

Justyna Węgrzynowicz-Cichońska
Krakowska Akademia im. Andrzeja Frycza Modrzewskiego

Akcja niema jako odpowiedź na współczesne oczekiwania inwestorów i spółek akcyjnych

Akcje nieme ze względu na kryterium, jakim jest prawo głosu, można podzielić na te w znaczeniu szerokim i wąskim. Za należące do pierwszej grupy uznaje się akcje z tzw. zamrożonym prawem głosu, np. akcje z zawieszonym prawem głosu, akcje bez prawa głosu w określonych sytuacjach¹. W ich przypadku prawo to zostaje odzyskane poprzez zmianę statutu, bądź uprawnionego z nich podmiotu². Akcje nieme w znaczeniu wąskim są z kolei regulowane w *Kodeksie spółek handlowych* i to one będą przedmiotem niniejszego tekstu.

Akcje nieme zostały wprowadzone do polskiego systemu prawnego przez ustawę – Kodeks spółek handlowych (KSH), 15 września 2000 r.³, następnie nowelizowane ustawą z 12 grudnia 2003 r. o zmianie ustawy Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw⁴. Jest to szczególny typ akcji zaliczany do kategorii akcji uprzywilejowanych, różniący się od pozostałych chociażby brakiem ograniczenia co do postaci, co wyrażono w przepisie art. 351 §1 KSH. Stanowi on, że akcje nieme są wyjątkiem od zasady mówiącej, że wszystkie akcje uprzywilejowane muszą być wydawane wyłącznie pod postacią akcji imiennych i w związku z powyższym mogą one być emitowane zarówno jako akcje imienne, jak i na okaziciela. Jak wynika z art. 351 §1 zd. 2 KSH, w związku z art. 334 §2 KSH, na wniosek akcjonariusza, jeżeli statut nie stanowi inaczej, dopuszczalna jest także możliwość konwersji z akcji imiennych na akcje na okaziciela bądź odwrotnie, z akcji na okaziciela na akcje imienne. Znamienne jest jednak, że dokonana w tym zakresie konwersja postaciowa nie powoduje odzyskania prawa głosu. Skutek taki może spo-

¹ M. Romanowski, *Akcje nieme*, „Państwo i Prawo” 2003, nr 7, s. 55.

² *Ibidem*, s. 63.

³ Dz.U. z 2000 r. Nr 94 poz.1037 z późn. zm.

⁴ Dz.U. z 2003 r. Nr 229 poz. 2276.

wodować jedynie zniesienie uprzywilejowania akcji niemej i przekształcenie akcji na akcje głosową zgodnie z art. 419 §2 KSH.

Obrazowo miejsce akcji niemej w strukturze akcjonariatu spółki akcyjnej pokazuje A. Szumański⁵ na przykładzie komplementariuszy i akcjonariuszy spółki komandytowej – akcyjnej. Mianowicie akcjonariusze z akcji zwykłych analogicznie do komplementariuszy są w stanie w sposób istotny oddziaływać na spółkę, natomiast akcjonariusze z akcji niemych analogicznie do komandytariuszy, mają znacznie ograniczone możliwości ingerowania w jej politykę.

Akcje nieme najprawdopodobniej ze względu na relatywnie krótki czas ich istnienia w polskim systemie prawnym, pomimo niewątpliwie kuszącego, hybrydowego charakteru, zdecydowanie pomagającego inwestorom zorientowanym na zysk w osiągnięciu celu, wręcz niemożliwego do zrealizowania za pomocą poszczególnych instrumentów oddzielnie, nie są instrumentem popularnym na rynku. Możliwe jest, że brak powszechności spowodowany jest m.in. nieprecyzyjną i dostarczającą tematów do dyskusji regulacją przedmiotowej instytucji. Problematiczny jest już sam sposób nazewnictwa, nie ustalono również wspólnego stanowiska co do zakresu większości przysługujących akcjonariuszom praw korporacyjnych i majątkowych.

Już na wstępie zwrócić uwagę należy na fakt, że nie należy w stosunku do kodeksowych akcji niemych stosować literalnej wykładni ich nazwy, gdyż może ona błędnie sugerować całkowite pozbawienie akcjonariusza prawa głosu ze wspomnianej akcji. Polskie prawo nie dopuszcza bowiem w sposób definitywny i bezwarunkowy pozbawienia jakiejkolwiek akcji w sposób zupełny prawa głosu⁶. Konstytutywną cechą akcji niemej jest odebranie akcjonariuszowi głosu potencjalnego⁷ z akcji jako papieru wartościowego⁸.

W tym kontekście istotny jest brak możliwości istnienia akcji pozbawionych nawet potencjalnego prawa głosu, a jednocześnie nieposiadających żadnej rekompensaty tego stanu. Stałoby to w sprzeczności z zasadą równości, wyrażoną w art. 20 KSH, w zamian bowiem za uszczuplenie jednego z praw, drugie powinno zostać rozszerzone poza standardowe granice. I tak akcje nieme nie posiadają prawa głosu, w zamian za co nadają uprawnionym z nich szczególne przywileje dywidendowe.

Poruszyć też należy problem, czy rekompensowanie braku prawa głosu może odbyć się w innej formie niż rozszerzenie prawa do dywidendy, np.

⁵ A. Szumański, *Dokapitalizowanie spółki kapitałowej a ochrona przed jej przejęciem*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1997, nr 9, s. 17.

⁶ M. Michalski, *Akcje nieme według prawa polskiego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2004, nr 7, s. 2–3.

⁷ T. Staranowicz, *W sprawie pojęcia akcji niemych, polemika*, „Państwo i Prawo” 2004, nr 1, s. 97.

⁸ M. Romanowski, *Akcje nieme...*, s. 63.

poprzez przyznanie uprawnienia do dokonania wyboru określonych członków zarządu czy udziału w masie likwidacyjnej. Regulacja taka wydaje się niemożliwa. Pomijając kwestię braku możliwości interpretacji rozszerzającej instytucji akcji niemej, ze względu na zasadę *exceptiones non sunt extendendae*⁹, a więc brak możliwości kształtowania ich przez autonomię woli stron, to akcja niema została utworzona w odpowiedzi na potrzebę legalizacji w prawie, wygodnego instrumentu finansowego, zarówno dla spółki, jak i akcjonariusza¹⁰, dla którego najważniejszy jest udział w dywidendzie.

Zarówno według Staranowicza¹¹, jak i Szumańskiego¹², skoro od początku istnienia akcji niemej prawo głosu w żaden sposób nie jest w niej ucieleśnione, to należy stwierdzić, że w ogóle ono nie istnieje. Niemniej bez względu na powyższe, bardzo istotną kwestią dla natury akcji niemych jest możliwość wykonywania prawa głosu w konkretnych warunkach. W przytoczonych powyżej sytuacjach należy zgodnie przyjąć, że prawo głosu powstaje z chwilą uzyskania możliwości oddania głosu, a zmiana uprawnionego z akcji niemych nie ma, jak w przypadku akcji niemych w znaczeniu szerokim, wpływu na odzyskanie przez nią powyższego uprawnienia, nie dochodzi bowiem do ustania przyczyny powodującej brak głosu.

Pozbawienie akcjonariusza z akcji niemych prawa głosu nie wpływa w żaden sposób na uszczuplenie bądź utratę innych praw korporacyjnych¹³, np. dotyczących uczestnictwa w walnym zgromadzeniu. Znamienne jest, że żaden z obowiązujących przepisów nie artykułuje zakazu udziału akcjonariuszy z akcji niemych w walnym zgromadzeniu¹⁴, odmiennie niż w regulacji zawartej w prawie francuskim¹⁵. Tak więc, posiadacz akcji niemej ma pełne prawo do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu. Nie można wywodzić odmiennego wniosku pomimo regulacji artykułu 406 §1 KSH, poprzez który pozornie mogłoby się wydawać, że prawo do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu mają wyłącznie te osoby, którym przysługuje prawo głosu¹⁶. Możliwość uczestnictwa w walnym zgromadzeniu staje się wyraźnie widoczną na przykładzie art. 422 §2 KSH, przewidującego szczególną regulację wnoszenia przez akcjonariuszy akcji niemych powództwa o stwierdzenie nieważności lub

⁹ A. Malarewicz, [w:] *Prawo gospodarcze prywatne*, red. T. Mróz, M. Stec, Warszawa 2005, s. 355.

¹⁰ A. Szumański, [w:] *Prawo spółek*, red. W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, Kraków 2004, s. 624.

¹¹ T. Staranowicz, *W sprawie pojęcia akcji niemych...*, s. 93–99.

¹² *System prawa prywatnego. Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2006, s. 149.

¹³ *Ibidem*, s. 153.

¹⁴ M. Michalski, *Kontrola kapitałowa nad spółką akcyjną*, Kraków 2004, s. 377.

¹⁵ Art. 228-23 al. 3 C. com.

¹⁶ *System prawa...*, s. 153.

o uchylenie uchwały podjętej przez walne zgromadzenie¹⁷. Na jego mocy akcjonariusz akcji niemej może żądać po podjęciu uchwały zaprotokołowania sprzeciwu, z tego też należy wywodzić, że jego uczestnictwo jest oczywiste i niekwestionowalne¹⁸. Na przykładzie tym widoczna jest również różnica pomiędzy akcjonariuszem akcji głosowej a niemej, sprowadzająca się do tego, że w celu wyrażenia sprzeciwu przez akcjonariusza akcji niemej, odstąpiono od konieczności głosowania przeciwko zaskarżanej uchwale. Wspomniany artykuł nie obrazuje przesłanek dotyczących możliwości uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, a jedynie selekcjonuje osoby uprawnione do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu z wymienionej w przepisie grupy¹⁹. Ponadto zakładając, że na podstawie art. 406 §1 KSH nie można mówić o uczestnictwie akcjonariusza z akcji niemej w walnym zgromadzeniu, należy zauważyć, że następuje widoczny konflikt z art. 20 KSH, zakładającym zasadę równego traktowania wszystkich akcjonariuszy. Prawo do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy nie wiąże się z prawem głosu, a z uprawnieniami wynikającymi ze statusu akcjonariusza²⁰ i brak jest podstaw do ich pozbawienia. Poza tym art. 406 §1 został prawie dosłownie przejęty z art. 399 §1 Kodeksu handlowego, tym samym ze względu na nieistnienie na podstawie Kodeksu handlowego z 1934 r. akcji niemej w rozważanym przepisie nie może być o nich mowy. Dopuszczenie akcjonariusza akcji niemej do udziału w walnym zgromadzeniu jest uwarunkowane tak samo, jak w przypadku każdego innego akcjonariusza wykazaniem legitymacji do uczestnictwa poprzez dochowanie wszystkich wymogów formalnych określonych w art. 406 KSH²¹.

Jak wspomniano, akcjonariusz akcji niemej może wnieść powództwo o uchylenie uchwały walnego zgromadzenia powołując się na pokrzywdzenie akcjonariusza zgodnie z art. 422 KSH. Sytuacja taka może mieć miejsce np. w przypadku, gdy spółka obniża określoną w statucie wysokość przywileju dywidendowego dla akcjonariuszy z akcji niemych, czy też pozbawia prawa do wyrównania zysku w kolejnych latach, które również jest zawarte w statucie. Sam fakt niewykazywania przez spółkę zysku za rok obrotowy oczywiście nie może uzasadniać wniesienia powództwa, ale dopuszczalny jest przypadek, w którym pokrzywdzony akcjonariusz dowiedzie, że spółka w rzeczywistości prowadzi rentowną działalność gospodarczą, a tylko w ramach prowadzonej kreatywnej księgowości zamyka rok obrotowy stratą²².

¹⁷ *Ibidem*.

¹⁸ M. Michalski, *Akcje nieme...*, s. 3.

¹⁹ *Ibidem*.

²⁰ M. Romanowski, *Akcje nieme...*, s. 61–62.

²¹ M. Michalski, *Akcje nieme...*, s. 3.

²² *System prawa...*, s. 153.

Należy również poruszyć kwestię dotyczącą możliwości wniesienia przeciwko spółce powództwa odszkodowawczego powołując się na art. 471 i nast. Kodeksu cywilnego, w stosunku do zmiany regulacji stanowiących podstawę emisji akcji niemych. W literaturze istnieją dwa poglądy dotyczące tego tematu. Zgodnie z pierwszym, jeżeli korzyść majątkowa, która wynika z instrumentu finansowego, jakim są akcje nieme, jest wyrażona wyłącznie w uprzywilejowanej dywidendzie z akcji, to taki problem powinno się rozstrzygać mając na uwadze tylko przepisy prawa spółek²³. Tym samym, jeżeli wyłącznie walne zgromadzenie posiada kompetencje do podjęcia uchwały o podziale zysków, to należałoby zaskarżyć właśnie uchwałę walnego zgromadzenia.

Bardziej przekonująca wydaje się jednak teoria druga, mająca na względzie hybrydalny charakter akcji niemych. Nie bez znaczenia pozostaje fakt, że akcje nieme pozbawione są prawa głosu, a więc nie mają możliwości wpływania na treść uchwały podejmowanej przez walne zgromadzenie. Wydaje się, że w takiej sytuacji dopuścić należy możliwość wniesienia powództwa na podstawie Kodeksu cywilnego, w trybie art. 471 przeciwko spółce, reprezentowanej przez zarząd²⁴. Można byłoby przypuszczać, że gdyby w omawianym przypadku ustawodawca chciał wyłączyć możliwość korzystania z przepisów Kodeksu cywilnego, wprost zaznaczyłby to w przepisie tak, jak w przypadku art. 425 §1 KSH wprost wykluczającym stosowanie art. 189.

Co więcej, akcjonariusz akcji niemej może zostać wybrany aby pełnić na walnym zgromadzeniu funkcję członka komisji skrutacyjnej²⁵ bądź przewodniczącego²⁶. Zgodnie bowiem z art. 409 §1 KSH, osobą tą może zostać każdy uprawniony do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, a więc zgodnie z powyższymi ustaleniami, również akcjonariusz akcji niemej.

Pomimo uczestnictwa akcjonariuszy z akcji niemych w walnym zgromadzeniu, co do zasady akcje te wciąż nie dają prawa głosu i podstawy, aby w jakikolwiek sposób być uwzględniane przy podejmowaniu uchwał. Liczone mogą być bowiem wyłącznie głosy, którymi zgodnie z art. 4 §1 pkt 9 KSH, są oddane „za”, „przeciw” lub „wstrzymujące się”. Zakładając policzenie głosów z akcji niemych, w przypadku obliczania np. bezwzględnej większości głosów, powstałaby sytuacja prowadząca do uznania głosów z akcji niemych jako głosów wstrzymujących się, co byłoby niezgodne z regulacją prawną i nie oddawałoby wyników głosowania. Nawet w sytuacji, w której zostałby oddany głos z akcji niemej nie uwzględnia się go przy obliczaniu. Nie jest nawet

²³ M. Romanowski, *Akcje nieme...*, s. 60.

²⁴ *System prawa...*, s. 154.

²⁵ R. Czerniawski, *Walne zgromadzenie spółki akcyjnej*, Warszawa 2009, s. 116.

²⁶ *System prawa...*, s. 356.

konieczne w tej sytuacji powoływanie się na nieważność czynności prawnej²⁷, ponieważ w powyższej sytuacji nie istnieje głos definiowany przez ustawodawcę w art. 4 §1 pkt 9 KSH.

Ze względu na brak prawa głosu wynikającego z akcji niemych, Kodeks spółek handlowych enumeratywnie wylicza sytuacje, w których akcje te mają możliwość skorzystania z niego. Przypadkami niewzbudzającymi kontrowersji jest podejmowanie uchwał w sprawie istotnej zmiany przedmiotu działalności spółki oraz podejmowanie uchwał o zmianie statutu, obniżenia kapitału zakładowego i umorzeniu akcji, które mogłyby naruszyć prawa akcjonariuszy z akcji niemych – w tym przypadku akcjonariusze z tych akcji uprawnieni są do głosowania w grupach.

W pierwszym z nich kluczowym staje się art. 416 §2 KSH stanowiący, że w przypadku powzięcia uchwały o istotnej zmianie przedmiotu działalności spółki, każda akcja ma jeden głos, bez przywilejów i ograniczeń. W ten sposób ustawodawca bezsprzecznie stanowi, że również każdej jednej akcji niemej, zostaje przyznane prawo do jednego głosu²⁸. Biorąc pod uwagę fakt, że spółka jest wspólnym przedsięwzięciem o uzgodnionym, a jednocześnie oznaczonym celu, do jakiego dążą wspólnicy, każda istotna zmiana przedmiotu działalności spółki dotyka kwestii dalszego uczestnictwa w spółce²⁹. Tym samym każdy akcjonariusz, bez względu na rodzaj posiadanych akcji, powinien mieć możliwość wypowiedzenia się w tej kwestii oraz wpływu na podejmowaną decyzję. Jest to bowiem decyzja kluczowa, która może diametralnie zmienić pozycję gospodarczą spółki.

Jedynym kryterium, które w tych okolicznościach różnicuje pozycję akcjonariuszy, jest wielkość udziału kapitałowego w spółce. Siła wpływu na decyzję w sprawie istotnej zmiany działalności spółki zależy bowiem od liczby posiadanych akcji, a nie ich rodzaju. Może więc w tym przypadku dojść do sytuacji, w której akcjonariusz z akcji niemych, które co do zasady nie posiadają prawa głosu, uzyska znaczący wpływ na podejmowaną decyzję. Choć może być to poniekąd zaskakujące ze względu na fakt, że celem akcjonariusza z akcji niemej jest nie podejmowanie decyzji w sprawie spółki, ale czerpanie zysków z posiadanych akcji, to pamiętać należy, że akcjonariusz inwestuje w konkretną gałąź handlową, która, jak oczekuje, przyniesie mu oczekiwane korzyści. Gdy w sposób istotny zmieniany jest przedmiot działalności spółki, akcjonariusz może uznać, że zmiany te działają na jego niekorzyść i inwestycja

²⁷ *Ibidem*, s. 154.

²⁸ W. Popiołek, [w:] J.A. Strzępka, E. Zielińska, W. Popiołek, P. Pinior, H. Urbańczyk, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Orzecznictwo*, Warszawa 2003, s. 1196; A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, t. 2, Warszawa 2002, s. 541.

²⁹ M. Michalski, *Akcje nieme...*, s. 4.

nie jest zgodna z jego oczekiwaniami. W związku z powyższym, uzasadnione wydaje się przyznanie głosu w tak istotnej sprawie akcjonariuszowi z akcji niemej. Uchwały w powyższym przypadku zgodnie z art. 416 §1 KSH podejmowane są większością dwóch trzecich głosów w drodze jawnego i imiennego głosowania.

W przypadku uchwały o zmianie statutu, obniżeniu kapitału zakładowego i umorzeniu akcji, mogącej naruszyć prawa akcjonariuszy danego rodzaju akcji, a więc również akcji niemych, uchwała powinna być głosowana w danej grupie akcji. I tak np. uchwała w sprawie obniżenia przywileju dywidendowego danych akcji, musi być głosowana w grupie akcjonariuszy z nich uprawnionych. A będąca tego efektem, uchwała skutkująca umorzeniem akcji lub zmniejszeniem przywilejów wynikających z akcji niemej, powinna być głosowana w grupie tych akcji. Forma, w której głosowanie ma być dokonywane, jest uregulowana obligatoryjnie w statucie.

Podstawą tworzenia grup staje się rodzaj posiadanych akcji. W zakresie tym problemem staje się sytuacja, w której akcja spełnia kryteria przynależności do więcej niż jednej grupy³⁰. Istnieje pogląd mówiący, że jeśli akcjonariusz z akcji niemej kwalifikuje się do udziału w kilku grupach, to może w nich wszystkich uczestniczyć, natomiast zgodnie z odmienną koncepcją, przynależność do wielu grup wypacza i zniekształca prawo głosu, należy więc zweryfikować sytuację i umieścić akcje niemą w jednej z grup.

Problematyczna jest też sytuacja, która następuje przy wyborze rady nadzorczej w głosowaniu grupami. W tym przypadku dominującym tematem rozważań staje się brzmienie art. 385 §9 KSH. Stanowi on, że w przypadku głosowania grupami na członków rady nadzorczej, każdej akcji przysługuje tylko jeden głos bez przywilejów i ograniczeń, z uwzględnieniem art. 353 §3 KSH, który stanowi o akcjach niemych. W zakresie interpretacji powyższego przepisu istnieją dwie koncepcje.

Zgodnie z pierwszą, akcjom niemych w tych okolicznościach przysługuje prawo głosu³¹, w ustawie bowiem sformułowanie „z uwzględnieniem art. 353 §3 KSH”, wskazuje wprost na konieczność stosowania regulacji również do akcji niemych, co w tym przypadku przyznaje im prawo do głosu.

Druga koncepcja, znacznie bardziej przekonująca i zyskująca zarazem więcej zwolenników stanowi, że w tej sytuacji akcji niemej nie przysługuje prawo głosu³². Choć z pozoru wydaje się bowiem, że konstrukcja przepisu

³⁰ A. Szumański, [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek...*, s. 967.

³¹ C. Podsiadlik, *Wrocie przejęcie spółki*, Warszawa 2003, s. 251.

³² J. Szwaja, [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych...*, s. 653; K. Strzelczyk, [w:] J.P. Naworski, K. Strzelczyk, J. Raglewski, T. Siemiątkowski, R. Potrzebacz, *Komentarz*, t. 1, Warszawa 2003, s. 645.

jest identyczna co w art. 416 §2 KSH, to jednak istnieje pomiędzy nimi znaczna rozbieżność. W art. 385 §9 KSH ważne jest bowiem sformułowanie „z uwzględnieniem art. 353 §3 KSH”, które całkowicie zmienia znaczenie przepisu i wyłącza z grupy akcji głosującej przy wyborze rady nadzorczej akcje nieme. Sformułowanie to zobowiązuje bowiem do uwzględnienia specyfiki akcji niemych, a tym samym braku możliwości wykonywania z nich prawa głosu.

Należy zadać również pytanie, dlaczego uzasadnionym miałyby być uwzględnienie w głosowaniu grupami akcjonariuszy z akcji niemych, skoro nie mogą oni głosować na forum walnego zgromadzenia? Nie istnieją żadne logiczne przesłanki, na podstawie których możliwe byłoby stwierdzenie, że modyfikacja sposobu wykonywania głosu przyznawałaby akcjom niemych uprawnienie głosowe³³. Nie należy twierdzić, że przepis art. 385 §9 KSH całkowicie wyklucza jakikolwiek udział akcjonariuszy akcji niemych podczas wyboru rady nadzorczej w głosowaniu grupami, gdyż akcje nieme nie są zupełnie pozbawione wpływu na jej skład osobowy³⁴. Pewną siłą daje im fakt, że jako akcje posiadają wartość nominalną, a tym samym stanowią ułamek w kapitale zakładowym spółki. Nie można więc odmówić im uwzględnienia przy ustalaniu kworum zarówno ustawowego, odwołującego się do wielkości kapitału zakładowego spółki, jak i statutowego³⁵, jeśli jest ono ustalane według innego kryterium niż liczba głosów³⁶, np. w oparciu o liczbę akcji.

Co do zasady art. 408 §1 KSH stanowi, że walne zgromadzenie jest ważne bez względu na liczbę reprezentowanych na nim akcji, jeśli przepisy działu 2. KSH, dotyczące spółki akcyjnej lub statutu, nie stanowią inaczej. Mając więc na uwadze powyższy przepis należy zauważyć, że statut spółki może wprowadzić warunek ważności walnego zgromadzenia, jakim może być właśnie kworum. Może więc dojść do sytuacji, gdy udział w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy z akcji niemych stanie się niezbędny do podjęcia uchwały, w tym również tej dotyczącej wyboru członków rady nadzorczej.

Kolejną sytuacją, w której duże znaczenie odgrywa kworum, jest sytuacja, gdy na podstawie art. 385 §5 KSH, tworzone są grupy do wyboru rady nadzorczej. Grupy takie tworzy się poprzez podział ogólnej liczby reprezentowanych akcji przez liczbę członków rady nadzorczej. Jak zostało zauważone, „wynika z tego, że decydujące znaczenie dla powstania grupy do wyboru

³³ W. Popiołek, E. Zielińska, J. Strzépka, P. Pinior, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2006, s. 965.

³⁴ M. Michalski, *Akcje nieme...*, s. 4.

³⁵ S. Sołtysiński, [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek...*, s. 385; A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych...*, s. 269.

³⁶ M. Michalski, *Kontrola...*, s. 380.

członka (członków) rady nadzorczej ma liczba akcji, a nie liczba reprezentowanych przez nie głosów³⁷. Akcje nieme mogą więc uczestniczyć w tworzeniu grupy, natomiast już w jej obrębie nie są uprawnione do oddania głosu.

Kolejną kwestią dotyczącą zakresu korporacyjnego oddziaływania z akcji niemych jest wykonywanie prawa głosu w przypadku podejmowania uchwały dotyczącej przymusowego wykupu akcjonariuszy mniejszościowych. Art. 418 §1 KSH mówi, że walne zgromadzenie może powziąć uchwałę o przymusowym wykupie akcji akcjonariuszy reprezentujących nie więcej niż 5% kapitału zakładowego przez nie więcej niż pięciu akcjonariuszy, posiadających łącznie nie mniej niż 95% kapitału zakładowego, z których każdy posiada nie mniej niż 5% kapitału zakładowego. Uchwała co do zasady wymaga większości 95% głosów. Szczególną uwagę należy jednak zwrócić na sformułowanie „Przepisy art. 416 § 2 i 3 stosuje się odpowiednio”. Na tej podstawie można wyprowadzić wniosek, że przytoczony art. 418 §1 KSH daje akcjonariuszom prawo wyłącznie jednego głosu, bez względu na ich ograniczenia czy przywileje. Może być również podstawą do stwierdzenia, że akcjonariusze legitymujący się akcją niemą, są uprawnieni do oddawania ważnych głosów odnośnie do przymusowego wykupu akcjonariuszy mniejszościowych³⁸. Zgodnie z art. 416 §2 w związku z §1, wykonywanie prawa głosu z akcji niemej ma bezwarunkowy charakter i dotyczy dowolnego przypadku istotnej zmiany przedmiotu działalności spółki³⁹. Wydaje się jednak, że słowo „odpowiednio”, użyte w przepisie, wymaga uwzględnienia specyfiki problematyki podejmowanej uchwały w sprawie przymusowego wykupu akcjonariuszy mniejszościowych. Porównując zatem istotną zmianę przedmiotu działalności spółki z przymusowym wykupem akcjonariuszy mniejszościowych należy zauważyć, że w pierwszym przypadku widoczna jest przyczyna, przez którą możliwe jest ugodzenie w interes akcjonariuszy z akcji niemych, w drugim przypadku zagrożenie to nie jest już wyraźnie widoczne, albowiem zmiana nie musi dotyczyć akcjonariuszy z akcji niemej. Regulacja dokonana na podstawie art. 416 §2 w związku z §1 KSH, a także art. 419 §1 oraz §2 KSH, skłania do przyjęcia, że stanowisko „akcje nieme za każdym razem korzystają z prawa głosu w sytuacji rozstrzygnięcia o przymusowym wykupie, pozostawałoby w sprzeczności z kierunkową zasadą odnoszącą się do akcji niemych, w myśl której akcje tego rodzaju korzystają z prawa głosu tylko w celu ochrony szczególnie uzasadnionego interesu akcjonariusza upraw-

³⁷ *Ibidem*, s. 4.

³⁸ S. Sołtysiński, [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek...*, s. 385.

³⁹ M. Michalski, *Akcje nieme...*, s. 6–7.

nionego z akcji niemych⁴⁰. Doszłoby do wypaczenia istoty akcji niemych, pojawiłaby się też absurdalna sytuacja, w której – gdyby w strukturze spółki większą część kapitału reprezentowały akcje nieme – akcjonariusze akcji niemej usunęliby przez wykup akcjonariuszy mniejszościowych, posiadających prawo głosu. Tak więc uwzględnić należy głosy oddane przez akcjonariuszy z akcji niemych wyłącznie w przypadku, gdy przedmiotem przymusowego wykupu akcjonariuszy mniejszościowych są właśnie akcje nieme. Zastosowanie takiej regulacji pełni przede wszystkim funkcję ochronną w stosunku do akcjonariuszy z akcji niemych, nie naruszając przy tym specyfiki posiadanych przez nich instrumentów finansowych.

Ostatnią sytuacją, w której akcje nieme zyskują głos i zgodnie z art. 419 §1 KSH wymagane jest głosowanie grupami, dotyczy zniesienia przywilejów akcji niemej. Na wspomnianym gruncie doktryna również nie jest zgodna.

Przeciwnicy uczestniczenia akcjonariuszy z akcji niemych w głosowaniu nad uchwałą dotyczącą zniesienia z nich przywilejów, swoje stanowisko argumentują tym, że akcje nieme co do zasady nie dają prawa głosu, natomiast z mocy prawa uzyskują je dopiero w sytuacji, gdy nastąpi zniesienie przywilejów dywidendowych⁴¹. Stanowisko takie właściwe byłoby jednak tylko przy założeniu, że art. 419 KSH pozbawiony odpowiednika art. 416 §2, dopuszcza nietraktowanie akcjonariusza z akcji niemych jako uczestnika korporacji⁴². Zwrot użyty w przepisie „głosowania w każdej grupie (rodzaju) akcji”, ze względu na kategoryczne odwołanie do wszystkich rodzajów akcji, oznacza także głosowanie w grupie akcji niemych.

Tym samym drugi pogląd wydaje się znacznie bardziej przekonujący. Opowiadają się za nim m.in. A. Szumański⁴³, R. Czerniawski⁴⁴ oraz M. Michalski⁴⁵. Wykazać tu można nieracjonalność sytuacji, w której akcjonariusz z akcji niemej nie mógłby głosować w sprawie dla niego wyjątkowo istotnej, mogącej wiązać się z utratą przywileju dywidendowego. Bez względu na uprzednie kwestie, należy uznać za słuszne i logiczne, aby akcjonariusze z akcji niemych z uwagi na *ratio legis* regulacji zawartych w art. 419 KSH, mogli wypowiedzieć się w powyższej kwestii, która dotyczy przecież zachowania przez nich instrumentu finansowego stanowiącego podstawę ich uczestnictwa w spółce i jednocześnie powierzenia jej swojego kapitału.

⁴⁰ *Ibidem*, s. 7.

⁴¹ W. Popiołek, [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Orzecznictwo*, red. J. A. Strzępka, Warszawa 2010, s. 251.

⁴² M. Michalski, *Akcje nieme...*, s. 4.

⁴³ A. Szumański, [w:] *Kodeks spółek handlowych...*, s. 968–969.

⁴⁴ R. Czerniawski, *Kodeks spółek handlowych...*, s. 529.

⁴⁵ M. Michalski, *Akcje nieme...*, s. 4.

Akcje nieme, oprócz cech charakterystycznych w zakresie korporacyjnego oddziaływania, posiadają także odmienne regulacje w związku z prawami majątkowymi. Przywilej dywidendowy z akcji niemych jest o wiele bardziej rozwinięty niż przywilej dotyczący dywidendy, jakim może cechować się akcja, której jest przyznane prawo głosu. Sytuacja taka wynika z regulacji przeprowadzonej w art. 353 §3 KSH, która w odniesieniu do akcji niemych wyłącza przepis art. 353 §1 KSH stanowiący, że w przypadku akcji głosowych, przywilej dywidendowy jest ograniczony wartościowo. Tak więc w odniesieniu do akcji niemych nie obowiązują wyznaczone górne granice tego uprzywilejowania wiążące dla pozostałych akcji. Niemniej dopuszczalna jest sytuacja, w której statut przewiduje akcje uprzywilejowane co do dywidendy oraz akcje nieme o takiej samej wielkości przywileju⁴⁶, bądź nawet mniejszej.

Wielkość przywileju dywidendowego stanowi niewątpliwie o atrakcyjności akcji niemej wśród zainteresowanych inwestorów. Może on być ustanowiony na poziomie kilkakrotności dywidendy przysługującej z akcji zwykłej, a w takiej sytuacji o jej górnym pułapie nie stanowią przepisy, a jedynie interes spółki i możliwość jej faktycznego wypłacenia. Niezbędne jest także wyrażenie na tak wysoką dywidendę zgody pozostałych akcjonariuszy, która powinna zostać wyrażona w formie podjętej na walnym zgromadzeniu uchwały o emisji akcji o określonej wysokości dywidendy⁴⁷.

Sposób oznaczenia wielkości uprzywilejowanej dywidendy nie jest ściśle oznaczony i charakteryzuje się dowolnością. Pomimo, że wydaje się, że najlepszym oznaczeniem uprzywilejowanej dywidendy z akcji niemych byłoby oznaczenie procentowe, ewentualnie oznaczenie różnicy wielkościowej tej dywidendy w stosunku do dywidendy z akcji zwykłych (np. w postaci ułamka), to dopuszczalne jest również oznaczenie w formie podania konkretnej kwoty lub kwoty minimalnej⁴⁸. Oczywiście różny sposób regulacji wiąże się z odmiennymi konsekwencjami, zarówno dla spółki, jak i akcjonariuszy. I tak wydaje się, że akcjonariusze dla własnego dobra i ochrony swojego interesu powinni skorzystać z ostatnich opcji. Dzięki niemu będą mieć pewność co do wysokości otrzymanej z dywidendy kwoty lub przynajmniej do jej minimalnego poziomu. Pierwsze rozwiązania wydają się bardziej korzystne dla spółki. Oprócz względów praktycznych, za tymi opcjami przemawia sama istota dywidendy. Jest to bowiem należność wypłacana z zysku osiągniętego przez spółkę i uzależniona od jego wielkości. Poprzez to sam charakter dywidendy nabiera charakteru warunkowego w stosunku do zysku spółki.

⁴⁶ W. Popiołek, [w:] J.A. Strzępka, P. Piniór, W. Popiołek, K. Urbańczyk, E. Zielińska, *Kodeks spółek handlowych...*, s. 1051.

⁴⁷ A. Szumański, *System prawa...*, s. 150–151.

⁴⁸ M. Michalski, *Akcje nieme...*, s. 7.

Istotny staje się problem, czy możliwe jest uprzywilejowanie akcji niemych w ten sposób, że pozostałe akcje w praktyce zostaną pozbawione dywidendy⁴⁹. Przyjmując bowiem, że wysokość dywidendy z akcji niemych nie jest niczym ograniczona, w skrajnym przypadku istniałaby możliwość spowodowania, że do czasu istnienia w spółce akcji niemych inne akcje, w tym również te uprzywilejowane co do dywidendy, nie będą uczestniczyć w podziale uzyskanego zysku za ostatni rok obrotowy. W przypadku tym należałoby uwzględnić naturę spółki akcyjnej oraz charakter akcji i cel ich posiadania. W ten sposób można dojść do wniosku, że brak stosowania wspomnianych limitów wartościowych nie jest w żaden sposób powiązany z możliwością pozbawienia pozostałych akcji dywidendy. Uregulowania zawarte w statucie nie mogą bowiem ingerować w prawo dotyczące dywidendy, które zostało przyznane akcjom głosowym. Jak słusznie zostało zauważone, sytuacja taka godziłaby zarówno w naturę spółki akcyjnej⁵⁰, jak i naturę prawną papieru wartościowego, jakim jest akcja⁵¹. Istotnym argumentem staje się w tym przypadku także art. 347 §1, zgodnie z którym, akcjonariusze spółki mają prawo do udziału w zysku wykazanym przez nią w sprawozdaniu finansowym, zbadanym przez biegłego rewidenta, który został przeznaczony przez walne zgromadzenie do wypłaty akcjonariuszom. Ponadto art. 304 §3 KSH stanowi, że statut może zawierać dodatkowe postanowienia, odmienne od tych przewidzianych w ustawie wyłącznie wtedy, gdy ustawa zezwala na to, a w KSH nie sformułowano zezwolenia na pozbawienie dywidendy akcjonariuszy akcji zwykłych, ze względu na wysokość uprzywilejowania akcji niemych. W zaistniałych okolicznościach nie było potrzeby wprowadzenia ograniczenia stanowiącego górną granicę uprzywilejowania dla akcji niemej ze względu na fakt, że w praktyce zagrożenie wyłączeniem prawa do dywidendy pozostałych akcji pozostaje w sferze wyłącznie teoretycznej⁵². Przyjmuje się również, że sytuacja, w której akcjonariusze z akcji niemych otrzymaliby większą część zysku spółki, byłaby sprzeczna z naturą spółki akcyjnej, podobnie jak powyższa sytuacja, dotycząca pozbawienia dywidendy pozostałych akcji na skutek wysokiego uprzywilejowania akcji niemych⁵³. Wtedy to największa część wypracowanego zysku przypadłaby akcjonariuszom mającym niewielki wpływ na działalność spółki, a przecież istotnym założeniem spółki akcyjnej jest ryzyko inwestycyjne wiążące się z podejmowaniem decyzji i czerpaniem zysku z akcji w zależności od ich trafności.

⁴⁹ M. Romanowski, *Akcje nieme...*, s. 58.

⁵⁰ M. Michalski, *Akcje nieme...*, s. 7.

⁵¹ *Ibidem*, s. 58.

⁵² *Ibidem*.

⁵³ I. Komarnicki, *Akcje uprzywilejowane co do dywidendy*, „Rejent” 2003, nr 2, s. 56.

Pomimo uregulowań niewątpliwie faworyzujących akcje nieme, nie należy pomijać kwestii związanej z konkretyzacją prawa do dywidendy. Następuje ona bowiem, co do zasady, tylko wtedy, gdy spółka wypracuje odpowiedni zysk i gdy zostaną podjęte odpowiednie decyzje w zakresie podziału dywidendy⁵⁴. Jeżeli spółka nie zamknie roku obrotowego zyskiem lub przeznaczy go na cele inne niż wypłata dywidendy dla akcjonariuszy, to dywidenda nie zostanie wypłacona przez spółkę również akcjonariuszom z akcji niemych. Dopuszcza się jednak także odmienną regulację przez zawarcie odpowiedniego przepisu w statucie spółki.

Kolejnym przywilejem dywidendowym przysługującym akcjom niemym jest możliwość korzystania przez akcjonariuszy, którzy się nimi legitymują, z pierwszeństwa zaspokojenia przed pozostałymi akcjami. Wynika to z art. 353 §3 KSH, który wyłącza możliwość stosowania art. 353 §2 KSH, tym samym akcje nieme, jako jedyne z akcji uprzywilejowanych co do dywidendy, mogą korzystać z prawa pierwszeństwa zaspokojenia. Sama ustawowa regulacja (art. 353 §3 KSH w powiązaniu z art. 353 §2 KSH) nie przyznaje wprost akcjom niemym prawa do pierwszeństwa w zaspokojeniu. Daje ona jedynie możliwość ustanowienia przepisów umożliwiających unormowanie kwestii pierwszeństwa w sposób faworyzujący akcje nieme w statucie. *A contrario*, jeżeli statut nie zawiera odpowiednich postanowień, to akcje nieme nie posiadają przyznanego pierwszeństwa do zaspokojenia ich w podziale zysku rocznego⁵⁵, a więc należy traktować je na równi z pozostałymi akcjami. Brak takiego unormowania, zdecydowanie osłabia pozycję oraz atrakcyjność akcji niemych dla inwestora. Często bowiem dla osób zainteresowanych akcjami niemymi, możliwość otrzymania dywidendy przed pozostałymi akcjami jest bardzo ważnym czynnikiem, zmniejszającym ponoszone ryzyko inwestycyjne.

Akcje nieme posiadają ponadto pierwszeństwo zaspokojenia dywidendy w stosunku do świadectw użytkowych. Wniosek taki można wysnuć na podstawie art. 361 §2 KSH stanowiącego, że jeżeli statut nie stanowi inaczej, świadectwa użytkowe uczestniczą na równi z akcjami w dywidendzie oraz w nadwyżce majątku spółki, pozostajej po pokryciu wartości nominalnej akcji.

Odmienna regulacja stosowana jest z kolei w przypadku świadectw założycielskich. Art. 355 §2 zd. 2 KSH stanowi bowiem *lex specialis* w stosunku do art. 353 §3 zd. 2 KSH⁵⁶. Zgodnie z regulacją, w pierwszej kolejności zaspokajana jest minimalna dywidenda akcji, bez względu na uprzywilejo-

⁵⁴ Tak W. Popiołek, *Akcje uprzywilejowane co do dywidendy*, [w:] *Księga pamiątkowa ku czci prof. Kazimierza Kruczałaka*, Gdańsk 1999, s. 32.

⁵⁵ M. Romanowski, *Akcje nieme...*, s. 59.

⁵⁶ A. Szumański, *System...*, s. 151.

wanie, następnie świadectwa założycielskie, a później pozostała dywidenda, gdzie pierwszeństwo przysługuje już akcji niemej.

W ten sposób w spółce wytwarza się swoista kolejność, według której są zaspokajani akcjonariusze w zakresie przysługującego im prawa do dywidendy, a na głównej pozycji znajdują się akcjonariusze z akcji niemych⁵⁷.

Ważną staje się również kwestia wyrównania dywidendy z lat ubiegłych (regulowana w art. 353 §4 KSH). Powinna być ona wypłacona przed dywidendą za ostatni rok obrotowy⁵⁸. Uzasadnieniem tej tezy wydaje się art. 451 §1 KC w związku z art. 2 KSH⁵⁹ stanowiącym, że w sprawach dotyczących spółek, m.in. ich funkcjonowania, nieuregulowanych w KSH, stosuje się przepisy Kodeksu cywilnego. Zgodnie więc z art. 451 §2 KSH to, co przypada na poczet danego długu, wierzyciel może przede wszystkim zaliczyć na poczet związanych z tym długiem zaległych należności ubocznych oraz zalegające świadczenia główne. Dopuszczalna jest też sytuacja, w której kolejność spełniania świadczeń pomiędzy spółką a osoba uprawnioną, będzie regulowana odmiennie w drodze umowy.

Prawo do wyrównania z zysku w kolejnych latach, przysługuje nie później niż w ciągu kolejnych trzech lat obrotowych. Samo wyrównanie z zysku w latach następnych to znacząca różnica pomiędzy uprawnionymi z akcji zwykłych a uprawnionymi z akcji niemych, jeśli bowiem posiadacz pierwszej z nich nawet w bezspornym przypadku, gdy spółka w danym roku obrotowym wykaże zysk, ale nie przeznaczy go na wypłatę dywidendy, w żadnych okolicznościach nie otrzyma „zaległej” dywidendy w kolejnych latach. Konstrukcja taka daje podstawy do zabronionego na gruncie prawa polskiego umawiania się spółki i akcjonariusza na wysokość dywidendy⁶⁰. Na podstawie wspomnianego wcześniej przepisu nie została naruszona zasada, że prawo do wypłacenia dywidendy występuje wyłącznie wtedy, gdy spółka wygenerowała zysk za poprzedni rok obrotowy i nie ma strat za poprzednie lata. Niemniej przepis art. 353 §4 nie jest sformułowany dość dokładnie, w związku z czym zakres przywileju nie jest jasny. Nie jest bowiem sprecyzowane, czy chodzi o sytuację, w której spółka wypracowała zysk, natomiast nie został on przeznaczony na dywidendy bądź też nie pokrył ich w całości, czy też o sytuację, w której spółka nie wypracowała zysku.

⁵⁷ *Ibidem*.

⁵⁸ *Ibidem*.

⁵⁹ S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, t. 3, Warszawa 2008, s. 385.

⁶⁰ A. Szumański, [w:] W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo spółek*, Warszawa 2004, s. 626. Sceptycznie do takiej koncepcji podchodzi W. Popiołek, [w:] S. Włodyka, *Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2004, s. 127.

Można uznać, że KSH nie rozstrzyga w bezpośredni sposób, co stanie się w chwili, gdy akcjonariuszowi z akcji niemej nie zostanie wypłacona dywidenda z powodu przeznaczenia jej na kapitał zapasowy czy rezerwowy na mocy podjętej na walnym zgromadzeniu uchwały. W tych okolicznościach możliwe jest rozróżnienie dwóch sposobów oznaczenia wysokości dywidendy dla akcji niemych⁶¹. Pierwszym jest oznaczenie zaległej dywidendy w kwocie precyzyjnie określonej, drugim oznaczenie jako kwoty nie niższej niż dana wielkość. Nie są one wtedy zależne od kwoty przeznaczonej przez walne zgromadzenie na wypłatę dywidend ani od oznaczonej wielkości w proporcji do zysku przeznaczonego uchwałą walnego zgromadzenia na wypłatę dywidend.

Zarówno w przypadku, gdy kwota określona jest precyzyjnie, jak i gdy oznaczona jest jako kwota „nie niższa niż...”, akcjonariusz może wnieść powództwo przeciwko spółce o uchylenie uchwały na podstawie art. 422 §1 KSH. Jednakże pierwszym z omawianych przypadków akcjonariusz musi wykazać, że podjęta przez walne zgromadzenie uchwała miała na celu pokrzywdzenie jego jako akcjonariusza oraz że jest sprzeczna ze statutem. W przypadku drugim, oprócz powyższego, akcjonariusz musi wykazać również wysokość dywidendy, która mu się należy⁶². Prawdopodobieństwo dochodzenia roszczeń w tej sytuacji jest stosunkowo niewielkie, ponieważ akcjonariusz musi dowieść, że celem uchwały jest pokrzywdzenie go i chęć uniknięcia wypłaty dywidendy ze względu na przysługujące mu szczególne uprawnienia, co wywołuje problemy dowodowe. Również trudne jest wykazanie wysokości zysku, który powinien być przeznaczony na dywidendy, a jak wiadomo, sądowi brak kompetencji do wypowiedzania się w kwestii prowadzonej polityki spółki. Opłaczalne dla akcjonariusza akcji niemych jest uniezależnienie swojej dywidendy od uchwały podjętej przez walne zgromadzenie. W celu dochodzenia dywidendy nie jest dopuszczalne powództwo wytoczone spółce na zasadach ogólnych kodeksu postępowania cywilnego z tytułu niewykonania lub nienależytego wykonania zobowiązania (art. 471 kc.)⁶³. Byłoby ono sprzeczne z charakterem akcji niemej jako papieru wartościowego, bo w ten sposób można dochodzić jedynie dywidendy, która została przyznana poprzez podjęcie uchwały przez walne zgromadzenie akcjonariuszy, natomiast nie została wypłacona.

Kolejną sporną kwestią w doktrynie pozostaje zagadnienie, czy akcji niemej w takiej sytuacji przysługuje prawo do tzw. kumulacji dywidendy w sytuacji, w której to spółka nie wypracowała zysku czy wręcz wygenerowała stratę.

⁶¹ M. Romanowski, *Akcje nieme...*, s. 58–59.

⁶² *Ibidem*, s. 59–60.

⁶³ *Ibidem*, s. 60.

Zgodnie z pierwszym poglądem⁶⁴, w razie gdyby spółka nie osiągnęła zysku w ostatnim roku obrotowym albo poniosła stratę, to akcjonariusz akcji niemej choć nie ma prawa do tego, by została mu wypłacona dywidenda, to jednak nabywa on wierzytelność pieniężną, która równa będzie niewypłaconej dywidendzie⁶⁵. Rozwiązanie to byłoby wyjątkowo korzystne dla inwestorów oraz zgodne z ich gospodarczym interesem. Gdyby jednak w kumulacji dywidendy można doszukiwać się obietnicy przyszłego wypłacenia kwoty jako zaległej dywidendy za okres, w którym spółka nie wygenerowała zysku, to istniałoby niewątpliwe podobieństwo do pewnego rodzaju oprocentowania, tak jak w przypadku wypłacania dywidendy, gdy spółka nie osiągnęła zysku, co stałoby w sprzeczności z wyrażonym z art. 346 KSH zakazem pobierania odsetek od posiadanych akcji⁶⁶.

W przypadkach, gdy wypłata dywidendy uznana zostanie za zasadną, określona suma zostanie akcjonariuszowi wypłacona, jeżeli spółka zamknie kolejny rok obrotowy zyskiem i jeżeli jego wysokość pozwoli na zaspokojenie wierzytelności uprawnionego⁶⁷. Oprócz zaległej dywidendy zostanie także wypłacona przysługująca dywidenda za ostatni rok obrotowy.

Celem ustanowienia wyrównania z zysku w latach następnych jest przede wszystkim ochrona osoby uprawnionej z akcji niemej⁶⁸ i zapewnienia spełnienia obowiązku wypłaty dywidendy uprzywilejowanej dla akcji niemych. Akcje nieme posiadają umiarkowane znaczenie gospodarcze. Cechują je zarówno zalety, jak i wady.

Niewątpliwym ich plusem jest, że dzięki tej instytucji spółka pozyskuje kapitał od dotychczasowych, bądź nowych akcjonariuszy nie obawiając się przy tym wrogiego przejęcia⁶⁹. Emisja takich akcji mogłaby zapobiec pierwszemu w historii Polskiej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie wrogiemu przejęciu, do którego doszło 27 maja 2008 r. Wtedy to spółka Vistula & Wólczanka SA przejęła pakiet kontrolny słynnej jubilerskiej spółki W. Kruk. Prawdopodobnie gdyby W. Kruk emitował akcje nieme, akcjami tymi zainteresowałby się inwestor nastawiony na zysk⁷⁰, a nie zainteresowany przejęciem, tym samym zniwelowane zostałoby ryzyko przejęcia rodzinnej spółki. Choć dzięki zmodyfikowanej kontrofercie W. Kruk nie stracił całkowicie kontroli nad swoją spółką, to jednak wrogie przejęcie zostało doko-

⁶⁴ A. Szumański, *System...*, s. 152.

⁶⁵ M. Romanowski, *Akcje nieme...*, s. 151–152.

⁶⁶ M. Michalski, *Akcje nieme...*, s. 7.

⁶⁷ M. Romanowski, *Akcje nieme...*, s. 58–59.

⁶⁸ *Ibidem*, s. 59.

⁶⁹ I. Knururowska, *Ochrona przed wrogim przejęciem spółki akcyjnej*, Kraków 2000.

⁷⁰ A. Szumański, [w:] W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo spółek...*, s. 624.

nane. Jeżeli więc spółka potrzebuje dodatkowych środków finansowych, a nie może pozwolić sobie na zadłużenie wobec osób trzecich i przy tym nie chce zaburzać struktury głosowej, są one bardzo dobrym rozwiązaniem. Pomysłem godnym rozważenia był projekt emisji akcji niemych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie SA. Zapewniała ona pozyskanie kapitału, a jednocześnie zabezpieczenie przed utratą kontroli nad tak ważną dla gospodarki państwa spółką. Niemniej nie skorzystano z takiego rozwiązania. Prawdopodobnie wynika to z faktu, że ten szczególny rodzaj akcji jest znany inwestorom, a także spółkom wyłącznie w sferze teoretycznej i nie potrafią oni tak sprawnie, jak w stosunku do pozostałych akcji, poruszać się w ich sferze.

Akcje nieme są również dobrym rozwiązaniem dla drobnych inwestorów, którzy najczęściej nie wykonują swojego prawa głosu, głównie z powodu niskiej możliwości wpływu na losy spółki. Korzystniejszą dla nich jest akcja niema, albowiem w zamian za pozbawienie prawa głosu, z którego i tak nie korzystają, uzyskują prawo do wyższej dywidendy. Dodatkowym impulsem do rozpowszechnienia akcji niemych w polskim środowisku gospodarczym powinna stać się bardziej rozbudowana i szczegółowa regulacja, która jednoznacznie rozwiązywałaby istniejące przy obecnym stanie prawnym kontrowersje. Znaczna rozbieżność wśród poglądów doktryny sprawia, że inwestor może czuć się zdezorientowany i nie wiedzieć, jakie prawa mu przysługują, a jakim podlega obowiązkom, co z pewnością zniechęca kalkulującego oraz nastawionego na zysk inwestora. Przykładem może być chociażby kontrowersyjna teoria dotycząca wypłaty dywidendy w przypadku nieosiągnięcia przez spółkę zysku bądź wygenerowania straty. Sytuacja, w której jednoznacznie doszłoby do stwierdzenia, że w takim przypadku spółka nie wypłaca uprawnionemu z akcji niemej dywidendy, byłaby dodatkowym bodźcem dla spółki zachęcającym do emisji. Przeciwna regulacja uświadomiłaby zaś spółkę co do jej obowiązków w stosunku do akcjonariusza.

Z powodu dość krótkiego czasu istnienia akcji niemych w prawie polskim i stosunkowo niedługiego okresu obowiązywania przepisów dotyczących tego instrumentu, ocena znaczenia i istotności omawianych akcji uprzywilejowanych jest dość trudna. Należy więc oprzeć się także na doświadczeniach gospodarczych państw, które w swoim systemie prawnym posiadają podobną instytucję. Następująca globalizacja i w jej efekcie pojawianie się międzynarodowych korporacji oraz standaryzacja zachowań inwestorów z różnych krajów powodują, że analogia taka będzie znajdowała zastosowanie do polskiego systemu prawnego oraz zachowań gospodarczych. Fakt niesprawdzenia się *preferred stock* na amerykańskim rynku gospodarczym, a także niemieckim i francuskim, prowokuje do przyjęcia stanowiska, że akcje nieme nie rozpo-

wszechnią się w Polsce. Być może odpowiedzialnością za to obarczyć należy system podatkowy, który poprzez niekorzystną regulację podatkową dotyczącą akcji niemych zmniejsza bezpośredni dochód z nich, poprzez co stają się mniej atrakcyjne dla inwestora. Zorientowany na zysk inwestor w takiej sytuacji zdecyduje się prawdopodobnie na inny instrument, np. na obligacje. Przeszkodą w popularyzacji akcji niemych staje się także mentalność inwestorów, którzy nie chcą ponosić odpowiedzialności, jaka wiąże się z uczestnictwem w spółce, jeżeli nie mogą wywrzeć na spółkę jakiegokolwiek wpływu, także dotyczącego rozporządzania zainwestowanymi przez niego środkami. Niemniej odpowiednio wysokie uprzywilejowanie wysokości dywidendy, które zrekompensuje ponoszone ryzyko, z pewnością skusi inwestora zorientowanego. Mogłoby to zachęcić inwestorów do korzystania z możliwości lokowania swoich środków w ten rodzaj akcji uprzywilejowanych, dzięki czemu zdobyliby doświadczenie, które pomogłoby czuć im się pewniej jako akcjonariuszom z akcji niemych, a z czasem umożliwiłoby im korzystanie w pełni z możliwości, jakie oferuje akcja niema.

Mimo wszystko nie należy negować wprowadzenia akcji niemych do KSH. Ustawodawca proponuje w ten sposób spółce kolejny sposób na pozyskiwanie kapitału, a inwestorowi na dokonanie inwestycji. Umożliwia również swobodne dokonywanie wyborów zarówno inwestorowi, jak i spółce w szerszym wachlarzu możliwości oraz elastyczne kreowanie stosunków gospodarczych. Rolą systemu prawnego powinno być bowiem umożliwienie uczestnikom relacji gospodarczych subiektywnego dokonywania wyborów, w oferowanej gamie rozwiązań tak, aby uczestnicy danego układu gospodarczego mogli podjąć decyzję uwzględniającą ich własny cel i najbardziej wygodny instrument.

Abstract

Non-Voting Shares as an Answer to Expectations of Contemporary Investors and Joint-Stock Companies

Although introduced already in 2000, the non-voting shares did not become a popular instrument among investors, which seems to result from the poor level of knowledge of the instrument among investors and unfavourable tax regulations. Yet such shares award the investor with major potential related to the acquisition of dividend, at the same time not bereaving them fully of influencing the future of the company, in contradiction of what the name might suggest. What seems to be a benefit of the non-voting shares for the issuing company is the priceless possibility of acquiring capital from investors without the risk of a hostile takeover and/or the investors' excessive interference with the operation of the company.

Literatura

- Czerniawski R., *Kodeks spółek handlowych. Przepisy o spółce akcyjnej*, Warszawa 2004.
- Kidyba A., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, t. 2, Warszawa 2002.
- Knurowska I., *Ochrona przed wrogim przejęciem spółki akcyjnej*, Kraków 2000.
- Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Orzecznictwo*, red. J.A. Strzępka, Warszawa 2010.
- Komarnicki I., *Akcje uprzywilejowane co do dywidendy*, „Rejent” 2003, nr 2.
- Michalski M., *Akcje nieme według prawa polskiego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2004, nr 7.
- Michalski M., *Kontrola kapitałowa nad spółką akcyjną*, Kraków 2004.
- Prawo gospodarcze prywatne*, red. T. Mróz, M. Stec, Warszawa 2009.
- Naworski J.P., Strzelczyk K., Raglewski J., Siemiątkowski T., Potrzeszcz R., *Komentarz*, t. 1, Warszawa 2003.
- Popiołek W., *Akcje uprzywilejowane co do dywidendy*, [w:] *Księga pamiątkowa dla uczczenia pracy naukowej prof. dr hab. Kazimierza Kruczalaka*, Gdańsk 1999.
- Popiołek W., Zielińska E., Strzępka J., Pinior P., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2006.
- Pyziół W., Szumański A., Weiss I., *Prawo spółek*, Kraków 2004.
- Romanowski M., *Akcje nieme*, „Państwo i Prawo” 2003, nr 7.
- Sołtysiński S., Szajkowski A., Szumański A., Szwaja J., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, t. 3, Warszawa 2008.
- Staranowicz T., *W sprawie pojęcia akcji niemych, polemika*, „Państwo i Prawo” 2004, nr 1.
- Strzępka A., Zielińska E., Popiołek W., Pinior P., Urbańczyk H., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Orzecznictwo*, Warszawa 2003.
- System prawa prywatnego. Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2006.
- Szumański A., *Dokapitalizowanie spółki kapitałowej, a ochrona przed jej przejęciem*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1997, nr 9.
- Włodyka S., *Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2004.