakcji przez nieprofesjonalnego akcjonariusza z powodu informacji fałszywej nie powinno (w granicach rozsądku) być podważane w procedurze odszkodowawczej. Sam fakt kojarzenia szkody z informacją fałszywą przez akcjonariusza, który nie jest profesjonalistą w obrocie giełdowym, powinien stanowić okoliczność uprawdopodobniającą związek przyczynowo-skutkowy, ponieważ ten, który szkodę wyrządził zobowiązany jest do jej naprawienia. Nie można dyskryminować akcjonariusza prywatnego i nieprofesjonalnego, który nie podejmuje decyzji w sposób sformalizowany i nie może udowodnić procesu podejmowania decyzji inwestycyjnej na podstawie wewnętrznych procedur.

Szkoda powyższa nie powstaje w sposób dobrowolny, ale jest związana z naruszeniem reguł i standardów rynkowych łączących się z ruchem kursów. Nie jest to element zwykłego ryzyka kursowego, lecz przypomina manipulację kursem w sposób pośredni. Swoboda dokonywania transakcji na giełdzie nie oznacza, że wszystkie decyzje inwestycyjne są wyłącznie zależne od woli inwestora. Po to są nałożone na spółkę bardzo liczne obowiązki informacyjne, aby był zapewniony równy dostęp do informacji o produkcie, jakim jest udziałowy instrument finansowy. Stan wiedzy inwestora na temat spółki, z informacją fałszywą i bez niej, powinien być rozpatrzony jako kontradictoryjny i wnioski, jakie można z tego wyciągnąć będą świadczyły o naturalnym, adekwatnym związku przyczynowo-skutkowym w warunkach wystandardyzowanych okoliczności rynku regulowanego.

Ponoszenie ryzyka kursowego przez akcjonariusza jest związane z funkcjonowaniem rynku, ale tylko z tego powodu nie można odmówić akcjonariuszowi dochodzenia pokrycia szkód majątkowych, tym bardziej że poniesienie strat w sytuacji, gdy spółka opublikowała fałszywe dane należy traktować jako podjęte na podstawie informacji cenotwórczej. Cechy ryzyka rynkowego nie można stawiać wyżej niż cechy, jaką jest wystandaryzowanie informacji o spółce, podawane w sposób publiczny, i dostęp do tej informacji dla inwestorów. Informacja jest podstawowym produktem rynku regulowanego, ponieważ zgodnie z założeniem inwestor podejmuje decyzje w sposób racjonalny i kieruje się określonymi przesłankami przy podejmowaniu decyzji. Nie można praktyk rynkowych i postaw wobec produktów finansowych traktować wyłącznie opisowo. Potrzebny jest model zachowania starannego i racjonalnego niespekulacyjnego inwestora. To, że wśród inwestorów można znaleźć całą gamę zachowań ludzkich – od tych, którzy są związani z akcjami danej spółki na dobre i złe, inwestorów podatnych na zewnętrzne sugestie, kupujących akcje, na których coś się dzieje, po kupujących wbrew tendencjom rynkowym *etc.* nic nie zmienia. Ochrona inwestora, akcjonariusza, musi zakładać, że jego decyzja była racjonalna, wynikała z wycień i obserwacji rynku oraz informacji o spółce. Można przy tym posłużyć się analizą ekonomiczną nawet wtedy, jeśli akcjonariusz taką analizą nie dysponował i wskazać potencjalny zysk czy stratę, adekwatne do fałszywej informacji. Odpowiedzialność odszkodowawcza ma charakter kompensacyjny i stanowi ośrodek ochrony stron. Nie można pozostawić bez ochrony akcjonariuszy, bo będzie miało to wpływ także na wiarygodność rynku regulowanego i spekulowanie na danych stanowiących podstawę do określenia adekwatności informacyjnej danego rynku.

Fałszywa informacja nie musi należeć do motywów powzięcia błędnej decyzji inwestycyjnej, nie musi istnieć w świadomości inwestora, wystarczy, że wpływa na poziom kursu w momencie zawarcia umowy kupna lub sprzedaży przedmiotowych akcji.

Artykuł 6 dyrektywy prospektowej i art. 7 dyrektywy o przejrzystości zobowiązują państwa członkowskie do zapewnienia należytego systemu sankcji wobec emitentów i członków ich władz za nienależyte realizowanie obowiązków informacyjnych<sup>24</sup>.

---

24 Dyrektywa 2004/109/WE, Parlamentu i Rady z 15 grudnia 2004, w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE.



## Bibliografia

- Bielecki M., *Uprawnienie informacyjno-kontrolne akcjonariuszy w spółce akcyjnej*, „Prawo Spółek” 2004, nr 1.
- Dąbrowa J., *Odpowiedzialność deliktowa osoby prawnej za winę własną lub cudzą*, „Studia Cywilistyczne” 1970, t. XVI.
- Justyński T., *Nadużycie prawa w polskim prawie cywilnym*, Kraków 2000.
- Katner W., *Odpowiedzialność cywilna za szkodę wyrządzoną naruszeniem tajemnicy przedsiębiorcy, zwłaszcza w razie uznania jej za informację publiczną*, [w:] *Odpowiedzialność cywilna, Księga pamiątkowa ku czci profesora Adama Szpunara*, Kraków 2004.
- Katner W., *Prawa mniejszości w spółkach kapitałowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2002, nr 3.
- Kondracka A., *Charakter prawny akcji*, Białystok 1999.
- Lewaszkiewicz-Petrykowska B., *Wyrządzenie szkody przez kilka osób*, Warszawa 1978.
- Michalski M., *Kontrola kapitałowa nad spółką*, Kraków 2004.
- Popiołek W., *Akcja – prawo podmiotowe*, Warszawa 2010.
- Sójka T., *Związek przyczynowy jako przesłanka odpowiedzialności spółki publicznej za naruszenie obowiązków informacyjnych*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2007, nr 2.
- Szpunar A., *Akcje jako papiery wartościowe*, „Państwo i Prawo” 1993, z. 11–12.
- Szumański A. [w:] *Prawo papierów wartościowych*, „System Prawa Prywatnego” 2006, t. XIX.
- Wajda D., *Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych w kodeksie spółek handlowych*, Warszawa 2007.
- Weiss I., *Prawa mniejszości w spółkach kapitałowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1995, nr 10.
- Zacharzewski K., *Umowa o pośrednictwo giełdowe*, Toruń 2008.