

Agata Wieczorek*

Ocena wybranych standardów nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem Skarbu Państwa – analiza porównawcza

Wstęp

Wielkość pakietu akcji w rękach akcjonariusza ma zasadnicze znaczenie dla jego poziomu zaangażowania w działalność spółki. Akcjonariusze mniejszościowi mają takie same prawa własności jak znaczący akcjonariusze, jednak w praktyce ograniczają się one do otrzymywania dywidendy oraz możliwości sprzedaży akcji, w przypadku gdy spółka osiąga słabe wyniki finansowe i jest mało prawdopodobne, by jej sytuacja uległa poprawie w przyszłości [Wearing, 2005, s. 5]. Przyczynia się to do braku zaangażowania tych akcjonariuszy w działalność spółki. W przypadku występowania akcjonariusza dominującego sytuacja wygląda inaczej. Taki akcjonariusz ma dostęp do informacji na temat działalności spółki i uzyskanych przez nią wyników finansowych, które są niedostępne dla większości grup interesariuszy. Akcjonariusz dominujący nie może sobie pozwolić na sprzedaż posiadanych akcji, bez ryzyka znaczącego spadku ich ceny. Dlatego też jego inwestycja w daną spółkę ma najczęściej charakter długookresowy. Posiadając odpowiednio dużą liczbę głosów na walnym zgromadzeniu, może wpływać na standardy nadzoru korporacyjnego występujące w spółce.

Zgodnie z Kodeksem spółek handlowych [ustawa, 2000] to walne zgromadzenie (WZ) podejmuje decyzje dotyczące składu rady nadzorczej (RN). W związku z tym akcjonariusz dominujący może powołać do organu nadzorującego swoich przedstawicieli, których zadaniem będzie dbanie o jego interes. Dzięki swojej pozycji akcjonariusz ten może również decydować o liczbie członków niezależnych w radzie nadzorczej. Decyzje te wpływają na niezależność rady nadzorczej.

Występowanie akcjonariusza dominującego ma duży wpływ na spółkę, biorąc pod uwagę jego przewagę przy głosowaniach na walnych zgromadzeniach. Decyzje podejmowane przez akcjonariusza z kontrolnym pakietem akcji mogą zależeć od typu akcjonariusza. W literaturze można

* Dr, Katedra Ekonomii Instytucjonalnej, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki, ul. Narutowicza 68, 90-136 Łódź, agata.wieczorek@uni.lodz.pl

znaleźć różne jego typy [Krivogorsky, Burton, 2011; Kočenda, Svejnar, 2003; Kozarzewski, 2003; Dolgopiatova, 2007]. T. Pedersen i S. Thomsen [2003, s. 34–38] wyróżnili cztery podstawowe typy akcjonariusza: rodzina bądź inwestor indywidualny, instytucje finansowe, spółki niefinansowe oraz rząd (w Polsce reprezentowany przez Skarb Państwa). Skarb Państwa (SP) w porównaniu do pozostałych akcjonariuszy wyróżnia się pod względem sposobu działania, a także zakresu przysługujących mu uprawnień.

Skarb Państwa jest abstrakcyjną osobą prawną, pełniącą funkcje właścicielskie państwa, reprezentowaną przez Ministra Skarbu Państwa (MSP)¹, który z kolei jest organem politycznym, obsługiwany merytorycznie i organizacyjnie przez aparat urzędniczy Ministerstwa Skarbu Państwa [Postuła, 2013, s. 230]. 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 [Adamska, 2013, s. 191–192]. Pojawienie się Skarbu Państwa w akcjonariacie spółki pociąga za sobą także konsekwencje dla jej organów statutowych. Obowiązujące w Polsce przepisy prawne regulują kwestie dotyczące możliwości powoływania przez Skarb Państwa swoich przedstawicieli do rad nadzorczych, czy też poziomu wynagrodzenia członków zarządu. Przywileje te sprawiają, że Skarb Państwa może mieć istotny wpływ na standardy nadzoru korporacyjnego w spółce.

Celem artykułu jest ocena wybranych standardów nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem Skarbu Państwa. Zostało zbadane, jakie zapisy, dające dodatkowe uprawnienia Skarbowi Państwa, a także ograniczające je, znajdują się w statutach spółek z udziałem Skarbu Państwa. Skonfrontowane to zostało w przepisami z zakresu standardów nadzoru korporacyjnego, znajdującymi się w porównywalnej próbie prywatnych spółek giełdowych. Przeprowadzona analiza miała także na celu porównanie, jak w praktyce Skarb Państwa (w przypadku spółek z udziałem Skarbu Państwa) i akcjonariusz dominujący (w przypadku prywatnych spółek giełdowych) wykorzystują uprawnienia wynikające z dokumentów statutowych.

¹ 26 lipca 2016 r. rząd przyjął uchwałę o likwidacji Ministerstwa Skarbu Państwa. Założeniem uchwały rządu jest zakończenie procesu likwidacji MSP do końca 2016 roku, a do końca pierwszego kwartału roku 2017 przekazanie kompetencji nowemu podmiotowi, który będzie nadzorował spółki Skarbu Państwa i pełnił rolę nadzoru właścicielskiego. Aktualnie uprawnienia właścicielskie wykonuje Prezes Rady Ministrów.

1. Zapisy dotyczące standardów nadzoru korporacyjnego w dokumentach wewnętrznych spółek

Skarb Państwa, podobnie jak inni akcjonariusze dominujący, wykorzystuje swoje prawa wynikające z roli akcjonariusza na walnych zgromadzeniach. Decyduje między innymi o składzie rady nadzorczej, powołując do niej swoich przedstawicieli. Wpływa tym samym na działalność spółki, gdyż podstawowym zadaniem rady nadzorczej jest monitorowanie działań zarządu. Pytanie jednak brzmi, w jakim stopniu Skarb Państwa korzysta ze swoich przywilejów w porównaniu do innych akcjonariuszy dominujących.

Zgodnie z informacjami zawartymi na stronie Ministerstwa Skarbu Państwa [<http://www.msp.gov.pl>, stan na dzień 4 października 2016 r.] według stanu na dzień 30 czerwca 2015 r. Skarb Państwa był akcjonariuszem w 393 spółkach. Ze względu na utrudniony dostęp do informacji koniecznych do przeprowadzenia badania analiza objęła 17 spółek z udziałem Skarbu Państwa², które są notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

W celu przedstawienia pełnego obrazu jakości wybranych standardów nadzoru korporacyjnego występujących w spółkach z udziałem Skarbu Państwa zostaną one skonfrontowane z 17 prywatnymi spółkami giełdowymi. Dla zwiększenia wiarygodności przeprowadzonej analizy porównawczej spółki giełdowe zostały dobrane pod kątem sektora, w którym prowadzą działalność, oraz wielkości aktywów. Tablica 1 przedstawia wykaz spółek giełdowych oraz spółek z udziałem Skarbu Państwa, które zostały włączone do analizy. Badanie zostało przeprowadzone dla lat 2010–2015. Dane niezbędne do przeprowadzenia analizy zaczerpnięto z dokumentów udostępnianych przez spółki na swoich stronach internetowych.

Jednym z praw przysługujących akcjonariuszom na walnym zgromadzeniu jest powoływanie członków do rady nadzorczej. W momencie gdy jeden z akcjonariuszy ma kontrolny pakiet akcji, może wprowadzić do organu nadzorującego więcej swoich przedstawicieli niż pozostali akcjonariusze notyfikowani, którzy będą działać zgodnie z jego interesem. Przykładem jest Skarb Państwa, który jako akcjonariusz posiada uprawnienia zapisane w statutach spółek, dotyczące między innymi możliwości zgłaszania własnych kandydatów na członków rady nadzorczej [Adamska, 2013, s. 194–196].

² Dziesięć z nich to spółki z mniejszościowym udziałem Skarbu Państwa, zaś pozostałe siedem to spółki z większościowym udziałem Skarbu Państwa (na dzień 30 czerwca 2015 r.).

Tablica 1. Wykaz spółek giełdowych objętych analizą

Spółki giełdowe z udziałem Skarbu Państwa	Prywatne spółki giełdowe
Enea S.A., Energa S.A., Grupa Azoty Zakłady Azotowe „Puławy” S.A., Elektrociepłownia Będzin S.A., Grupa Azoty Zakłady Chemiczne „Police” S.A., Grupa Lotos S.A., Jastrzębska Spółka Węglowa S.A. (JSW), Polski Koncern Naftowy Orlen S.A., Tauron Polska Energia S.A., Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A. (PKO BP), KGHM Polska Miedź S.A., Grupa Azoty S.A., Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW), Powszechny Zakład Ubezpieczeń S.A. (PZU), PGE Polska Grupa Energetyczna S.A., Polski Holding Nieruchomości S.A. (PHN), Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo S.A. (PGNiG)	Bank Millennium, Bank Pekao S.A., Getin Noble Bank SA, Bogdanka, Bank BZ WBK, Capital Park, Ciech, Echo Investment, GTC, Ipopema Securities, Kogeneracja, LC Corp, PCC Rokita, Petrolinvest, Polenergia, Synthos, ZE PAK

Źródło: Opracowanie własne.

Uprawnienia akcjonariuszy mogą być ograniczone przez zapisy zawarte w statutach spółek. Przykładem takiego ograniczenia jest konieczność powoływania do rady nadzorczej członków niezależnych. W statutach mogą znaleźć się również zapisy dotyczące funkcjonowania samej rady, chociażby konieczność tworzenia stałych komitetów, których zadaniem jest wspomaganie rady nadzorczej w wypełnianiu jej obowiązków. Zgodnie z ustawą o biegłych rewidentach [ustawa, 2017], każda spółka ma obowiązek tworzenia w ramach rady nadzorczej komitetu audytu³, dlatego też komitet ten zostaje pominięty w tej części badania. Z drugiej strony w statutach mogą znaleźć się również zapisy dające dodatkowe uprawnienia wybranym akcjonariuszom. Przykładem takich uprawnień może być większa liczba głosów na walnym zgromadzeniu, w porównaniu do wielkości pakietu akcji w rękach danego akcjonariusza. Tablice 2 i 3 przedstawiają zapisy znajdujące się w statutach, dające dodatkowe przywileje Skarbowi Państwa (w przypadku spółek giełdowych z udziałem Skarbu Państwa) lub akcjonariuszowi dominującemu (w przypadku prywatnych spółek giełdowych) oraz ograniczające je.

³ Wyjątkiem od tej reguły są jednostki, których jedyna działalność polega na pełnieniu roli emitenta papierów wartościowych opartych na aktywach, o których mowa w art. 2 pkt 5 rozporządzenia Komisji (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r. W niektórych przypadkach funkcje komitetu audytu mogą zostać powierzone radzie nadzorczej lub innemu organowi nadzorcemu lub kontrolnemu jednostki zainteresowania publicznego.

Tablica 2. Informacje na temat zapisów dających dodatkowe przywileje dla Skarbu Państwa oraz ograniczających je, znajdujące się w statutach badanych spółek

Spółka	Dodatkowe przywileje	Przepisy ograniczające
EC Będzin	–	–
Enea	Od momentu, gdy SP przestanie być jedynym akcjonariuszem Spółki, SP ma prawo do powoływania i odwoływania jednego członka RN.	W skład RN powinna wchodzić co najmniej jedna osoba powoływana przez WZ spośród osób spełniających kryteria niezależności.
Energa	Uprawnionemu akcjonariuszowi ^{a)} przysługują uprawnienia osobiste do powoływania i odwoływania członków RN według następujących zasad: gdy RN składa się z parzystej liczby członków, uprawniony akcjonariusz powołuje połowę członków RN plus jednego członka RN; gdy RN składa się z nieparzystej liczby członków uprawniony akcjonariusz powołuje taką liczbę członków, która wynika z podziału liczby członków na dwa i następnie zaokrągla ją w górę do pełnej najbliższej liczby całkowitej.	Co najmniej dwóch członków RN powinno spełniać kryteria niezależności.
GPW	–	<ul style="list-style-type: none"> • Co najmniej dwóch członków RN powinno spełniać kryteria niezależności. • RN powołuje komitet regulacji i może również powołać inne komitety, w szczególności komitet nominacji i wynagrodzeń.
Grupa Azoty	SP przysługuje indywidualne uprawnienie do powoływania i odwoływania jednego członka RN.	Nie mniej niż dwóch członków RN stanowią niezależni członkowie RN.
Grupa Azoty Police	Tak długo jak SP pozostaje akcjonariuszem Spółki, SP reprezentowany przez ministra właściwego do spraw SP jest uprawniony do powoływania i odwoływania jednego członka RN.	–
Grupa Azoty Puławy	Minister właściwy do spraw SP jest uprawniony do powoływania oraz odwoływania jednego członka RN.	–

Spółka	Dodatkowe przywileje	Przepisy ograniczające
JSW	<ul style="list-style-type: none"> • Prawo głosu akcjonariuszy dysponujących powyżej 10% ogółu głosów w Spółce zostaje ograniczone w ten sposób, że żaden z nich nie może wykonywać na WZ więcej niż 10% ogółu głosów w Spółce. Ograniczenie prawa głosu nie dotyczy SP i podmiotów zależnych od SP w okresie, w którym SP wraz z podmiotami zależnymi od SP posiada liczbę akcji Spółki uprawniającą do wykonywania co najmniej 34% plus jeden głos w ogóle głosów w Spółce. • W okresie, w którym SP, w tym wraz z podmiotami zależnymi od SP, posiada akcje Spółki uprawniające do wykonywania co najmniej 34% plus jeden głos w ogóle głosów w Spółce, SP jest uprawniony do powoływania i odwoływania członków RN, w liczbie równej połowie składu RN (w razie, gdyby liczba ta okazała się niecałkowita ulega ona zaokrągleniu do liczby całkowitej w dół) powiększonej o 1. 	<ul style="list-style-type: none"> • W RN liczącej do 12 członków – co najmniej jeden, a w RN liczącej 13 lub więcej członków – co najmniej dwóch członków RN powinno spełniać wymogi przewidziane dla niezależnego członka rady nadzorczej. • RN wybiera spośród swoich członków komitet audytu i może wybierać inne komitety.
KGHM	–	Co najmniej dwóch członków RN powinno być członkami niezależnymi.
Lotos	<ul style="list-style-type: none"> • Tak długo jak Nafta Polska S.A.^{b)} pozostaje właścicielem akcji Spółki uprawniających do co najmniej jednej piątej ogólnej liczby głosów istniejących w Spółce, prawo głosu akcjonariuszy Spółki zostaje ograniczone w ten sposób, że żaden z nich nie może wykonywać na WZ więcej niż jednej piątej ogólnej liczby głosów istniejących w Spółce w dniu odbywania WZ. Ograniczenie prawa głosu nie dotyczy spółki Nafta Polska S.A. • Tak długo jak SP pozostaje akcjonariuszem Spółki, SP reprezentowany przez ministra właściwego do spraw SP jest uprawniony do powoływania i odwoływania jednego członka RN. 	–

Spółka	Dodatkowe przywileje	Przepisy ograniczające
Orlen	<ul style="list-style-type: none"> • Wykonywanie prawa głosu przez podmiot zależny uważa się za jego wykonywanie przez podmiot dominujący. Ograniczenie prawa głosowania nie dotyczy podmiotów zależnych od SP. • SP reprezentowany przez ministra właściwego do spraw SP jest uprawniony do powoływania i odwoływania jednego członka RN. 	Co najmniej dwóch członków RN musi być osobami, z których każda spełnia przesłanki niezależności (tzw. niezależni członkowie RN).
PGE	<ul style="list-style-type: none"> • Wybór co najmniej połowy członków RN powoływanych przez WZ następuje spośród osób wskazanych przez akcjonariusza, który w dniu powzięcia uchwały WZ wprowadzającej to uprawnienie reprezentuje najwyższy udział w kapitale zakładowym Spółki⁹⁾. Uprawnienie to przysługuje akcjonariuszowi do chwili, gdy udział tego akcjonariusza w kapitale zakładowym Spółki spadnie poniżej 20%. • SP jest uprawniony do powoływania oraz odwoływania jednego członka RN w drodze pisemnego oświadczenia składanego Zarządowi Spółki. 	<ul style="list-style-type: none"> • W skład RN powinna wchodzić co najmniej jedna osoba powoływana przez WZ spośród osób spełniających kryteria niezależności. • Regulamin RN może przewidywać powstanie w ramach RN komitetów, w szczególności zaś komitetu do spraw audytu oraz komitetu do spraw nominacji i wynagrodzeń.
PGNiG	Tak długo jak SP pozostaje akcjonariuszem Spółki, SP reprezentowany przez ministra właściwego do spraw energii jest uprawniony do powoływania i odwoływania jednego członka RN.	Jeden z członków RN powoływany przez WZ powinien spełniać kryteria niezależności (niezależny członek RN).
PHN	W okresie, w którym SP jest akcjonariuszem Spółki, jednego spośród członków RN powołuje i odwołuje minister właściwy do spraw SP.	<ul style="list-style-type: none"> • W skład RN powinny wchodzić co najmniej dwie osoby spełniające kryteria niezależności. • RN może powołać inne komitety (poza komitetem audytu), w szczególności komitet nominacji i wynagrodzeń.

Spółka	Dodatkowe przywileje	Przepisy ograniczające
PKO BP	<p>Liczba członków RN, których kandydatury ma prawo zgłaszać uprawniony akcjonariusz^{d)}, będzie obliczana zgodnie z następującym wzorem:</p> $L = 11 \times U$ <p>gdzie: L – oznacza liczbę członków RN, których kandydatury ma prawo zgłosić uprawniony akcjonariusz; U – oznacza udział uprawnionego akcjonariusza w kapitale zakładowym banku.</p>	-
PZU	<p>SP ma prawo do powoływania i odwoływania jednego członka RN w drodze pisemnego oświadczenia składanego Zarządowi Spółki.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Co najmniej jeden członek RN musi spełniać kryteria niezależności („Członkowie Niezależni”). • RN może powołać komitet nominacji i wynagrodzeń.
Tauron ^{e)}	<ul style="list-style-type: none"> • Prawo głosu akcjonariuszy dysponujących powyżej 10% ogółu głosów w Spółce zostaje ograniczone w ten sposób, że żaden z nich nie może wykonywać na WZ więcej niż 10% ogółu głosów w Spółce. Ograniczenie prawa głosu nie dotyczy SP i podmiotów zależnych od SP w okresie, w którym SP wraz z podmiotami zależnymi od SP posiada liczbę akcji Spółki uprawniającą do wykonywania co najmniej 25% ogółu głosów w Spółce. • W okresie, w którym SP, w tym wraz z podmiotami zależnymi posiada liczbę akcji Spółki uprawniającą do wykonywania co najmniej 25% ogółu głosów w Spółce, SP jest uprawniony do powoływania i odwoływania członków RN, w liczbie równej połowie maksymalnej liczby składu RN określonej w statucie (w razie gdyby liczba ta okazała się niecałkowita, ulega ona zaokrągleniu do liczby całkowitej w dół) powiększonej o 1. W okresie, w którym SP, w tym wraz z podmiotami zależnymi posiada liczbę akcji Spółki uprawniającą do 	<p>Co najmniej dwóch członków RN powinno spełniać kryteria niezależności (niezależni członkowie RN).</p>

Spółka	Dodatkowe przywileje	Przepisy ograniczające
	wykonywania poniżej 25% ogółu głosów w Spółce, SP jest uprawniony do powoływania i odwoływania jednego członka RN.	

^{a)} Uprawnienia osobiste przysługują akcjonariuszowi, który reprezentuje najwyższy udział w kapitale zakładowym. Uprawnienia osobiste wygasają z dniem, w którym udział uprawnionego w kapitale zakładowym spadnie poniżej 20%. Skarb Państwa jest akcjonariuszem większościowym (posiada 51,52% udziałów w kapitale zakładowym w badanym okresie), w związku z czym przysługują mu uprawnienia osobiste.

^{b)} Skarb Państwa jest jedynym akcjonariuszem spółki Nafta Polska S.A.

^{c)} W całym badanym okresie Skarb Państwa miał ponad 70% udziału w kapitale zakładowym spółki.

^{d)} W statucie banku nie ma żadnej wzmianki na temat uprawnień Skarbu Państwa do powoływania członków rady nadzorczej. Znajduje się natomiast zapis mówiący, że uprawniony akcjonariusz (akcjonariusz, który samodzielnie i we własnym imieniu jest uprawniony do wykonywania prawa głosu o największej liczbie akcji w kapitale zakładowym banku) ma możliwość wyboru pewnej liczby członków rady nadzorczej. Ponieważ Skarb Państwa ma największy udział we własności, a co za tym idzie najwięcej głosów na walnym zgromadzeniu, może być traktowany jako uprawniony akcjonariusz.

^{e)} W badanym okresie Skarb Państwa miał ponad 40% udziałów w kapitale zakładowym.

Źródło: Opracowanie własne.

W przypadku przywilejów dla Skarbu Państwa, które zostały zamieszczone w statutach spółek, należy wyróżnić dwa rodzaje. Pierwszy z nich związany jest z uprawnieniami dającymi możliwość powoływania członków do rady nadzorczej. Takie zapisy znalazły się w 14 spółkach z udziałem Skarbu Państwa. W większości przypadków dawały one możliwość powołania przez Skarb Państwa jednego członka rady nadzorczej. W trzech spółkach była to połowa składu rady nadzorczej. W jednej zaś liczba wybranych przez Skarb Państwa członków rady nadzorczej zależała od wielkości udziału Skarbu Państwa w kapitale zakładowym. Drugi rodzaj przywilejów związany był z liczbą głosów na walnym zgromadzeniu. W dwóch spółkach (JSW i Tauron) akcjonariusze posiadający powyżej 10% akcji a w jednej (Lotos) powyżej 20% akcji na walnym zgromadzeniu nie mogą wykonać więcej niż odpowiednio 10% i 20% głosów. Skarb Państwa i spółki od niego zależne są zwolnione z tego ograniczenia, co daje im przewagę w głosowaniach. W przypadku spółki PKN Orlen wykonanie prawa głosu przez podmioty zależne od podmiotu dominującego traktowane są jako wykonane przez podmiot dominujący. Ograniczenie to nie dotyczy jednak spółek zależnych od Skarbu Państwa.

Zapisy, które mogą ograniczyć uprawnienia Skarbu Państwa, związane są z powoływaniem, w ramach rady nadzorczej, niezależnych członków oraz tworzeniem innych niż komitet audytu, którego wymagają przepisy

prawa, stałych komitetów. Dwanaście spółek z udziałem Skarbu Państwa zamieściło w statutach przepis mówiący o tym, że w skład rady nadzorczej powinien wchodzić co najmniej jeden (cztery spółki) lub dwóch (osiem spółek, wliczając JSW) członków spełniających kryteria niezależności. Pięć spółek uznało również za konieczne zamieszczenie przepisu, dotyczącego powoływania komitetu ds. wynagrodzeń (JSW nie sprecyzowało, o jakie komitety chodzi).

Tablica 3. Informacje na temat przepisów dających dodatkowe przywileje dla akcjonariusza dominującego oraz ograniczających je, znajdujące się w statutach badanych spółek

Spółka	Dodatkowe przywileje	Przepisy ograniczające
Bank Millennium	–	<ul style="list-style-type: none"> • Co najmniej dwaj członkowie RN powinni być członkami niezależnymi. • Stałymi komitetami RN są: Komitet Audytu i Komitet Personalny.
Bank Pekao S.A.	–	Co najmniej połowę składu RN powinni stanowić członkowie niezależni.
Bank BZ WBK	–	<ul style="list-style-type: none"> • Przynajmniej połowę członków RN powinni stanowić członkowie niezależni. • RN może powołać ze swoich członków Komitet Audytu i inne komitety wspierające i usprawniające działalność RN.
Bogdanka	–	W skład RN mogą być powoływani członkowie niezależni.
Capital Park	<ul style="list-style-type: none"> • Tak długo, jak akcjonariusze wchodzący w skład PUG^{a)} posiadają łącznie co najmniej 5% głosów w Spółce, PUG przysługuje uprawnienie osobiste do powoływania i odwoływania jednego członka RN. • Tak długo jak akcjonariusze wchodzący w skład PUG posiadają łącznie co najmniej 2,1%, lecz poniżej 5% głosów w Spółce, PUG przysługuje uprawnienie do wskazania co najmniej dwóch kandydatów na członków RN, spośród których WZ wybierze jednego. 	<ul style="list-style-type: none"> • Przynajmniej dwóch członków RN powinno spełniać kryteria niezależności od Spółki i podmiotów posiadających znaczące powiązania ze Spółką (dalej „Niezależni Członkowie RN”). • RN może powołać inne komitety (poza komitetem audytu), w szczególności komitet nominacji i wynagrodzeń.

Spółka	Dodatkowe przywileje	Przepisy ograniczające
	<ul style="list-style-type: none"> • Tak długo jak akcjonariusze wchodzący w skład DUG^{b)} posiadać będą co najmniej 5% głosów w Spółce, lecz mniej niż 10% głosów w Spółce, DUG przysługuje uprawnienie osobiste do powołania i odwołania jednego członka RN, będącego jednocześnie Przewodniczącym RN. • Tak długo jak akcjonariusze wchodzący w skład DUG posiadać będą co najmniej 10% głosów w Spółce, lecz mniej niż 25% głosów w Spółce, DUG przysługuje uprawnienie osobiste do powołania i odwołania dwóch członków RN z Przewodniczącym RN łącznie. • Tak długo jak akcjonariusze wchodzący w skład DUG posiadać będą co najmniej 25% głosów w Spółce, DUG przysługuje uprawnienie osobiste do powołania i odwołania trzech członków RN z Przewodniczącym RN łącznie. 	
Ciech	-	RN może powoływać komitety (w tym Komitet ds. Audytu) spośród swoich członków.
Echo Investment	-	RN w drodze uchwały powołuje w razie potrzeby spośród swoich członków stałe bądź doraźne zespoły lub komitety do wykonywania określonych zadań, działające jako kolegialne organy doradcze i opiniotwórcze RN.
Getin Noble Bank SA	-	-
GTC	Każdy z akcjonariuszy, który posiada akcje stanowiące ponad 5% kapitału zakładowego Spółki, będzie uprawniony do powoływania jednego członka RN. Ponadto każdy z akcjonariuszy jest uprawniony do powoływania po jednym	Jeden członek RN powoływany będzie uchwałą WZ w drodze odrębnego głosowania i spełniać będzie przesłanki niezależności („Członek Niezależny”).

Spółka	Dodatkowe przywileje	Przepisy ograniczające
	członku RN z każdego posiadanego pakietu akcji stanowiących 5% kapitału zakładowego ponad Próg Pierwotny ^{c)} .	
Ipopema Securitie	<p>Tak długo jak Jacek Lewandowski będzie posiadał – bezpośrednio lub pośrednio przez jeden lub więcej Podmiotów Kontrolowanych – akcje uprawniające do wykonywania:</p> <p>a) co najmniej 25% ogólnej liczby głosów na WZ, będzie on uprawniony do powoływania i odwoływania dwóch członków RN;</p> <p>b) mniej niż 25%, ale więcej niż 5% ogólnej liczby głosów na WZ, będzie on uprawniony do powoływania i odwoływania jednego członka RN.</p>	Dwóch członków RN stanowić będą członkowie niezależni.
Kogeneracja	–	–
LC Corp	–	RN w drodze uchwały powołuje w razie potrzeby spośród swoich członków stałe bądź doraźne zespoły lub komitety do wykonywania określonych zadań, działające jako kolegialne organy doradcze i opiniotwórcze RN.
PCC Rokita	–	–
Petrolinvest	<ul style="list-style-type: none"> • Dwóch członków RN powołuje i odwołuje Prokom Investments. • Jednego członka RN powołuje i odwołuje Ryszard Krauze. • Przewodniczącego RN oraz Wiceprzewodniczącego RN wyznacza Prokom Investments. • Prawo głosu akcjonariuszy zostaje ograniczone w ten sposób, że żaden akcjonariusz nie może wykonywać więcej niż 20% ogólnej liczby głosów na WZ. Ograniczenie prawa głosu nie stosuje się do: Prokom Investments; akcjonariuszy, którzy w dniu wpisania przekształcenia do rejestru przedsiębiorców posiadali akcje stano- 	–

Spółka	Dodatkowe przywileje	Przepisy ograniczające
	wiące co najmniej 10% kapitału zakładowego; akcjonariusza, który nabędzie po dopuszczeniu akcji do obrotu regulowanego (działając w imieniu własnym oraz na swój rachunek) oraz zarejestruje na WZ akcje stanowiące co najmniej 85% ogólnej liczby akcji w kapitale zakładowym Spółki.	
Polenergia	<ul style="list-style-type: none"> • Akcjonariusz posiadający akcje reprezentujące co najmniej 33% kapitału zakładowego Spółki uprawniony jest do powoływania i odwoływania dwóch członków RN, w tym jej Przewodniczącego. W przypadku gdy więcej niż jeden akcjonariusz posiada akcje reprezentujące co najmniej 33% kapitału zakładowego Spółki, Przewodniczącego RN powołuje akcjonariusz posiadający najwięcej akcji Spółki. • China – Central and Eastern Europe Investment Co-operation Fund SCS SICAV-SIF z siedzibą w Luksemburgu, Wielkie Księstwo Luksemburga („Fundusz”) uprawniony jest do powoływania i odwoływania jednego członka RN. 	Co najmniej dwóch członków RN powinno spełniać kryteria niezależności.
Synthos	–	–
ZE PAK	Przynajmniej połowa składu RN, w tym Przewodniczący są powoływani przez WZ spośród kandydatów przedstawionych przez Elektrim S.A.	W skład RN powinno wchodzić dwóch członków spełniających kryteria niezależności.

^{a)} W skład Pierwszej Uprawnionej Grupy (PUG) wchodzi: Jan Motz i Jerzy Kowalski, działając łącznie, a nie indywidualnie.

^{b)} W skład Drugiej Uprawnionej Grupy (DUG) wchodzi: CP Realty (Gdansk) S.à r.l., CP Realty II S.à r.l. oraz CP Holdings S.à r.l. z siedzibą w Luksemburgu, działając łącznie, a nie indywidualnie.

^{c)} Próg Pierwotny oraz każdy kolejny próg 5% kapitału zakładowego będą zwane „Progami Uprawniającym” a Akcjonariusz uprawniony do powoływania Członków Rady Nadzorczej będzie zwany „Uprawnionym Akcjonariuszem”.

Źródło: Opracowanie własne.

W spółkach giełdowych także pojawiły się zapisy dające dodatkowe uprawnienia wybranym akcjonariuszom. W sześciu spółkach akcjonariusze wskazani w statutach mogą powoływać w skład rady nadzorczej wybranych przez siebie kandydatów. Spółka Petrolinvest wprowadziła także zapis mówiący, że żaden akcjonariusz nie może wykonać więcej niż 20% głosów na walnym zgromadzeniu. Ograniczenie to nie dotyczy jednak trzech typów akcjonariuszy. Zapisy ograniczające uprawnienia akcjonariusza dominującego dotyczyły składu rady nadzorczej i działających w jej ramach komitetach. W dziewięciu spółkach w statutach znalazły się zapisy nakazujące powoływanie niezależnych członków. W zależności od spółki ich liczba ma wynosić od jednego niezależnego członka, aż do połowy składu rady nadzorczej. Sześć spółek wprowadziło zapis dotyczący tworzenia dodatkowych komitetów w ramach rady nadzorczej. W przypadku czterech z nich nie zostało jednak sprecyzowane, o jakie komitety chodzi, bank Millenium ustalił, że chodzi o komitet personalny, natomiast Capital Park, że ma na myśli komitet ds. wynagrodzeń.

Porównując przepisy znajdujące się w statutach spółek giełdowych z udziałem Skarbu Państwa i prywatnych spółek giełdowych, należy zwrócić uwagę, iż w przypadku tych pierwszych znacznie częściej pojawiały się zapisy dające dodatkowe uprawnienia akcjonariuszowi, jakim jest Skarb Państwa. Dotyczy to zarówno zapisów pozwalających wprowadzać do rady nadzorczej swoich przedstawicieli, jak i dających dodatkowe prawa głosu na walnym zgromadzeniu, poprzez ograniczenie tych praw innym akcjonariuszom. Większa liczba przywilejów dla Skarbu Państwa w porównaniu do innych akcjonariuszy dominujących może wynikać z roli, jaką pełni Skarb Państwa w gospodarce.

Co ciekawe, zapisy w statutach zmniejszające wpływ akcjonariuszy większościowych na skład rady (konieczność powoływania niezależnych członków rady nadzorczej) częściej występowały w przypadku spółek giełdowych z udziałem Skarbu Państwa (12 spółek) w porównaniu do prywatnych spółek giełdowych (9 spółek). Taka sytuacja może wynikać z chęci pokazania przez spółki giełdowe z udziałem Skarbu Państwa, że mimo przywilejów, jakie Skarb Państwa posiada, spółkom tym zależy na wysokich standardach nadzoru korporacyjnego.

2. Standardy nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych – analiza porównawcza

Zapisy znajdujące się w statutach badanych spółek (zarówno spółek giełdowych z udziałem Skarbu Państwa, jak i prywatnych spółek giełdowych) dają możliwość niektórym akcjonariuszom wpływania na wybrane

standardy nadzoru korporacyjnego. Nie oznacza to jednak, że akcjonariusze w praktyce wykorzystują te uprawnienia.

Jednym z zapisów wynikających ze statutów jest możliwość wybierania konkretnej liczby członków rady nadzorczej przez wybranych akcjonariuszy. Poza przywilejami zawartymi w statutach Skarbu Państwa, jako akcjonariusz notyfikowany, może dodatkowo zgłaszać swoich kandydatów na funkcję członka rady nadzorczej. Zgodnie z zarządzeniem Ministra Skarbu Państwa [zarządzenie, 2007] zgłoszenie osoby na członka rady nadzorczej wymaga postępowania kwalifikacyjnego, które ma wyłonić najlepszego kandydata. Jednakże w przypadku pracowników Ministerstwa Skarbu Państwa takie postępowanie nie jest wymagane. Dodatkową zaletą dla Skarbu Państwa powoływania takich osób jest pewność, że będą one działały w jego interesie⁴.

Tablica 4 przedstawia, jak kształtował się średni udział pracowników Ministerstwa Skarbu Państwa / przedstawicieli akcjonariusza dominującego w badanych spółkach w latach 2010–2015.

Tablica 4. Liczba pracowników Ministerstwa Skarbu Państwa/przedstawicieli akcjonariusza dominującego w radach nadzorczych w latach 2010–2015

Rok	Średni udział pracowników MSP w spółkach giełdowych z udziałem Skarbu Państwa	Średni udział przedstawicieli akcjonariusza dominującego w prywatnych spółkach giełdowych
2010	0,25	0,49
2011	0,24	0,49
2012	0,22	0,57
2013	0,23	0,52
2014	0,25	0,47
2015	0,25	0,53

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych oraz życiorysów członków rad nadzorczych.

W całym badanym okresie średni udział pracowników Ministerstwa Skarbu Państwa był znacznie niższy niż w przypadku przedstawicieli akcjonariusza dominującego w prywatnych spółkach giełdowych. Może to wynikać z faktu, iż w większości badanych spółek Skarbu Państwa Skarb Państwa był akcjonariuszem mniejszościowym, przez co mógł wykorzystać tylko dodatkowe uprawnienia znajdujące się w statutach spółek. Innym możliwym wytłumaczeniem jest to, że w składzie rad nadzorczych Skarb Państwa miał także innych swoich przedstawicieli, którzy nie byli jednocześnie pracownikami Ministerstwa Skarbu Państwa. Wydaje się, że ta

⁴ Będąc pracownikami MSP, będą otrzymywać z ministerstwa wytyczne dotyczące stanowiska, jakie mają zajmować w poszczególnych głosowaniach na walnych zgromadzeniach.

interpretacja wyników jest znacznie bardziej prawdopodobna, biorąc pod uwagę wpływ, jaki Skarb Państwa ma na działalność spółek.

Podstawowym zadaniem niezależnych członków zasiadających w radzie jest dbanie o to, by decyzje podejmowane przez zarząd były zgodne z interesem spółki. W przypadku gdy spółka charakteryzuje się skoncentrowaną własnością, zadaniem niezależnych członków jest także ochrona akcjonariuszy mniejszościowych przed szkodliwym działaniem akcjonariusza posiadającego kontrolny pakiet akcji. Skarb Państwa, tak jak i inni akcjonariusze dominujący, mając dodatkowe uprawnienia wynikające ze statutów spółek, mogą wykorzystać je, ograniczając niezależność rady, powołując mniejszą liczbę członków niezależnych. W ten sposób mogą sobie zapewnić, że rada będzie realizowała przede wszystkim cele i zadania zbieżne z ich interesem. Tablica 5 przedstawia średni udział niezależnych członków pełniących funkcje w radach nadzorczych badanych spółek w latach 2010–2015.

Tablica 5. Średni udział niezależnych członków w radach nadzorczych w latach 2010 – 2015

Rok	Średni udział członków niezależnych w spółkach giełdowych z udziałem Skarbu Państwa	Średni udział członków niezależnych w prywatnych spółkach giełdowych
2010	0,31	0,42
2011	0,32	0,42
2012	0,34	0,33
2013	0,33	0,35
2014	0,35	0,39
2015	0,31	0,34

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych.

W przypadku średniego udziału członków niezależnych w radach nadzorczych nie widać znaczących różnic, biorąc pod uwagę typ spółki. W spółkach giełdowych z udziałem Skarbu Państwa, jak i prywatnych spółkach giełdowych, udział ten kształtował się na poziomie nieprzekraczającym 45% członków rady nadzorczej, z niewielką przewagą w przypadku prywatnych spółek giełdowych. Wyniki te mogą świadczyć o tym, że bez względu na typ akcjonariusza dominującego stara się on mieć jak największy wpływ na działalność spółki, ograniczając niezależność rady nadzorczej do minimum wynikającego z przepisów prawnych i środowiskowych, a także z zapisów znajdujących się w statutach spółek.

Zgodnie z dobrymi praktykami [GPW, 2016] spółki, w ramach działalności rady nadzorczej, powinny powoływać stałe komitety. Ich zadaniem

jest wspieranie rady nadzorczej w bieżącej działalności. Dodatkowo ustawa o biegłych rewidentach zobowiązuje spółki do tworzenia komitetu audytu⁵. Tablica 6 pokazuje, jak do możliwości powoływania komitetów, w ramach działalności rady nadzorczej, odnoszą się badane spółki.

Tablica 6. Średnia liczba stałych komitetów działających przy radach nadzorczych badanych spółek w latach 2010–2015

Rok	Średnia liczba komitetów w spółkach giełdowych z udziałem Skarbu Państwa	Średnia liczba komitetów w prywatnych spółkach giełdowych
2010	2,14	1,50
2011	2,20	1,36
2012	2,31	1,24
2013	2,24	1,59
2014	2,29	1,65
2015	2,53	1,82

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych.

W przypadku stałych komitetów w spółkach w udziałem Skarbu Państwa funkcjonuje ich więcej w porównaniu do prywatnych spółek giełdowych. Może to wynikać z faktu, iż w badaniu został uwzględniony komitet audytu, którego zadania w przypadku pięcioosobowej rady nadzorczej może wykonywać cała rada nadzorcza. Innym wytłumaczeniem może być chęć pokazania przez Skarb Państwa opinii publicznej, iż spółki z udziałem Skarbu Państwa charakteryzują się wysoką jakością standardów nadzoru korporacyjnego, przestrzegając nie tylko przepisów prawnych, ale także środowiskowych.

Zakończenie

Na rynku występuje wiele różnych typów inwestorów. Jednym z nich jest Skarb Państwa. Podobnie jak inni akcjonariusze jego podstawowym celem jest uzyskanie zwrotu z zainwestowanego kapitału. W literaturze podkreśla się jednak, iż nie jest to jedyny cel, jakim kieruje się Skarb Państwa. W jego przypadku należy podkreślić także interes publiczny [Postuła, 2014]. Z tego powodu Skarb Państwa często uzyskuje dodatkowe uprawnienia.

Tak jak każdy akcjonariusz Skarbu Państwa może korzystać z prawa głosu na walnym zgromadzeniu, wpływając w ten sposób na podejmowane decyzje w spółce. Ponadto w wielu przypadkach w statutach spółek pojawiają się dodatkowe upoważnienia dla Skarbu Państwa. Dzięki nim

⁵ W przypadku gdy rada nadzorcza składa się z nie więcej niż pięciu członków, zadania komitetu audytu może wykonywać cała rada nadzorcza.

Skarb Państwa może w znaczący sposób wpływać na kształtowanie się nadzoru korporacyjnego w spółce.

Celem artykułu było zbadanie, jak występowanie w akcjonariacie spółki Skarbu Państwa przekłada się na wybrane standardy nadzoru korporacyjnego w badanych spółkach.

Skarb Państwa jako akcjonariusz przyczynia się do ograniczania uprawnień pozostałym akcjonariuszom, nawet gdy posiadają oni znacznie większe pakiety akcji w porównaniu do niego. Dzięki zapisom umieszczonym w statutach spółek Skarb Państwa znajduje się w uprzywilejowanej pozycji przy wyborze składu rady nadzorczej, a także podczas głosowań na walnych zgromadzeniach.

Należałoby się w związku z tym zastanowić, czy takie zapisy są konieczne, biorąc pod uwagę, iż prywatne spółki giełdowe charakteryzują się znacznie lepszą sytuacją ekonomiczną. Ograniczenie przywilejów dla Skarbu Państwa przyczyniłoby się do zwiększenia efektywności nadzoru korporacyjnego w spółkach, w których występuje ten typ akcjonariusza. Brak dodatkowych uprawnień dla Skarbu Państwa zachęcałby także innych graczy na rynku do inwestowania w te spółki. Mogliby oni bowiem w pełni korzystać ze swoich praw wynikających z roli akcjonariusza, które obecnie są ograniczone.

Literatura

- Adamska A. (2013), *Mechanizmy sprawowania kontroli w spółkach publicznych z udziałem Skarbu Państwa*, „Zarządzanie i Finanse”, nr 2, cz. 6.
- GPW (2016), *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW 2016*, Załącznik do Uchwały nr 26/1413/2015 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 13 października 2015 r.
- Dolgopiatova V. (2007), *Ownership Concentration and Russian Company Development*, „Problems of Economic Transition”, Vol. 50, No. 5.
<http://www.msp.gov.pl/pl/import/1,Wykaz-spolek-z-mniejszosciowym-udzialem-Skarbu-Panstwa.html>, dostęp: 4.10.2016.
- <http://www.msp.gov.pl/pl/import/3,Wykaz-spolek-z-wiekszosciowym-udzialem-Skarbu-Panstwa.html>, dostęp: 4.10.2016.
- Kočenda E., Svejnar J. (2003), *Ownership and firm performance after large-scale privatization*, Fifth International Conference on „Enterprise in Transition”.
- Kozarzewski P. (2003), *Corporate governance structures in Polish largest privatized enterprises*, Fifth International Conference on „Enterprise in Transition”.
- Krivosogorsky V., Burton F.G. (2011), *Dominant owners and financial performance of continental European firms*, „Journal of International Accounting Research”, Vol. 11, No. 1.
- Pedersen T., Thomsen S. (2003), *Ownership structure and value of the largest European firms: the importance of owner identity*, „Journal of Management and Governance”, Vol. 7, No. 1.

- Postuła I. (2013), *Cechy charakterystyczne i problemy funkcjonowania rad nadzorczych spółek Skarbu Państwa*, „Zarządzanie i Finanse”, nr 2, cz. 6.
- Postuła I. (2014), *Interes publiczny jako cel lub determinanta celów Skarbu Państwa*, „Studia Prawno-Ekonomiczne”, tom XCII.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz. U. z 2017 r. poz. 1577 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym (Dz. U. poz. 1089 z późn. zm.).
- Wearing R. (2005), *Cases in corporate governance*, SAGE Publications, London.
- Zarządzenie nr 45 Ministra Skarbu Państwa z dnia 6 grudnia 2007 r. w sprawie zasad i trybu doboru kandydatów do składu rad nadzorczych spółek handlowych z udziałem Skarbu Państwa oraz rad nadzorczych innych podmiotów prawnych nadzorowanych przez Ministra Skarbu Państwa (Dz. U. MSP z 2007 r. nr 2, poz. 4).

Streszczenie

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. Pojawienie się Skarbu Państwa w akcjonariacie spółki pociąga za sobą także konsekwencje dla jej organów statutowych. Obowiązujące w Polsce przepisy prawne regulują kwestie dotyczące możliwości powoływania przez Skarb Państwa swoich przedstawicieli do rad nadzorczych, czy też poziomu wynagrodzenia członków zarządu. Przywileje te sprawiają, że Skarb Państwa może mieć istotny wpływ na standardy nadzoru korporacyjnego w spółce.

Celem artykułu jest ocena wybranych standardów nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem Skarbu Państwa. Zostało zbadane, jakie zapisy, dające dodatkowe uprawnienia Skarbowi Państwa a także ograniczające je, znajdują się w statutach spółek z udziałem Skarbu Państwa. Skonfrontowane to zostało w przepisami z zakresu standardów nadzoru korporacyjnego, znajdującymi się w porównywalnej próbie spółek giełdowych. Przeprowadzona analiza miała także na celu porównanie, jak w praktyce Skarb Państwa (w przypadku spółek z udziałem Skarbu Państwa) i akcjonariusz dominujący (w przypadku prywatnych spółek giełdowych) wykorzystują uprawnienia wynikające z dokumentów statutowych.

Słowa kluczowe

Skarb Państwa, nadzór korporacyjny, spółki z udziałem Skarbu Państwa

The assessment of selected standards of corporate governance in companies with State Treasury shareholding: Comparative Analysis (Summary)

State Treasury as a shareholder is on the one hand is a portfolio investor, which is seen as a factor weakening activity, and on the other hand is a long-term investor, which may increase the motivation to get involved in the affairs of companies. The advent of the Treasury in the shareholding of a company entails

also consequences for its statutory bodies. The current Polish regulations govern the issues concerning the possibility of appointing their representatives to supervisory boards by the State Treasury and the level of remuneration of management board members. Due to these privileges the State Treasury may have a significant impact on the standards of corporate governance in the company.

The aim of this article is to evaluate selected standards of corporate governance in companies with State Treasury shareholding. I have examined which provisions, providing additional powers to the State Treasury and also limiting these powers, are found in the statutes of companies with State Treasury shareholding. These provisions were juxtaposed with the provisions concerning standards of corporate governance contained in the comparable sample of listed companies. The analysis was also to compare how in practice the State Treasury (in the case of companies with State Treasury shareholding) and a dominant shareholder (in the case of private listed companies) use powers resulting from their statutory documents.

Keywords

The State Treasury, Corporate governance, State Owned Company