

# **Akcje wielogłosowe w spółce publicznej**

## **Wstęp**

Artykuł 351 § 1 Ustawy z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (dalej: „k.s.h.”)<sup>1</sup> stanowi, że spółka może wydawać akcje o szczególnych uprawnieniach, które powinny być określone w statucie. Paragraf 2 tego artykułu zawiera przykładowy katalog przywilejów, które może przyznawać statut. O otwartym charakterze tego katalogu świadczy użycie przez ustawodawcę sformułowania „w szczególności”<sup>2</sup>. Jednocześnie art. 351 § 2 zd. 2 k.s.h. stanowi, że uprzywilejowanie w zakresie prawa głosu nie dotyczy spółki publicznej. Sugerować to może, że w odniesieniu do spółek publicznych znajduje zastosowanie zasada „jedna akcja – jeden głos”<sup>3</sup>. W ramach funkcjonowania rynku kapitałowego nietrudno jednak natrafić na spółki publiczne, które w swych statutach przewidują przywileje przyznające jednej akcji nawet pięć głosów (częściej występujące jest jednak uprzywilejowanie przyznające dwa głosy na jedną akcję). Przykładowo, można wskazać na § 6 statutu spółki Alma Market S.A., który przewiduje, że akcje serii A (akcje założycielskie)

---

<sup>1</sup> Tekst jedn. Dz.U. z 2013 r., poz. 1030.

<sup>2</sup> A. Opalski (red.), *Kodeks spółek handlowych. Tom III A. Spółka akcyjna. Komentarz do art. 301-392*, Warszawa 2016, s. 934 i n., Nb 4.

<sup>3</sup> S. Sołtysiński i in., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz do art. 301-458*, t. 2, wyd. 3, Warszawa 2014, s. 446, Nb 1.

korzystają z pięciu głosów na walnym zgromadzeniu<sup>4</sup>. Podobnie, lecz w mniejszym zakresie, § 9 statutu spółki Monnari Trade S.A. przyznaje na każdą akcję serii A dwa głosy<sup>5</sup>. Wydawać by się mogło, że przepisy k.s.h. regulujące problematykę akcji wielogłosowych nie pozostawiają w tym zakresie żadnych wątpliwości. W doktrynie wciąż jednak można spotkać różnice w poglądach, czy chociażby wątpliwości, co do obecnie obowiązujących przepisów normujących tytułową problematykę. Wskazuje się bowiem, że przepis art. 351 § 2 zd. 2 k.s.h. może być rozumiany niejednolicie<sup>6</sup>. Występowanie wielogłosowych akcji w spółkach publicznych wiąże się nie tylko ze zmianą stanu prawnego polegającą na uchyleniu Kodeksu handlowego (dalej: „k.h.”)<sup>7</sup> i wejściu w życie k.s.h., ale także, co bardziej istotne na gruncie niniejszego opracowania, ze stanem faktycznym polegającym na uzyskaniu przez spółkę niepubliczną (prywatną) statusu spółki publicznej. Celem artykułu jest przybliżenie tej problematyki, począwszy od zagadnienia akcji wielogłosowych ustanowionych na gruncie nieobowiązującego już stanu prawnego, a zakończywszy na upublicznieniu spółki i wynikających z tego konsekwencjach w odniesieniu do akcji uprzywilejowanych co do głosu.

## 1. Pojęcie spółki publicznej

Dla potrzeb dalszych rozważań należy wprowadzić pewne uporządkowanie terminologiczne. Na wstępie posłużono się sformułowaniem spółka „publiczna” oraz spółka „niepubliczna”. Mowa tutaj o spółce akcyjnej. W teorii wskazuje się również na możliwość uzyskania statusu spółki publicznej przez spółkę komandytowo-akcyjną,

---

<sup>4</sup> Przykładowo w: M. Mataczyński, *Komentarz do art. 73 u.o.p.*, [w:] T. Sójka i in., *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2015, s. 359, Nb 32.

<sup>5</sup> Statut Monnari Trade S.A., <<http://www.monnaritrade.com/firma/dokumenty-spolki-1/17,tekst-jednolity-statutu-spolki-monnari-trade-sa-1>> [dostęp: 19.03.2016].

<sup>6</sup> A. Opalski (red.), op. cit., s. 956 i n., Nb 1 i n.

<sup>7</sup> Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 27 czerwca 1934 r. Kodeks handlowy (tekst jedn. Dz.U. nr 57, poz. 502).

co jednak w praktyce się nie zdarza<sup>8</sup>. Pierwsze z użytych pojęć, a mianowicie „spółka publiczna”, zostało zdefiniowane w Ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (dalej: „u.o.p.”)<sup>9</sup>. Artykuł 4 pkt 20 tejże ustawy stanowi, że spółka publiczna to spółka, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi<sup>10</sup>, z zastrzeżeniem, że nie jest spółką publiczną spółka, której akcje zostały zarejestrowane na podstawie art. 5a ust. 2 u.o.i.f.<sup>11</sup>. Według art. 5 ust. 1 u.o.i.f. papiery wartościowe będące przedmiotem oferty publicznej lub dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, lub emitowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski, nie mają formy dokumentu od chwili ich zarejestrowania na podstawie umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych (dematerializacja). Dla uzupełnienia wskazać jeszcze wypada, że wymóg zniesienia formy dokumentowej nie jest bezwzględny. Mogą nie podlegać dematerializacji (jeżeli emitent tak postanowi) papiery wartościowe będące wprawdzie przedmiotem oferty publicznej, jednakże niepodlegające dopuszczeniu do obrotu na rynku regulowanym. Również w sytuacji, kiedy papiery wartościowe będą wprowadzone wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu (np. NewConnect), obowiązek dematerializacji jest względny, tj. zależny od decyzji emitenta. Natomiast pojęcie spółki niepublicznej (prywatnej) również jest stosowane w ramach języka prawnego, lecz nie istnieje jego definicja legalna<sup>12</sup>. Jest ono powszechnie stosowane, aby wyodrębnić kategorię przeciwną, tj. taką spółkę,

<sup>8</sup> T. Sójka, *Komentarz do art. 4 u.o.p.*, [w:] T. Sójka i in., op. cit., s. 148, Nb 60.

<sup>9</sup> Dz.U. nr 184, poz. 1539 ze zm.

<sup>10</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. nr 183, poz. 1538 ze zm.), dalej: „u.o.i.f.”.

<sup>11</sup> T. Sójka, op. cit., s. 148, Nb 58.

<sup>12</sup> Przykładowo, art. 406 § 1 k.s.h. stanowi: „[...] mają prawo uczestniczenia w walnym zgromadzeniu spółki niepublicznej [...]”; wskazuje się jednak, że jest ono pojęciem normatywnym, tak w: S. Sołtyśński i in., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz do art. 1-150*, t. 1, wyd. 3, Warszawa 2012, s. 104, Nb 46.

która nie jest spółką publiczną w rozumieniu u.o.p. Pomimo że k.s.h. wyraźnie rozróżnia spółkę publiczną od niepublicznej, przepisy regulujące ustrój spółki akcyjnej znajdują zastosowanie do publicznej spółki akcyjnej także wtedy, gdy w konkretnym przepisie nie posłużono się takim odniesieniem, za wyjątkiem jednak sytuacji, kiedy przepis zawiera swoiste reguły zaadresowane do spółek publicznych, mające wówczas charakter *leges speciales*<sup>13</sup>. Jednoznacznie wskazuje się, że „spółka publiczna jest podtypem (odmianą) spółki akcyjnej, nie zaś odrębnym typem spółki akcyjnej”<sup>14</sup>. W doktrynie pojawiła się nawet wątpliwość co do tego, która spółka, „publiczna” czy „niepubliczna”, jest spółką modelową w świetle k.s.h.<sup>15</sup> Zagadnienie to wymaga jednak osobnego omówienia, dlatego też nie będzie przedmiotem dalszych rozważań w niniejszym opracowaniu.

## 2. Kilka uwag na temat problematyki przywilejów głosowych

W Polsce zasada „jedna akcja – jeden głos” została wprowadzona nie w pełni, ponieważ znajduje zastosowanie tylko do spółek publicznych. W odniesieniu do spółek niepublicznych ustanowiony został maksymalny możliwy pułap uprzywilejowania głosowego wynoszący dwa głosy na jedną akcję. Omawiana tu zasada znajduje odzwierciedlenie w aktach prawnych kilku państw Unii Europejskiej (np. Austrii, Niemiec, Włoch, Belgii)<sup>16</sup>. Na etapie konsultacji wskazywano, że „zasada jedna akcja – jeden głos stanowi najprostszą strukturę, zapewnia maksimum odpowiedzialności, ponieważ wpływ akcjonariuszy na spółkę jest proporcjonalny do posiadanego kapitału. Odstępstwa od tej zasady powodują ryzyko zbytniego obwarowania pozycji zarządu i zmniejszenia wartości akcji spółki w dłuższej perspektywie” (Calpers Global Governance Principles

<sup>13</sup> A. Opalski (red.), op. cit., s. 139, Nb 38.

<sup>14</sup> Ibidem.

<sup>15</sup> S. Sołtysiński i in., *Kodeks...*, art. 1-150, s. 104-105, Nb 47.

<sup>16</sup> Ibidem, art. 301-458, s. 447, Nb 2.

z 17 marca 1997 r., s. 5)<sup>17</sup>. Główny nacisk na wprowadzenie omawianej tutaj zasady został położony przez inwestorów instytucjonalnych, kierujących się postulatem zwiększenia odpowiedzialności kadry menedżerskiej spółek publicznych, a także zwiększenia przejrzystości tych spółek<sup>18</sup>. Niewątpliwie, zasada „jedna akcja – jeden głos” ma zdolność realizacji powyżej wskazanych postulatów. Nie można również nie wspomnieć, że występowały i występują obiekcje wobec wyłączenia możliwości wprowadzenia przywilejów głosowych. Dotyczy to jednak przede wszystkim dotychczasowych posiadaczy akcji wielogłosowych.

Artykuł 352 zd. 1 k.s.h. stanowi, iż jednej akcji nie można przyznać więcej niż dwa głosy. Wydawać by się mogło, że wykładnia językowa tego przepisu prowadzi do jednoznacznych rezultatów, a mianowicie, że wprowadza on jedynie maksymalny pułap uprzywilejowania głosowego. Tym samym np. dopuszczalne jest przyznanie przywileju głosowego w ten sposób, że na jedną akcję przypada 1,75 głosu (możliwe są każde ułamkowe części pomiędzy liczbami 1 i 2). Ustawodawca użył bowiem sformułowania „nie więcej niż”, co sugeruje, że możliwy jest przywilej przyznający powyżej jednego głosu na akcję, nie więcej jednak niż dwa głosy na akcję. W przeciwnym wypadku przepis powinien był raczej brzmieć – „uprzywilejowanie co do głosu może przyznawać dwukrotność głosu na akcję”. W doktrynie zaistniał jednak spór co do możliwości uprzywilejowania akcji w sposób ułamkowy. Przeciwno takiemu rozwiązaniu opowiedziało się wielu przedstawicieli doktryny<sup>19</sup>, jednakże bez przekonujących argumentów, zajmując tylko stanowisko, iż uprzywilejowanie ułamkowe jest niedopuszczalne. W konsekwencji autorzy ci dopuszczają jedynie możliwość przyznawania głosów akcjom w liczbach całkowitych. Słusznie natomiast wskazuje się, że przyznanie ułamkowego uprzywilejowania nie rodzi większych problemów przy obliczaniu

---

<sup>17</sup> Ibidem.

<sup>18</sup> Ibidem, s. 446 i n., Nb 1.

<sup>19</sup> T. Siemiątkowski, R. Potrzyszcz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Tytuł III*, t. 3, Warszawa 2013, s. 313, Nb 2; M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, wyd. 6, Warszawa 2014, s. 701, Nb 1.

głosów podczas podejmowania uchwał przez walne zgromadzenie. Ponadto w konkretnym stanie faktycznym maksymalne uprzywilejowanie głosowe (a według poglądu przeciwnego jedyne możliwe) może zostać uznane za nadmierne, przez co powstać może potrzeba przyznania przywileju ułamkowego<sup>20</sup>. W praktyce jednak na próżno szukać spółek, które w swych statutach przewidywałyby przywileje głosowe określone w sposób ułamkowy. Niemniej jednak należy opowiedzieć się za dopuszczalnością takiego rozwiązania, gdyż nie rodzi ono żadnych negatywnych skutków, a także jest zgodne z treścią art. 352 zd. 1 k.s.h.

Kolejnym ważnym zagadnieniem, które należy omówić w niniejszym opracowaniu, są konsekwencje wynikające z uprzywilejowania akcji w sposób przekraczający górną granicę wyznaczoną ustawą. Trzeba wziąć pod uwagę zarówno okoliczność przyznania więcej niż pięciu głosów na jedną akcję dla spółek, które wprowadziły przywileje głosowe przed wejściem w życie k.s.h., jak i okoliczność przyznania więcej niż dwóch głosów na jedną akcję dla przywilejów wprowadzonych na gruncie aktualnie obowiązującego stanu prawnego, nie rozstrzygając jeszcze ostatecznie kwestii sytuacji prawnej akcji wielogłosowych spółki publicznej. W literaturze przedmiotu podnosi się, że przekroczenie maksymalnego uprzywilejowania akcji co do głosu skutkuje tym, że całe uprzywilejowanie jest nieważne, lecz nie wpływa na ważność prawa udziałowego<sup>21</sup>. Jest to jednak pogląd mniejszościowy, a w teorii zdecydowanie dominuje stanowisko, zgodnie z którym w powyżej przedstawionej sytuacji z akcji przysługuje maksymalne przewidziane ustawą uprzywilejowanie<sup>22</sup>. Oznacza to więc, że nieważnością objęty jest tylko ten zakres uprzywilejowania, który przekracza przewidziany ustawą pułap. Za tym stanowiskiem przemawiają przede wszystkim zasady *favor contractus* i *benigna interpretatio*, mające zastosowanie w prawie handlowym<sup>23</sup>.

<sup>20</sup> A. Opalski (red.), op. cit., s. 958, Nb 2.

<sup>21</sup> S. Krześ, *Komentarz do art. 352 k.s.h.*, [w:] J. Jacyszyn, S. Krześ, E. Marszałkowska-Krześ, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz, orzecznictwo*, Warszawa 2001, s. 452.

<sup>22</sup> S. Sołtysiński i in., *Kodeks...*, art. 301-458, s. 425, Nb 14.

<sup>23</sup> Ibidem.

### 3. Przywileje głosowe wprowadzone w momencie obowiązywania k.h.

Jak już wspomniano na wstępie, statuty niektórych spółek publicznych przewidują przywileje głosowe, przyznając jednej akcji nawet pięć głosów. Jest to niezwykle wysoki pułap uprzywilejowania akcji. Należy wskazać, że taka sytuacja nie jest pożądana przez akcjonariuszy mniejszościowych, a także interesariuszy spółki. Akcjonariusz posiadający akcje uprzywilejowane głosowo dające znaczną liczbę głosów na walnym zgromadzeniu może mieć znaczny wpływ na działalność spółki, jednocześnie podejmując mniejsze ryzyko względem akcjonariuszy, których prawa udziałowe nie przewidują przywilejów głosowych. Zasada „jedna akcja – jeden głos” sprawia bowiem, że każdy akcjonariusz ponosi ryzyko proporcjonalne do wkładu. To z kolei przekładać się może na bardziej roztropne podejście do inwestycji.

Pomimo powyższych uwag wskazać należy, że zachowanie przywilejów głosowych wprowadzonych na gruncie k.h. ma również swoje racje. Wiąże się to przede wszystkim z tym, że podmioty nabywające akcje nie powinny być pozbawiane przywilejów tylko z tego powodu, że doszło do zmiany stanu prawnego. Artykuł 613 § 1 k.s.h. stanowi, że uprawnienia wspólników i akcjonariuszy spółek handlowych nabyte przed dniem wejścia w życie ustawy pozostają w mocy. W konsekwencji wszystkie przywileje głosowe, choćby przyznawały jednej akcji pięć głosów, pozostają w mocy. Kolejnym uzasadnieniem nadawania akcjom przywilejów głosowych jest swego rodzaju wynagrodzenie założycielom wysiłku włożonego w utworzenie spółki. Nierzadko też spółki, mimo że publiczne, starają się zachować wpływ najbardziej zaangażowanych podmiotów będących członkami jednej rodziny. Wskazać więc należy, że występowanie przywilejów głosowych w spółkach publicznych jest w przeważającej części wynikiem zachowania praw nabytych przed wejściem w życie k.s.h.

Zachowanie przywilejów głosowych przewidzianych w k.h. ma miejsce również w sytuacji, kiedy akcje uprzywilejowane zostały objęte przed 1 stycznia 2001 r., lecz uchwała o emisji nowych akcji została

zarejestrowana po dniu wejścia w życie k.s.h.<sup>24</sup> W doktrynie za dyskusyjne uznaje się natomiast rozciągnięcie zastosowania art. 613 § 1 k.s.h. na prawa poboru z akcji uprzywilejowanych, wówczas gdy statut zarejestrowany przed wejściem w życie k.s.h. przewidywał nabycie akcji uprzywilejowanych przez podmioty uprawnione z akcji pluralnych lub zawierających inne szczególne uprawnienia. Ze względu na ograniczony zakres artykułu należy tu odesłać do literatury omawiającej tę problematykę<sup>25</sup>.

#### **4. Uprzywilejowanie głosowe akcji spółki publicznej**

W tym miejscu należy podjąć rozważania dotyczące problematyki wprowadzenia przywilejów głosowych na gruncie aktualnie obowiązującego stanu prawnego, tj. na podstawie przepisów k.s.h. Brzmienie art. 351 § 2 zd. 2 k.s.h. nie usuwa wątpliwości dotyczących tego, jaki jest zakres tego artykułu. Teoretycznie można wyróżnić trzy sposoby rozumienia art. 351 § 2 zd. 2 k.s.h., które należy przedstawić i kolejno omówić. Pierwszy z nich polegałby na tym, że status spółki publicznej może uzyskać wyłącznie spółka, której akcje nie korzystają z uprzywilejowania głosowego (z wyłączeniem uprzywilejowania utrzymanego w mocy na podstawie art. 613 k.s.h.). Drugi mógłby prowadzić do wniosku, że spółka, której akcje są uprzywilejowane głosowo, wprawdzie może uzyskać status spółki publicznej, ale z momentem jego uzyskania przywileje te wygasają i zostają niejako „uśpione” na cały czas posiadania statusu spółki publicznej. Trzeci wreszcie rezultat wykładni może prowadzić do wniosku, że zakres tego przepisu dotyczy tylko spółki, która w momencie przyznawania przywilejów jest już spółką publiczną. Inaczej, spółka niepubliczna, w której wyemitowano akcje uprzywilejowane głosowo i która następnie uzyskała status spółki publicznej, utrzymuje te przywileje, natomiast spółka, która jest już „publiczna”, nie

<sup>24</sup> Ibidem, s. 423, Nb 10.

<sup>25</sup> Ibidem, s. 424, Nb 11.



może w jakikolwiek sposób wprowadzać przywilejów głosowych ani poprzez emisję nowych akcji uprzywilejowanych, ani poprzez zmianę statutu, nadając „starym” akcjom przywileje głosowe. Wskazuje się<sup>26</sup>, że powyższe wątpliwości rodzi przede wszystkim redakcja art. 351 § 2 zd. 2 k.s.h., bowiem posłużono się w nim niefortunnym sformułowaniem „uprzywilejowanie w zakresie prawa głosu nie dotyczy spółki publicznej”.

## **5. Uprzywilejowanie w zakresie głosu jako przeszkoda w upublicznieniu spółki**

W pierwszej kolejności należy poddać pod ocenę stanowisko, w myśl którego status spółki publicznej może uzyskać tylko spółka, której akcje nie korzystają z przywilejów głosowych (A. Opalski wyróżniający ten sposób interpretacji jako jeden z możliwych – sam jest wobec niego w opozycji<sup>27</sup>). Zdecydowanie należy odrzucić tę koncepcję, ponieważ nie ma ona żadnego poparcia normatywnego. Artykuł 351 § 2 zd. 2 k.s.h. swoim zakresem normowania nie obejmuje bowiem kwestii procedury ani wymogów niezbędnych do uzyskania statusu spółki publicznej. Przepis ten reguluje jedynie dopuszczalność – nie rozstrzygając tytułowej problematyki – istnienia bądź kreowania przywilejów głosowych w odniesieniu do spółki publicznej. W konsekwencji przepis ten nie wyraża bezwzględnego warunku dla uzyskania statusu spółki publicznej w postaci braku przywilejów głosowych (z wyjątkiem przywilejów wprowadzonych na podstawie k.h.). Inaczej przedstawiałaby się sytuacja, gdyby artykuł ten wskazywał, że spółką publiczną może być tylko spółka, której akcje nie są uprzywilejowane głosowo. Co więcej, przepisy u.o.p. oraz u.o.i.f., a więc aktów normatywnych regulujących w sposób kompleksowy problematykę rynku kapitałowego (w tym obowiązki spółki publicznej), nie uznają braku przywilejów głosowych za element niezbędny dla dopuszczenia akcji spółki do publicznego obrotu. Podobnej regulacji brak również

<sup>26</sup> A. Opalski (red.), op. cit., s. 956 i n., Nb 1.

<sup>27</sup> Ibidem.

w Regulaminie Alternatywnego Systemu Obrotu oraz załącznikach do tego dokumentu<sup>28</sup>. Prezentowane w tym miejscu stanowisko nie znajduje też uzasadnienia w językowych dyrektywach wykładni, dlatego koncepcję tę należy odrzucić.

## 6. Zakaz istnienia a zakaz kreowania akcji wielogłosowych w spółce publicznej

Po odrzuceniu koncepcji, jakoby przywileje głosowe stanowiły przeszkodę w upublicznieniu spółki, przejść należy do próby rozstrzygnięcia, jaką normę prawną wyraża art. 351 § 2 zd. 2 k.s.h. Jak wskazano wcześniej, można jeszcze wyodrębnić dwa teoretyczne podejścia do tytułowej problematyki. Pierwszym z nich jest uznanie, że z momentem uzyskania statusu spółki publicznej „wygaszają” się wszelkie przywileje głosowe wprowadzone na podstawie przepisów k.s.h. (utrzymane w mocy pozostają przywileje wprowadzone na podstawie przepisów k.h.). Interpretacja, którą prezentuje R. Czerniawski<sup>29</sup>, zakłada, że sformułowanie „uprzywilejowanie co do głosu nie dotyczy spółki publicznej” oznacza zakaz funkcjonowania akcji wielogłosowych w takiej spółce. Innymi słowy, art. 351 § 2 zd. 2 k.s.h. zawiera jednoznaczne rozstrzygnięcie, że w spółce publicznej nie mogą istnieć akcje wielogłosowe (z wyjątkiem wskazanym powyżej). R. Czerniawski stwierdza bowiem, że „z chwilą dopuszczenia do publicznego obrotu akcji uprzywilejowanych co do głosu stają się one *ex lege* akcjami imiennymi z prawem do jednego głosu na walnym zgromadzeniu”. Autor tego stanowiska jest jednak oszczędny w argumentacji, dlatego też na potrzeby opracowania naukowego należy uzupełnić te rozważania. Jak się wydaje, argumentem, który sugeruje przywołany autor, jest niejednoznaczne brzmienie zarówno art. 351 § 1, jak i § 2 zd. 2 k.s.h. Byłaby to podstawa do poszukiwań rozwiązań

<sup>28</sup> Regulamin ASO wraz z załącznikami przyjęty Uchwałą nr 147/2007 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 1 marca 2007 r. z późn. zm.

<sup>29</sup> R. Czerniawski, *Kodeks spółek handlowych. Przepisy o spółce akcyjnej. Komentarz*, Warszawa 2004, s. 257, Nb. 7.

funkcjonalnych. Z uzasadnienia<sup>30</sup> do projektu k.s.h. wynika, że intencją ustawodawcy było ograniczenie przywilejów głosowych z dwóch powodów. Po pierwsze, uznano, że przyznanie jednej akcji pięciu głosów narusza zasadę równego traktowania akcjonariuszy, a po drugie, że narusza zasadę równowagi praw i obowiązków akcjonariuszy. Na marginesie wskazać należy, że art. 351 § 2 k.s.h. został uzupełniony o sformułowanie „uprzywilejowanie co do głosu nie dotyczy spółki publicznej” dopiero na etapie projektu ustawy przed rozpatrzeniem stanowiska senatu. W pierwotnej wersji projektu ustawy nie było regulacji wyłączającej przywileje głosowe w spółce publicznej. W uzasadnieniu wskazywano również, że w praktyce często spotykane jest zjawisko przyznawania pięciu głosów akcjom obejmowanym przez założycieli spółki. Według uzasadnienia zjawisko to było niekorzystne z tego względu, że nadmiernie preferowało „promotorów” spółki, utrudniało funkcjonowanie spółek publicznych, a nawet ułatwiało popełnianie nadużyć wobec „mniej wyrafinowanych akcjonariuszy”<sup>31</sup>. Tym samym intencją projektodawcy było pójście w ślady ustawodawstw europejskich, gdzie przywileje głosowe zostały radykalnie ograniczone, a nawet zniesione. Opowiedzenie się za omawianym tu stanowiskiem implikuje jednak wiele problemów natury teoretycznej, a także, co równie istotne, natury praktycznej. Broniąc tezy, jakoby z chwilą uzyskania statusu spółki publicznej wygasły wszelkie przywileje głosowe, należałoby znaleźć odpowiedź na pytanie, czy wygaśnięcie uprzywilejowania (dokonującego się z mocy prawa) byłoby stanem permanentnym czy też czasowym, tj. trwającym dopóty, dopóki spółka byłaby spółką publiczną. Wątpliwość ta powstaje dlatego, że to statut spółki jest podstawą istnienia wszelkich przywilejów. W momencie więc upublicznienia spółki postanowienia statutu przewidujące przywileje głosowe istniałyby nadal, jednak nie mogłyby być wykonywane (byłyby „uśpione”). W momencie utraty statusu spółki publicznej postanowienia te ponownie uzyskiwałyby prawną doniosłość i skuteczność.

<sup>30</sup> Uzasadnienie do projektu k.s.h., nr druku: 1687, pkt II.7.3. (iii), dalej: „uzasadnienie”.

<sup>31</sup> Ibidem.

Można również postawić tezę odmienną, zgodnie z którą w momencie wygaśnięcia przywilejów spółka musiałaby dokonać zmiany statutu, a co za tym idzie, miałyby prawo, wynikające z art. 358 § 1 k.s.h., do wezwania akcjonariuszy, w drodze ogłoszenia lub listu poleconego, do złożenia dokumentu akcji w spółce w celu zmiany treści tego dokumentu z zagrożeniem jego unieważnienia. Wynika to poniekąd z art. 328 § 1 pkt 4 k.s.h., który wskazuje, że obligatoryjnie w treści dokumentu akcji musi się znaleźć m.in. informacja o szczególnych uprawnieniach z akcji. Kolejnym, tym razem praktycznym, utrudnieniem wynikającym z omawianej tu interpretacji art. 351 § 2 zd. 2 k.s.h. byłaby okoliczność urzędowego stwierdzenia wygaśnięcia tych przywilejów. Należałoby się bowiem zastanowić, czy walne zgromadzenie ma możliwość stwierdzenia utraty przywilejów z akcji i w konsekwencji władne jest obliczać głosy z zachowaniem zasady „jedna akcja – jeden głos”, czy musi w tym zakresie oczekiwać na prawomocny wyrok sądu potwierdzający tę okoliczność. Podobne rozważania, tyle że na gruncie art. 89 u.o.p., zostały podjęte przez Sąd Najwyższy (SN)<sup>32</sup>, który rozstrzygał możliwość dochodzenia przez spółkę w drodze powództwa o ustalenie niemożności wykonywania przez akcjonariusza prawa głosu z akcji. SN stwierdził, że spółka akcyjna może dochodzić w drodze powództwa o ustalenie okoliczności, że akcjonariusz nie może wykonywać prawa z głosu z akcji na podstawie art. 89 ust. 1 lub 2 u.o.p. W doktrynie<sup>33</sup> wskazuje się, że norma prawna wyrażona w art. 89 u.o.p. zaadresowana jest do przewodniczącego walnego zgromadzenia albo komisji skrutacyjnej, ale tylko wówczas, gdy zakaz wykonywania prawa głosu został stwierdzony prawomocnym orzeczeniem sądu bądź wyrokiem stwierdzającym wystąpienie sankcji, o której mowa w art. 89 u.o.p.

Powyższe problemy wynikają jednak z błędnej wykładni art. 351 § 1 i § 2 zd. 2 k.s.h, która pomija ich literalne brzmienie. Przepis ten należy odczytywać w ten sposób, że stanowi on kompetencję do ustanawiania przywilejów w spółce akcyjnej. Ponadto dopowiada

<sup>32</sup> Wyrok SN z dnia 5 września 2012 r., sygn. IV CSK 589/11, LEX nr 1232242.

<sup>33</sup> M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, wyd. 2, Warszawa 2014, s. 376, Nb 12.

on, że przywileje te powinny być określone w statucie. Łączne odczytywanie art. 351 § 1 oraz § 2 k.s.h. pozwala na odkodowanie normy prawnej przyznającej spółce akcyjnej upoważnienie do kreowania wszelkich przywilejów głosowych, byleby dały się pogodzić z prawem, a w szczególności z naturą spółki akcyjnej. Powyższe wynika z tego, że § 2 art. 351 k.s.h. zawiera tylko przykładowy katalog przywilejów i należy go odczytywać łącznie z § 1 tego przepisu. W ten sam sposób należy postąpić w celu odkodowania treści normatywnej tego przepisu w odniesieniu do spółki publicznej. Zabieg ten powinien doprowadzić do następującego rezultatu: spółka akcyjna (publiczna) może wydawać akcje o szczególnych uprawnieniach z wyjątkiem przywilejów głosowych. Tym samym przepis ten wyraża zakaz kreowania przywilejów głosowych przez spółkę publiczną. W tym momencie należy odnieść się do sprawiającego jedyną – jak się wydaje – trudność interpretacyjną zwrotu „wydawać”. Od rozumienia tego sformułowania zależeć będzie, jaki kształt normy prawnej zostanie odkodowany z treści art. 351 § 1 i § 2 k.s.h. Zgodnie ze *Słownikiem języka polskiego*<sup>34</sup> „wydawać” oznacza m.in. „dać, przydzielić coś komuś; wydać dekret, wyrok”. Nie pomijając językowego znaczenia zastosowanych przez ustawodawcę zwrotów, należy w ten sposób interpretować sformułowanie użyte w art. 351 § 1 k.s.h. Zabieg ten uwzględnia językowe znaczenie terminu „wydawać”<sup>35</sup>. Oznacza on bowiem wydawanie akcji o szczególnych uprawnieniach w kontekście kreowania takich praw podmiotowych, tj. umożliwia spółce akcyjnej emitowanie akcji o szczególnych uprawnieniach, ale także upoważnia spółkę do zmiany treści akcji jako prawa podmiotowego poprzez nadanie uprawnień, które dotychczas nie były powiązane z tą akcją. Należy uznać za nieuzasadnione rozumienie omawianego tutaj przepisu jako zakazu funkcjonowania (istnienia) w spółce publicznej akcji uprzywilejowanych. Raczej, co potwierdza słownikowe znaczenie

<sup>34</sup> *Słownik języka polskiego PWN*, Warszawa 2006, s. 1185.

<sup>35</sup> Na relacje pomiędzy wykładnią językową a celowościową wskazywano wielokrotnie w orzecznictwie, zob. Uchwała siedmiu sędziów SN z dnia 1 marca 2007 r., sygn. III CZP 94/06, OSNC 2007/7-8/95; wyrok SN z dnia 8 maja 1998 r., sygn. I KKN 664/97, OSNC 1999/1/7.

zwrotu „wydawać”, należy tu dostrzegać granice kompetencji do „wydawania” akcji o szczególnych uprawnieniach. Jednocześnie należy wskazać, że treść art. 351 § 1 i § 2 k.s.h. skierowana jest osobno do spółki publicznej i spółki niepublicznej. Potwierdza to zatem tezę, że z momentem upublicznienia spółki wygasa wyłącznie samo upoważnienie do kreowania przywilejów głosowych, natomiast nie ma to żadnego wpływu na ważność (skuteczność) przywilejów przyznanych przed uzyskaniem statusu spółki publicznej<sup>36</sup>. Artykuł 351 § 1 i § 2 k.s.h. odnosi się do upoważnienia w postaci możliwości kreowania praw podmiotowych. Na marginesie wskazać należy, że ustawodawca w k.s.h. posługuje się wielokrotnie pojęciem „wydaje” i czyni to w różnym znaczeniu<sup>37</sup>, jednakże zawsze odnosi się to do jakiejś czynności, nie zaś stanu zastanego w danej spółce, gdzie odmiennie, posługuje się np. sformułowaniem „[...] akcje spółki publicznej [...]”<sup>38</sup>. Dopiero wysłowienie w treści art. 351 k.s.h., że akcje spółki publicznej nie mogą być uprzywilejowane co do głosu, uzasadniałoby twierdzenie, iż z momentem uzyskania statusu spółki publicznej wygasają wszelkie przywileje głosowe, gdyż ich funkcjonowanie w takiej spółce jest niedopuszczalne. Omawiane tutaj rozumienie art. 351 § 2 zd. 2 k.s.h., które pozwala na zachowanie przywilejów uzyskanych przed upublicznieniem spółki, zostało również zaaprobowane<sup>39</sup> przez Komisję Nadzoru Finansowego. Komisja ta wskazuje bowiem, że akcje wyemitowane przed upublicznieniem zachowują swoje dotychczasowe uprzywilejowanie. Odnosi się przy tym do jednej z zasad rynku kapitałowego, zgodnie z którą wraz z dopuszczeniem akcji spółki do obrotu na rynku regulowanym akcjonariusze nie tracą żadnych posiadanych wcześniej praw. Dalej Komisja wskazuje, że wśród akcjonariuszy istnieje obawa, iż z momentem wprowadzenia akcji spółki do publicznego obrotu utracą oni swoje dotychczasowe uprawnienia,

<sup>36</sup> Tak też: M. Mataczyński, op. cit.

<sup>37</sup> Na przykład w art. 322 k.s.h., posługując się sformułowaniem „[...] spółka w organizacji nie może wydawać dokumentów [...]”.

<sup>38</sup> Artykuł 340 § 3 k.s.h.

<sup>39</sup> B. Binek i in., *Prawa i obowiązki akcjonariuszy spółek publicznych*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2007, s. 17.

a to z kolei rodzi bezpodstawne poczucie obawy przed rynkiem regulowanym. Należy więc uznać za właściwe takie rozumienie art. 351 § 1 i § 2 k.s.h., że zawiera on upoważnienie do kreowania akcji uprzywilejowanych, a także uwzględnia zasadę ochrony praw nabytych.

## Podsumowanie

Powyższe rozważania na temat istoty i zakresu normatywnego art. 351 § 1 i § 2 zd. 2 k.s.h. miały na celu zaprezentowanie problematyki i stanowiły próbę zbiorczego podsumowania podjętych rozważań. Jak już wskazano na wstępie niniejszego opracowania, w doktrynie zauważa się, że treść art. 351 § 2 zd. 2 k.s.h. jest niejednoznaczna, co może powodować obawy przed podjęciem określonej decyzji zmierzającej do uzyskania statusu spółki publicznej. Należy jednak zdecydowanie opowiedzieć się za stanowiskiem, że z momentem upublicznienia spółki akcjonariusze nie narażają się na utratę przyznanych posiadanych przez nich akcji przywilejów głosowych. Z niniejszego opracowania wynika, że odmiennie wykładany art. 351 § 1 i § 2 zd. 2 k.s.h. nie znajduje oparcia w językowych dyrektywach wykładni, a poszukiwanie rozwiązań funkcjonalnych również nie przynosi zadowalających rezultatów. Opowiedzenie się za rozwiązaniem funkcjonalnym wbrew literalnej treści przepisu stanowi niedopuszczalną wykładnię *contra legem*, czego nie można zaaprobować.

## Multiple voting shares in a public company

### Summary

Occurrence of multiple voting shares in public companies does not necessarily need to be recognised as a positive phenomenon. Based on such an assumption some Western European regulations have resulted in excluding or, at least, restricting the possibility of issuing multiple voting shares. Polish legislator has adopted a solution under which the maximum number of votes that may be given to a preference share issued by a joint stock company

(a non-public entity) is two votes per share. However, with respect to public companies the regulators use a misguided wording stating that “preference as to vote shall not apply to the public company”. In the doctrine we may find differences in interpretation of the presently binding regulations governing the subject matter discussed in this paper. It is pointed out that the said article 351 § 2 sentence 2 of the (Polish) Commercial Companies Code may be understood ambiguously. The use of multiple voting shares in public companies is related, *inter alia*, to a change in the legal status, but also to an actual state of affairs which involves a non-public (private) entity obtaining the status of a public company.

This paper presents theoretical and legal discussion related to multiple voting shares in public companies. The objective is to familiarise the reader with the subject, starting with the problem of multiple voting shares as stipulated by the already expired legislation and ending with a company going public and consequences of the process, in respect of shares preferred as to the voting right.