

Wprowadzenie

Niniejsza publikacja poświęcona jest instytucjom prawnym, które prowadzą do oddzielenia zakresu oddziaływania akcjonariusza na sprawy spółki od jego zaangażowania kapitałowego – mechanizmom zwiększającym kontrolę. Jest to fundamentalne zagadnienie współczesnego ładu korporacyjnego, związane z granicami swobody kształtowania statutu spółki w kontekście tworzenia struktury praw udziałowych. Podstawowym rozwiązaniem jest oparcie uprawnień korporacyjnych akcjonariuszy na modelu jedna akcja – jeden głos, zakładającym ścisłe powiązanie możliwości oddziaływania na sprawy spółki od liczby posiadanych przez każdego z akcjonariuszy akcji, niemniej systemy prawne przewidują szerokie spektrum odstępstw od tego modelu. Także polskie prawo spółek dopuszcza wprowadzenie konstrukcji zaburzających proporcjonalność między udziałem kapitałowym a prawami korporacyjnymi, które mogą przybrać postać akcji uprzywilejowanych, uprawnień osobistych (art. 354 KSH), ograniczeń w zakresie wykonywania prawa głosu (art. 411 § 3 KSH), czy też szczególnych uprawnień państwa w spółkach o strategicznym znaczeniu (tzw. „złote akcje”).

Praca dotyczy spółek akcyjnych. Opisywane zagadnienia charakteryzują się największą doniosłością w odniesieniu do spółek publicznych – na ten podtyp spółki akcyjnej został w prowadzonych analizach położony największy nacisk, wszystkie zawarte w publikacji analizy empiryczne koncentrują się właśnie na spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie¹. Nie zmienia to faktu, że zdecydowana większość prezentowanych rozważań ma także zastosowanie do spółek niepublicznych, z uwagi na fakt, iż reżim prawny obu podtypów spółki akcyjnej nie charakteryzuje się znaczącymi rozbieżnościami w zakresie regulacji poświęconej prawom akcjonariuszy.

Mechanizmy zwiększające kontrolę odnoszą się do takich uprawnień, które pozwalają akcjonariuszom na wywieranie bezpośredniego wpływu na sprawy spółki. Tym

¹ Przez „spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie” lub „spółki notowane na warszawskiej giełdzie” w niniejszej publikacji rozumiane są spółki notowane na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie, zarówno na rynku podstawowym, jak i na rynku równoległym. Określenie to nie obejmuje natomiast spółek notowanych wyłącznie w alternatywnym systemie obrotu – NewConnect. Biorąc pod uwagę prawne aspekty struktury rynku kapitałowego (w ścisłym znaczeniu Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jest spółką prowadzącą rynek regulowany, a także alternatywny system obrotu) używane. Określenie jest pewnym uproszczeniem, które jednak jest powszechnie stosowane zarówno w literaturze prawnej i ekonomicznej, jak i w materiałach prasowych oraz w innych źródłach. Na temat struktury rynku kapitałowego zob. także uw. w przyp. 26 na s. 139.

samym tematyka pracy dotyczy głównie akcji uprzywilejowanych co do głosu, akcji niemnych, akcji uprzywilejowanych w zakresie wyboru członków organów, osobistych uprawnień akcjonariuszy w zakresie wyboru członków organów oraz prawa weta, ograniczeń wykonywania prawa głosu oraz szczególnych uprawnień państwa w spółkach o strategicznym znaczeniu. Inne instytucje przewidujące różnicowanie praw udziałowych (takie jak np. przywileje w zakresie dywidendy) zasadniczo znajdują się poza zakresem rozważań, niemniej dla zachowania ciągłości wywodu zostały one scharakteryzowane w niezbędnym stopniu.

Z jednej strony, istnienie mechanizmów zwiększających kontrolę może generować wiele korzyści związanych z optymalizacją struktury finansowania dużych podmiotów gospodarczych, natomiast z drugiej strony, może także przyczynić się do pewnych negatywnych efektów, związanych ze zbyt dużą siłą pojedynczych akcjonariuszy oraz z pokrzywdzeniem akcjonariuszy mniejszościowych. W tym kontekście kluczowa jest precyzyjna identyfikacja korzyści i zagrożeń oraz zestawienie szerokiego spektrum możliwych efektów z poszczególnymi instytucjami prawa spółek, umożliwiającymi odzielenie zaangażowania kapitałowego od kontroli nad spółką.

Celem pracy jest całościowa analiza mechanizmów zwiększających kontrolę w polskim prawie spółek. Poszczególnym instytucjom prawnym prowadzącym do odstępstw od proporcjonalności pomiędzy zaangażowaniem kapitałowym a prawami korporacyjnymi akcjonariuszy poświęcono w polskiej literaturze wiele opracowań dogmatycznych, brak jest jednak kompleksowego omówienia tej problematyki, zawierającego systemowe spojrzenie na ogół mechanizmów zwiększających kontrolę. W pracy przedstawiono tego rodzaju szerokie ujęcie, nie tylko opisujące wybrane instytucje prawa spółek od strony dogmatycznej, ale także wykorzystujące narzędzia teorii ekonomii w celu przedstawienia istoty opisywanych zjawisk, jak również prezentujące wyniki przeprowadzonych przez autora analiz empirycznych.

W pracy wykorzystano tym samym szeroki wachlarz metod badawczych oraz narzędzi analitycznych. Główna część pracy opiera się na wykorzystaniu metody dogmatycznej, metody ekonomicznej oraz prezentacji wyników analizy empirycznej. W celu pełnego przedstawienia opisywanych zagadnień uzupełniająco posłużono się także metodą historyczną oraz komparatystyką prawniczą. Wykorzystanymi metodami są:

- 1) **metoda dogmatyczna** – wykorzystanie metody dogmatycznej służy szczegółowej prezentacji norm prawnych stosowanych do stworzenia struktur przewidujących odstępstwa od proporcjonalności pomiędzy zaangażowaniem kapitałowym a zakresem oddziaływania akcjonariuszy na spółkę;
- 2) **metoda empiryczna** – na potrzeby pracy dokonano analizy statutów wszystkich polskich spółek publicznych, których akcje są notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Opisano skalę wykorzystania mechanizmów zwiększających kontrolę przez polskie spółki oraz w sposób szczegółowy scharakteryzowano poszczególne występujące w praktyce obrotu konstrukcje. Ponadto, w celu przedstawienia specyfiki polskiego systemu ładu korporacyjnego, poddano analizie empirycznej raporty bieżące publikowane przez spółki gieł-

dowe po walnych zgromadzeniach. Badanie to pozwoliło na udzielenie precyzyjnej odpowiedzi na pytanie o strukturę własności polskich spółek publicznych. Podczas prezentacji wyników analiz empirycznych wykorzystano narzędzia statystyki opisowej;

- 3) **metoda ekonomiczna** – w celu dokonania pełnego opisu badanych instytucji wykorzystano także podejście ekonomiczne. W pierwszej kolejności dokonano przeglądu literatury ekonomicznej oraz prawnej poświęconej mechanizmom zwiększającym kontrolę. Następnie zaprezentowane tezy ekonomiczne zostały zestawione z analizą polskich przepisów oraz z występującymi w praktyce konstrukcjami odstępstw od proporcjonalności pomiędzy zaangażowaniem kapitałowym a zakresem oddziaływania akcjonariusza na sprawy spółki. Analiza ekonomiczna zawarta została także w trzeciej części publikacji, w celu omówienia problematyki kontroli państwa nad strategicznymi spółkami;
- 4) **metoda historyczna** oraz **metoda komparatystyczna** – uzupełniając posłużono się także metodą historyczną oraz komparatystyczną. Scharakteryzowano ewolucję aspektów ładu korporacyjnego związanych z mechanizmami zwiększającymi kontrolę w XIX oraz XX w. w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, w Niemczech oraz we Francji. Analiza historyczna posłużyła także do scharakteryzowania ewolucji występujących w XX w. poglądów na rolę państwa w gospodarce ze szczególnym uwzględnieniem wizji polityki właścicielskiej, w kontekście szczególnych uprawnień państwa w spółkach o strategicznym znaczeniu. Ponadto, publikacja zawiera również analizę europejskiego prawa spółek w odniesieniu do aktów prawnych nawiązujących do zasady jedna akcja – jeden głos oraz analizę porównawczą dotyczącą akcji o różnych uprawnieniach występujących w wybranych porządkach prawnych.

Prowadzone rozważania mają na celu przedstawienie złożonej analizy mechanizmów zwiększających kontrolę w polskim systemie prawnym. Analiza ta ma celu realizację następujących celów badawczych:

- 1) charakterystyka ekonomicznej efektywności mechanizmów zwiększających kontrolę, wraz ze wskazaniem na potencjalne korzyści oraz możliwe zagrożenia z nimi związane;
- 2) wskazanie dopuszczalnych, na gruncie polskiego prawa spółek, konstrukcji przewidujących oddzielenie zaangażowania kapitałowego od siły głosu akcjonariusza;
- 3) precyzyjne określenie granic dopuszczalności wykorzystywania mechanizmów zwiększających kontrolę w polskim prawie spółek;
- 4) przedstawienie skali wykorzystania poszczególnych mechanizmów zwiększających kontrolę w polskich spółkach giełdowych;
- 5) charakterystyka instrumentów wykorzystywanych przez Skarb Państwa w celu zwiększenia oraz petryfikacji kontroli w spółkach o strategicznym znaczeniu;
- 6) ocena dopuszczalności wykorzystywania przez Skarb Państwa określonych instrumentów prawnych, dokonana z perspektywy prawa pierwotnego Unii Euro-

pejskiej (swoboda przepływu kapitału oraz swoboda przedsiębiorczości) i polskiego prawa spółek.

Publikacja składa się z trzech części, które podzielone zostały na dziewięć rozdziałów.

Część I, składająca się z dwóch rozdziałów, zawiera analizy ekonomiczne, historyczne oraz prawnoporównawcze. Celem rozważań zawartych w rozdziale I jest przedstawienie ekonomicznych efektów związanych z mechanizmami zwiększającymi kontrolę. Na początku scharakteryzowano problematykę występujących na świecie systemów ładu korporacyjnego – systemu o skoncentrowanej oraz systemu o rozproszonej strukturze własności. Przez ten pryzmat zaprezentowano analizy empiryczne autora poświęcone strukturze własności polskich spółek giełdowych. Wskazanie głównych cech polskiego systemu ładu korporacyjnego stanowi punkt wyjścia dla dalszych rozważań dotyczących ekonomicznych aspektów mechanizmów zwiększających kontrolę, na tym tle omówiono także potencjalne zalety oraz możliwe negatywne skutki związane z mechanizmami zwiększającymi kontrolę.

W rozdziale II uwagę poświęcono aspektom historycznym oraz komparatystycznym. Na początku rozdziału zaprezentowano ewolucję podejścia do problemu rozkładu sił pomiędzy akcjonariuszami na kształtujących się w XIX oraz XX w. nowoczesnych rynkach kapitałowych. W dalszej kolejności uwaga poświęcona została europejskiemu prawu spółek. Problem zasady jedna akcja – jeden głos oraz mechanizmów zwiększających kontrolę przedstawiono na tle ewolucji gałęzi prawa Unii Europejskiej poświęconej spółkom akcyjnym. W sposób szczegółowy scharakteryzowano niedawne, zakończone niepowodzeniem próby wprowadzenia zasady jedna akcja – jeden głos w Unii Europejskiej, zaprezentowano również odpowiedź na pytanie o dokładne przyczyny braku harmonizacji tej sfery. W ostatniej części rozdziału II przedstawiono analizy prawnoporównawcze dotyczące dopuszczalnych konstrukcji oraz zakresu wykorzystania akcji o różnych uprawnieniach w wybranych porządkach prawnych.

Część II opracowania, składająca się z pięciu rozdziałów, poświęcona jest w całości polskiemu prawu spółek. W rozdziale III przedstawiono precyzyjną definicję mechanizmów zwiększających kontrolę stworzoną na potrzeby prowadzonych analiz, wraz z typologią dopuszczalnych przez polskie prawo spółek rozwiązań. W dalszej kolejności przedstawiono ogólne statystyki wykorzystania mechanizmów zwiększających kontrolę w polskich spółkach giełdowych. Zaprezentowane dane stanowią także wstęp do kolejnych rozdziałów, w których przedstawiono szczegółowe wyniki analiz empirycznych dotyczących wykorzystania każdego mechanizmu z osobna. Rozdział III zawiera także część dogmatyczną, w której omówiono zasadę proporcjonalności pomiędzy zaangażowaniem kapitałowym a zakresem oddziaływania na spółkę przez akcjonariusza, która określa górne granice wykorzystania mechanizmów zwiększających kontrolę.

Rozdział IV publikacji poświęcony jest akcjom uprzywilejowanym. Scharakteryzowano akcje uprzywilejowane co do głosu, akcje nieme (które normatywnie są podtypem akcji uprzywilejowanych w zakresie dywidendy) oraz akcje uprzywilejowane w inny sposób. Przedstawiono dopuszczalne sposoby uprzywilejowania akcji, a także dogma-

tyczne aspekty związane z nadawaniem akjom różnych uprawnień na podstawie przepisów Kodeksu spółek handlowych. Wyniki analiz empirycznych udzieliły z kolei odpowiedzi na pytanie o faktyczny zakres wykorzystania akcji uprzywilejowanych w spółkach giełdowych.

W rozdziale V omówiono problematykę osobistych uprawnień akcjonariuszy. Szczegółowo scharakteryzowano normy poświęcone nadawaniu oraz dopuszczalnym rodzajom osobistych uprawnień, w szczególności przedstawiono problematykę zachowania proporcjonalności pomiędzy zaangażowaniem kapitałowym a zakresem uprawnień akcjonariusza. Instytucję osobistych uprawnień zestawiono także z akcjami uprzywilejowanymi, wskazując cechy wspólne oraz odmienności pomiędzy tymi dwoma podstawowymi instrumentami prowadzącymi do różnicowania uprawnień poszczególnych akcjonariuszy. Rozdział ten zawiera także empiryczną analizę wykorzystania instytucji osobistych uprawnień w polskich spółkach giełdowych.

Rozdział VI zawiera analizę ograniczeń wykonywania prawa głosu. Zaprezentowano w nim kompleksowe ekonomiczne ujęcie konsekwencji wprowadzenia tego rodzaju ograniczeń, omówiono także często występujące w praktyce obrotu konstrukcje polegające na selektywnym wyłączeniu wskazanych w statucie akcjonariuszy spod ograniczeń wykonywania prawa głosu. Zbadano zgodność takich rozwiązań z prawem, w szczególności z kodeksowymi wymogami w zakresie zachowania proporcjonalności pomiędzy zaangażowaniem kapitałowym a zakresem oddziaływania przez akcjonariusza na sprawy spółki. W rozdziale VI przedstawione zostały także szczegółowe wyniki analiz empirycznych dotyczących ograniczeń wykonywania prawa głosu.

W rozdziale VII rozważania poświęcone zostały problematyce granic obowiązywania mechanizmów zwiększających kontrolę. Omówiono zasadę przełamania – zniesienie odstępstw od proporcjonalności pomiędzy zaangażowaniem kapitałowym a zakresem oddziaływania na spółkę oraz ograniczeń w zakresie zbywalności akcji, z uwagi na przepis ustawy lub postanowienie statutu. Scharakteryzowano wszystkie rodzaje zasady przełamania, tzn. zarówno jej odmianę ustawową, przewidzianą przepisami Kodeksu spółek handlowych, jak i statutową, wprowadzaną na podstawie przepisów prawa rynku kapitałowego lub na zasadach ogólnych, w oparciu o swobodę kontraktowania. Tak jak w przypadku wszystkich mechanizmów zwiększających kontrolę, również w odniesieniu do zasady przełamania przedstawiono wyniki przeprowadzonych analiz empirycznych dotyczące wykorzystania tej instytucji w praktyce obrotu.

Część III publikacji poświęcona została w całości problematyce złotych akcji, tzn. szczególnych uprawnień państwa w spółkach o strategicznym znaczeniu. Kwestie te charakteryzują się dużą doniosłością, z uwagi na w dalszym ciągu stosunkowo istotny udział państwa w kluczowych spółkach, jak również ze względu na obszerną linię orzecznictwą TSUE. W rozdziale VIII scharakteryzowano ekonomiczne aspekty kontroli państwa nad strategicznymi spółkami oraz w sposób szczegółowy przedstawiono wyroki dotyczące złotych akcji w krajach Unii Europejskiej. Przez ten pryzmat w rozdziale IX omówiono problematykę złotych akcji w polskim systemie prawnym. W pierwszej kolejności scharakteryzowano przepisy ustawy o szczególnych uprawnie-

niach Skarbu Państwa oraz ustawy o kontroli niektórych inwestycji, w dalszej części rozdziału przedstawiono wszelkie instrumenty statutowe, które służą utrzymaniu kontroli państwa w spółkach o strategicznym znaczeniu. Wszystkie opisane rozwiązania przeanalizowano pod kątem ich zgodności z prawem pierwotnym Unii Europejskiej.

Celem regulacji prawno-gospodarczych jest zawsze odniesienie się do rzeczywistych zjawisk, procesów oraz relacji mających miejsce w gospodarce. Przepisy prawne nie stanowią abstrakcyjnego formalizmu, ale są realnym instrumentem wpływającym na złożone procesy ekonomiczne. Tworzenie oraz stosowanie regulacji staje się coraz trudniejsze z uwagi na dynamiczny rozwój gospodarczy, nowe technologie oraz nieustanną ewolucję instytucji społecznych. Manifestacją tych czynników w obszarze prawa gospodarczego jest, m.in. wzrost wymiany handlowej, globalizacja rynków finansowych oraz powstawanie coraz bardziej skomplikowanych instrumentów finansowych, co pociąga za sobą złożoność struktur prawnych, również tych odnoszących się do praw i obowiązków współników spółek akcyjnych.

Odpowiedzią na powyżej opisane trudności jest szeroka, interdyscyplinarna analiza, opierająca się na kilku komplementarnych perspektywach oraz uwzględniająca szerokie spektrum złożonych, współwystępujących czynników. Tego rodzaju analiza jest konieczna, aby w odpowiedni sposób przedstawić kluczowe problemy współczesnego prawa gospodarczego, w tym rozkład praw udziałowych akcjonariuszy w spółkach akcyjnych.

Niniejsza publikacja stanowi propozycję autorskiej analizy problematyki mechanizmów zwiększających kontrolę, dokonanej w sposób systemowy, z uwzględnieniem wymienionych powyżej postulatów wykorzystania interdyscyplinarnego podejścia. Zdając sobie sprawę, że wyczerpanie opisywanej tematyki nie jest możliwe, autor ma nadzieję, że praca przyczyni się do lepszego rozumienia omawianych instytucji, zarówno na płaszczyźnie stosowania, jak i tworzenia prawa.

Cambridge, Massachusetts, wrzesień 2017 r.