

# 6

MATEUSZ ŚLIŻEWSKI

## ***Aktywizacja akcjonariuszy spółek publicznych w kontekście implementacji Dyrektywy 2007/36/WE do Kodeksu Spółek Handlowych***

Opiekun naukowy: dr Daniel Szańca

**Mateusz Śliżewski** jest studentem III roku prawa w Akademii Leona Koźmińskiego. Odbył praktyki m.in. w dziale *private banking* Kredyt Banku S.A. oraz brał udział w programie „Aktywni w administracji”. Interesuje się ekonomiczno-prawnymi aspektami działalności przedsiębiorstw, ze szczególnym uwzględnieniem fuzji i przejęć, a także bankowością inwestycyjną w zakresie organizowania emisji papierów wartościowych na rynku kapitałowym.

## 1. Wstęp

Od momentu wstąpienia Polski do Unii Europejskiej rozpoczęły się w naszym kraju dynamiczne zmiany powodowane dostosowywaniem prawa krajowego do unijnego. Podpisanie przez Polskę Traktatu ateńskiego (16 kwietnia 2003 roku) dało Wspólnocie prawo wprowadzania na obszarze naszego kraju regulacji obowiązujących również na obszarach innych członków tej organizacji. Państwa w niej skupione nie są jednak monolitem. To kraje o zróżnicowanej historii, kulturze, o różnych tempach rozwoju społecznego i gospodarczego. Dążenie do ujednoczenia jakiegokolwiek procesu czy zjawiska na tym obszarze już *ex definitione* nie może być łatwe. Należy więc odpowiedzieć na pytanie, czemu ma ten wysiłek służyć? Odpowiednie wyjaśnienie znajduje się już w przyczynach wstępowania określonego podmiotu do jakiegokolwiek organizacji. Zazwyczaj posunięcie takie przynosi obopólne korzyści i służy rozwijaniu współpracy. Żeby jednak kooperacja ta była owocna, musi opierać się ona na jasnych i akceptowanych przez wszystkich zasadach. Zbiorem takich „reguł gry” jest dana gałąź prawa, w zależności od interesującej nas dziedziny. Tym, czym zajmiemy się w dalszych rozważaniach, jest prawo spółek. Ze względu na intensyfikację i postępującą liberalizację obrotu gospodarczego, odgrywa ono coraz donioślejszą rolę w kontaktach między partnerami handlowymi. Źródłem jego regulacji w prawie polskim jest kodeks spółek handlowych. Unowocześnianie jego założeń, przy uwzględnianiu bezpieczeństwa interesów wspólników oraz wierzycieli spółek, powoduje wzrost swobody działania owych podmiotów. Wpływa to korzystnie na pewność obrotu, co powoduje nieustanny wzrost aktywności jego członków. Wyżej wspomniana „różnica prędkości” rozwoju poszczególnych krajów Wspólnoty, dotyczy również tej dziedziny. Oznacza to tylko i wyłącznie to, że Polska ma partnerów, od których może się jeszcze wiele nauczyć. To oni nadają ton ciągłym zmianom europejskiego prawa spółek. Polski ustawodawca powinien, a właściwie ma obowiązek nie tylko bacznie je obserwować, ale również naśladować.

Uczestnictwo naszego kraju w strukturach Unii Europejskiej nie będzie przynosiło pożądanych efektów, gdy pozostaniemy jej biernymi członkami. Aby się jednak tak w żadnym kraju członkowskim nie stało, tworzone jest na szczeblu ponadnarodowym wspólne prawo. Jego zasadniczym elementem są akty prawne pochodzące z I filaru Unii Europejskiej.

Są to:

- rozporządzenia,
- dyrektywy,
- decyzje,
- zalecenia i opinie.

W celu zrozumienia dalszej części rozważań przydatne będzie krótkie omówienie wymienionych aktów. Rozporządzenie jest generalno-abstrakcyjnym aktem normatywnym, stosowanym bezpośrednio. Jeśli zachodzi sprzeczność między nim a prawem wewnętrznym, ustawodawca krajowy zobowiązany jest do jej usunięcia przez zmianę w krajowym porządku prawnym. Dyrektywa natomiast wiąże państwa członkowskie co do celów. Oznacza to, że organy krajowe mają swobodę w wyborze metod i formy ich realizacji. Związane są jednak terminami implementacji danej dyrektywy. Ważny jest fakt, że niewprowadzenie lub nienależyte wprowadzenie dyrektywy może zostać zaskarżone do Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości. Kolejnym aktem normatywnym jest decyzja. Ma charakter indywidualny i konkretny oraz precyzyjnie określoną treść. Zalecenia i opinie nie są aktami wiążącymi, chociaż często adresaci starają się je wprowadzać w życie z uwagi na autorytet organów, które je wydają.

Niniejsza praca oparta jest na drugiej, z wyżej wymienionych form aktu prawnego. Przybliżmy więc kwestię związaną z implementacją dyrektywy. Jak wynika z powyższej charakterystyki, jej wdrożenie jest ograniczone określonym terminem, ale co ważniejsze – celem, jaki ma zrealizować. Nadrzędnym stanem faktycznym w Unii Europejskiej, jaki ma zostać osiągnięty przez wprowadzanie tego typu dokumentów do porządków krajowych, jest harmonizacja prawa. Zajmujemy się tu jednak prawem spółek i dlatego w tej dziedzinie należy ustalić cele, przyświecające implementacji dyrektyw regulujących tę materię. Można w zasadzie wyróżnić dwa ważne w tym momencie aspekty:

- ochrona interesów osób związanych ze spółką (np. akcjonariusze, wierzyciele),
- ułatwienia w funkcjonowaniu wspólnego rynku.

Jednym z dokumentów, nakładających na polskiego prawodawcę obowiązek zmian prawa krajowego jest **Dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 roku w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym (Dz. Urz. UE z 14.7.2007, nr L 184/17)**. Jej znaczenie dla polskiego porządku prawnego jest przedmiotem poniższej analizy. Ma ona na celu wykazanie możliwości oraz sposobu implementacji poszczególnych przepisów dyrektywy, jak również ich wpływu na funkcjonowanie spółki publicznej pod rządami znove-lizowanego k.s.h. Szczególny nacisk zostanie położony na skutki zmian w przepisach na gruncie rzeczywistości polskiego rynku kapitałowego. Wpływ dyrektywy oceniany będzie przez analizę jej tekstu oraz tekstu kodeksu spółek handlowych. Zostaną przedstawione różnice między treścią k.s.h. przed i po implementacji dyrektywy, jak również spory w doktrynie odnoszące się do poszczególnych uregulowań.

## 2. Ład korporacyjny

Już od kilku lat Komisja Europejska i Parlament Europejski zgodnym głosem mówią o potrzebie wzmocnienia na starym kontynencie ładu korporacyjnego. Należy wyjść tu od wyjaśnienia tego pojęcia, które po angielsku brzmi *corporate governance*. Jego historia rozpoczęła się w Stanach Zjednoczonych, w latach 30. XX wieku<sup>1</sup>. Prężnie rozwijające się korporacje potrzebowały coraz to nowych ram działania w celu ochrony interesów rozrastających się grup wpływów, działających wokół tych firm. Mowa tu głównie o menedżerach i akcjonariuszach, ale także pracownikach, dawcach kapitału, partnerach handlowych. Zaczęto wprowadzać pewne reguły zachowań i wymogi co do postępowania. Zbiór tych zasad nazywa się „dobrymi praktykami”<sup>2</sup>. W odniesieniu do realiów polskiej giełdy możemy za cytowanym dokumentem wyróżnić cztery główne obszary wprowadzania owych reguł. Są to rekomendacje dotyczące spółek jako całości, zarządów, członków rad nadzorczych oraz akcjonariuszy. Owe praktyki, co ważne, nie są prawem. Stanowią one tzw. *soft law*. Panuje tu zasada *comply or explain* („przestrzegaj albo wyjaśnij” – której zasady i dlaczego nie przestrzegasz). Zobowiązuje ona spółki do stosowania dobrowolnych kodeksów *corporate governance*. W wypadku nieprzestrzegania którejś z zasad, spółka powinna wytłumaczyć, dlaczego tak się dzieje<sup>3</sup>. Należy tu jednak wyraźnie zaznaczyć, że „kodeks” ten nie jest w swojej treści jednolity na całym świecie. U podstaw tego stanu rzeczy leży kilka czynników, m.in. zróżnicowanie geograficzne, z którego wynika inna kultura, zwyczaje, mentalność. To oczywiście ma wpływ na styl zarządzania przedsiębiorstwem i prowadzenia nad nim nadzoru. Dość jaskrawym i wystarczającym na potrzeby tej pracy przykładem jest różnica w modelach nadzoru korporacyjnego w Stanach Zjednoczonych i Niemczech. W naszym sąsiednim kraju największy nacisk kładzie się na ochronę i dbanie o interesy samej korporacji, w tym jej pracowników (Lis, Sterniczuk 2005: 131–135). Na przykładzie drugiego z wymienionych krajów możemy mówić o sytuacji zupełnie innej. Tam korporacja nastawiona jest zdecydowanie na maksymalizację zysku, gdyż panuje pogląd, że najważniejszym interesariuszem spółki są jej akcjonariusze (Lis, Sterniczuk 2005: 124–128). Jako że Polska w swoim kodeksie spółek handlowych korzysta częściowo z dorobku niemieckiej doktryny, to adekwatny będzie postulat wzmocnienia praw akcjonariuszy spółek publicznych, czyli notowanych na rynku regulowanym. Zagadnienia ładu korporacyjnego są

<sup>1</sup> P. Tamowicz, *Co to jest corporate governance?*, [http://www.pfcg.org.pl/article/1184\\_Co\\_to\\_jest\\_corporate\\_governance\\_.htm](http://www.pfcg.org.pl/article/1184_Co_to_jest_corporate_governance_.htm), 5 kwietnia 2009.

<sup>2</sup> Załącznik do Uchwały Nr 12/1170/2007 Rady Giełdy z dnia 4 lipca 2007 roku, *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*.

<sup>3</sup> [http://www.pfcg.org.pl/article/13010\\_Europa\\_stawia\\_na\\_miekkie\\_prawo\\_.htm](http://www.pfcg.org.pl/article/13010_Europa_stawia_na_miekkie_prawo_.htm)

obecnie szeroko dyskutowane, a co za tym idzie coraz częściej porusza się kwestię nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Temat ten jest podsycany przez panujący kryzys światowy. Pozwolił on uwydatnić, a może nawet odkryć, różnego rodzaju złe praktyki, które przyczyniły się do nagłego spadku zaufania do „niewidzialnej ręki rynku”. Kryzys i jego przyczyny nie są przedmiotem tej pracy, ale z pewnością będą jeszcze nieraz przyczyną zmian w regulacjach funkcjonowania rynków kapitałowych. Z pewnością znaczne zmiany nie ominą agencji ratingowych (obniżających oceny zbyt późno) oraz funduszy hedgingowych (inwestujących nazbyt ryzykownie, bez odpowiedniego poziomu zabezpieczeń transakcyjnych).

### **3. Cel Dyrektywy 2007/36/WE**

Ogólnie rzecz biorąc, cel omawianej dyrektywy odnosi się do ułatwiania wykonywania przez akcjonariuszy praw korporacyjnych (Domagalski 2008). Należy tu wyjaśnić, co kryje się pod tym terminem. Zaczniemy od tego, że akcja jest prawem podmiotowym ucieleśniającym ogół uprawnień. Świadczą one o pozycji prawnej akcjonariusza w spółce (Michalski 2008: 337). Wspomniane uprawnienia można podzielić na następujące dwie kategorie: uprawnienia majątkowe oraz uprawnienia korporacyjne. Te drugie są uprawnieniami akcesoryjnymi względem pierwszych – służą ich zabezpieczeniu. Z akcesoryjności praw wynika fakt, że nie są one samodzielne. Znaczy to, że nie mogą być przedmiotem obrotu w oderwaniu od praw majątkowych (Bandarzewski 1996: 11). Kwestia ta zmienia się jednak z biegiem czasu. Akceptowana zaczyna być kwestia możliwości upoważnienia do tych praw osób trzecich przez dokonanie czynności prawnej, np. zawarcie umowy zastawu (Michalski 2008: 339). Umożliwia to wpływanie na losy spółki bez konieczności nabywania akcji. Podstawowe prawa korporacyjne to:

- prawo do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu,
- prawo głosu na walnym zgromadzeniu,
- prawo do informacji o spółce.

To właśnie ich unowocześnienie ma przyczynić się do poprawy ładu korporacyjnego. Mimo iż zmiany postulowane przez dyrektywę kierowane są do wszystkich akcjonariuszy, to największe znaczenie będzie ona miała dla mniejszościowych posiadaczy akcji. Próba ich aktywizacji wynika z tego, że akcjonariusze ci, nie widząc swojego realnego wpływu na losy spółki, pozostają podmiotem biernym (Domagalski 2008). To może z kolei być przyczyną nadużyć ze strony akcjonariuszy strategicznych w spółkach o rozproszonym akcjonariacie.

Duży nacisk w związku z omawianą tu kwestią położony został na ułatwiania przy transgranicznym wykonywaniu uprawnień. Proces wchodzenia spółek na zagraniczne rynki powoduje, że akcjonariusze są rezydentami różnych krajów.

Dyrektywa zawiera szereg zaleceń dotyczących technicznych kwestii organizowania i przeprowadzania walnych zgromadzeń. Mają to być środki prowadzące do osiągnięcia opisanych celów. Postulowane zmiany w prawie spółek zostaną opisane poniżej, a dotyczą one m.in.: terminu i sposobu zwołania walnego zgromadzenia, wprowadzania spraw do porządku obrad i przedstawiania projektów uchwał, rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, wykorzystania środków elektronicznych, głosowania przez pełnomocnika oraz korespondencyjnie, a także prawa akcjonariuszy do informacji o spółce.

#### **4. K.s.h. jako miejsce implementacji**

Uregulowania zawarte w omawianej dyrektywie zostają wprowadzone do dwóch aktów prawnych, a mianowicie: kodeksu spółek handlowych i ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Należy jeszcze dodać, że owa dyrektywa dotyczy spółek notowanych na rynku regulowanym. W tym momencie pojawia się spór w doktrynie dotyczący właśnie umiejscowienia zaleceń dyrektywy. Gdy przychylimy się do koncepcji, że spółka akcyjna notowana na rynku regulowanym jest szczególnym typem spółki akcyjnej, to wtedy może się wydać, że faktycznie kodeks spółek handlowych nie jest najlepszym miejscem na wprowadzanie zmian. Jest tak ze względu na fakt, że k.s.h. w swojej przeważającej części reguluje kwestie związane ze spółkami nienotowanymi na giełdzie. Wtedy można by faktycznie wnosić o zamieszczenie omawianych zmian w innej ustawie – regulującej obrót publiczny (Kidyba 2008). Według odmiennej opinii na ten temat unowocześnianie fundamentalnych *de facto* praw akcjonariuszy powinno być bez żadnych wątpliwości zawarte w k.s.h., a traktowanie spółki notowanej jako szczególnej formy spółki akcyjnej jest jedynie pozostałością historyczną, którą obecne realia znacznie zmieniają. Spółka giełdowa, jako stosunkowo popularna forma prowadzenia działalności gospodarczej, związana jest z wymogiem coraz większej przejrzystości prawa dotyczącego tej kwestii (Romanowski 2008).

Kolejne ważne pytanie odnosi się do tego, czy regulacje dyrektywy powinny być zastosowane również do spółek niepublicznych. Jak wynika z powyższych rozważań, dyrektywa adresowana jest do spółek znajdujących się w obrocie publicznym. Co do zasady mogą to być spółki akcyjne lub komandytowo-akcyjne. Te drugie w rozważaniach pomijamy, ponieważ na polskim rynku nie są one dostępne publicznie. Polski ustawodawca część opisanych zmian odnosi mimo wszystko do spółek, które nie znajdują się w obrocie publicznym. Co do słuszności tego nie ma pełnej zgodności, ale należy przychylić się do opinii Komisji Kodyfikacyjnej Prawa Cywilnego, mówiącej o tym, że niezastosowanie niektórych zmian w spółkach nienotowanych prowadziłoby do niepotrzebnego nieporządku w regulacjach

kodeksowych. Jednoznacznie należy podsumować te rozważania, postulując jedność oraz kompleksowość uregulowań dotyczących prawa spółek, a co za tym idzie – implementację zmian przeprowadzić w k.s.h.

## 5. Zakres zmian

Gdy omówiony został już cel i miejsce implementacji dyrektywy, można się przez chwilę zastanowić nad zakresem postulowanych zmian. Unijny dokument wyznacza minimalne standardy, jakie muszą zostać spełnione. Oznacza to, że krajowy porządek prawny może zostać wzbogacony o dodatkowe ułatwienia dla akcjonariuszy oraz instytucje mające na celu ochronę ich praw. Minimalny zakres uregulowań wynika ze zróżnicowania spółek działających w obrocie gospodarczym. Nie wszystkie z nich są w dobrej kondycji finansowej i mają wolne środki, które bez problemu mogłyby przeznaczyć na wprowadzanie do firm np. drogiego sprzętu umożliwiającego transmisję obrad w czasie rzeczywistym. Dlatego też dyrektywa nie nakłada takiego obowiązku, a daje jedynie taką możliwość. Kwestię taką może uregulować sama spółka w swoich wewnętrznych dokumentach. Należy też wyjść z założenia, że opisane standardy są na wystarczającym poziomie, aby postulowane ułatwienia wprowadzić w życie. Wynika z tego, że nie ma potrzeby, aby być „nadgorliwym”. Realizowanie postanowień dyrektywy może doprowadzić do obciążenia spółki nadmiernymi kosztami, które nie podniosą efektywności jej działania, a dodatkowo będą ciężarem tylko i wyłącznie dla akcjonariuszy. Obecny okres złej koniunktury przemawia dodatkowo za „dosłownym” wprowadzaniem postulowanych zmian.

## 6. Walne zgromadzenie

Omawiając instytucję walnego zgromadzenia, należy wyjść od interpretacji art. 38 k.c., mówiącego, że „Osoba prawna działa przez swoje organy w sposób przewidziany w ustawie i w opartym na niej statucie”. Przepis ten wskazuje na przyjętą w prawie polskim teorię organów osoby prawnej. Oznacza to, że określone działania ludzi, w konkretnych sytuacjach, są traktowane jako działania osoby prawnej (Radwański 2007: 186). Organami spółki akcyjnej to według k.s.h. zarząd, rada nadzorcza i walne zgromadzenie. W tym momencie najbardziej interesuje nas ten ostatni. Walne zgromadzenie tworzą wszyscy akcjonariusze biorący w nim udział. Prawo uczestniczenia w walnym zgromadzeniu jest jednym z podstawowych praw korporacyjnych, wchodzących w skład uprawnień wynikających z posiadania akcji. Warto tu zwrócić uwagę na fakt, że członkowie walnego zgromadzenia nie są mianowani, powoływani czy wybierani (Czerniawski, Rapacka 2007: 81). Udział w nim nie jest obligatoryjny. To, czy inwestor z korzysta z tego

rodzaju uprawnienia zależy od motywów nabycia akcji. Jeśli jest to spekulacja, to nie interesują go długookresowe losy spółki – chce jak najszybciej sprzedać nabyte akcje, po cenie wyższej od ceny zakupu. Gdy jednak nabycie papierów wartościowych wyemitowanych przez spółkę jest traktowane jako inwestycja długoterminowa, wtedy udział w walnym zgromadzeniu wpłynie na pewno pozytywnie na trafność decyzji podejmowanych przez inwestora odnośnie do swojego portfela. Decyzje walnego zgromadzenia są wyrazem woli akcjonariuszy. Zapadają one w najważniejszych dla spółki kwestiach (Heciak 2007).

Można wyróżnić dwa rodzaje walnych zgromadzeń – zwyczajne i nadzwyczajne. Zwyczajne walne zgromadzenie odbywa się raz w roku, w ciągu 6 miesięcy od zakończenia każdego roku obrotowego. Po upływie tego terminu uchwały podjęte na walnym zgromadzeniu są nieważne jedynie wtedy, gdy zostanie wykazane, że opóźnienie miało wpływ na ich treść (Heciak 2007).

Artykuł 395 k.s.h. stwierdza, że przedmiotem WZ powinno być:

- rozpatrzenie i zatwierdzenie sprawozdania zarządu z działalności spółki oraz sprawozdania finansowego za ubiegły rok obrotowy,
- powzięcie uchwały o podziale zysku albo o pokryciu straty,
- udzielenie członkom organów spółki absolutorium z wykonania przez nich obowiązków.

Dodatkowo przedmiotem zwyczajnego WZ może być rozpatrzenie i zatwierdzenie sprawozdania finansowego grupy kapitałowej. Obok ZWZ, występują również nadzwyczajne walne zgromadzenia. Są one zwoływane w wypadkach określonych w KSH, statucie, lub gdy zarząd, rada nadzorcza lub osoby uprawnione do zwołania WZ uznają to za niezbędne. Nie ma formalnego ograniczenia co do ilości NWZ w ciągu roku.

## 7. Zwołanie walnego zgromadzenia – sposób i termin

Walne zgromadzenie jest częścią ładu korporacyjnego. A jeżeli jego poprawa jest celem dyrektywy, to również zmiany w organizacji WZ są nieuniknione. Szczegółowa regulacja, a zarazem szereg udogodnień będą z pewnością sprzyjać aktywizacji akcjonariuszy (często zarówno mniejszościowych jak i rozproszonych na obszarze Unii Europejskiej). Jedną z ważniejszych zasad wprowadzonych do k.s.h. (por. art. 402<sup>1</sup> § 1 ustawy z dnia 5 grudnia 2008 roku o zmianie ustawy – kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi) jest „pchnięcie informacji do inwestorów” (*push towards investors*) (Domagalski 2008). Oznacza ona, że informacja o zwołaniu walnego zgromadzenia powinna być w sposób skuteczny przekazany do publicznej wiadomości. To z kolei pociąga za sobą taką konsekwencję, że nie wystarczy, aby była ona udostępniona przez spółkę

– musi ona dotrzeć do adresatów w całej Unii Europejskiej. Dotychczasowy sposób ogłaszania walnego zgromadzenia – w Monitorze Sądowym i Gospodarczym – nie spełnia tych wymagań. Wprowadzony nowymi przepisami termin zwołania walnego zgromadzenia wynosi 26 dni (por. art. 402<sup>1</sup> § 2 ustawy z dnia 5 grudnia 2008 roku o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi). Jest to termin wynikający pośrednio z terminu dnia rejestracji (*record date*), czyli momentu ustalenia listy osób uprawnionych do udziału w WZ. Kwestia systemu *record date* wymaga szerszego omówienia, które będzie miało miejsce w dalszej części pracy. Wróćmy jednak do informacji o zwołaniu walnego zgromadzenia. Kolejny wprowadzony do k.s.h. artykuł określa treść takiego ogłoszenia (por. art. 402<sup>2</sup> ustawy z dnia 5 grudnia 2008 roku o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi). Poza podstawowymi danymi powinna się tam znaleźć, jeśli spółka przewiduje taka możliwość, informacja na temat:

- możliwości i sposobie uczestnictwa w walnym zgromadzeniu przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej,
- sposobie wypowiedzania się w trakcie walnego zgromadzenia przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej,
- sposobie wykonywania prawa głosu drogą korespondencyjną lub przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej.

Prawdziwa „rewolucja technologiczna” w kwestii działania spółek nie mogłaby mieć miejsca, gdyby nie było najbardziej popularnego, a zarazem prostego narzędzia do komunikacji z wszelkimi grupami interesów firmy (w tym akcjonariuszami), jakim jest strona internetowa. Obowiązek jej prowadzenia przez spółki publiczne wprowadza nowelizacja k.s.h. (por. art. 402<sup>3</sup> ustawy z dnia 5 grudnia 2008 roku o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi). W zmianach przepisów zawarte są również kwestie, które spółka ma obowiązek na stronie zamieszczać od dnia ogłoszenia na niej zwołania walnego zgromadzenia (Wrzesiński 2008). Obecnie już zdecydowana większość spółek akcyjnych ma własne strony internetowe, więc możemy przypuszczać, że ten obowiązek nie będzie dużym obciążeniem i rewolucyjną zmianą. Jest też tak dlatego, że strona internetowa zaczyna pełnić bardziej funkcję promocyjną i jej posiadanie leży w interesie firmy.

## **8. *Record date* – dzień rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu**

Wspomniany wcześniej *record date*, czyli dzień rejestracji uczestnictwa w WZ nie może być w Polsce ustalony na mniej niż 16 dni przed datą zgromadzenia

(por. art. 406<sup>1</sup> ustawy z dnia 5 grudnia 2008 roku o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi). Wynika to z analiz czasu, jakiego potrzebują Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych oraz firmy inwestycyjne na przekazanie spółce wykazu osób mogących uczestniczyć w walnym zgromadzeniu. A mogą w nim uczestniczyć osoby będące akcjonariuszami na 16 dni przed datą zgromadzenia. Liczba ta wynika ze specyfiki polskiego systemu działania rynku kapitałowego – dyrektywa daje krajom dużą swobodę w ustaleniu odpowiedniego terminu; może on mieścić się w przedziale od 1 do 30 dni przed walnym zgromadzeniem. Powinien zostać jedynie zrealizowany podstawowy cel tych założeń, jakim jest maksymalne ułatwienie wykonywania praw korporacyjnych. Implementacja systemu *record date* wymaga wprowadzenia zaświadczenia o prawie do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu. Zaczniemy od tego, że akcjonariusz musi zgłosić chęć wzięcia udziału w WZ. Czyni to nie później niż w dniu następującym po tzw. *record date* w firmie inwestycyjnej, która prowadzi rachunek papierów wartościowych zainteresowanego. Daje to pewność, że na 16 dni przed WZ osoba ta była akcjonariuszem danej spółki. W odpowiedzi na takie żądanie wystawione zostaje wspomniane zaświadczenie. Opierając się na rejestrze wydanych zaświadczeń, firma inwestycyjna sporządza listę osób uprawnionych do uczestniczenia w WZ, którą przekazuje do Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych do 12 dnia przed WZ. KDPW tworzy listę zbiorczą na podstawie informacji uzyskanych od poszczególnych podmiotów prowadzących rachunki inwestycyjne i przekazuje je spółce na 7 dni przed WZ.

Mówiąc o *record date*, nie można pominąć jednej kwestii wprowadzonej do prawa polskiego. Otóż pojawiła się sytuacja, w której w WZ będzie brała udział osoba niebędąca akcjonariuszem (por. art. 406<sup>4</sup> ustawy z dnia 5 grudnia 2008 roku o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi). Dzieje się tak, ponieważ zostało zniesione ograniczenie polegające na zakazie zbywania akcji przez uczestników WZ (osób ujętych na liście sporządzonej przez KDPW) do momentu jego zakończenia (Wrzesiński 2008). Prosto rzecz ujmując – akcjonariusz zbywa akcję po *record date* i następnie bierze udział w WZ, nie będąc już akcjonariuszem. Jednocześnie, co do zasady, nie przysługują mu już takie prawa jak prawo do dywidendy lub prawo poboru. O ile obecnie możliwe jest rozszczepianie skonkretyzowanych praw majątkowych od akcji (dlatego na GPW notowane są jednostki praw poboru), o tyle do tej pory nie było możliwe rozszczepianie praw korporacyjnych (np. prawa głosu). Należy te zmiany traktować w ten sposób, że akcjonariusz, zbywając akcje, nie zbywa wszystkich praw udziałowych. Część z nich, przez skonkretyzowanie się w dniu *record date*, staje się niezbywalna. Z uwagi również na postęp techniczny w sferze obrotu papierami wartościowymi (m.in. dematerializacja akcji) zbędne

staje się przywiązanie praw do dokumentu. Jest to sytuacja dość kontrowersyjna, ale według europejskiego ustawodawcy ma na celu aktywizację akcjonariuszy. Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny w swoim uzasadnieniu kładzie również nacisk na stronę kosztową owego ograniczenia.

## 9. Szersze uprawnienia akcjonariuszy mniejszościowych

Jednym ze środków do osiągnięcia głównego celu implementacji dyrektywy – poprawy ładu korporacyjnego, jest aktywizacja akcjonariuszy mniejszościowych. Dlatego zmiany w tej materii są warte krótkiego omówienia. Dyrektywa wymaga, aby przyznane zostały prawa do wprowadzania dodatkowych spraw do porządku obrad WZ, oraz możliwość przedstawiania projektów uchwał ich dotyczących. Akcjonariusze mniejszościowi mogą również zostać obdarzeni prawem zwołania walnego zgromadzenia. Dyrektywa takiego obowiązku nie nakłada, a jedynie daje możliwość.

W chwili obecnej żądanie akcjonariusza lub akcjonariuszy zwołania walnego zgromadzenia, i umieszczenia określonych spraw w porządku obrad musi zostać złożone zarządowi najpóźniej na miesiąc przed proponowanym terminem WZ. Termin zwołania wynosi obecnie dwadzieścia jeden dni. W tym momencie może zostać skutecznie zamknięta droga do uzupełniania porządku obrad przez akcjonariuszy. Zarząd może użyć argumentu, że uzupełnia się porządek obrad już zwołanego, a nie przyszłego walnego zgromadzenia. Proponowana zmiana zezwala akcjonariuszom spółek publicznych uzupełnianie porządku obrad najpóźniej do dwudziestego pierwszego dnia przed WZ. Uzupełniony porządek obrad zostaje ogłoszony jeszcze przed dniem rejestracji uczestnictwa. Dyrektywa daje możliwość do ograniczenia tego przywileju jedynie do zwyczajnego walnego zgromadzenia. Zastosowanie jednak takich restrykcji jest niecelowe i powoduje zmniejszenie ochrony interesów akcjonariuszy, zwłaszcza że k.s.h. dopuszcza możliwość zwołania przez nich nadzwyczajnego walnego zgromadzenia. Należy nadmienić, że zmianie uległy też regulacje dotyczące zgłaszania projektów uchwał. Obecnie utarło się, że są one zgłaszane w trakcie walnego zgromadzenia. Implementowana dyrektywa daje taką możliwość jeszcze przed jego terminem. Wszelkie zgłoszone projekty muszą być niezwłocznie zamieszczane na stronie internetowej spółki (por. art. 5 ust. 4 lit. d Dyrektywy 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 roku w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym).

Wykonywanie wyżej omówionych uprawnień, czyli:

- prawo do żądania zwołania walnego zgromadzenia,
- wprowadzanie określonych spraw do porządku obrad,

- zgłaszanie projektów uchwał

jest często uzależnione od udziału kapitałowego danego akcjonariusza. Obecnie próg ten wynosi 10%. Dyrektywa narzuca obowiązek zmniejszenia go do 5% (por. art. 400 § 1 i 5 k.s.h., art. 401 § 1, 4 i 6 k.s.h.). Zmiana ta z pewnością pozytywnie wpłynie na zwiększenie zainteresowania mniejszych udziałowców losami spółki i da im realną możliwość wpływania na podejmowane w niej decyzje.

Istotną kwestią w wykonywaniu praw korporacyjnych przez akcjonariuszy mniejszościowych jest możliwość obciążenia ich kosztami zwołania walnego zgromadzenia. To w skuteczny sposób „odstrasza” od różnego rodzaju inicjatyw. W obowiązującym prawie istnieje co prawda możliwość zaskarżenia uchwał WZ, jednak wiąże się to często z trudnościami dowodowymi. Postulowane zmiany dają możliwość akcjonariuszom mniejszościowym zwrócenia się do sądu rejestrowego o zwolnienie z obowiązku pokrywania kosztów nałożonych uchwałą zgromadzenia.

## 10. Silniejsza pozycja rady nadzorczej

Do rozważenia w tym rozdziale pozostaje jeszcze kwestia pozycji rady nadzorczej. Obecnie ma ona prawo do zwołania zwyczajnego walnego zgromadzenia, jeżeli zarząd nie zwoła go w określonym terminie. Rada nadzorcza, jeśli uzna to za stosowne, może też zwołać nadzwyczajne walne zgromadzenie. Jednakże najpierw musi się ona zwrócić z takim wnioskiem do zarządu. Przepis ten oparty jest na dwuetapowej procedurze, która *de facto* jest zbędna, gdyż zarząd nie może zablokować zwołań NWZ. Powoduje to tylko wydłużenie całego procesu. Zmiana wprowadzona przez dyrektywę upraszcza te postępowanie. Mówi, że rada nadzorcza może zwołać nadzwyczajne walne zgromadzenie, jeżeli uzna to za stosowne. Nie może jednak tego robić w dowolny sposób i bez względu na pewne zasady. Musi być to działanie uzasadnione merytorycznie, w interesie spółki oraz przy zachowaniu należytej staranności. Powyższa zmiana ma też uzasadnienie w takiej sytuacji, gdyby np. zarząd stał się niezdolny do podejmowania decyzji z powodu zawieszenia jego członków lub z powodu konfliktu interesów zwleka ze zwołaniem walnego zgromadzenia lub nawet próbuje je udaremnić. Co jest równie ważne – w nowelizacji k.s.h. pojawia się uprawnienie zwołania NWZ akcjonariuszom reprezentującym co najmniej połowę kapitału zakładowego lub co najmniej połowę ogółu głosów w spółce. Wcześniej opisane identycznie uprawnienie przysługujące akcjonariuszom mniejszościowym nie zapewnia jednak wystarczającej ochrony, ponieważ zarząd ma prawo sprzeciwu co do zwołania WZ. Powoduje to konieczność wstąpienia na drogę sądową.

## 11. Udział w walnym zgromadzeniu przy wykorzystaniu środków elektronicznych

Przechodząc do zmian w przebiegu walnego zgromadzenia, jakie wprowadza nowelizacja kodeksu spółek handlowych, należy zacząć od omówienia pewnej rewolucji – technologicznego postępu. Wspomniany obowiązek prowadzenia strony internetowej przez spółki publiczne jest oznaką otwarcia na ułatwienia możliwe dzięki internetowi. Dalszym krokiem jest wprowadzenie możliwości udziału w walnym zgromadzeniu przy wykorzystaniu środków elektronicznych (por. art. 406<sup>5</sup> ustawy z dnia 5 grudnia 2008 roku o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi). Wspomniano też wcześniej, że niepożądane są wszelkie dodatkowe obciążenia kosztowe spółki wynikające z dyrektywy. Tak jest i w tym przypadku, ponieważ nie narzuca ona obowiązku wprowadzania określonych technologii, a daje jedynie możliwość ich implementacji. Decydować mają o tym zapisy zawarte w statucie spółki. Ustawa precyzuje co kryje się pod wspomnianym „udziałem” w WZ przy pomocy owych środków elektronicznych:

- transmisja obrad walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym,
- dwustronna komunikacja w czasie rzeczywistym, w ramach której akcjonariusze mogą wypowiadać się w toku obrad walnego zgromadzenia, przebywając w miejscu innym niż miejsce obrad walnego zgromadzenia,
- wykonywanie osobiście lub przez pełnomocnika prawa głosu przed lub w toku walnego zgromadzenia.

Udział w walnym zgromadzeniu przy wykorzystaniu środków elektronicznych musi spełniać jedynie pewne niezbędne i oczywiste normy, a mianowicie wymagana jest możliwość identyfikacji akcjonariuszy oraz zapewnienie bezpieczeństwa komunikacji. Tym, co zostało jeszcze ujęte w nowelizacji, jest fakt, że wykorzystanie środków elektronicznych w przeprowadzaniu walnych zgromadzeń nie zwalnia spółki z realizowania jakichkolwiek obowiązków informacyjnych. Transparentność działań podejmowanych w danym podmiocie jest podstawą jego efektywnego działania.

Wszystkie te możliwości wprowadzone do k.s.h. mogą z pewnością mieć pozytywny wpływ na funkcjonowanie spółki i aktywność akcjonariuszy. Nie możemy popaść tu jednak w nadmierny optymizm. Polska nie jest niestety wiodącym krajem ani pod względem wykorzystania technologii internetowych, ani pod względem sprzętowym, jak również cenowym. To jest pierwsza, ale mniej ważna kwestia. Drugą są natomiast ludzie, a właściwie ich mentalność. Z powodu stosunkowo krótkiej historii internetu w naszym kraju ludzie wciąż mają problem z jego zrozumieniem i opanowaniem. Skutkiem tego jest też brak zaufania do

wszelkich „wirtualnych” działań, a duża rzesza Polaków nadal lubi mieć wszystko „na papierze”. Należy spodziewać się, że największą korzyść odniosą akcjonariusze zagraniczni – zyskają możliwość udziału w WZ bez konieczności odbywania podróży zagranicznych (Kowalewski, Kwaśnicki 2008).

## 12. Głosowanie korespondencyjne

Głosowanie w tej formie jest kolejną nowością, na którą zezwala implementowana dyrektywa (por. art. 12 Dyrektywy 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 roku w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym). Wynika z tego, że polski ustawodawca może spółkom taką możliwość zagwarantować lub narzucić. Ostatecznie regulacja pozwala regulować tę kwestię w regulaminie walnego zgromadzenia. Jest to o tyle wygodne rozwiązanie, że nie zmusza spółki do zmiany statutu w celu wprowadzenia głosowania korespondencyjnego. Ów dokument powinien regulować kwestie bardziej ogólne i kluczowe a nie techniczne. Gdy jednak spółka już umożliwi akcjonariuszom korespondencyjną formę głosowania, powinna na bieżąco zamieszczać na stronie internetowej formularze pozwalające na takowe wykonywanie prawa głosu (por. art. 411<sup>1</sup> § 2–3 KSH). Jeśli nie jest w stanie tego uczynić, powinna na każde żądanie akcjonariusza przesyłać je pocztą. Głosy oddawane nie na formularzu lub na formularzu niespełniającym określonych w k.s.h. wymogów są nieważne. Ma to na celu utrzymanie odpowiedniej przejrzystości i prawidłowości tak ważnego aktu, jakim jest głosowanie. Spółka ma również zapewnić środki służące identyfikacji głosujących korespondencyjnie.

W tym trybie oddawania głosów bardzo ważny jest czas, w jakim mogą to akcjonariusze uczynić. K.s.h. mówi, że uwzględniane są głosy oddane korespondencyjnie, które dotarły do spółki najpóźniej w chwili zarządzenia głosowania na WZ. Jest to w zasadzie wymóg oczywisty, ponieważ wyniki głosowania muszą być jednoznaczne i nie powinno być możliwości dodawania głosów po jego zakończeniu. Bezzasadne jest oczekiwanie na głosy, które zostały przez akcjonariuszy wysłane, a nie dotarły do spółki na czas.

Należy zwrócić uwagę, że głosowanie na WZ jest co do zasady jawne. Dlatego też znowelizowany k.s.h. wskazuje moment, w którym głosy oddane korespondencyjnie są ujawniane, a mianowicie są one odtajnione od momentu ogłoszenia wyników głosowania. Realizowany jest w ten sposób równy dostęp do informacji. Wcześniejsze ujawnienie sposobu głosowania z formularzy korespondencyjnych mogłoby znacznie wpłynąć na wyniki głosowania. Wątpliwości nie ulega fakt, że oddanie głosu drogą korespondencyjną jest równoznaczne z oddaniem głosu na

walnym zgromadzeniu. Głosujący może jednak odwołać swój głos przez oświadczenie. Jest ono jednak skuteczne o tyle, o ile dotrze do spółki najpóźniej w chwili zarządzenia głosowania.

Należy jeszcze poruszyć kwestię głosowania korespondencyjnego w sprawach, dla których przewidziany jest tryb głosowania tajnego. Jest ono dopuszczalne, acz głosujący godzi się tym samym na rezygnację z tajności (art. 411<sup>2</sup> § 5 zd. 2 k.s.h.). Wynika to z konieczności identyfikacji osób, które swój głos oddały drogą korespondencyjną.

### 13. Głosowanie przez pełnomocnika

Implementowana dyrektywa poświęca dużo miejsca problematyce głosowania. Reguluje ona kwestie omówione wyżej, dotyczące głosowania korespondencyjnego, jak również sposób głosowania przez pełnomocnika. Będzie on tematem poniższego rozdziału. Należy podkreślić, że taki tryb oddawania głosów już w k.s.h. funkcjonował wcześniej. Dyrektywa ma na celu jedynie uproszczenie korzystania z tej możliwości.

Należy wyjść od tego, że pełnomocnik ma na walnym zgromadzeniu wszystkie prawa, jakie posiadałby w tym samym czasie akcjonariusz. Ograniczone to może być jedynie treścią pełnomocnictwa. Jeśli też z jego treści wynika, że pełnomocnik może udzielić dalszego pełnomocnictwa, to nic nie stoi na przeszkodzie, aby substytucja została dokonana. Jedyne ograniczenie w tej kwestii wynikać może z ewentualnego konfliktu interesów, o którym za chwilę. Analizując kolejne paragrafy znowelizowanej ustawy, widzimy, że możliwe jest, aby jeden pełnomocnik ustanowiony był przez kilku akcjonariuszy. Logiczną konsekwencją takiego stanu jest fakt, że może on głosować odmiennie w imieniu każdego z nich. Jeżeli natomiast jeden akcjonariusz posiada akcje spółki zapisane na wielu rachunkach papierów inwestycyjnych, to może on dla każdego z nich ustanowić oddzielnego pełnomocnika. Nowością jest też możliwość głosowania odmiennie z każdej posiadanej akcji. Oznacza to, że zniesiony zostaje zakaz tzw. *split votingu*. Jest to pogląd broniony przez doktrynę, która utrzymuje, że głosuje akcjonariusz. Przeważać zaczyna jednak opinia mówiąca o tym, że „głosuje” jednak akcja. Ma to na celu pełniejszą realizację praw majątkowych i wspieranie autonomii woli akcjonariuszy. Przeciwnicy *split votingu* twierdzą, że nieracjonalne jest jednocześnie głosowanie za i przeciw uchwale. Należy jednak podać kontrargument, który mówi, że wykonywanie praw jest dopóty dozwolone, dopóki nie szkodzi innym, a kwestia racjonalności decyzji podejmowanych w jego zakresie należy tylko i wyłącznie do samego zainteresowanego. Jednak z punktu widzenia obrotu gospodarczej istnieją sytuacje, które w pełni uzasadniają niejednolite głosowanie,

np. powiernictwo, zastaw, użytkowanie. Nie jest to jednak przedmiotem naszych rozważań.

Wróćmy teraz do kwestii konfliktu interesów przy udzielaniu pełnomocnictwa. Co do zasady pełnomocnikiem na walnym zgromadzeniu nie może być członek zarządu lub pracownik. Przepis ten jednak nie jest już możliwy do stosowania w odniesieniu do spółek publicznych. Pojawiają się jednak w tym przepisie pewne obwarowania (por. art. 10 ust. 3 ak. 1 Dyrektywy 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 roku w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym). Jeżeli zachodzi powyższa sytuacja, tzn. któraś z wyżej wymienionych osób jest pełnomocnikiem na walnym zgromadzeniu, to:

- udzielone pełnomocnictwo upoważnia do reprezentowania akcjonariusza tylko na jednym walnym zgromadzeniu,
- zobowiązana jest ona do ujawnienia akcjonariuszowi wszelkich możliwości wystąpienia konfliktu interesów,
- nie może ona udzielać dalszych pełnomocnictw, oraz
- oddaje głos zgodnie z udzielonymi przez akcjonariusza instrukcjami.

Przepisy rozszerzają jeszcze krąg osób, u których może wystąpić konflikt interesów o: członka rady nadzorczej, likwidatora, oraz członków organów lub pracowników spółek lub spółdzielni zależnych od spółki, w której są pełnomocnikiem. Odnośnie do konfliktu interesów pojawia się jeszcze jedna istotna zmiana. Do tej pory akcjonariusz nie mógł występować w charakterze pełnomocnika w trakcie głosowania w sprawach dotyczących jego odpowiedzialności wobec spółki. Jest to niezgodne z dyrektywą zapewniającą akcjonariuszom swobodę w wyborze pełnomocnika. Nowelizacja wprowadza zmianę, która wyłącza stosowanie tych przepisów w spółkach publicznych.

Z kwestią udzielania pełnomocnictwa związana jest jego forma. I tu znów widzimy „otwarcie” na nowe technologie – prawo narzuca spółkom obowiązek umożliwienia akcjonariuszom udzielania pełnomocnictwa w formie elektronicznej. Musi być to minimalnie jeden sposób dokonania takiej czynności (por. art. 11 ust. 1 Dyrektywy 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 roku w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym). Jedyne ograniczenia związane są z dostateczną możliwością identyfikacji akcjonariusza i pełnomocnika. W szczególności podkreślić należy, że udzielenie pełnomocnictwa w postaci elektronicznej nie wymaga opatrzenia bezpiecznym podpisem elektronicznym weryfikowanym przy pomocy ważnego kwalifikowanego certyfikatu.

## 14. Prawo do zadawania pytań

Informacja jest podstawowym narzędziem efektywnego działania na rynku oraz prawidłowego funkcjonowania spółki. W tej właśnie kwestii zaszły w k.s.h. również pewne zmiany. Niezmieniony jedynie pozostaje fakt, że akcjonariusz może w trakcie walnego zgromadzenia żądać informacji dotyczących spółki, mających wpływ na decyzje dotyczące kwestii objętych porządkiem WZ (por. art. 9 ust. 1 Dyrektywy 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 roku w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym). Zarząd może z ważnych powodów udzielić odpowiedzi akcjonariuszowi na piśmie w ciągu dwóch tygodni od dnia zgłoszenia żądania podczas walnego zgromadzenia. Tu pojawia się pierwsza istotna różnica. Dotychczas odpowiedź taka mogła być wystosowana w ciągu dwóch tygodni od dnia zakończenia WZ. Może się ono jednak odbywać z przerwami, co bezzasadnie rozciągałoby termin udzielenia odpowiedzi. Żądaną informację uważa się za podaną w wystarczający sposób, gdy znajdzie się ona na stronie internetowej, w miejscu przeznaczonym na zadawanie pytań przez akcjonariuszy i przedstawianie odpowiedzi przez spółkę.

Istnieją pewne okoliczności, w których zarząd lub jego członkowie mają prawo do odmowy udzielenia informacji. Do tej pory zarząd mógł je zrealizować, jeżeli mogłoby to zaszkodzić spółce lub podmiotowi powiązanemu. Skutek taki odnieść mogło ujawnienie tajemnic technicznych, handlowych, organizacyjnych. Drugą przesłanką umożliwiającą odmowę udzielenia informacji była możliwość narażenia członka zarządu na poniesie odpowiedzialności karnej, cywilnoprawnej lub administracyjnej. O ile pierwsza kwestia nie budzi większych wątpliwości, o tyle druga wymaga wg europejskiego ustawodawcy zmiany. Po pierwsze, nie można dopuścić do tego, aby członek zarządu odmawiał udzielenia informacji, obawiając się odpowiedzialności. Powinien on zawsze działać na korzyść spółki i wszelkie nieprawidłowości nie mogą być w ten sposób chronione. Nie może on zasłaniać się przepisami prawa w celu ochrony własnej osoby przed skutkami nietrafnych decyzji lub działań z premedytacją na szkodę akcjonariuszy. Doprecyzowanie polega na tym, że członek zarządu może jedynie odmówić udzielenia informacji, gdy sam fakt jej udzielenia jest naruszeniem prawa, np. ustawy o ochronie danych osobowych. Ważny jeszcze jest fakt, że prawo takie powinno przysługiwać jedynie członkom zarządu osobno, a nie jako organowi. Nie powinna tu zachodzić sytuacja, w której inni członkowie zarządu zatajają nieprawidłowości spowodowane przez innego członka tegoż organu.

Należy przyznać, że proponowane tu zmiany są kolejnymi krokami do wzmocnienia ochrony akcjonariuszy oraz poprawy przepływu informacji między spółką

a różnymi grupami interesów. Ograniczenia w zakresie odmowy udzielania informacji wpłyną na zwiększenie transparentności decyzji podejmowanych w spółce.

## 15. Publikacja wyników głosowań

Ostatnią kwestią związaną z obowiązkami informacyjnymi spółki jest zmiana przepisów k.s.h. odnośnie do publikacji wyników głosowań. Podstawowym dokumentem walnego zgromadzenia jest jego protokół. To tam zamieszczone muszą być wszystkie uchwały, jakie zapadły na WZ. Ze względu na wprowadzenie możliwości głosowania za pomocą środków elektronicznych oraz korespondencyjnie należy do protokołu dołączyć listę akcjonariuszy korzystających z tych form oddawania głosów. Strona internetowa prowadzona przez spółkę służy znów w tym momencie przejrzystości działań podejmowanych na WZ, ponieważ w ciągu tygodnia od zakończenia zgromadzenia muszą się na niej pojawić wyniki głosowań (por. art. 421 § 4 k.s.h.). Pozostają tam one do dnia upływu terminu do zaskarżenia uchwał walnego zgromadzenia. Taka możliwość, oprócz inwestorom krajowym, stwarza duże ułatwienie w śledzeniu losów spółki inwestorom zagranicznym. Z pewnością przyczyni się to zwiększenia zainteresowania przebiegiem głosowań. Przedstawiony rozkład sił może wpłynąć motywująco na osoby do tej pory tylko biernie przyglądające się głosowaniom.

## Zakończenie

Spółka notowana na rynku regulowanym jest i tym bardziej będzie popularną i coraz dynamiczniej rozwijającą się formą prowadzenia działalności gospodarczej. Umożliwia ona pozyskanie kapitału w bardzo dogodny sposób. Jest przy tym bezpieczna, ponieważ posiada osobowość prawną, rozdzielając zobowiązania spółki od majątku osobistego właścicieli. Coraz większe znaczenie w codziennym obrocie gospodarczym, zarówno krajowym, jak i międzynarodowym powoduje ciągłą ewolucję tej formy. W największym stopniu wynika ona z praktyki, która uwydatnia coraz to nowe kwestie wymagające poprawy. O ile w krajowym obrocie gospodarczym spółka publiczna odgrywa swoją rolę w dostatecznym stopniu, o tyle wzrost międzynarodowego przepływu kapitału stawia przed nią nowe zadania. Globalizacja i wzrost informacyjnej roli rynków finansowych wywiera presję na ujednoczenie przepisów regulujących omawianą kwestię. Zawilość przepisów prawnych jest w Polsce jedną z największych przeszkód dla lokowania tu wielu inwestycji. Często wybierane są kraje ościenne, gdzie jasność regulacji jest zdecydowanie większa. Stąd już można wnioskować, że próba unifikacji przepisów będzie dla naszego kraju korzystna.

Omówiona Dyrektywa 2007/36/WE stawia sobie za cel poprawę ładu korporacyjnego. Trudność polega na tym, że nie jest on dla każdego kraju objętego dyrektywą jednolity. Różnice w poziomie rozwoju rynków kapitałowych są znaczne. Celem pracy była ocena efektów wprowadzonych zmian na gruncie polskiej spółki publicznej. Z całą pewnością można stwierdzić, że omówione regulacje wpłyną pozytywnie na funkcjonowanie spółek notowanych. Zwiększy się przejrzystość podejmowanych decyzji. Poszerzenie obowiązków publikacyjnych ułatwi dostęp akcjonariuszy do informacji o sprawach spółki. W obecnych czasach jej rola jest nie do przecenienia. Nie do uniknięcia jest również postęp techniczny, który wywarł ogromny wpływ na zmiany w przepisach. Możliwe staje się rozszczepianie praw korporacyjnych od akcji. Nowe obowiązki publikacyjne pociągnęły za sobą konieczność prowadzenia własnej strony internetowej, co również sprzyja poprawie ładu korporacyjnego przez sprawniejszy przepływ informacji. Internacjonalizacja giełd przyciąga często inwestorów zagranicznych. Otwarcie na nowe technologie ułatwi wykonywanie praw korporacyjnych bez ponoszenia chociażby kosztów podróży w celu wzięcia udziału w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Przyczynią się do tego również zmiany dotyczące głosowania przez pełnomocnika oraz ustanowienie możliwości głosowania korespondencyjnego.

Na podstawie wprowadzonych zmian można wysunąć pewnie wnioski dotyczące przyszłości Kodeksu spółek handlowych. Z pewnością europejski ustawodawca będzie dążył do jak najszerzej ochrony interesów akcjonariuszy. Prawo spółek będzie nadal unifikowane na obszarze UE. Sprzyjać to będzie liberalizacji przepływów kapitałowych i wzrostowi bezpieczeństwa i pewności obrotu gospodarczego a nasz kraj będzie na szczęście zobowiązany do wzięcia w tym udziału.

## Bibliografia

- Bandarzewski, K. (1996) *Prawa akcjonariusza*. Kraków.
- Cejmer, M., Napierała, J. Sójka, T. (2006) *Europejskie prawo spółek – Tom III. Corporate Governance*. Warszawa.
- Czerniawski, R., Rapacka, A. (2007) *Pomiędzy prawem a finansami: poradnik członka rady nadzorczej spółki akcyjnej*. Warszawa–Kraków.
- Domagalski, M. (2008) Kodeks wesprze małych akcjonariuszy. *Rzeczpospolita*, 24 września 2008.
- FINLAND. *Shareholders' Rights Directive and Implementation in Finland*, <http://denver.tic.lt/portal/ml/start.asp?act=legupd&lang=eng&biulid=160&srid=71&strid=993>, 5 lipca 2009.
- Heciak, P. (2007) *Jak uczestniczyć w Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy*. Warszawa.
- Kidyba, A. (2008) Festiwal kodeksowych życzeń wciąż trwa. *Rzeczpospolita*, 15 lipca 2008.
- Kowalewski, O., Kwaśnicki R.L. (2008) Dyrektywa może wprowadzić nowe porządki na giełdzie. *Rzeczpospolita*, 1 września 2008.

- Kusznier, F., *Proposal to Implement EU Directive on Shareholders' Rights*, <http://www.internationallawoffice.com/newsletters/detail.aspx?g=04f723dd-0a88-47bd-aeb7-2af3244536ff>, 5 lipca 2009.
- Lis, K., Sterniczuk, H. (2005) *Nadzór korporacyjny*. Kraków.
- Michalski, M. (2008) Spółka akcyjna. W: Kidyba, A. (red.) *Biblioteka prawa spółek*, t. III. Warszawa – Kraków.
- Moloney, P., *Ireland: Shareholders Rights Directive*, <http://www.mondaq.com/article.asp?articleid=73438>, 30 czerwca 2009.
- Oplustil, K. (2008) Dyrektywa 2007/36/WE w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy i jej wpływ na prawo polskie – cz. I. *Monitor Prawniczy*, nr 2/2008.
- Oplustil, K. (2008) Dyrektywa 2007/36/WE w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy i jej wpływ na prawo polskie – cz. II. *Monitor Prawniczy*, nr 3/2008.
- Radwański, Z. (2007) *Prawo cywilne – część ogólna*. Warszawa.
- Romanowski, M. (2008) O festiwalu życzeń dotyczącym prawa spółek. *Rzeczpospolita*, 12 sierpnia 2008.
- The EU Shareholder Rights Directive (2007/36/EC) (the "SRD")*, <http://www.dwf.co.uk/news/xprNewsDetail.aspx?xpST=NewsDetail&news=370>, 5 lipca 2009.
- Wrzesiński, P. (2008) Akcjonariusze zgłoszą także przez Internet. *Rzeczpospolita*, 27 czerwca 2008.

### Akty prawne

- Dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 roku w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym.
- Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie wniosku dotyczącego dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie wykonywania praw głosu przez akcjonariuszy spółek posiadających siedzibę statutową w Państwie Członkowskim i których akcje zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym i zmieniającej dyrektywę 2004/109/WE.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 roku Kodeks spółek handlowych.
- Ustawa z dnia 5 grudnia 2008 roku o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.
- Uzasadnienie Projektu implementacji do prawa polskiego Dyrektywy 2007/36/WE w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym.
- Załącznik do Uchwały Nr 12/1170/2007 Rady Giełdy z dnia 4 lipca 2007 roku, *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*.

### Strony internetowe

- <http://eur-lex.europa.eu/pl/index.htm>
- <http://www.pfcg.org.pl>