

SPÓŁKI SKARBU PAŃSTWA NA RYNKU KAPITAŁOWYM

redakcja naukowa
Andrzej Kidyba ■ Marek Michalski

MONOGRAFIE

SPÓŁKI SKARBU PAŃSTWA NA RYNKU KAPITAŁOWYM

redakcja naukowa
Andrzej Kidyba ■ Marek Michalski

MONOGRAFIE

Zamów książkę w księgarni internetowej

proinfo.pl
księgarnia internetowa

Wydawca
Magdalena Stojek-Siwińska

Redaktor prowadzący
Adam Choiński

Opracowanie redakcyjne
Katarzyna Jaworska
Justyna Szumił

Łamanie
JustLuk

Ta książka jest wspólnym dziełem twórcy i wydawcy. Prosimy, byś przestrzegał przysługujących im praw. Książkę możesz udostępnić osobom bliskim lub osobiście znanym, ale nie publikuj jej w internecie. Jeśli cytujesz fragmenty, nie zmieniaj ich treści i koniecznie zaznacz, czyje to dzieło. A jeśli musisz skopiować część, rób to jedynie na użytek osobisty.

prawoLubni

SZANUJMY PRAWO I WŁASNOŚĆ
Więcej na www.legalnakultura.pl
POLSKA IZBA KSIĄŻKI

© Copyright by
Wolters Kluwer Polska SA, 2017

ISBN 978-83-8107-448-3
ISSN 1897-4392

Dział Praw Autorskich
01-208 Warszawa, ul. Przyokopowa 33
tel. 22 535 82 19
e-mail: ksiazki@wolterskluwer.pl
www.wolterskluwer.pl
księgarnia internetowa www.profinfo.pl

Spis treści

Wykaz skrótów / 11

Uwagi wstępne / 15

Maciej Bałtowski

Relacje między własnością a kontrolą w spółkach z udziałem Skarbu Państwa notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie / 17

1. Wstęp / 17
2. Ramy teoretyczno-metodyczne / 18
3. Spółki Skarbu Państwa oraz spółki z udziałem Skarbu Państwa oraz ich miejsce na GPW w Warszawie / 22
4. Lewarowanie prawa do kontroli w spółkach z udziałem Skarbu Państwa / 24
 - 4.1. Wykorzystywanie zasady podejmowania uchwał na WZA bezwzględną większością głosów obecnych / 25
 - 4.2. Ograniczenia prawa głosu akcjonariuszy mniejszościowych na WZA / 27
 - 4.3. Szczególne uprawnienia Skarbu Państwa odnośnie do wyboru członków rad nadzorczych / 28
 - 4.4. Inne szczególne uprawnienia Skarbu Państwa / 30
5. Zmiany składu rad nadzorczych i zarządów spółek z udziałem Skarbu Państwa w okresie po zmianie rządu / 31
6. Wpływ analizowanych działań Skarbu Państwa na sytuację spółek / 34
7. Podsumowanie / 35

Ryszard Czerniawski

Spółka Skarbu Państwa na rynku giełdowym: potrzebna czy zbyteczna? / 39

1. Wstęp / 39

2. Pojęcie spółki Skarbu Państwa i wpływ tzw. drobnych akcjonariuszy na spółkę giełdową / 39
3. Wpływ spółek Skarbu Państwa na płynność obrotu giełdowego / 43
4. Interes spółki, interes akcjonariuszy, interes publiczny / 45
5. *Imperium a dominium* / 46
6. Prawa z akcji Skarbu Państwa jako przedmiot umowy powierniczej / 50
7. Podsumowanie / 51

Justyna Dąbrowska

Nowy model nadzoru nad spółkami z udziałem Skarbu Państwa / 53

1. Wstęp / 53
2. Kompleksowa regulacja o nadzorze właścicielskim w spółkach z udziałem Skarbu Państwa / 54
3. Rozdzielenie sfer oddziaływania państwa na spółki z udziałem Skarbu Państwa / 55
4. Właściwe instytucjonalne ukształtowanie ram nadzoru właścicielskiego w spółkach z udziałem Skarbu Państwa / 57
5. Rozdzielenie sfer i instrumentów nadzoru założycielskiego, właścicielskiego i administracyjnego nad spółkami z udziałem Skarbu Państwa / 60
6. Stosowanie narzędzi właścielskich wyłącznie wobec spółek z bezpośrednim udziałem Skarbu Państwa / 62
7. Koordynacja wykonywania uprawnień przysługujących Skarbowi Państwa / 66
8. Nadzór nad czynnościami prawnymi państwowych osób prawnych / 68
9. Właściwy dobór kadr / 70
10. Interes publiczny jako warunek tworzenia i funkcjonowania spółek z udziałem Skarbu Państwa / 71
11. Podsumowanie / 73

Wojciech J. Katner

Giełdowe spółki Skarbu Państwa jako państwowe osoby prawne – zarysowanie problemu na gruncie współczesnej doktryny i orzecznictwa / 75

1. Wstęp / 75
2. Strona ekonomiczna i społeczna funkcjonowania spółki państwowej / 77

3. Istota spółki Skarbu Państwa / **81**
4. Skarb Państwa a inne państwowe osoby prawne / **83**
5. Przedsiębiorstwa publiczne / **88**
6. Spółki państwowe a spółki giełdowe / **93**
7. Podsumowanie / **97**

Grzegorz Kozieł

Zakres uprawnień wierzyciela Skarbu Państwa w spółkach z udziałem Skarbu Państwa działających na rynku kapitałowym / 99

1. Wstęp / **99**
2. Kategoria prawna wierzyciela Skarbu Państwa a prawa udziałowe Skarbu Państwa w spółkach działających na rynku kapitałowym / **100**
3. Determinanty specyfiki pozycji prawnej wierzyciela Skarbu Państwa / **101**
4. Zakres praw wierzyciela wspólnika albo akcjonariusza w spółkach kapitałowych / **102**
5. Zasady prowadzenia egzekucji w spółkach z udziałem Skarbu Państwa / **102**
7. Egzekucja z praw udziałowych przysługujących Skarbowi Państwa a ograniczenia zbywalności tych praw obowiązujące do 31.12.2016 r. w przepisach dotyczących komercjalizacji i prywatyzacji / **108**
8. Realizacja innych niż zaspokojenie z praw udziałowych przysługujących Skarbowi Państwa praw wierzyciela Skarbu Państwa a ograniczenia obowiązujące do 31.12.2016 r. w przepisach dotyczących komercjalizacji i prywatyzacji oraz ograniczenia przewidziane w pozostałych regulacjach szczególnych / **111**
9. Podsumowanie / **112**

Joanna Kruczałak-Jankowska

Interes a cel spółki z udziałem Skarbu Państwa / 115

1. Wstęp / **115**
2. Status prawny spółek z udziałem Skarbu Państwa w naukach prawa publicznego a cel i interes spółki / **116**
3. Status prawny spółek z udziałem Skarbu Państwa w naukach prawa prywatnego a cel i interes spółki / **119**
4. Podsumowanie / **123**

Remigiusz Lewandowski

Analiza wybranych instrumentów wsparcia rozwoju gospodarczego i innowacyjności / 125

1. Wstęp / 125
2. Wsparcie instrumentalne państwa / 126
3. Polityka dywidendy i polityka inwestycyjna / 129
4. Podsumowanie / 134

Anna Lichosik

Skarbowe papiery wartościowe na rynku kapitałowym / 136

1. Wstęp / 136
2. Normatywne podstawy emisji skarbowych papierów wartościowych / 137
3. Pojęcie skarbowych papierów wartościowych / 137
4. Warunki emisji / 142
5. Rodzaje skarbowych papierów wartościowych / 144
 - 5.1. Bony skarbowe / 144
 - 5.2. Obligacje skarbowe / 146
 - 5.3. Skarbowe papiery oszczędnościowe / 148
6. Obrót skarbowymi papierami wartościowymi na rynku kapitałowym / 149
7. Podsumowanie / 152

Artur Nowacki

Realizacja interesu publicznego niezarobkowego przez spółkę z udziałem Skarbu Państwa notowaną na rynku regulowanym / 154

1. Wstęp / 154
2. Realizacja celu publicznego niezarobkowego przez spółkę publiczną zawiązaną dla celu zarobkowego – mechanizmy prywatnoprawne, korporacyjne / 155
3. Realizacja celu publicznego niezarobkowego przez spółkę Skarbu Państwa zawiązaną dla celu zarobkowego – mechanizmy publicznoprawne / 160
4. Podsumowanie / 161

Tomasz Oczkowski

Znaczenie prawne koncepcji uchwał nieistniejących w praktyce funkcjonowania spółek kapitałowych – rozważania w kontekście możliwości „wrogiego” przejścia kontroli nad publiczną spółką akcyjną / 163

1. Wstęp / 163
2. Protokół notarialny z przebiegu walnego zgromadzenia akcjonariuszy / 164
3. Środki prawne zaskarżenia uchwał / 165
4. Problematyka uchwał wadliwych, nieważnych oraz uchwał nieistniejących / 166
5. Uchwały „przestępcze” jako szczególna postać uchwał sprzecznych z prawem / 169
6. Podsumowanie / 170

Jan Olszewski

Ważniejsze obowiązki informacyjne w publicznych spółkach akcyjnych – na przykładzie spółek Skarbu Państwa / 172

1. Wstęp / 172
2. Cele i ogólne zasady związane z obowiązkami informacyjnymi w spółkach akcyjnych / 173
3. Ważniejsze obowiązki informacyjne w spółkach akcyjnych w zakresie wpisów do KRS i Monitora Sądowego i Gospodarczego / 174
4. Obowiązki informacyjne dla akcjonariuszy / 175
5. Udostępnianie informacji przez spółki publiczne / 177
6. Obowiązek informacyjny w spółkach Skarbu Państwa / 179
7. Obowiązki informacyjne wynikające z rozporządzenia MAR i dyrektywy MAD / 181
7. Obowiązki informacyjne spółek giełdowych wynikające z zobowiązań dobrych praktyk / 184
8. Podsumowanie / 184

Aleksandra Surma-Buczek

Uprawnienia akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach z większościovym udziałem Skarbu Państwa – realne czy iluzoryczne? / 186

1. Wstęp / 186
2. Dane statystyczne – spółki z udziałem Skarbu Państwa / 187

3. Uprawnienia akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach z udziałem Skarbu Państwa – podstawy prawne / **188**
 - 3.1. Spółki niebędące spółkami publicznymi – regulacje ogólne / **188**
 - 3.2. Uprawnienia akcjonariuszy spółek publicznych – odrębności / **191**
4. Zasada równego traktowania akcjonariuszy i obowiązek lojalności w spółkach z udziałem Skarbu Państwa / **193**
5. Wpływ uprawnień nadzorczych Prezesa Rady Ministrów na uprawnienia pozostałych akcjonariuszy / **195**
 - 5.1. Nadzór właścicielski nad spółkami Skarbu Państwa / **195**
 - 5.2. Uprawnienia Skarbu Państwa jako akcjonariusza w statutach spółek publicznych / **198**
6. Podsumowanie / **200**

Piotr Marcin Wiórek

Ochrona giełdowych spółek Skarbu Państwa i bezpieczeństwa Rzeczypospolitej Polskiej poprzez kontrolę inwestycji zagranicznych / 202

1. Wstęp / **202**
2. Kontrola zagranicznych inwestycji bezpośrednich – ekonomiczny patriotyzm czy protekcjonizm inwestycyjny / **204**
3. Geneza i pierwowzory polskiej regulacji w zakresie kontroli inwestycji bezpośrednich / **206**
4. Ochrona giełdowych spółek Skarbu Państwa oraz porządku i bezpieczeństwa publicznego w ustawie o kontroli niektórych inwestycji – zagadnienia relewantne dla giełdowych spółek publicznych z udziałem Skarbu Państwa / **214**
5. Problem zgodności regulacji polskiej i jej zagranicznych odpowiedników z prawem unijnym – wzmianka / **220**
6. Przewidywane oddziaływanie regulacji polskiej w zakresie ochrony giełdowych spółek Skarbu Państwa / **223**
7. Podsumowanie / **224**

Wykaz skrótów

Akty prawne

dyrektywa MAD/dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku	dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z 16.04.2014 r. w sprawie sankcji karanych za nadużycia na rynku (Dz.Urz. UE L 173, s. 179)
k.c.	ustawa z 23.04.1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. z 2017 r. poz. 459)
k.p.c.	ustawa z 17.11.1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego (Dz.U. z 2016 r. poz. 1822 ze zm.)
k.s.h.	ustawa z 15.09.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2016 r. poz. 1578 ze zm.)
Konstytucja RP	Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z 2.04.1997 r. (Dz.U. poz. 483 ze zm.)
p.w.z.m.p.	ustawa z 16.12.2016 r. – Przepisy wprowadzające ustawę o zasadach zarządzania mieniem państwowym (Dz.U. poz. 2260)
rozporządzenie MAR/rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku	rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z 16.04.2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.Urz. UE L 173, s. 1)
TFUE	Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana: Dz.Urz. UE C 202 z 2016 r., s. 47)
TUE	Traktat o Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana: Dz.Urz. UE C 202 z 2016 r., s. 13)

u.f.p.	ustawa z 27.08.2009 r. o finansach publicznych (Dz.U. z 2016 r. poz. 1870 ze zm.)
u.k.n.i.	ustawa z 24.07.2015 r. o kontroli niektórych inwestycji (Dz.U. z 2016 r. poz. 980 ze zm.)
u.k.n.u.p.	ustawa z 30.08.1996 r. o komercjalizacji i niektórych uprawnieniach pracowników (Dz.U. z 2016 r. poz. 981 ze zm.)
u.k.p.	ustawa z 30.08.1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji (Dz.U. z 2016 r. poz. 981 ze zm.)
u.o.i.f./ ustawa o obrocie	ustawa z 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2016 r. poz. 1636 ze zm.)
u.o.k.i.k.	ustawa z 16.02.2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (Dz.U. z 2017 r. poz. 229)
u.o.p./ ustawa o ofercie publicznej	ustawa z 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2016 r. poz. 1639 ze zm.)
u.o.p.d.g.	ustawa z 21.08.1997 r. o ograniczeniu prowadzenia działalności gospodarczej przez osoby pełniące funkcje publiczne (Dz.U. z 2006 r. poz. 1584 ze zm.)
ustawa o BGK	ustawa z 14.03.2003 r. o Banku Gospodarstwa Krajowego (Dz.U. z 2016 r. poz. 1787 ze zm.)
u.s.u.m.e.	ustawa z 18.03.2010 r. o szczególnych uprawnieniach ministra właściwego do spraw energii oraz ich wykonywaniu w niektórych spółkach kapitałowych lub grupach kapitałowych prowadzących działalność w sektorach energii elektrycznej, ropy naftowej oraz paliw gazowych (Dz.U. z 2016 r. poz. 2012)
u.w.m.p.	ustawa z 9.05.1996 r. o wykonywaniu mandatu posła i senatora (Dz.U. z 2016 r. poz. 1510 ze zm.)
uzasadnienie u.k.n.i.	uzasadnienie poselskiego projektu ustawy o kontroli niektórych inwestycji, VII kadencja, druk sejm. nr 3454
u.z.w.u.SP	ustawa o zasadach wykonywania uprawnień przysługujących Skarbowi Państwa (Dz.U. z 2016 r. poz. 154 ze zm.)

u.z.z.m.p.	ustawa z 16.12.2016 r. o zasadach zarządzania mieniem państwowym (Dz.U. poz. 2259)
Wytoczne Ministra Skarbu Państwa z 28.01.2013 r.	Wytoczne Ministra Skarbu Państwa z 28.01.2013 r. dot. zasad sprawowania nadzoru właścicielskiego w spółkach z udziałem Skarbu Państwa
Założenia projektu ustawy o nadzorze	Opublikowane w Biuletynie Informacji Publicznej Rady Ministrów i Kancelarii Prezesa Rady Ministrów założenia projektu ustawy o nadzorze i uprawnieniach Skarbu Państwa oraz wykonywaniu niektórych uprawnień w spółkach kapitałowych przez jednostki samorządu terytorialnego (projekt nr ZD103)

Czasopisma i publikatory

BiK	Bank i Kredyt
DP	Dobre Praktyki
EPS	Europejski Przegląd Sądowy
FK	Finanse Komunalne
K.Pr.Pub.	Kwartalnik Prawa Publicznego
M.Prawn.	Monitor Prawniczy
MSiG	Monitor Sądowy i Gospodarczy
OSNC	Orzecznictwo Sądu Najwyższego Izba Cywilna
OSNKW	Orzecznictwo Sądu Najwyższego Izba Karna i Wojskowa
OSPİKA	Orzecznictwo Sądów Polskich i Komisji Arbitrażowych
PiP	Państwo i Prawo
PPE	Przegląd Prawa Egzekucyjnego
PPH	Przegląd Prawa Handlowego
PPW	Prawo Papierów Wartościowych
Pr. Spółek	Prawo Spółek
Prz. Leg.	Przegląd Legislacyjny
Prz. Sejm.	Przegląd Sejmowy

PS	Przegląd Sądowy
PUG	Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego
RPEiS	Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny
ST	Samorząd Terytorialny

Inne

BGK	Bank Gospodarstwa Krajowego
CFIUS	Komisja ds. Inwestycji Zagranicznych w Stanach Zjednoczonych (Committee on Foreign Investment in the United States)
Eurostat	Europejski Urząd Statystyczny
GPW	Giełda Papierów Wartościowych
GUS	Główny Urząd Statystyczny
KDPW	Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA
NBP	Narodowy Bank Polski
NWZA	nadzwyczajne walne zgromadzenie akcjonariuszy
RN	rada nadzorcza
SP	Skarb Państwa
SSP	Spółki Skarbu Państwa
WZA	walne zgromadzenie akcjonariuszy
ZWZA	zwyczajne walne zgromadzenie akcjonariuszy

Uwagi wstępne

Niniejsza praca stanowi trzecią część cyklu poświęconego Skarbowi Państwa i spółkom z jego udziałem. Pierwsze opracowanie, z 2014 r., omawiało problematykę samego Skarbu Państwa i jego roli w obrocie gospodarczym. Druga część (2015 r.) dotyczyła już spółek z udziałem Skarbu Państwa, a właściwie zestawienia ich ze Skarbem Państwa jako akcjonariuszem.

W dniu 6.10.2016 r., tym razem w Warszawie, a nie w Lublinie, odbyła się konferencja związana ze spółkami z udziałem Skarbu Państwa, ale tymi, które funkcjonują na rynku kapitałowym. Konferencja była zorganizowana wspólnie przez Katedrę Prawa Gospodarczego i Handlowego UMCS w Lublinie i Katedrę Prawa Prywatnego Gospodarczego UKSW w Warszawie. Wybór tematu był niejako konsekwencją wniosków płynących z wcześniejszych spotkań. Grupę spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych wyróżnia przede wszystkim to, że są one poddane szczególnym regulacjom prawnym.

W czasie konferencji pojawiły się kluczowe pytania: czy w spółkach z udziałem Skarbu Państwa notowanych na giełdzie polityka wygrywa z ekonomią; jak cykle wyborcze wpływają na takie spółki i na giełdę; jakie jest pozycjonowanie spółek z udziałem Skarbu Państwa; czy celem takich spółek jest dywidenda czy misja; czy Skarb Państwa jest przewidywalny jako akcjonariusz; czy rynek giełdowy jest weryfikacją dla spółek Skarbu Państwa; co jest przyczyną spadków wartości spółek z udziałem Skarbu Państwa na giełdzie; czy zachodzi sprzeczność interesów akcjonariuszy i Skarbu Państwa; dlaczego mniejszość czasami oznacza większość i dlaczego tak jest, gdy chodzi o spółki z udziałem Skarbu Państwa; czy powrót do resortowego zarządzania majątkiem Skarbu Państwa ma sens, czy jest powrotem

do lat 80. XX wieku; czy giełda gwarantuje równe traktowanie wszystkich akcjonariuszy spółek, w szczególności: czy status spółki z udziałem Skarbu Państwa ułatwia, a może utrudnia ich funkcjonowanie?

Ważna jest również optyka innych niż Skarb Państwa akcjonariuszy i odpowiedź na pytanie o realizację ich praw. W końcu można postawić najważniejsze pytanie: czy w polskich uwarunkowaniach politycznych spółki z udziałem Skarbu Państwa w ogóle powinny być notowane na giełdzie?

Mam nadzieję, że zarówno na te, jak i na wiele innych pytań znajdziecie Państwo odpowiedź w tym opracowaniu.

Prof. zw. dr hab. Andrzej Kidyba
Prof. zw. dr hab. Marek Michalski

Lublin–Warszawa, 30 grudnia 2016 r.

Maciej Bałtowski

Relacje między własnością a kontrolą w spółkach z udziałem Skarbu Państwa notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

1. Wstęp

Problemy relacji między zakresem własności a zakresem władzy (kontroli) akcjonariuszy spółek giełdowych i związane z nimi problemy relacji między akcjonariuszami dominującymi a mniejszościowymi są ważnymi zagadnieniami teoretycznymi oraz praktycznymi w obszarze *corporate governance*¹. Kwestiom tym sporo miejsca poświęcają także nauka prawa oraz ekonomia (polityka gospodarcza).

Problemy te stają się szczególnie wyraziste w przypadku spółek o kapitale mieszanym, państwowo-prywatnym, gdy owym akcjonariuszem dominującym jest – w takiej czy innej formie – państwo, zaś akcjonariuszami mniejszościowymi inwestorzy prywatni – indywidualni bądź instytucjonalni. Wynika to głównie z faktu, że państwo w sytuacjach, w których posiada dominującą pozycję właścicielską w spółkach giełdowych, prawie zawsze (wyjątki od tej reguły są w skali światowej zupełnie sporadyczne) podejmuje próby lewarowania kontroli, tzn. uzyskiwania uprawnień kontrolnych nad spółką znacząco większych niż wynikałoby to z posiadanych udziałów własnościowych. Wydaje się też, choć trudno tę dość oczywistą intuicję potwierdzić empirycznymi badaniami porównawczymi, że owa nieproporcjonalność zakresu własności i kontroli w przypadku spółek o mieszanej własności nabiera szczególnego

¹ R.A. Monks, N. Minow, *Corporate governance*, West Sussex 2008; A. Adamska, *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Warszawa 2013.

znaczenia w krajach postsocjalistycznych, w których z jednej strony istnieją długie i niedobre tradycje onnipotentnej roli państwa w gospodarce, a z drugiej – ład korporacyjny jest na tyle słabo wykształcony i ugruntowany, że nie stanowi wystarczającej bariery chroniącej spółki o mieszanym kapitale przed nadmiernymi zakusami państwowego akcjonariusza.

Głównym celem niniejszego artykułu jest empiryczna identyfikacja i analiza zakresu lewarowania (wzmacniania) kontroli przez Skarb Państwa jako akcjonariusza dominującego w przypadku wybranej grupy największych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (dalej GPW) w Warszawie. Opracowanie składa się z trzech części. W pierwszej przedstawiam teoretyczno-metodyczne podstawy analizy. Część druga zawiera wyniki badań empirycznych dotyczących sześciu spółek giełdowych, w których Skarb Państwa jest akcjonariuszem dominującym, choć nie większościowym. W części trzeciej dokonuję podsumowania rozważań i formułuję wnioski.

2. Ramy teoretyczno-metodyczne

W artykule będę analizował największe spółki obecne na GPW w Warszawie, których akcjonariuszem dominującym, ale mniejszościowym, jest Skarb Państwa (dalej SP). Poza obszarem szczegółowej analizy pozostawiam spółki z większościowymi udziałami SP. W spółkach z większościowymi udziałami SP władztwo państwa jest – można powiedzieć – naturalne, bo wynikające z przewagi własnościowej. Inwestorzy prywatni w takich spółkach muszą ten fakt brać pod uwagę. Natomiast w spółkach z mniejszościowymi udziałami SP sytuacja jest zasadniczo inna. Spółki te, formalnie rzecz biorąc, są prywatne, a władztwo państwa – jeżeli ma wykroczać poza zakres określony udziałami własnościowymi – musi być niejako wymuszane różnymi narzędziami pozawłaścicielskimi.

Skoncentruję się na dwóch podstawowych, powiązanych ściśle zagadnieniach:

- 1) formalnych i faktycznych sposobach (narzędziach) lewarowania kontroli przez SP w tych spółkach,
- 2) relacjach między SP jako akcjonariuszem dominującym a akcjonariuszami mniejszościowymi w aspekcie przestrzegania zasady równoprawnego traktowania akcjonariuszy.

Lewarowanie kontroli (*control leverage*, także *voting power leverage*), czyli uzyskiwanie znacząco większego zakresu władzy korporacyjnej w stosunku do posiadanych udziałów własnościowych, jest zjawiskiem występującym powszechnie na rynkach kapitałowych i stosunkowo dobrze opisanym w literaturze². Samo w sobie zjawisko to nie ma wydźwięku negatywnego, szczególnie w przypadku silnie rozproszonego akcjonariatu spółek. Z jednej strony zupełny brak lewarowania kontroli, a więc trzymanie się w pełni zasady proporcjonalności własności i władzy³, prowadziłyby do sytuacji rozproszonej kontroli, w której faktyczną władzę nad spółką posiadaliby menedżerowie (rady dyrektorów w modelu anglosaskim), a nie akcjonariusze.

Z drugiej jednak strony nadmierne lewarowanie kontroli przez akcjonariuszy większościowych lub dominujących oznacza wprost zaprzeczenie zasadzie równoprawnego traktowania akcjonariuszy, stanowiącej jeden z fundamentów ładu korporacyjnego⁴ i zapisanej wyraźnie zarówno w prawie polskim (art. 20 k.s.h.), jak i prawie wielu innych krajów. Problem leży więc nie tyle w samym zjawisku lewarowania, ile w jego zakresie i skali.

Relacje między akcjonariuszem dominującym, którym jest państwo, a akcjonariuszami mniejszościowymi w spółkach akcyjnych można analizować z różnych punktów widzenia. W przypadku nauk prawnych celem badań może być analiza różnych aspektów relacji między zasadą proporcjonalności a zasadą równoprawnego traktowania akcjonariuszy. Badany tu może być także status prawny różnorodnych narzędzi lewarowania kontroli, takich jak stosowanie akcji uprzywilejowanych czy szczególnie zapisy statutów spółek.

W perspektywie badawczej teorii nadzoru korporacyjnego kluczowym problemem jest określenie skutków – zarówno negatywnych, jak i pozy-

² Np. A. Dyck, L. Zingales, *Private benefits of control: An international comparison*, „The Journal of Finance” 2004/59, nr 2. W polskiej literaturze zagadnienie to, ale nie w odniesieniu do spółek z udziałem Skarbu Państwa, omawia A. Adamska, *Własność i kontrola...*, s. 160–167.

³ Pisał na ten temat J. Okolski: „W doktrynie wskazuje się jako jedną z podstawowych cech spółki akcyjnej zasadę proporcjonalności, zgodnie z którą zakres uprawnień akcjonariusza pozostaje w proporcji do reprezentowanego kapitału zakładowego” (*Prawo handlowe*, red. J. Okolski, M. Modrzejewska, Warszawa 2008, s. 551).

⁴ A. Kidyba pisze, że zasada ta ma „szczególne znaczenie w stosunkach spółek kapitałowych” – A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Objasnienia*, Kraków 2001, s. 47.

Publikacja jest efektem Ogólnopolskiej Konferencji Naukowej pt. „Spółki Skarbu Państwa na rynku kapitałowym”, zorganizowanej 6 października 2016 r. w Warszawie przez Katedrę Prawa Gospodarczego i Handlowego Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie oraz Katedrę Prawa Gospodarczego Prywatnego Uniwersytetu Kardynała Stefana Wyszyńskiego w Warszawie. Stanowi zbiór artykułów przygotowanych przez uczestników konferencji, które ukazują – zarówno w aspekcie teoretycznym, jak i praktycznym – złożoną problematykę relacji Skarbu Państwa z innymi uczestnikami obrotu gospodarczego. Opracowanie jest zarazem trzecią częścią cyklu poświęconego Skarbowi Państwa i spółkom z jego udziałem.

Autorzy szeroko poruszają zagadnienia dotyczące specyfiki funkcjonowania spółek Skarbu Państwa na rynku kapitałowym, a także problematyki nadzoru nad tymi spółkami. W publikacji Skarb Państwa jest prezentowany z perspektywy uczestnika rynku kapitałowego, jako inwestora, podmiotu emitującego papiery wartościowe i przez pryzmat jego relacji z innymi uczestnikami.

Książka jest przeznaczona nie tylko dla przedstawicieli spółek Skarbu Państwa, ale również dla prawników praktyków – sędziów, radców prawnych i adwokatów. Będzie też użyteczna dla pracowników administracji państwowej i pracowników naukowych uczelni wyższych zajmujących się omawianą tematyką.



9 788381 074483 W01P01

ISSN 1897-4392
ISBN 978-83-8107-448-3



9 788381 074483

ZAMÓWIENIA:

INFOLINIA 801 04 45 45, FAX 22 535 80 01

ZAMOWIENIA@WOLTERSKLUPER.PL

WWW.PROFINFO.PL

CENA 159 ZŁ (W TYM 5% VAT)