

PRZEGLĄD PRAWA HANDLOWEGO

5
(393)

maj
2025

MIESIĘCZNIK



MICHAŁ ROMANOWSKI

Bezpośredni dostęp do informacji akcjonariusza dominującego – zmiana paradygmatu

ANDRZEJ SZLĘZAK

Osoba fizyczna kontrolująca spółkę jako gwarant lub poręczyciel w arbitrażu – zagadnienia wybrane

IWONA GĘBUSIA

Zawarcie porozumienia akcjonariuszy a obowiązek ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji

MATEUSZ TONDERA

Sposoby ochrony prawnej zasad gier oraz elementów rozgrywki

www.wolterskluwer.pl

www.czasopisma.wolterskluwer.pl



CENA 109 ZŁ (W TYM 8% VAT)
Indeks 32907X



Wolters Kluwer

TRUDNY POWRÓT DO RZĄDÓW PRAWA

Ewa Łętowska, Marek Safjan, Zbigniew Kmiecik, Marta Romańska, Włodzimierz Wróbel, Monika Płatek, Marcin Matczak, Sylwia Gregorczyk-Abram, Monika Florenzak-Wątor, Ryszard Kalisz, Ryszard Piotrowski, Jarosław Onyszczyk, Krystian Markiewicz, Andrzej Wróbel, Przemysław Rosati, Włodzimierz Chróścik, Radosław Markowski w rozmowach z Krzysztofem Sobczakiem



CZY MOŻNA PRZYSPIESZYĆ PROCES PRZYWRACANIA ŁADU KONSTYTUCYJNEGO, ODSTĘPUJĄC NIECO OD ZASAD?

Ta wyjątkowa publikacja to zbiór prowokujących do myślenia wywiadów przeprowadzonych przez Krzysztofa Sobczaka z czołowymi ekspertami prawa, którzy analizują proces odbudowy praworządności w Polsce po latach 2015-2023. Wśród rozmówców są m.in. Ewa Łętowska, Marek Safjan, Zbigniew Kmiecik, Marta Romańska i Marcin Matczak.

Książka zgłębia różne perspektywy na temat wyzwań i możliwości związanych z przywróceniem rządów prawa po objęciu urzędu przez nowego prezydenta.

W rozmowach poruszane są kluczowe kwestie:

- **strategie odbudowy konstytucyjnych instytucji** i przeszkody, które mogą stanąć na drodze reform
- **rola sądów i niezależności sądownictwa** w utrzymaniu demokracji i praworządności
- **znaczenie niezawisłego sądownictwa** w zapewnieniu sprawiedliwości i równości wobec prawa
- **wpływ polityki na sądownictwo** oraz konsekwencje politycznych interwencji w procesy sądowe
- **długofalowe skutki zmian prawnych** wprowadzanych przez obecne i poprzednie rządy oraz strategie, które mogą zapobiec przyszłym kryzysom praworządności.

Książka adresowana jest do szerokiego grona odbiorców, w tym prawników, sędziów, pracowników administracji publicznej, a także studentów prawa i politologii, którzy poszukują głębokiego zrozumienia kluczowych aspektów prawnych i politycznych kształtujących współczesną Polskę.

spis treści

Michał Romanowski

- 4** Bezpośredni dostęp do informacji akcjonariusza dominującego – zmiana paradygmatu

Andrzej Szlęzak

- 12** Osoba fizyczna kontrolująca spółkę jako gwarant lub poręczyciel w arbitrażu – zagadnienia wybrane

Iwona Gębusia

- 17** Zawarcie porozumienia akcjonariuszy a obowiązek ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji

Mateusz Tondera

- 23** Sposoby ochrony prawnej zasad gier oraz elementów rozgrywki

Łukasz Węgrzynowski

- 31** Ustanie bytu prawnego spółki kapitałowej uczestniczącej w połączeniu

Bartosz Brudek

- 39** Prawo właściwe procedury wycofania z obrotu zorganizowanego akcji zagranicznej spółki publicznej

Tomasz Wiącek

- 45** Obrót prawny w Web3 – smart kontrakty, DAO i decentralizacja obrotu

Filip Sobociński

- 56** Pozakwotowe sposoby oznaczenia ceny w umowie sprzedaży

contents

Michał Romanowski

- 4** Direct Access to Information of the Dominant Shareholder: A Paradigm Shift

Andrzej Szlęzak

- 12** Natural Person Controlling the Company as Guarantor or Surety in Arbitration – Selected Issues

Iwona Gębusia

- 17** Conclusion of a Shareholders' Agreement and the Obligation to Announce a Tender Offer for the Sale or Exchange of Shares

Mateusz Tondera

- 23** Methods of Legal Protection of Game Rules and Gameplay Elements

Łukasz Węgrzynowski

- 31** Cessation of the Legal Existence of a Company Participating in a Merger

Bartosz Brudek

- 39** Governing Law of the Procedure for Delisting of Shares of a Foreign Public Company

Tomasz Wiącek

- 45** Legal Transactions on Web3: Smart Contracts, DAOs and Decentralization

Filip Sobociński

- 56** Ways to Determine the Price in a Sales Contract Not as a Monetary Sum

Za publikację na łamach „Przeglądu Prawa Handlowego” Autor otrzymuje 70 pkt (zgodnie z załącznikiem do komunikatu Ministra Nauki z 5.01.2024 r. w sprawie wykazu czasopism naukowych i recenzowanych materiałów z konferencji międzynarodowych, wydanego na podstawie art. 267 ust. 3 ustawy z 20.07.2018 r. – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce, Dz.U. z 2024 r. poz. 1571).

Miesięcznik „Przegląd Prawa Handlowego” jest ujęty w międzynarodowej bazie European Reference Index for the Humanities and Social Sciences (ERIH+) oraz indeksowany w bazie BazEkon.

Czasopismo jest indeksowane w bazie ICI Journals Master List za rok 2023 (ICV 2023 = 62,18).



PRZEGLĄD PRAWA HANDLOWEGO

miesięcznik ukazuje się od 1992 r.

RADA PROGRAMOWA

prof. Emilio Castorina,
prof. dr hab. Józef Frąckowiak, prof. dr hab. Andrzej Jakubecki,
prof. Julian Juergensmeyer, prof. dr hab. Wojciech J. Katner,
prof. dr hab. Andrzej Kidyba, prof. dr hab. Ryszard Markiewicz,
dr Jerzy Modrzejewski, prof. dr hab. Józef Okolski,
prof. dr hab. Krzysztof Pietrzykowski,
prof. dr hab. Wojciech Popiołek, prof. dr hab. Jerzy Rajski,
prof. dr hab. Marek Safjan, prof. dr hab. Stanisław Sołtysiński,
prof. dr hab. Andrzej Szumański, dr Leigh Williams

KOLEGIUM REDAKCYJNE

Redaktor naczelny
Małgorzata Modrzejewska

Z-ca Redaktora naczelnego
Cezary Wiśniewski

Sekretarz redakcji
Anna Popławska
tel. +48 668 618 563

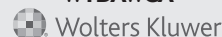
e-mail: anna.poplawska@wolterskluwer.com

Redaktor języka angielskiego
Anna Setkiewicz-Ryszka

Materiały do publikacji powinny zostać przesłane pocztą elektroniczną. Objętość nadesłanych tekstów nie powinna przekraczać 25 000–30 000 znaków ze spacjami. Teksty muszą mieć tytuł, abstrakt w języku polskim, śródtytuły, podsumowanie, słowa kluczowe, przypisy opracowane w tradycyjny sposób – na dole strony, krótką notkę o autorze oraz adres e-mailowy do korespondencji. Autor może zaproponować tłumaczenie na język angielski tytułu tekstu, abstraktu oraz słów kluczowych. Należy także podać (w przypisie) informacje o źródłach finansowania danej publikacji, takich jak np. granty krajowe, międzynarodowe, dotacje fundacji, stowarzyszeń lub instytucji komercyjnych. Do tekstu należy dołączyć bibliografię załącznikową. Przekazując tekst do redakcji, Autor przynosi na Wydawcę wyłączne prawo do jego publikacji (prawa autorskie i wydawnicze). Redakcja zastrzega sobie prawo skracania tekstów, zmiany tytułów, śródtytułów oraz poprawek merytorycznych i stylistycznych, również w wersji angielskiej. Materiały niezamówione nie będą zwracane. Warunkiem publikacji jest odesłanie uprzednio podpisanej umowy z Wydawnictwem. Podstawowe zasady recenzowania nadesłanych tekstów oraz wymagania dla Autorów dotyczące ghostwritingu są dostępne na stronie: <http://www.wolterskluwer.pl/proces-publikacji-w-czasopiśmie>. Za publikację w „Przeglądzie Prawa Handlowego” są wypłacane honoraria autorskie.

Wersją podstawową (referencyjną) czasopisma jest wersja papierowa.

WYDAWCA



01-208 Warszawa, ul. Przyokopowa 33
Dyrektor Działu Publikacji Periodycznych
Klaudia Szawłowska
klaudia.szawlowska@wolterskluwer.com
Sekretariat: czasopisma@wolterskluwer.pl
<http://www.czasopisma.wolterskluwer.pl/przeglad-prawa-handlowego>

Sprzedaż i prenumerata:

Księgarnia internetowa Wolters Kluwer Polska
www.Profinfo.pl
– tel. +48 732 122 863 lub infolinia 801 044 545,
e-mail: PL-prenumerata@wolterskluwer.com
Ruch – tel. 22 693 70 00 lub 801 800 803,
Kolporter – tel. 801 404 044,
GLM – tel. +48 504 914 773,
Garmond – tel. 22 837 30 08

Nakład 500 egz.



Do 1999 r. czasopismo było własnością Wydawnictwa „KiK” Konieczny i Kruszewski

Bezpośredni dostęp do informacji akcjonariusza dominującego – zmiana paradygmatu

Słowa kluczowe: spółka akcyjna, akcjonariusz, akcjonariusz dominujący, akcjonariusz mniejszościowy, prawo do informacji, spółka publiczna

Obserwacja praktyki obrotu skłania do wniosku, że utrwalone jest przekonanie, iż natura spółki akcyjnej wyłącza dopuszczalność bezpośredniej komunikacji zarządu spółki z jej akcjonariuszem dominującym z wyłączeniem innych akcjonariuszy. Przemawiać ma za tym obligatoryjny obowiązek ustanowienia rady nadzorczej, która ma stały dostęp do informacji o spółce, a także zasada jednakowego traktowania akcjonariuszy. Zasada jednakowego traktowania akcjonariuszy ma uzasadniać jedyny wariant bezpośredniej komunikacji wszystkich akcjonariuszy z zarządem i radą nadzorczą spółki w trybie sformalizowanym w ramach instytucji walnego zgromadzenia. Tezą niniejszego artykułu jest, że natura spółki akcyjnej, a w konsekwencji zasada jednakowego traktowania akcjonariuszy nie stanowi przeszkody prawnej dla bezpośredniej komunikacji zarządu i rady nadzorczej spółki z dominującym akcjonariuszem, a zasady *corporate governance* wręcz uzasadniają taką komunikację niezależnie od działań nadzorczych rady nadzorczej.

I. Potrzeba aktywizacji nadzoru właścicielskiego w spółce akcyjnej

Reforma Kodeksu spółek handlowych z 2022 r.¹, która była wdrażana m.in. pod hasłem wzmocnienia ładu korporacyjnego w spółkach kapitałowych, była poddana krytyce m.in. ze względu na nietrafne założenia². Potrzeba wzmocnienia instrumentów nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych istnieje, ale wynika ona z:

1) wieloletnich postulatów zgłaszanych przez uczestników rynku, które dotyczą problemów praktycznych związanych ze stosowaniem obowiązujących regulacji prawnych utrudniających efektywne wykonywanie nadzoru właścicielskiego w spółkach akcyjnych;

- 2) niepewności obrotu co do legalności niektórych działań akcjonariuszy spółek akcyjnych kreujących „strefę cienia” nadzoru właścicielskiego;
- 3) obserwacji patologicznych przykładów skandalów korporacyjnych na polskim rynku, które ujawniły słabość nadzoru właścicielskiego, w szczególności w publicznych spółkach akcyjnych, i które wskazują na konieczność takiego ukształtowania wykładni prawa przepisów Kodeksu spółek handlowych³ o spółkach akcyjnych, której brzmienie nie będzie mogło być wykorzystywane w celu instrumentalnego uzasadnienia całkowitej bierności i braku efektywnego nadzoru właścicielskiego ze strony akcjonariusza dominującego. Taka bierność akcjonariusza dominującego w praktyce – ze względu na jego wpływ na radę nadzorczą – staje się czynnikiem sprzyjającym bierności i braku efektywności nadzoru sprawowanego przez radę nadzorczą;
- 4) kolejnych, już wieloletnich inicjatyw Komisji Europejskiej w sprawie aktywizacji akcjonariatu (w szczególności tzw. inwestorów instytucjonalnych), czemu towarzyszy swoiste wotum nieufności wobec rad nadzorczych⁴.

1 Ustawa z 9.02.2022 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 807).

2 M. Romanowski, P. Haiduk, *Ocena przepisów poświęconych funkcjonowaniu Rad Nadzorczych w związku z projektem ustawy – o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2021/4, s. 23 i n. oraz cyt. tam literatura; zob. też M. Romanowski, T. Siemiątkowski, *Jak ignorancja i nonsens stały się prawem*, <https://www.rp.pl/opinie-prawne/art37181431-romanowski-siemiatkowski-jak-ignorancja-i-nonsens-staly-sie-prawem> (dostęp: 6.04.2025 r.); zob. M. Romanowski, „Polski Ład” korporacyjny w spółkach – czyli *lex Sasin&Company*, <https://www.prawo.pl/biznes/novelizacja-kodeksu-spolek-handlowych,513267.html> (dostęp: 6.04.2025 r.); M. Romanowski, *Bezradne rady nadzorcze – prawdziwa teza czy fałszywa hipoteza?*, <https://www.prawo.pl/biznes/uprawnienia-czlonka-rady-nadzorczej-komentarz-prof-romanowskiego,511158.html> (dostęp: 6.04.2025 r.); M. Romanowski, *Przepisy karne to sidła zastawione na zarządy i pracowników*, <https://www.prawo.pl/biznes/przepisy-karne-w-projekcie-noweli-kodeksu-spolek-handlowych,511853.html> (dostęp: 6.04.2025 r.).

3 Ustawa z 15.09.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2024 r. poz. 18 ze zm.) – dalej k.s.h.

4 Szerzej nt. aktywizacji akcjonariuszy zob. T. Regucki, *Mechanizmy zwiększające kontrolę (control enhancing mechanisms) w polskich spółkach akcyjnych. Analiza prawno-ekonomiczna*, Warszawa 2018 i cyt. tam literatura oraz I. Prager, *Doradcy inwestorów do spraw głosowania (proxy advisors)*, Warszawa 2019 i cyt. tam literatura.

Chodzi o usunięcie barier w sprawowaniu efektywnego nadzoru właścicielskiego przez dominujących akcjonariuszy spółek akcyjnych (publicznych i niepublicznych), którzy powinni móc sprawować ów nadzór w warunkach pewności co do zgodności z prawem oraz o stworzeniu przestrzeni prawnej, która będzie aktywizować akcjonariuszy dominujących spółek akcyjnych do należytego nadzoru właścicielskiego oraz utrudniać instrumentalne powoływanie się przez akcjonariusza dominującego na brak właściwych narzędzi prawnych mających rzekomo usprawiedliwiać bierność takiego akcjonariusza).

Przykłady takiego instrumentalnego powoływania się na prawo spółek, które uniemożliwia akcjonariuszowi dominującemu aktywne oddziaływanie na bieg spraw spółki, stały się głośne sprawy na polskim rynku (w szczególności w latach 2016–2015) w spółkach z udziałem Skarbu Państwa⁵, jak też w spółkach prywatnych (w szczególności GetBack⁶).

2. Struktura własnościowa spółek kapitałowych w Polsce

Wskazane potrzeby odzwierciedlają wnioski płynące z badań empirycznych dotyczących struktur własnościowych spółek kapitałowych w Polsce wedle danych z 2018 r., które co do zasady zachowują aktualność.

Struktura własnościowa spółek kapitałowych w Polsce dowodzi, że teza o dychotomicznym podziale spółek kapitałowych na spółki kapitałowe „zamknięte” (sp. z o.o.), które cechuje ograniczone grono wspólników i najczęściej dominujący wspólnik, oraz na spółki kapitałowe „otwarte” charakteryzujące się rozproszonym gronem wspólników (spółka akcyjna) nie tylko nie znajduje potwierdzenia, lecz także jest powszechnie powtarzanym mitem.

Po pierwsze, tezie tej zaprzecza fakt, że dominującą strukturą właścicielską spółek akcyjnych niepublicznych jest spółka jednoosobowa. Na 30.06.2018 r. spośród wszystkich spółek akcyjnych należących do sektora prywatnego krajowego (ogółem 10 460), aż 7725 stanowiły spółki akcyjne jednoosobowe (ok. 73%). Pogląd

ten zachowuje aktualność po wprowadzeniu do Kodeksu spółek handlowych prostej spółki akcyjnej⁷.

Po drugie, tezie o możliwości przyporządkowania spółek kapitałowych wedle ich typu do kategorii spółek zamkniętych lub otwartych zaprzecza analiza struktur właścicielskich spółek publicznych. Na 11.03.2020 r. w 191 spółkach spośród 448 notowanych na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych występował akcjonariusz posiadający powyżej 50% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (co stanowi 42,6% spółek), w 76 spółkach akcjonariusz posiadający powyżej 33% głosów na walnym zgromadzeniu (co stanowi 17% spółek) i w 100 spółkach akcjonariusz posiadający powyżej 25% głosów na walnym zgromadzeniu (co stanowi 22,3% spółek). Na rynku NewConnect prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych spośród notowanych na dzień 11.03.2020 r. 377 spółek, w 169 spółkach występował akcjonariusz posiadający powyżej 50% głosów na walnym zgromadzeniu (co stanowi 44,8% spółek), w 117 spółkach akcjonariusz posiadający powyżej 33% głosów na walnym zgromadzeniu (co stanowi 31% spółek) i w 113 spółkach akcjonariusz posiadający powyżej 25% głosów na walnym zgromadzeniu (co stanowi 30% spółek).

Jeżeli powyższe dane uzupełnić o fakt, że na dzień 30.06.2018 r. do sektora prywatnego krajowego przynależało 356 353 spółek z o.o., z czego 312 522 to spółki jednoosobowe (ok. 88%), rysuje się wniosek, że wiodącą strukturą właścicielską dla spółek kapitałowych na polskim rynku jest struktura, w której spółka kapitałowa posiada dominującego wspólnika.

Z przytoczonych badań empirycznych wynikają następujące fakty:

- 1) pomimo modelowych założeń co do otwartości konstrukcji prawnej spółki akcyjnej na masowe pozyskiwanie kapitału od rozproszonego kręgu akcjonariuszy, większość spółek akcyjnych niepublicznych nie jest w tym celu wykorzystywana. W konsekwencji ich struktury właścicielskie odpowiadają strukturom właścicielskim spółek z o.o., a zupełnie nie odpowiadają strukturom właścicielskim charakterystycznym dla modelu otwartej spółki kapitałowej (spółki publicznej);
- 2) pomimo wykorzystania otwartości konstrukcji prawnej spółki akcyjnej na masowe pozyskiwanie kapitału od rozproszonego kręgu akcjonariuszy, prawie 60% spółek akcyjnych notowanych na rynku głównym i ponad 75% spółek akcyjnych notowanych na NewConnect posiada przynajmniej jednego akcjonariusza, który dysponuje więcej niż 33% udziału w ogóle głosów na walnym zgromadzeniu. W świetle założeń przyjmowanych w prawie spółek publicznych oznacza to, że prawie 60% spółek akcyjnych notowanych na rynku głównym i ponad 75% spółek akcyjnych notowanych na NewConnect posiada akcjonariusza

5 A. Nartowski w wywiadzie dla „Newsweek” (<https://www.newsweek.pl/biznes/andrzej-s-nartowski-o-tym-ile-polske-kosztuje-nepotyzm-pis-rozmowa/zf6z54n>, dostęp: 6.04.2025 r.) określał to obrazowo: „Zarządy i rady nadzorcze spółek skarbu państwa działają jak drzwi obrotowe. Tam się wchodzi, żeby się trochę pokręcić, rozejrzeć i wyjść. To jest okradanie państwa poprzez okradanie spółek [...]”. Zagadnienie uwarunkowań związanych z udziałem Skarbu Państwa w spółkach poddała pogłębionej analizie z powołaniem się na zagraniczną literaturę prawną i ekonomiczną A.M. Weber-Elżanowska, *Wpływ instytucji prawnych rynku kapitałowego na efektywność spółek Skarbu Państwa*, Warszawa 2017, s. 1–38.

6 Zob. M. Romanowski, *Słusznym sprawom prawo sprzyja. Zbiór felietonów z lat 2012–2021*, Warszawa 2022, s. 293–304.

7 Zasadność wprowadzenia prostej spółki akcyjnej do Kodeksu spółek handlowych została poddana przekonującej krytyce w doktrynie; zob. np. A. Kappes, *Prosta spółka akcyjna – czy rzeczywiście prosta i czy potrzebna. Uwagi do projektu nowelizacji Kodeksu spółek handlowych, wprowadzającego prostą spółkę akcyjną (projektowane art. 300¹–300¹²¹ k.s.h.)*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2018/5, s. 10–16 i cyt. tam literatura; M. Romanowski, *Ocena rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw*, „Zeszyty Prawnicze Biura Analiz Sejmowych” 2019/3, s. 124–149 i cyt. tam literatura.



większościowego, którego faktyczna siła głosu na walnym zgromadzeniu wynosi ponad 50% ogółu głosów reprezentowanych na walnym zgromadzeniu (wynika to ze statystycznej frekwencji na walnych zgromadzeniach spółek publicznych na poziomie 40–60% ogółu wszystkich głosów w spółce).

3. W kierunku zmiany paradygmatu

Empiryczny obraz struktur właścicielskich spółek kapitałowych na polskim rynku determinuje wnioski dotyczące pożądanego kształtu mechanizmów nadzoru korporacyjnego. Rozwiązania prawne nie mogą być bowiem oderwane od rzeczywistości polskiego rynku. Mechanizmy nadzoru korporacyjnego powinny być dopasowane do potrzeb polskich spółek kapitałowych i umożliwiać wspólnikom wykonywanie tego nadzoru w warunkach bezpieczeństwa prawnego, jak również stanowić instrument przeciwdziałania nadużyciom poprzez uniemożliwienia ich wykorzystania jako usprawiedliwienia braku nadzoru właścicielskiego. Konieczne jest zatem nowe spojrzenie na wykładnię (dynamiczną) odpowiednich przepisów Kodeksu spółek handlowych polegające na jej przystosowaniu do faktycznego obrazu struktur właścicielskich spółek kapitałowych na polskim rynku.

Kluczowym obszarem wymagającym dostosowania jest wzajemna relacja między zarządem (funkcja zarządcza) a radą nadzorczą i walnym zgromadzeniem (funkcja nadzoru właścicielskiego obejmująca wytyczanie celów strategicznych, w tym doradztwo strategiczne, podejmowanie decyzji przekraczających zakres zwykłego zarządu oraz kontrolę).

Polski reżim prawa spółek kapitałowych obecnie nie rozstrzyga wzajemnej relacji funkcji zarządczej i funkcji nadzorczej w spółkach kapitałowych w sposób adekwatny do przedstawionego obrazu struktur właścicielskich.

Bazuje on silnie na modelowym, historycznie zakotwiczonym w doktrynie amerykańskiej, założeniu oddzielenia własności i zarządzania (*separation of ownership and control*). Postulat rozdzielenia funkcji zarządczej i nadzorczej stanowił w przeszłości wynik empirycznego rozpoznania zjawiska znacznego rozproszenia akcjonariatu spółek amerykańskich i wynikającej stąd konieczności powierzenia funkcji zarządczej w ręce profesjonalnych powierników (tj. zarządu). Rozdział własności i zarządzania jako elementu konstytutywnego natury spółki kapitałowej nie należy jednak rozumieć w kategoriach postulatu stworzenia „chińskich” murów między właścicielem a zarządem, z ewentualną radą nadzorczą jako pośrednikiem czy przyjęciem koncepcji biernego udziałowca-wspólnika. Rozdział własności i zarządzania jest raczej obiektywnie dostrzegalnym stanem faktycznym. Stopień tego rozdziału zależy od struktury właścicielskiej danej spółki kapitałowej. Kreuje on tzw. stosunek agencji (*principal-agent-relationship*), który sprowadza się do delegacji kompetencji

decyzyjnych na agenta (zarząd), którego decyzje dotyczą sfery majątkowej pryncypała (wspólnicy), a więc są podejmowane na koszt i ryzyko ekonomicznego właściciela spółki. Powoduje to systemowe ryzyko tzw. wertykalnego konfliktu *agency*, który jest zasadniczym przedmiotem zainteresowania *corporate governance* od ponad 200 lat. Wertykalny konflikt *agency* sprowadza się do ponoszenia przez pryncypała (tu: wspólnika spółki) ryzyka związanego z tym, że agent (tu: zarząd), dążąc do maksymalizacji własnej użyteczności (dbania o własne interesy), może nie działać w interesie pryncypała, gdy interes pryncypała pozostaje w konflikcie z osobistym interesem agenta (oportunistyczne zachowanie zarządzającego). W konsekwencji wpływa to negatywnie na sferę majątkową pryncypała.

W przypadku struktur właścielskich zamkniętych lub na wpół-zamkniętych, w których obecny jest akcjonariusz dominujący, wertykalny konflikt agencji powinien stanowić mniejsze zagrożenie. W przeciwieństwie do modelowo „rozproszonych” akcjonariuszy spółki akcyjnej, zainteresowanych realizacją celu inwestycyjnego i „wyjściem” ze spółki w krótkim lub średnim terminie (*de facto* inwestorów) i których cechuje zjawisko tzw. racjonalnej apatii w zakresie podejmowania działań nadzorczych (rachunek korzyści i strat), akcjonariusz-wspólnik dominujący jest co do zasady zainteresowany długoterminową obecnością w spółce. Powinien on mieć motywację do efektywnego wykonywania nadzoru właścielskiego. Wspólnik dominujący jest zatem predystynowany do tego, aby poprzez efektywne wykonywanie nadzoru właścielskiego mitygować wertykalny konflikt agencji.

Obraz struktur właścielskich polskich spółek kapitałowych skłania do wniosku, że ukształtowanie wzajemnej relacji funkcji zarządczej i funkcji nadzorczej w spółkach kapitałowych nie powinno się opierać na kontrfaktycznym założeniu ich modelowego rozdziału wedle kryterium „chińskich” murów. Ponadto, jak się wydaje, nie dostrzega się, że koncepcja rozdziału zarządzania od własności nie służyła eliminacji ze spółki aktywnego wspólnika-właściciela, ale stanowiła proces poszukiwania „proteży” takiego właściciela, a w spółkach o rozproszonym akcjonariacie profesjonalizacji operacyjnego zarządzania spółką.

Zgodnie z powyższym tam, gdzie struktura właścielska spółki akcyjnej pozwala na bezpośrednie przeciwdziałanie wertykalnemu konfliktowi agencji przez samego akcjonariusza-wspólnika dominującego, nie powinno się tworzyć ku temu przeszkód natury prawnej. Wręcz przeciwnie, jeżeli jest możliwe aktywne wykonywanie nadzoru właścielskiego przez takiego akcjonariusza, powinno być promowane przez prawo, w tym w drodze wykładni. Reżim prawny nadzoru właścielskiego powinien sprzyjać aktywizacji akcjonariusza-wspólnika dominującego, wyposażając go w instrumenty prawne pozwalające na efektywne sprawowanie nadzoru właścielskiego w interesie własnym, w interesie akcjonariuszy mniejszościowych (wobec których wiąże go obowiązek lojalności⁸) oraz w interesie stabilności i bezpieczeństwa

⁸ M. Romanowski, *Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych – kilka refleksji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2021/9, s. 21–27 i cyt. tam literatura; D. Wajda, *Obowiązek lojalności w spółkach handlowych*, Warszawa 2009 i cyt. tam literatura.