

## **Mechanizmy ładu korporacyjnego umożliwiające zwiększenie kontroli nad spółkami kapitałowymi**

W spółkach prawa handlowego, w tym przede wszystkim o spółkach kapitałowych, wyróżnia się zasadniczo dwa typy wspólników, których umownie można nazwać wspólnikami kontrolującymi oraz wspólnikami inwestującymi. Pierwszy typ – to wspólnicy, którzy posiadają wszystkie lub większość z następujących cech: z reguły samodzielnie lub wspólnie z innymi osobami kontrolują większość głosów na zgromadzeniach wspólników/walnych zgromadzeniach (ang. *controlling shareholders*), osobiście zarządzają lub mają wpływ na wybór członków zarządu spółki, mają nieograniczony dostęp do tajemnic spółki (ang. *insiders*), a nieraz byli założycielami spółki, zanim skierowała się ona do inwestorów, by pozyskać kapitał na dalszy rozwój. Drugi typ to wspólnicy mniejszościowi (ang. *non-controlling shareholders*), którzy nabywają akcje lub udziały głównie ze względów inwestycyjnych. Główny cel działania drugiego rodzaju wspólników – uzyskanie zysku z inwestycji – wcale nie oznacza, że w ogóle nie są oni zainteresowani sprawami spółki. Wręcz przeciwnie, można z góry przyjąć założenie, że ich inwestycja jest na tyle bezpieczna, na ile mają oni przynajmniej wiedzę, jeżeli nie kontrolę, nad sprawami spółki.

Interes wspólny obu grup to zwiększenie wartości spółki, a tym samym wartości posiadanych przez nich akcji. Posiadanie wspólnego interesu nie oznacza zgodności w zakresie środków i sposobów osiągnięcia celów. Cele wspólników większościowych są najczęściej dużo bardziej złożone, a jednocześnie – z reguły – długoterminowe. Wspólnicy większościowi znają lepiej rynek, tajemnice spółki oraz często poświęcają spółce swój czas/pracę (a nie tylko pieniądze) i przez to słusznie zakładają, że powinni mieć decydujący wpływ na strategię i decyzje biznesowe spółki. Z drugiej strony wspólnicy mniejszościowi słusznie zakładają, że ich inwestycja powinna być chroniona, a zbytnie oddanie kontroli wspólnikom większościowym może umożliwić im uzyskiwanie osobistych korzyści, nie wynikających wprost z zainwestowanego kapitału.

Jednym z fundamentów światowego i polskiego prawa handlowego jest zasada proporcjonalności pomiędzy zainwestowanym/kontrolowanym kapitałem a samą kontrolą nad spółką (1 akcja = 1 głos na zgromadzeniu), jednakże zasada ta znajduje bardzo wiele wyjątków i ograniczeń. Korzystając z dostępnych narzędzi prawnych wspólnicy większościowi, by chronić spółkę i własne interesy, wprowadzają mechanizmy ładu korporacyjnego, które wprost lub pośrednio prowadzą do uchylecia zasady proporcjonalności<sup>1</sup>, natomiast wspólnicy mniejszościowi starają się blokować lub uchylać już wprowadzone mechanizmy zwiększania kontroli nad spółką,

---

<sup>1</sup> ang. *control-enhancing mechanisms*

względnie dostosować do tych mechanizmów oraz egzekwować obowiązujące je ograniczenia.

Badania przeprowadzone przez Komisję Europejską wykazały, że spośród 464 badanych spółek, mających siedzibę w krajach członkowskich Unii Europejskiej, 44% stosowało przynajmniej jeden mechanizm zwiększania kontroli.<sup>2</sup> O ile działania Komisji zmierzały przede wszystkim do ustalenia, na ile dane mechanizmy kontroli są przejrzyste, wpływają na efektywność biznesową spółek i ewentualnie wymagają ochrony wspólników mniejszościowych w drodze nowych regulacji wspólnotowych, niejako przy okazji prowadzonych prac Komisji udało się stworzyć swego rodzaju klasyfikację występujących na rynku mechanizmów kontroli, których wybrane przykłady – mogące mieć zastosowanie w prawie polskim – przedstawiam poniżej.

Uprzywilejowanie akcji co do prawa głosu (*multiple voting rights shares*) jest jednym z najczęściej spotykanych w Polsce mechanizmów zwiększania kontroli nad spółką. Mechanizm ten polega na wprowadzeniu do umowy spółki lub statutu postanowienia, które wprost uchyla zasadę proporcjonalności, przewidując w jej miejsce, że na każdą akcję przypada więcej niż jeden głos. Uprzywilejowanie prawa głosu w spółce z o.o.<sup>3</sup> nie może przyznawać uprawnionemu więcej niż 3 głosy za jeden udział. W spółce akcyjnej<sup>4</sup> uprzywilejowanie prawa głosu może przyznawać co najwyżej 2 głosy za jedną akcję i może dotyczyć wyłącznie tych akcji imiennych (w przypadku ich zamiany na akcje na okaziciela uprzywilejowanie wygasa), które zostały w całości pokryte najpóźniej na koniec poprzedniego roku obrotowego. Uprzywilejowanie co do prawa głosu nie może mieć zastosowania w spółce publicznej, jednakże ta zasada w praktyce spółek publicznych oraz interpretacji Komisji Nadzoru Finansowego nie ma charakteru bezwzględny.<sup>5</sup>

Przez akcje nieme (*non-voting shares*) w światowym obrocie prawnogospodarczym rozumie się akcje, z którym nie wiąże się prawo głosu na walnym zgromadzeniu. Według polskiego prawa w spółce z o.o. nie są dopuszczalne udziały nieme, natomiast w spółce akcyjnej akcje nieme (bez prawa głosu) mogą być emitowane wyłącznie w sytuacji, gdy równocześnie są one uprzywilejowane co do dywidendy. Polskie prawo nie dopuszcza emisji akcji niemych, które są uprzywilejowane wyłącznie w inny sposób lub w ogóle nie są uprzywilejowane. Z drugiej jednak strony akcji niemych nie dotyczą zwyczajne ograniczenia co do maksymalnej wysokości wypłacanej dywidendy w stosunku do akcji nieuprzywilejowanych, korzystają one z pierwszeństwa zaspokojenia przed pozostałymi akcjami, a ponadto mogą być

---

<sup>2</sup> Commission Staff Working Document – Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, SEC (2007) 1705, 12.12.2007

<sup>3</sup> art. 174 ksh.

<sup>4</sup> art. 351 i 352 ksh.

<sup>5</sup> w obrocie funkcjonuje interpretacja prowadząca do zastosowaniu tego zakazu wyłącznie w odniesieniu do emitowania nowych akcji uprzywilejowanych po uzyskaniu statusu spółki publicznej

emitowane zarówno jako akcje imienne jak i na okaziciela (w przeciwieństwie do innych akcji uprzywilejowanych).

Struktury piramidowe (pyramid structures) - są również bardzo często spotykanym sposobem zwiększania kontroli nad spółką, polegającym na budowie takiej sieci zależności i rozwiązań własnościowych, które pozwalają akcjonariuszowi pośrednio, względnie zarówno pośrednio jak i bezpośrednio posiadać udziały/akcje w spółce. Sprawowanie kontroli nad spółkami poprzez struktury piramidowe ma również inne cele, takie jak np. pozyskanie finansowania, optymalizację podatkową, czy też – często przede wszystkim – ochronę tożsamości wspólnika większościowego. W tym kontekście na świecie wyróżnia się również podobny mechanizm powiązań krzyżowych, które polegają na wzajemnym kontrolowaniu przez dwie lub więcej spółek swoich akcji, a przez to wzajemne sprawowanie kontroli i wykonywanie prawa głosu na walnych zgromadzeniach. W polskim prawie obecnie istnieją dwa istotne ograniczenia tworzenia powiązań krzyżowych: po pierwsze, spółka zależna co do zasady nie może nabywać akcji spółki dominującej, po drugie, jeżeli nawet nabędzie w ramach przewidzianego ustawą wyjątku, to nie może wykonywać praw udziałowych (w tym prawa głosu) z takich akcji.<sup>6</sup> Przed wejściem w życie przepisów Kodeksu spółek handlowych, tj. w latach 90-tych XX wieku w Polsce powiązania krzyżowe były stosowane i w skrajnych przypadkach umożliwiały przejęcie kontroli nad grupą przez zarządy spółek krzyżowo powiązanych<sup>7</sup>.

Prawa osobiste akcjonariuszy oraz akcje uprzywilejowane w inny sposób niż co do prawa głosu (priority shares) – mogą polegać w szczególności na przyznaniu danemu akcjonariuszowi lub wspólnikowi osobistego prawa powoływania członków organów spółki, specjalnych zasad dotyczących konieczności uzyskania zgody akcjonariusza na określone działania spółki lub uchwały organów, specjalne zasady podziału majątku likwidacyjnego itp. Szczególnym rodzajem osobistego uprzywilejowania jest tzw. złota akcja (mająca najczęściej charakter prawa weta), która nie ma związku z posiadaniem udziałem w kapitale zakładowym, lecz wynika wyłącznie z przepisu prawa<sup>8</sup> lub statutu spółki<sup>9</sup>. Uprzywilejowanie akcji może dotyczyć wyłącznie akcji imiennych (z wyjątkiem akcji niemych). Uprzywilejowanie udziału/akcji jest możliwe również w zakresie dywidendy, jednak uprzywilejowana dywidenda może przewyższać nie więcej niż o połowę dywidendę przysługującą udziałom/akcjom nieuprzywilejowanym (wyjątek od tej reguły również obejmuje akcje

---

<sup>6</sup> art. 362 § 1 i art. 364 § 2 w zw. z art. 364 § 4 ksh.

<sup>7</sup> vide powiązania krzyżowe w trzech spółkach w ramach tzw. Trójkąta Buchacza

<sup>8</sup> m.in. Ustawa y 18 marca 2010 r. o szczególnych uprawnieniach ministra właściwego do spraw Skarbu Państwa oraz ich wykonywaniu w niektórych spółkach kapitałowych lub grupach kapitałowych prowadzących działalność w sektorach energii elektrycznej, ropy naftowej oraz paliw gazowych.

<sup>9</sup> Trybunał Sprawiedliwości UE zakwestionował podobne uprawnienia Państwa Portugalskiego w spółce Energias de Portugal (wyrok TS UE sygn. C-543/08); podobne uprawnienia zakwestionował Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 30 września 2004 r., sygn. akt IV CK 713/03

nieme). Szczególne uprawnienia lub uprzywilejowanie powinno wynikać wprost z postanowień umowy spółki lub statutu. Ponadto umowa spółki lub statut może uzależniać przyznanie szczególnych uprawnień od spełnienia dodatkowych świadczeń na rzecz spółki, określać termin lub warunek powstania lub wygaśnięcia tych praw.

Umowy wspólników/akcjonariuszy są również bardzo często spotykanym mechanizmem zwiększania kontroli nad spółką (szczególnie w spółkach średniej wielkości), będącym umową nienazwaną, która dla wszystkich wspólników danej spółki lub niektórych wspólników o wspólnych interesach stanowi narzędzie współpracy przy decyzjach biznesowych spółki, w tym wykonywaniu prawa głosu na zgromadzeniach wspólników/walnym zgromadzeniach. Umowy wspólników mogą również zawierać klauzule dotyczące prawa opcji lub szczególne warunki wspólnej sprzedaży udziałów/akcji w drodze prawa pociągnięcia (*drag along right*). Szczególnym rodzajem umowy wspólników są umowy inwestycyjne, które mogą przyjmować harmonogram inwestycji w spółkę oraz wprowadzać np. obowiązki głosowania za uchwałami o podwyższeniu kapitału zakładowego, dopłatach w spółce z o.o., udzielania pożyczek, poręczeń itp. Istotną zaletą umów wspólników jest – co do zasady – ich wiążący charakter i możliwość dochodzenia odszkodowania lub zapłaty kary umownej w razie naruszenia postanowień umowy (w przeciwieństwie do nieformalnych ustaleń wspólników lub listu intencyjnego).

Progi ograniczające wykonywanie prawa głosu z akcji mogą być wprowadzone do statutu spółki akcyjnej<sup>10</sup> poprzez ograniczenie możliwości wykonywania prawa głosu przez akcjonariuszy dysponujących powyżej jednej dziesiątej ogółu głosów w spółce (doliczając również głosy przysługujące mu jako zastawnikowi, użytkownikowi lub na podstawie innego tytułu prawnego). Realizacja interesu wspólnika większościowego następuje poprzez wprowadzenie do statutu spółki tego ograniczania i jego wyłączenie w stosunku do wspólnika większościowego<sup>11</sup>, co w praktyce umożliwia mu sprawowanie efektywnej kontroli nad spółką nawet w przypadku posiadania mniej niż 50% akcji. Jest to jeden z mechanizmów stosowanych przez Skarb Państwa w niektórych strategicznych spółkach publicznych, który zniechęca potencjalnie „wrogich inwestorów” do nabywania znacznych pakietów akcji takich spółek. Obok wymienionych wyżej progów w teorii prawa spółek wymienia się również progi ograniczające posiadanie akcji spółki. Tego typu mechanizm nie jest możliwy do zastosowania zgodnie z przepisami polskiego prawa.

Większość kwalifikowana – jest to wymagana szczególna większość głosów na zgromadzeniu wspólników lub walnym zgromadzeniu do podjęcia uchwały, np. 2/3

---

<sup>10</sup> na podstawie art. 411 § 3 ksh.

<sup>11</sup> moim zdaniem tego typu wyłączenia nie można *a priori* traktować jako naruszenie zasady równego traktowania akcjonariuszy, wyrażonej w art. 20 ksh.

lub 3/4 głosów. Ustawowo większość kwalifikowaną stosuje się do kluczowych decyzji w sprawie spółki, jednakże w umowie spółki lub statucie można zarówno podnieść próg większości kwalifikowanej, jak i rozszerzyć katalog spraw, które wymagają rozstrzygnięcia zgodnie z tą większością. Większość kwalifikowana jest to szczególnie mechanizm, który co do zasady nie zapewnia większej kontroli jednemu wspólnikowi większościowemu (a wręcz może ograniczyć jego uprawnienia), jednakże może służyć jako jeden elementów utrwalających spójność lub współpracę kilku wspólników, którzy wspólnie posiadają większość przekraczającą próg większości kwalifikowanej.

W końcu spółka komandytowo-akcyjna to spółka osobowa, która dzięki niektórym cechom spółek kapitałowych ze swej istoty pozwala na ukształtowanie jej struktury własnościowej poprzez wskazanie jednego wspólnika – komplementariusza – sprawującego kontrolę i prowadzącego sprawy spółki oraz pozostałych (innych) osób, będących akcjonariuszami, którzy jedynie zapewniają kapitał spółce. Do pewnego stopnia podobne cele może spełniać również spółka komandytowa, w której jednak prawa i obowiązki komandytariuszy są odmiennie uregulowane.

Podsumowując, mechanizmy zwiększające kontrolę są efektywnymi narzędziami, które nie tylko umożliwiają realizację interesu wspólników lub akcjonariuszy większościowych, ale również mogą zapewnić spójność działań i sprawne podejmowanie decyzji w ramach spółki również po pozyskaniu przez nią inwestorów (w tym indywidualnych). W związku z tym uważam, iż narzędzia te spełniają pozytywną rolę, zachęcając założycieli spółki do rozszerzenia kręgu wspólników i akcjonariuszy oraz pozyskiwanie w ten sposób nowego kapitału, co leży również w interesie samej spółki. Poza tym mechanizmy umożliwiają bezpośrednio lub pośrednio osiągnięcie innych celów głównie o charakterze ochronnym, np. obrony spółki przed wrogim przejęciem, ochrony tożsamości wspólnika większościowego lub – w odniesieniu do spółek o doniosłym znaczeniu dla gospodarki narodowej – są jednym z elementów ochrony bezpieczeństwa publicznego i interesu Skarbu Państwa. Jak wskazuje praktyka oraz niesławne przykłady, stosowanie tych mechanizmów wymaga dyskusji i bieżącego monitorowania pod kątem ewentualnych nadużyć, których jak zawsze w indywidualnych, skrajnych przypadkach nie sposób uniknąć.

**Autor:**

Przemysław Musioł - wspólnik, radca prawny