

Mechanizmy sprawowania kontroli w spółkach publicznych z udziałem Skarbu Państwa

Wstęp

Systemy ładu korporacyjnego odgrywają istotną rolę we wzroście gospodarczym krajów [Levine, 1999] i w rozwoju rynków kapitałowych [La Porta i inni, 1997]. Poszczególne państwa ze względu na specyficzne uwarunkowania prawne, strukturę własności korporacji oraz system finansowy mają unikalne zestawy zasad corporate governance [Davies, Schlitzer, 2008]. Zróżnicowanie systemów ładu korporacyjnego związane jest z szeregiem historycznie ukształtowanych uwarunkowań. Wśród fundamentalnych przyczyn można wymienić różne wzorce własności spółek publicznych, odmienne spojrzenie na rolę przedsiębiorstwa, inne normy kulturowe i społeczne oraz priorytety socjopolityczne [Rossouw, 2009]. Na zróżnicowanie systemów ładu korporacyjnego mają także wpływ zachowania poszczególnych podmiotów funkcjonujących w ich ramach.

Sformalizowane zasady ładu korporacyjnego zawarte są w przepisach prawa powszechnego oraz w należących do „miękkiego” prawa kodeksach dobrych praktyk. Regulacje te pozostawiają jednak akcjonariuszom dużo swobody w zakresie kształtowania stosunków wewnętrznych w spółkach. W konsekwencji korzystania z tej swobody układ preferencji akcjonariuszy odciska swoje piętno na konstrukcji organów statutowych, ich kompetencjach i wzajemnych zależnościach. Powoduje to, że w spółkach tworzą się różne konfiguracje mechanizmów sprawowania kontroli.

Zbadanie specyfiki rozwiązań stosowanych w poszczególnych spółkach wymaga analizy treści ich statutów. Z reguły analizy takie są dokonywane na potrzeby praktyki w odniesieniu do konkretnych spółek, brak natomiast porównań przekrojowych, obejmujących większe zbiorowości homogeniczne pod względem struktury własnościowej. W artykule zawarte zostały wyniki badania statutów spółek publicznych notowanych na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie, w których akcjonariuszem na koniec 2011 roku był Skarb Państwa lub podmioty od niego zależne. Celem analizy była pró-

* Dr, Katedra Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, ul. Madalińskiego 6/8, 02-513 Warszawa, agata.adamska@sgh.waw.pl

ba oceny wpływu tego akcjonariusza na kształt rozwiązań ustrojowych w tych spółkach i stwierdzenie, jakie wewnętrzne mechanizmy kontroli są w nich stosowane.

1. Mechanizmy sprawowania kontroli w spółkach publicznych

Pojęcia „kontrola” i „ład korporacyjny” nie doczekały się dotąd jednoznacznej, powszechnie podzielanej definicji. Można przyjąć, że „istota corporate governance sprowadza się do kontroli nad sposobem wykorzystania zasobów firmy” [Rudolf, 2012]. Na tak rozumiany nadzór korporacyjny składa się szereg elementów wewnętrznych, odnoszących się do spółki i zewnętrznych w stosunku do niej. Do elementów wewnętrznych zaliczyć należy przede wszystkim te, które pozwalają akcjonariuszom mniej lub bardziej bezpośrednio oddziaływać na zarząd. Główną rolę wśród nich odgrywają rada nadzorcza oraz walne zgromadzenie akcjonariuszy. Mniejsze znaczenie w mechanizmie kontroli nad spółką mają takie instytucje, jak komitet audytu, komitet wynagrodzeń czy związki zawodowe. Liczba tego typu ciał i zakres ich kompetencji wynikają zarówno ze zwyczajów panujących w danym kraju, obowiązujących rozwiązań prawnych, jak i polityki samej spółki. Zewnętrzne elementy nadzoru korporacyjnego funkcjonują natomiast poza zakresem decyzji spółki i odnoszą się do ogółu podmiotów z danego obszaru rynkowego – nie są więc specyficzne dla spółki, lecz dla danego rynku. Zaliczyć do nich można: instytucje regulujące zasady emisji i obrotu papierami wartościowymi, rozwiązania prawne chroniące interesariuszy spółek, rynek kapitałowy, rynek pracy menedżerów, a także monitoring ze strony mediów i organizacji pozarządowych.

Zestaw elementów kontroli występujących w konkretnej spółce jest wypadkową oddziaływania czynników specyficznych dla otoczenia danej spółki oraz dla niej samej, między innymi struktury jej własności. Uznaje się, że „ciągłość własności jest bardzo ważnym czynnikiem kontroli spółek, ponieważ pozwala na długofalową perspektywę w podejmowaniu decyzji” [Mayer, 1995]. Wpływ akcjonariusza na sposób sprawowania kontroli nierzadko jest wzmacniany przez świadome kształtowanie mechanizmów zwiększania (lewarowania) kontroli [Adamska, 2012]. Mechanizmy te pozwalają na uzyskanie stosującym je podmiotom większego wpływu na spółkę niż wynikałoby to z wielkości ich udziału we współwłasności. Z punktu widzenia kryterium celu wśród mechanizmów lewarowania kontroli można wydzielić mechanizmy nastawione na nieproporcjonalne wzmocnienie siły głosu akcjonariuszy oraz mechanizmy służące utrwaleniu kontroli [*Report on the Proportionality...*, 2007]. Pierw-

szą grupę mechanizmów stanowią mechanizmy służące wzmocnieniu siły głosów, tak aby udział danego akcjonariusza w ogólnej liczbie głosów był większy niż jego udział w kapitale własnym spółki. Do mechanizmów tych należą akcje uprzywilejowane co do głosu i struktury piramidowe. Mechanizmy służące zablokowaniu kontroli nastawione są z kolei na ograniczanie możliwości wpływania na decyzje podejmowane w spółce przez nowych akcjonariuszy nabywających duże pakiety walorów, którzy mogliby być zainteresowani przejęciem kontroli nad spółką. Do tej grupy mechanizmów można zaliczyć ograniczenia wykonywania prawa głosu powyżej określonego limitu, a także wymaganie kworum lub kwalifikowanej większości głosów do podjęcia niektórych uchwał.

2. Skarb Państwa jako akcjonariusz spółek publicznych w Polsce

Skarb Państwa¹ na koniec 2011 roku był akcjonariuszem notyfikowanym (czyli przekraczającym próg 5% udziałów w głosach²) w 23 spółkach publicznych, notowanych na rynku regulowanym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Spółki te stanowiły niespełna 6% ogólnej liczby notowanych podmiotów, ale miały ponad 46% udział w kapitalizacji wszystkich polskich spółek, których akcje znajdowały się w obrocie na tym rynku. Wartość akcji należących bezpośrednio i pośrednio do Skarbu Państwa wynosiła 103,9 mld zł, co stanowiło ponad 23% kapitalizacji wszystkich polskich spółek publicznych notowanych na GPW na koniec 2011 roku. Taki poziom zaangażowania dał Skarbowi Państwa pozycję największego akcjonariusza na GPW, mającego udziały większe niż całe grupy inwestorów: finansowych, pozostałych przedsiębiorstw czy osób fizycznych. Dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego i kształtowania na nim zasad ładu korporacyjnego duże znaczenie zatem ma sposób wykonywania przez tego akcjonariusza uprawnień własnościowych, w tym stosowane przez niego mechanizmy kontroli nad spółkami.

Skala zaangażowania Skarbu Państwa w poszczególne spółki była różna (tablica 1). W siedemnastu spółkach był największym akcjonariuszem, z udziałami od 15,61% do aż 85,07% kapitału własnego, a w pozostałych sześciu miał udziały mniejszościowe, wynoszące od 5,03% do 25,52%. W ośmiu spółkach nie było innych akcjonariuszy notyfikowanych niż

¹ Pod pojęciem Skarb Państwa kryją się tu jednostki centralnej administracji państwowej oraz inne jednostki państwowe. W sytuacji, kiedy w spółce akcjonariuszami były dwa podmioty należące do tej grupy, ich udziały zostały zsumowane.

² Na akcjonariuszach spółek publicznych ciąży obowiązek zawiadomienia rynku o osiągnięciu lub przekroczeniu enumeratywnie wymienionych w art. 69 ustawy [ustawa, 2005, art. 69] progów głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Najniższy próg, którego przekroczenie powoduje obowiązek notyfikacji, wynosi 5%.

Skarb Państwa, a pozostałe akcje znajdowały się w wolnym obrocie (*free float*). W kolejnych ośmiu spółkach obok Skarbu Państwa był jeden akcjonariusz notyfikowany. Z reguły Skarb Państwa był więc jednym z niewielu liczących się akcjonariuszy. Wyjątek stanowiła spółka Paged, gdzie notyfikowano udziały aż sześciu akcjonariuszy.

Tablica 1. Charakterystyka akcjonariatu spółek publicznych z udziałem Skarbu Państwa (stan na 31.12.2011 r.)

Spółka (skrótowa nazwa giełdowa)	Udział Skarbu Państwa w kapitale własnym	Liczba akcjonariuszy notyfikowanych	Udział free float w kapitale własnym	Wartość udziałów Skarbu Państwa (w mln PLN)
BOS	85,07%	1	14,93%	626,932
PGNIG	72,42%	1	27,58%	17432,942
PGE	69,29%	1	30,71%	26818,362
JSW	64,72%	1	35,28%	6488,432
LOTOS	53,18%	1	46,82%	1609,253
ENEA	51,73%	2	29,61%	4110,450
PKOBP	51,23%	1	48,77%	20568,845
PULAWY	50,67%	4	29,26%	779,690
RAFAMET	47,23%	3	15,73%	36,717
CIECH	44,15%	3	40,47%	404,847
PZU	35,18%	2	59,80%	9387,030
GPW	34,99%	1	65,01%	517,681
AZOTYTARNOW	32,04%	4	43,82%	559,787
KGHM	31,79%	1	68,21%	7031,948
TAURONPE	30,06%	2	59,55%	2818,468
PKNORLEN	27,52%	2	67,40%	3990,218
BGZ	25,51%	2	15,14%	514,996
HARDEX	22,89%	4	34,54%	5,297
FASING	16,82%	2	23,07%	8,780
POLICE	15,88%	2	18,12%	118,505
PAGED	15,61%	6	33,79%	16,400
BEDZIN	14,88%	2	15,56%	11,246
PEKAES	5,03%	3	29,16%	9,849

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Ceduła, 2011].

Skarb Państwa był zaangażowany w spółki różniące się pod względem rodzaju prowadzonej działalności (tablica 2), jednak w jego portfelu przeważały spółki przemysłowe. Do tego sektora zakwalifikowano trzynaście spółek należących do sześciu branż. Najliczniej reprezentowane były spółki przemysłu chemicznego i paliwowego. Kolejne sektory, w których działały spółki o znaczącym udziale Skarbu Państwa, to finanse i usługi. Wśród spółek finansowych dominowały banki, a w sektorze usług spółki energetyczne. Można zatem stwierdzić, że portfel Skarbu Państwa był zróżnicowany, jednak z przewagą spółek przemysłu ciężkiego i infrastrukturalnych.

Tablica 2. Branżowa klasyfikacja spółek notowanych na GPW, w których Skarb Państwa jest akcjonariuszem (stan na 31.12.2011 r.)

Sektor/branża	Liczba notowanych spółek ogółem	Liczba spółek z udziałem Skarbu Państwa	Odsetek spółek z udziałem Skarbu Państwa
Przemysł, w tym:	174	13	7,47%
Przemysł drzewny	8	2	25,00%
Przemysł paliwowy	5	3	60,00%
Przemysł chemiczny	5	4	80,00%
Przemysł elektromaszynowy	27	1	3,70%
Przemysł surowcowy	4	2	50,00%
Przemysł metalowy	20	1	5,00%
Finanse, w tym:	73	5	6,85%
Banki	15	3	20,00%
Ubezpieczenia	2	1	50,00%
Rynek kapitałowy	6	1	16,67%
Usługi, w tym:	139	5	3,60%
Energetyka	6	4	66,67%
Usługi inne	29	1	3,45%
Ogółem	386	23	5,96%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Ceduła, 2011].

Skarb Państwa jest akcjonariuszem o długim horyzoncie inwestycyjnym. Wprawdzie na koniec 2011 roku posiadał również pakiety akcji w spółkach, które debiutowały na GPW około pół roku wcześniej (JSW

i BGŻ), to jednak przeważały w jego portfelu udziały w spółkach, które były notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie znacznie dłużej (tablica 3). W przypadku niektórych spółek Skarb Państwa utrzymuje swój udział, mimo że od debiutu ich akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych minęło już ponad 10 lat.

Tablica 3. Charakterystyka spółek pod względem długości okresu notowań akcji i rodowodu spółki (stan na 31.12.2011 r.)

Spółka (skrótowa nazwa giełdowa)	Czas, jaki upłynął od debiutu do końca 2011 r. (lata)	Rodowód spółki (klasyfikacja w momencie debiutu)
BOS	14,92	mieszana forma własności
PGNIG	6,20	oferta Skarbu Państwa
PGE	2,04	oferta Skarbu Państwa
JSW	0,49	oferta Skarbu Państwa
LOTOS	6,56	oferta Skarbu Państwa
ENEA	3,12	oferta Skarbu Państwa
PKOBP	7,12	oferta Skarbu Państwa
PULAWY	6,11	oferta Skarbu Państwa
RAFAMET	4,52	sprywatyzowana
CIECH	6,89	oferta Skarbu Państwa
PZU	1,64	oferta Skarbu Państwa
GPW	1,14	oferta Skarbu Państwa
AZOTYTARNOW	3,50	oferta Skarbu Państwa
KGHM	14,48	oferta Skarbu Państwa
TAURONPE	1,50	oferta Skarbu Państwa
PKNORLEN	12,10	oferta Skarbu Państwa
BGZ	0,60	oferta Skarbu Państwa
HARDEX	3,46	spółka prywatna
FASING	11,29	spółka parterowa programu NFI
POLICE	6,32	oferta Skarbu Państwa
PAGED	15,23	mieszana forma własności
BEDZIN	13,07	oferta Skarbu Państwa
PEKAES	7,10	sprywatyzowana

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Cedule, 2011].

Skarb Państwa jako akcjonariusz z jednej strony jest inwestorem portfelowym, co postrzegane jest jako czynnik osłabiający aktywność, z drugiej

zaś jest inwestorem długoterminowym, co może zwiększać motywację do angażowania się w sprawy spółek. Połączeniu obu tych perspektyw sprzyja stosowanie mechanizmów, które pozwalają na skuteczną kontrolę bez nadmiernego angażowania się w sprawy spółki. Oprócz kontroli kapitałowej stosowane są w takiej sytuacji dodatkowe wewnętrzne mechanizmy zwiększania kontroli – ich obecność jest widoczna w statutach spółek. Mechanizmy te można odnieść do funkcjonowania organów spółki: walnego zgromadzenia, rady nadzorczej i zarządu.

3. Modyfikacja zasad podejmowania decyzji na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy

Skarb Państwa jako akcjonariusz stara się zabezpieczyć swoją pozycję, wprowadzając do statutów spółek mechanizmy, zapewniające mu możliwość sprawowania efektywnej kontroli. Spośród siedemnastu spółek, w których był on największym akcjonariuszem, tylko w jednej nie stosowano żadnych statutowych mechanizmów lewarowania kontroli. W pozostałych najczęściej występowało ograniczenie wykonywania prawa głosu na walnym zgromadzeniu przez akcjonariuszy niebędących Skarbem Państwa lub podmiotami od niego zależnymi. Zróżnicowany był przy tym próg tego ograniczenia – w dwóch spółkach wynosił on 20% udziału w głosach, a w sześciu kolejnych 10%. Różnie został również określony poziom udziału Skarbu Państwa, poniżej którego to ograniczenie prawa głosu ma przestać obowiązywać. W statutach poszczególnych spółek poziom ten ustalono na 34%, 25%, 20% lub 5% udziału w kapitale. Na uwagę zasługuje wymóg notyfikacji posiadanego udziału w głosach przez uprawnionych i ostre sankcje za nieprzestrzeganie tego wymogu – rozwiązania takie znalazły się w czterech statutach. Z zapisów zawartych w tych statutach wynika, że w przypadku akcjonariusza dysponującego na walnym zgromadzeniu liczbą głosów przekraczającą przewidziane progi (10% lub 20%), który nie zawiadomił o tym władz spółki w przewidzianym trybie, przysługuje mu prawo do wykonania głosu tylko z jednej akcji. Takie rozwiązanie ma za zadanie ochronę *status quo* w układzie władzy w spółce również na wypadek, gdyby akcjonariusz nabył uprawnienia do głosowania w trybie niewymagającym notyfikacji na zasadach ogólnych (np. poprzez *equity swap*).

Obok ograniczenia wykonywania prawa głosu w statutach spółek, w których Skarb Państwa był największym akcjonariuszem, często pojawiały się również zapisy dotyczące konieczności osiągnięcia kwalifikowanej większości głosów przy podejmowaniu niektórych, każdorazowo enumeratywnie wymienionych, decyzji. Taki wymóg został umieszczony

w siedmiu statutach, a wymagana „superwielkość” sięgała nawet 90% oddanych głosów. Dodatkowo, w czterech spółkach zapisy statutowe wprowadziły wymóg kworum na wszystkich walnych zgromadzeniach akcjonariuszy, a w trzech przypadkach do ważności walnego zgromadzenia wymagana jest reprezentacja 50% kapitału zakładowego spółki, zaś w jednym przypadku reprezentacja 25% kapitału. Tak wysokie progi mogą stać się przeszkodą do odbycia skutecznego walnego zgromadzenia nie tylko pod nieobecność reprezentantów Skarbu Państwa, ale po zbyciu przez niego części akcji w ogóle mogą uniemożliwić podejmowanie przez zgromadzenie jakichkolwiek decyzji³. Tym bardziej, że możliwość zorganizowania walnego zgromadzenia przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej, czyli w formie ułatwiającej akcjonariuszom uczestnicstwo, przewidywały tylko dwa statuty.

Tak rygorystyczne warunki dotyczące reprezentacji na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, w połączeniu z ograniczeniami wykonywania prawa głosu oraz dodatkowo wymaganą większością kwalifikowaną głosów składają się na konstrukcję, która uniemożliwia podjęcie wiążących spółkę decyzji z pominięciem Skarbu Państwa. Wprowadzenie takich modyfikacji do sposobu funkcjonowania walnego zgromadzenia akcjonariuszy wydaje się mieć związek z brakiem stosowania przez Skarb Państwa akcji uprzywilejowanych co do głosu. Akcje takie, dające prawo do dwóch głosów każda, wyemitowano tylko w jednej spółce – Giełdzie Papierów Wartościowych.

O tym, że walne zgromadzenie akcjonariuszy jest traktowane przez Skarb Państwa jako istotny element sprawowania kontroli świadczy też wprowadzenie dodatkowych praw z nim związanych do sfery osobistych uprawnień tego akcjonariusza. Osobiste uprawnienia są niezbywalnym prawem podmiotowym, przyznawanym konkretnemu podmiotowi w statucie spółki akcyjnej [k.s.h., art. 354]. W spółkach kontrolowanych przez Skarb Państwa uprawnienia te w czterech przypadkach dotyczyły prawa żądania zwołania lub prawa do samodzielnego zwołania walnego zgromadzenia, a w trzech polegały na prawie do samodzielnego zgłoszenia punktów porządku obrad na to walne zgromadzenie. Uprawnienia takie na zasadach ogólnych przysługują wszystkim akcjonariuszom, ale wymagają reprezentowania określonej części kapitału zakładowego.

W spółkach, w których Skarb Państwa występował jako akcjonariusz mniejszościowy, stosowane narzędzia kontroli były zupełnie inne.

³ Przed takim problemem stanęła spółka WSiP, której dwukrotnie nie udało się zebrać reprezentacji połowy kapitału zakładowego, w związku z czym nie można było podjąć żadnej uchwały, w tym zmienić w statucie tego krępującego zapisu [Czerniawski, 2009, s. 24].

W trzech spośród sześciu spółek, w których sytuacja taka miała miejsce, nie były stosowane żadne statutowe mechanizmy lewarowania kontroli, a w pozostałych trzech modyfikacje były stosunkowo niewielkie. Tylko w jednej spółce dla ważności uchwał walnego zgromadzenia wymagane było 50% kworum. Warunek ten był jednak łagodzony zastrzeżeniem wskazującym, że przy braku jego spełnienia w kolejnym terminie walnego zgromadzenia kworum takie nie jest wymagane. Ponadto w dwóch przypadkach w statucach znalazły się zapisy o kwalifikowanej większości głosów w odniesieniu do niektórych, enumeratywnie wymienionych, rodzajów decyzji. W jednej spółce wyemitowane zostały akcje uprzywilejowane, ale nie co do głosu, lecz pod względem udziału w majątku pozostałym po likwidacji spółki. To ostatnie rozwiązanie nie stanowi więc mechanizmu sprawowania kontroli, ale można potraktować je jako formę zabezpieczenia interesu Skarbu Państwa stanowiącą rezultat kontroli sprawowanej wcześniej.

4. Kształtowanie składu i funkcjonowania rady nadzorczej

Obok sprawowania kontroli kapitałowej i tworzenia mechanizmów jej wzmocnienia poprzez wprowadzanie do statutów rozwiązań modyfikujących zasady podejmowania decyzji na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, Skarb Państwa oddziaływał na skład i funkcjonowanie rad nadzorczych. Rada nadzorcza jest organem pośrednim między akcjonariuszami a zarządem. „Główną jej funkcją jest ochrona interesów akcjonariuszy” [Williamson, 1998]. Skarb Państwa jako akcjonariusz w większości kontrolowanych przez siebie spółek w bardzo istotny sposób wpływał na sposób wyboru, a przez to na skład rady nadzorczej, a także na jej funkcjonowanie i kompetencje. Modyfikacje zasad ogólnych obejmowały uprawnienia do zgłaszania kandydatów na członków rady nadzorczej – w dwóch spółkach uprawnienie to przysługiwało Skarbowi Państwa jako imiennie oznaczonemu akcjonariuszowi. W innych spółkach jednak rozwiązania statutowe przyznawały to prawo szerszemu gronu interesariuszy. W GPW przynajmniej po jednym kandydacie mogą zgłaszać akcjonariusze mniejszościowi oraz członkowie giełdy. Z kolei w spółce ENEA swojego kandydata może zgłosić każdy obecny na walnym zgromadzeniu akcjonariusz reprezentujący ponad 1% głosów.

W zakresie powoływania członków rady nadzorczej Skarb Państwa miał przyznane osobiste uprawnienia aż w jedenastu spółkach. W siedmiu przysługiwało mu prawo wyboru jednego członka rady nadzorczej, a w czterech – większej ich liczby, nawet połowy plus 1. W spółkach kontrolowanych przez Skarb Państwa duży nacisk kładziony jest na obecność

w radach nadzorczych członków niezależnych. W statutach dziesięciu spółek znalazł się zapis o konieczności ich wyboru, przy czym w czterech podmiotach określono ich liczbę na nie mniejszą niż 2. Z kolei w spółce Rafamet, w której Skarb Państwa nie miał osobistych uprawnień związanych z wyborem członków rady nadzorczej, przyznane zostało przedstawicielowi Skarbu Państwa prawo do uczestniczenia w posiedzeniach rady z głosem doradczym.

Kolejne rozwiązania statutowe przyznające Skarbowi Państwa dodatkowe uprawnienia w zakresie kształtowania składu rady nadzorczej związane były z wyborem przewodniczącego tej rady. W dwunastu spółkach mógł on być wybierany przez samą radę, a w czterech przez walne zgromadzenie (w jednym przypadku w statucie znalazło się zastrzeżenie, że wybór może być dokonany wyłącznie spośród kandydatów Skarbu Państwa). W jednej spółce wybór przewodniczącego leżał bezpośrednio w gestii samego akcjonariusza uprawnionego.

Oprócz zapewnienia Skarbowi Państwa możliwości wpływania na skład osobowy rad nadzorczych statuty regulowały także niekiedy ustrój wewnętrzny tych rad. W statutach pięciu spółek przewidziano utworzenie komitetu audytu, a w dalszych trzech statutach znalazły się zapisy dotyczące możliwości utworzenia także innych komitetów, np. komitetu wynagrodzeń. Ponadto, również w trzech przypadkach, zapisy statutowe zwiększyły częstotliwość odbywania posiedzeń rady nadzorczej. W tych spółkach wprowadzono wymóg odbywania posiedzeń nie rzadziej niż co dwa miesiące, czyli dwukrotnie częściej niż to wynika z rozwiązania kodeksowego. Modyfikacje objęły także sposób podejmowania uchwał – w skrajnym przypadku Skarb Państwa zastrzegł dla swojego przedstawiciela prawo weta w odniesieniu do enumeratywnie wymienionych decyzji.

W spółkach, w których Skarb Państwa był akcjonariuszem mniejszościowym, również występowały statutowe modyfikacje kodeksowych zasad powoływania i funkcjonowania rady nadzorczej, jednak były one mniej rozbudowane. Prawo powołania członków rady nadzorczej jako osobisty przywilej Skarbu Państwa występowało w jednej spółce (Police). Z kolei w spółce Hardex prawo powołania przewodniczącego rady przysługiwało największemu akcjonariuszowi – BBI Capital NFI – pod warunkiem posiadania przez niego ponad 33%. W czterech spółkach pracownicy mogli wybierać od 2 do 4 swoich przedstawicieli do rady nadzorczej. W tej grupie spółek również kładziono nacisk na powoływanie niezależnych członków rady nadzorczej, aż w czterech statutach pojawiła

się o nich wzmianka. Ponadto w dwóch spółkach przewidziano komisje audytu.

5. Metody wywierania wpływu na zarząd

W spółkach kontrolowanych przez Skarb Państwa stosunkowo rzadko w statutach występowały zapisy ingerujące w sprawy ustrojowe zarządu spółki. Zarząd powoływany miał być najczęściej przez radę nadzorczą, tylko w dwóch przypadkach kompetencję tę przyznano bezpośrednio walnemu zgromadzeniu – raz w odniesieniu do zarządu w całości, a drugi raz tylko w stosunku do prezesa. Również kwestię składników i wysokości wynagrodzenia zarządu, poza jednym przypadkiem, pozostawiono w rękach rady nadzorczej. Statuty zazwyczaj nie zawierały także żadnych zapisów dotyczących składników wynagrodzenia zarządu, jedynie w jednym przypadku stwierdzono, że wynagrodzenie może obejmować udział w zysku.

Specyficzne rozwiązania dotyczące składu zarządu wynikały przede wszystkim z uwarunkowań łączących się z procesami prywatyzacyjnymi zachodzącymi w spółkach – w siedmiu podmiotach z całej badanej grupy w statutach przewidziano wybór swojego przedstawiciela przez pracowników. Rozwiązania statutowe ograniczały również zakres swobody decyzyjnej zarządu. W licznych przypadkach niezbędna była walidacja jego uchwał przez radę nadzorczą lub nawet walne zgromadzenie akcjonariuszy. W odniesieniu do niektórych decyzji sformułowano wymóg uzyskania zgody centralnych organów administracji państwowej.

Zakończenie

Skarb Państwa jest znaczącym akcjonariuszem nie tylko w skali spółek, w których posiada udziały, ale również w skali całego rynku akcji. To sprawia, że sposób sprawowania przez niego kontroli wpływa w większym stopniu, niż w przypadku innych inwestorów, na kształtowanie się standardów ładu korporacyjnego na polskim rynku. Mimo że Skarb Państwa jest akcjonariuszem posiadającym zdywersyfikowany portfel akcji dużych spółek, nie zachowuje się jak typowy inwestor portfelowy. Przede wszystkim jest akcjonariuszem długoterminowym, a także aktywnym w zakresie corporate governance – bierze udział w podejmowaniu decyzji dotyczących spółek, których akcje posiada. Aktywnie włącza się również w proces wyboru członków władz spółek, zarówno rady nadzorczej, jak i zarządu.

Obok kontroli kapitałowej Skarb Państwa stosuje także statutowe mechanizmy lewarowania kontroli, stanowiące odstępstwo od zasady pro-

porcjonalności. Szczególnie często wykorzystuje do tego celu górną granicę wykonywania prawa głosu, osobiste uprawnienia akcjonariusza, podwyższone progi większości głosów niezbędnej do podjęcia ważnych decyzji oraz kworum wymagane do ważności uchwał na walnym zgromadzeniu. W wyniku wykorzystywania tych mechanizmów cały czas zachowuje kontrolę wybranymi spółkami. Konfiguracja mechanizmów lewarowania kontroli w większości spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa pozwala na dalsze znaczne zmniejszanie w przyszłości udziału kapitałowego tego akcjonariusza bez utraty przez niego kontroli nad tymi spółkami. Umożliwia to Skarbowi Państwa stopniowe uwalnianie kapitału poprzez sprzedaż akcji, co będzie mieć wpływ na cały rynek kapitałowy w Polsce.

Literatura

1. Adamska A. (2012), *Mechanizmy lewarowania kontroli właścicielskiej w spółkach publicznych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 690, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* Nr 51, Szczecin.
2. „Cedula Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie” (2011), nr 251(4717) z dnia 30.12.2011.
3. Czerniawski R. (2009), *Walne zgromadzenie spółki akcyjnej*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
4. Davies M., Schlitzer B. (2008), *The impracticality of an international “one size fits all” corporate governance code of best practice*, „Managerial Auditing Journal”, vol. 23, no. 6.
5. <http://www.gpwinfstrefa.pl>.
6. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (1997), *Legal determinants of external finance*, „Journal of Finance”, vol. 52, no.3.
7. Levine V. (1999), *Law, finance, and economic growth*, „Journal of Financial Intermediation”, vol. 8, no. 1–2.
8. Mayer C. (1995), *Nadzór nad działalnością spółek w gospodarce rynkowej i gospodarce okresu transformacji* [w:] *W poszukiwaniu skutecznej rady czyli o kontroli spółek akcyjnych w gospodarce rynkowej*, Hessel M. (red.), Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków.
9. *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, ISS Europe, ECGI, Shearman & Sterling, 2007, http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm, dostęp dnia 10.12.2009.
10. *Roczniki Giełdowe z lat 1992–2012*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.
11. Rossouw G.J. (2009), *The etics of corporate governance. Global convergence or divergence?*, „Internal Journal of Law and Management”, vol. 51, no. 1.

12. Rudolf S. (2012), *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego* [w:] *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Urbanek P. (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
13. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz. U. Nr 184, poz. 1539 z późn. zm.
14. Williamson O.E. (1998), *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Streszczenie

Skarb Państwa jako akcjonariusz spółek publicznych nie tylko wykazuje się aktywnością w zakresie wykonywania uprawnień korporacyjnych wynikających z akcji, ale również stara się zapewnić sobie jak największą kontrolę nad spółkami, w których ma udziały. W artykule zawarte są wyniki analizy statutów wszystkich 23 spółek notowanych na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie, w których na koniec 2011 roku Skarb Państwa był akcjonariuszem notyfikowanym. Badania wykazały, że obok kontroli kapitałowej Skarb Państwa stosuje statutowe mechanizmy lewarowania kontroli, stanowiące odstępstwo od zasady proporcjonalności. Szczególnie często wykorzystuje górną granicę wykonywania prawa głosu, osobiste uprawnienia akcjonariusza, podwyższone progi większości głosów niezbędnej do podjęcia ważnych decyzji oraz kworum wymagane do ważności uchwał na walnym zgromadzeniu. Konfiguracja mechanizmów lewarowania kontroli w większości spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa pozwala na dalsze znaczne zmniejszenie w przyszłości udziału kapitałowego tego akcjonariusza bez utraty przez niego kontroli nad tymi spółkami. Umożliwia to Skarbowi Państwa stopniowe uwalnianie kapitału poprzez sprzedaż akcji, co będzie mieć wpływ na cały rynek kapitałowy w Polsce.

Słowa kluczowe

mechanizmy lewarowania kontroli, statut spółki akcyjnej

Control mechanisms in public companies with State ownership (Summary)

The State Treasury as a stockholder of public companies proves to be active not only concerning the execution of corporate rights resulting from shares, but it also attempts to ensure maximum control over such companies. The article contains results of the analysis of all 23 companies listed on the regulated market conducted by the Warsaw Stock Exchange, in which as of end of 2011 the State Treasury was a disclosed shareholder. The research has demonstrated that next to the capital control, the State Treasury uses statutory control enhancing mechanisms, which constitutes an exemption from the proportionality principle. Particularly

frequently the following mechanisms are applied: voting cap, special rights for certain shareholders and supermajority provisions. The configuration of control enhancing mechanisms in the majority of the companies controlled by the State Treasury will allow further decreasing of the capital share of the State in the future, without losing control over such companies. That enables the State Treasury to gradually release the capital by selling the shares, which will have an impact on the whole capital market in Poland.

Keywords

control enhanced mechanisms, statute of the company