

Plan działań Komisji Europejskiej w zakresie modernizacji i priorytetów reformy prawa spółek oraz *corporate governance* w UE

Dr Arkadiusz Radwan

Dyrektor zarządzający,
Centrum C-Law.org

Instytut Europeistyki
Uniwersytetu Jagiellońskiego
Kraków, 14 Listopada 2007



EUROPEAN CENTRE
FOR COMPARATIVE
COMMERCIAL
AND COMPANY LAW
C - L A W . O R G

Tło: Miejsce prawa spółek w europejskiej integracji
gospodarczej:
Ambitne plany harmonizacji

- Pierwsza dyrektywa na obszarze całego prawa prywatnego: - I Dyrektywa o jawności danych
- Cel: zapobieżenie „efektowi Delaware” (*race to the bottom*)
- Stworzenie równych w ramach Wspólnoty standardów ochrony
- Założenia „harmonizacji totalnej”



Tło

- Główne źródła inspiracji: prawo niemieckie (II Dyrektywa; *Konzernrecht* (projekt IX D.); przełamanie *ultra vires*), z czasem brytyjskie (*financial assistance*)
- Duże projekty (V D., SE-R, IX D., III D., VI D., konwencja z 1968 r. o uznawaniu spółek zagranicznych)
- Obszary związane (IV, VII, VIII)



Ewolucja podejścia

- Z czasem nowe podejście w Komisji – Dyrektywy nowego podejścia, mniejsza szczegółowość, większa powściągliwość ustawodawcy, skupianie się na konkretnych problemach (XI, XII)
- Symptomy kryzysu – fiasko prac nad V, IX, XIII, SE
- Druga połowa lat 80-tych do końca lat 90-tych – stagnacja



Quo vadis ius commune societatum?



EUROPEAN CENTRE
FOR COMPARATIVE
COMMERCIAL
AND COMPANY LAW
C - L A W . O R G

« Nowe tchnienie » na przełomie wieków

- Główne siły napędowe (*driving forces*)
- Proces
- Wyniki
- Perspektywy



EUROPEAN CENTRE
FOR COMPARATIVE
COMMERCIAL
AND COMPANY LAW
C - L A W . O R G

Główne siły napędowe (*driving forces*)

- orzecznictwo ETS
- wzrost znaczenia rynków kapitałowych
- postęp technologiczny (wzrost znaczenia IP (*hi-tech start-ups, IP in M&A*) oraz IT – wirtualne walne zgromadzenie, rejestry i publikowanie danych)
- uchwalenie Rozporządzenia o statucie SE (znaczenie symboliczne)
- próba zredefiniowania, uproszczenia i modernizacji europejskiego prawa spółek (SLIM, High Level Group)
- kryzysy finansowe na światowych rynkach kapitałowych (Enron, WorldCom, Parmalat, Ahold)

Orzecznictwo ETS

- swoboda zakładania przedsiębiorstw
(*freedom of establishment, Niederlassungsfreiheit*)
- Swoboda przepływu kapitału: złote akcje
(*golden shares*)



Art. 43 ust. 1 TWE

- Ograniczenia swobody przedsiębiorczości obywateli jednego Państwa Członkowskiego na terytorium innego Państwa Członkowskiego są zakazane w ramach poniższych postanowień. Zakaz ten obejmuje również **ograniczenia w tworzeniu agencji, oddziałów lub filii** przez obywateli danego Państwa Członkowskiego, ustanowionych na terytorium innego Państwa Członkowskiego



Art. 48 ust. 1 TWE

- Na potrzeby stosowania postanowień niniejszego rozdziału spółki założone zgodnie z ustawodawstwem Państwa Członkowskiego i mające swoją statutową siedzibę, zarząd lub główne przedsiębiorstwo wewnątrz Wspólnoty są traktowane jak osoby fizyczne mające przynależność Państwa Członkowskiego.

Mobilność spółek - „kamienie milowe” w orzecznictwie ETS

- Segers
- Daily Mail
- Centros
- Überseering
- Inspire Art
- Sevic Systems
- Cartesio? (w toku)
- Fearon C-182/83
- *avior fiscal* 270/83
- Sodemare C-70/95
- Komisja przeciwko Włochom C-101/94 (działalność maklerska)
- Saint-Gobain C-307/97
- Marks&Spencer



Doktryna Centros/Inspire Art

- TAK! dla transgranicznej mobilności spółek:
 - Stosowanie zagranicznej formy spółki do działalności wyłącznie krajowej stanowi dozwolone korzystanie ze swobody działalności gospodarczej (swobody przedsiębiorczości) gwarantowanej TWE
 - Państwo przyjmujące nie może ograniczyć dostępu dla takich spółek, w szczególności wykluczone jest stosowanie prawa miejsca siedziby albo specjalnych ustaw dla spółek pozornie zagranicznych
 - Wolny wybór statutu korporacyjnego (*charter shopping*)
 - Pluralizm form organizacyjnych



Złote akcje (*golden shares*)

- Komisja przeciwko Portugalii (C-367/98), wyrok z 4 czerwca 2002
- Komisja przeciwko Belgii C-503/99, wyrok z 4 czerwca 2002
- Komisja przeciwko Francji C-483/99, wyrok z 4 czerwca 2002
- Komisja przeciwko Wielkiej Brytanii (C-98/01), wyrok z dn. 13 maja 2003
- Komisja przeciwko Hiszpanii (C-463/00), wyrok z dn. 13 maja 2003
- Komisja przeciwko Holandii
- Volkswagengesetz (C-112/05), wyrok z dn. 23.10.2007)
- Polskie „złote weto” (ustawa z dn.3.06.2006)?

ETS *Golden shares*: ograniczenie protekcjonizmu państwowego

- Ograniczenie dopuszczalne, jeśli usprawiedliwione:
 - istotnymi **interesami ogółu** (przesłanki imperatywne) – pełnienie ważnej funkcji społecznej, np. bezpieczeństwo energetyczne itp. nie może to być argument ekonomiczny
 - niedyskryminujący
 - oparty na obiektywnych kryteriach (przesłanki materialne)
 - znanych adresatom ograniczeń z góry (in advance)
 - dodatkowo – gwarancje proceduralne:
 - konieczność uzasadnienia
 - kontrola sądowa

Wzrost znaczenia rynków kapitałowych

- wzrost ilości spółek publicznych, wzrost liczby IPOs, wzrost płynności →
- zwiększenie efektywności rynków kapitałowych →
- nowe spojrzenie na strategie regulacyjne (*ius cogens* vs. *transparencja*, *mandatory* vs. *enabling legislation*)



Zmiany paradygmatów

- ochrona wspólnika (członka) vs. ochrona inwestora (np. *squeeze-outs & sell-outs*, *mandatory bids*)
- ochrona „kapitałodawców”: ochrona wierzycieli vs. ochrona inwestorów (przykład: zmiana podejścia w rachunkowości i sprawozdawczości finansowej: *Vorsichtsprinzip* (IV D.) → *true and fair view*) (IAS, IFRS)



Zmiany paradygmatów

- wzrost znaczenia kontroli za pomocą mechanizmów rynkowych (*takeovers*) vs. kontrola za pomocą prawa ochrony mniejszości
- ewolucja sposobu finansowania – kapitał dłużny vs. kapitał własny (*debt vs. equity*), nawet banki rozwinęły segment bankowości inwestycyjnej (*investment banking*), który w wielu przypadkach jest bardziej rentowny niż tradycyjna działalność kredytowa (*Kreditgeschäft*).



Problemy regulacyjne

- corporate governance jako styk prawa spółek i prawa rynku kapitałowego →
- problem jurysdykcyjny/kolizyjnoprawny: statut korporacyjny – zazwyczaj wg miejsca rejestracji (*lex societatum: registred office, incorporation theory*), prawo rynku kapitałowego – wg miejsca notowania (*listing*) – przykład SOX – eksterytorialne obowiązywanie amerykańskich regulacji CG



Societas Europaea

- Twór hybrydalny: częściowo wspólnotowy, częściowo krajowy → 27 różnych SE
- Początkowo były plany stworzenia „spółki prawdziwie europejskiej” (wyraźny zakaz stosowania prawa krajowego !), ostateczny kształt jest wynikiem kompromisu, kwestie sporne zostały wyłączone i wypełnione poprzez odesłanie do prawa krajowego państwa, w którym SE ma swoją siedzibę. Co to znaczy siedziba SE? Rzeczywista (*real seat*) (!) – niespójność z orzecznictwem ETS
- Sztuczne ograniczenia w zakresie zakładania SE



SE: korzyści

- (*seat transfer*) – Przeniesienie siedziby z zachowaniem tożsamości (prekursor i namiastka XIV D.)
- (*cross border merger*) – połączenie transgraniczne spółek (prekursor i namiastka X D.)
- wybór struktury zarządzania: monistyczna albo dualistyczna (*one-trier or two trier governance system*)
→ inspiracja dla rozwoju krajowego prawa spółek – propozycje wprowadzenia opcji wyboru struktury zarządzania dla wszystkich spółek publicznych (*spill-over*)
- Znaczenie wizerunkowe



SE: sukces czy porażka?

- Kompromis dot. udziału pracowników w zarządzaniu SE
- wg danych z czerwca 2007 zarejestrowano ponad 70 SE, ale część z nich to „spółki na zapas” (*shelf-companies*, *Mantelgründung/Vorratsgesellschaften*) oraz spółki holdingowe nieprowadzące własnej działalności



Działania Komisji

- FSAP 1999
- SLIM – małe kroki: I, XI, II
- HLG
 - takeovers
 - rozszerzenie mandatu → „Nowoczesne ramy organizacyjne dla spółek w UE”
- Publiczne konsultacje
- Raport końcowy – 4.11.2002
- → Company Law Action Plan – CLAP2003
- ! równoległe kryzys finans.
(Enron etc. → SOX)
- Mowa Komisarza McCreevy, 3.10.2007



CLAP

- Cel nadrzędny: modernizacja i uproszczenie prawa spółek
- Zdefiniowanie priorytetów w
 - krótkim (2003-05)
 - średnim (2006-08)
 - długim (od 2009)

terminie (*short, middle, long term priorities*)



EUROPEAN CENTRE
FOR COMPARATIVE
COMMERCIAL
AND COMPANY LAW
C - L A W . O R G

CLAP: modus

- Bolkenstein → McCreevy →
 - ocena skutków regulacji (OSR/RIA)
 - publiczne konsultacje
 - publiczne wysłuchanie (*public hearing*)
 - konferencje (*European Company Law Conferences*)



CLAP: obszary

- European Corporate Governance Forum & CG Advisory Group
- Prawa akcjonariuszy (*shareholder rights*)
 - Shareholder rights directive
 - One-share, one-vote
- Corporate mobility
- Corporate governance :
 - wynagrodzenia członków organów (*directors' remuneration*)
 - niezależni członkowie rad nadzorczych (*independent directors*)
 - odpowiedzialność członków zarządów za sprawozdania finansowe i kluczowe informacje niefinansowe, w tym *corporate governance statement*
- Rewizja systemu ochrony kapitału (II D.)
- SMEs: EPC?
- European Foundation?



Dyrektywa o prawach akcjonariuszy

- Dyrektywa 2007/36/WE z dnia 11.07.2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies
- Założenie:
 - Skuteczna kontrola sprawowana przez akcjonariuszy stanowi nieodzowny wymóg dobrego corporate governance
- Obszary:
 - Wzmocnienie praw akcjonariuszy:
 - zwiększenie przejrzystości
 - prawo do głosowania przez pełnomocników
 - udział za pośrednictwem środków elektronicznych
 - transgraniczne wykonywanie praw głosu
 - Likwidacja przeszkód utrudniających głosowanie (+ zakaz blokowania akcji)



Obowiązywanie

- Przesłanki:
 - siedziba statutowa emitenta w Państwie Członkowskim
 - akcje dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w Państwie Członkowskim
- Prawo właściwe: wg miejsca siedziby statutowej
- Implementacja: do 3.08.2009



One-Share, One-Vote

- Zasada proporcjonalności między własnością a kontrolą
- Shareholder democracy?
- OSOV vs. swoboda kontraktowania i samostanowienia podmiotów gospodarczych



Mechanizmy wzmacniania kontroli (CEMs):

- Double and multiple voting shares
- Non-voting (preference) shares
- Priority shares
- Golden shares
- Voting rights and ownership ceilings/caps
- Supermajority provisions
- Pyramids
- Partnership limited by shares
- Cross-shareholdings
- Shareholder agreements



OSOV - Problemy

- Studium IIS, ECGI, Sheareman&Sterling:
 - Popularne we wszystkich państwach członkowskich
 - Brak jednoznacznych wyników empirycznych
 - Brak jednoznacznej odpowiedzi teoretycznej
 - Problem wykonalności
- Stanowisko Komisarza:
 - „NO action”



EUROPEAN CENTRE
FOR COMPARATIVE
COMMERCIAL
AND COMPANY LAW
C - L A W . O R G

Corporate mobility

- Orzecznictwo ETS – odmienny wzorzec w stosunku do amerykańskiego (SMEs)
- SE (seat transfer, cross-border merger → SE)
- X D. – cross border merger
- XIV D. – seat transfer –
 - form transformation (?) Cartesio;
 - downstream merger (X D.)
 - Stanowisko Komisarza: NO!



Corporate Governance - obszary

- wynagrodzenia członków organów (*directors' remuneration*)
- niezależni członkowie rad nadzorczych (*independent directors*)
- odpowiedzialność członków zarządów za sprawozdania finansowe i kluczowe informacje niefinansowe, w tym *corporate governance statement*



Wynagrodzenia członków organów

- Recommendation 2004/913/WE z dnia 14.12.2004 on fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies
- Konflikt:
 - pozyskanie, zatrzymanie i motywowanie managerów
 - uszczuplenie majątku pozostałego dla akcjonariuszy



Wynagrodzenia członków organów

- Ujawnianie polityki wynagrodzeń
- Ujawnianie indywidualnych wynagrodzeń poszczególnych członków w tym
 - Wynagrodzenia oparte na akcjach (+opcje)
- Prawo decydowania przez akcjonariuszy:
 - pełna informacja przed walnym zgromadzeniem
 - sposób zapewnienia akcji do realizacji programu
 - zarys kosztów związanych z programem
 - → zatwierdzanie systemu przez akcjonariuszy
- Problemy z przestrzeganiem w praktyce



Niezależni członkowie rad nadzorczych

- Recommendation 2005/162/WE z dnia 15.02.2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board
- Cel:
 - zwiększenie niezależności rady → ochrony akcjonariuszy
- Obszary potencjalnych konfliktów :
 - nominowanie dyrektorów
 - wynagrodzenie dyrektorów
 - wybór audytora zewnętrznego



Niezależni członkowie rad nadzorczych

- Wystarczająca (jaka?) liczba niezależnych dyrektorów
- Komitety rady w 3 kluczowych obszarach
- Kryteria niezależności:
 - Nie był dyrektorem wykonawczym przez 5 lat
 - Nie był pracownikiem przez 3 lata
 - Nie otrzymywał wynagrodzenia dodatkowego
 - Nie jest akcjonariuszem z pakietem kontrolnym
 - Nie utrzymywał stosunków handlowych przez 1 rok
 - Nie był współlnikiem audytora przez 3 lata
 - Nie ma powiązań ze spółkami powiązanymi
 - Nie był członkiem rady dłużej niż 3 kadencje (12 lat)
 - Nie jest członkiem bliskiej rodziny żadnej z w/w osób
 - (w polskim zbiorze dodatkowe kryterium: powiązanie z akcjonariuszem mającym prawo do wykonywania 5 %)



Niezależni członkowie – problem z przestrzeganiem

- Doświadczenia z Polski (Zbiór 2005)
 - Niezależni członkowie rady nadzorczej (Zasada 20)
 - 30%
 - Komitety rady nadzorczej, niezależny członek rady w komitecie audytu (Zasada 28)
 - 29%
 - Rola komitetu audytu w wyborze audytora zewnętrznego (Zasada 43)
 - 47%



Corporate governance

- Nowelizacja dyrektyw o rachunkowości (IV, VII):
 - łączna odpowiedzialność członków zarządów za sprawozdania finansowe i kluczowe informacje niefinansowe (inaczej niż w US SOX, gdzie odpowiada CEO i CFO)
 - poprawa transparentności w zakresie konfliktów interesów (*related party transactions, intra-group relationships*)
 - Governance declaration:
 - Internal controlling & risk management
 - Corporate governance code
- Nowa Dyrektywa dot. Audytorów



Ochrona kapitału

- „Mała rewizja” (6.9.2006) – liberalizacja:
 - nabywanie własnych akcji (share repurchase)
 - wycena wkładów niepieniężnych
 - financial assistance
 - obniżenie kapitału
- Alternatywny system (US model?)
 - Studium wykonalności (KPMG)



European Private Company (EPC)

- Dla kogo?
 - Grupy spółek (cross-border subsidiaries)
 - SMEs
- Dlaczego?
 - Obniżenie kosztów
 - Brytyjska ltd. nie rozwiązuje wszystkich problemów
- Jaka?
 - Prawdziwie europejska (możliwe?)
 - Kompromis między różnymi koncepcjami
 - Liberalna
- Komisarz McCreevy: TAK dla EPS
- Dodatkowo: TAK dla Fundacji Europejskiej



Dalsze kroki & perspektywy

- Liberalizacja, redukcja kosztów administracyjnych (raport z lipca 2007)
- Enabling legislation
- Uwzględnianie technologii informatycznych
- Konkurencja między systemami
- Harmonizacja zagadnień transgranicznych, których państwa członkowskie nie potrafią rozwiązać
- Rewizja XIII D.
(wstępne wnioski: opt-out!)



Dziękuję Państwu za uwagę



EUROPEAN CENTRE
FOR COMPARATIVE
COMMERCIAL
AND COMPANY LAW
C - L A W . O R G