

Uprzywilejowanie akcji co do prawa głosu w spółkach publicznych w Polsce

Rafał Wilczyński*

Streszczenie: Akcjonariusze większościowi mają wpływ na wybór organów statutowych spółek, dzięki czemu mogą realizować własną strategię i osiągać inne korzyści z tytułu kontroli. Dlatego są oni silnie zmotywowani do wzmacniania poziomu sprawowanej kontroli, w szczególności w sytuacji upublicznienia spółki i związanymi z tym zmianami w strukturze właścicielskiej.

Celem artykułu jest przedstawienie zagadnienia uprzywilejowania akcji wśród polskich spółek publicznych. Emisja akcji uprzywilejowanych co do głosu przez spółki publiczne jest prawnie niemożliwa. Wyniki przeprowadzonych badań wskazują jednak, że obecność tego typu akcji w strukturze akcjonariatu spółek publicznych jest powszechna. Jest to związane z formalną ochroną praw właścicieli nabytych przed upublicznieniem spółki.

Jedna czwarta niefinansowych spółek notowanych na Głównym Rynku GPW oraz jedna trzecia niefinansowych spółek notowanych na rynku NewConnect posiada akcje uprzywilejowane co do głosu. Badania potwierdzają, że obecność tego typu struktur wpływa znacząco na poziom koncentracji akcjonariatu spółek publicznych w Polsce.

Słowa kluczowe: spółka publiczna, akcje uprzywilejowane, własność, kontrola, koncentracja własności, akcjonariusz większościowy, prawo głosu, prawo do zysku

Wprowadzenie

Z punktu widzenia przedsiębiorstw rynek kapitałowy to źródło pozyskania środków na rozwój oraz realizację strategii zdefiniowanej przez określoną grupę akcjonariuszy. Rozproszenie akcjonariatu na skutek upublicznienia spółki powoduje podział na akcjonariuszy większościowych (aktywnych) i mniejszościowych (pasywnych), każda z tych grup może realizować inne cele, przy czym warunkiem realizacji celów przez akcjonariuszy aktywnych jest posiadanie kontroli nad przedsiębiorstwem.

Spółki publiczne wykazują się dużym stopniem koncentracji struktur właścicielskich. Obserwuje się również mechanizmy wzmacniające poziom kontroli akcjonariuszy większościowych. Do mechanizmów tych należy uprzywilejowanie akcji co do prawa głosu.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie zagadnienia uprzywilejowania akcji co do prawa głosu oraz ocena wpływu obecności struktur akcji uprzywilejowanych w zakresie prawa głosu na stopień koncentracji akcjonariatu spółek publicznych w Polsce.

* mgr Rafał Wilczyński, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Katedra Inwestycji i Rynków Kapitałowych, al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań, e-mail: rpwilczyński@gmail.com.

1. Uwarunkowania teoretyczne

Punktem wyjścia na temat rozważań dotyczących struktury właścicielskiej przedsiębiorstw jest teoria praw własności. Zgodnie z tą teorią, właścicielowi jakiegokolwiek rzeczy przysługują dwa prawa, prawo do rozporządzania nią i prawo do kontroli jej wykorzystania. Właściciele stanowią więc tę grupę interesariuszy, która w największym stopniu wpływa na sposób prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwo. Poprzez zaangażowanie kapitału właściciele ponoszą określone ryzyko i zachowanie prawa do kontroli jest jednym z głównych sposobów ograniczania tego ryzyka.

Spółki kapitałowe są powszechną formą prawną, w jakiej funkcjonują przedsiębiorstwa. Właściciele w zamian za wniesiony kapitał otrzymują udziały lub akcje, z którymi wiążą się konkretne uprawnienia. Jedno z takich uprawnień stanowi możliwość wpływania na wybór składu osobowego zarządu, odpowiedzialnego za prowadzenie spraw spółki i jej reprezentację oraz składu rady nadzorczej, sprawującej nadzór nad działalnością spółki. Możliwość rozporządzania wniesionym kapitałem pozostaje więc w dyspozycji zarządu. Oznacza to formalne oddzielenie własności od zarządzania. Naturalne jest, że dążąc do maksymalizacji wykorzystania prawa do kontroli zaangażowanego kapitału, właściciele są zainteresowani utrzymaniem dominującej pozycji i realnym wpływem na wybór organów statutowych. Prowadzone badania dotyczące struktury własnościowej spółek potwierdzają, że koncentracja struktur właścicielskich jest powszechnym zjawiskiem. R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes i F. Shleifer (1999) wskazują, że wśród 27 wybranych krajów rozproszona struktura własności występuje tylko w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i Japonii. Według M. Bechta i C. Mayera (2000), w przypadku połowy niefinansowych spółek publicznych w Niemczech, w Belgii, we Włoszech i Austrii, dominujący właściciel posiada ponad 50% praw głosu (odpowiednio 57, 56, 54 i 52%).

Poszukując źródeł finansowania rozwoju przedsiębiorstw dotychczasowi właściciele traktują emisję akcji na rynku publicznym jako jedną z form pozyskania kapitału. Jednym z kluczowych czynników branych pod uwagę przy podjęciu przez nich decyzji o wielkości emisji jest stopień rozwodnienia dotychczasowego udziału kapitałowego (ang. *dilution*) w kontekście możliwości utrzymania kontroli nad spółką. Zachowanie kontroli przynosi im bowiem wymierne korzyści, zarówno materialne, jak i niematerialne (prestż, uznanie, pozycja społeczna). Dlatego w wielu przypadkach stosują oni mechanizmy pozwalające na utrzymanie kontroli pomimo zmniejszenia ich udziału w kapitale. Jednym z takich mechanizmów są struktury akcji uprzywilejowanych co do głosu¹. Obserwowane w tym przypadku odejście od zasady: jedna akcja, jeden głos może nastąpić poprzez²:

- nadanie szczególnych uprawnień związanych z częścią akcji w taki sposób, że na jedną akcję przypada kilka praw głosu,
- emisję akcji pozbawionych prawa głosu.

¹ Por. Stradomski (2010): 113.

² Por. Bebchuk, Kraakman, Triantis (1999).

Tabela 1

Mechanizm uprzywilejowania akcji co do głosu

Wyszczególnienie		Akcjonariusze uprzywilejowani	Pozostali akcjonariusze	Ogółem
Przed emisją	Liczba akcji	1 000 000	0	1 000 000
		100,00%	0,00%	100,00%
	Liczba głosów	2 000 000	0	2 000 000
		100,00%	0,00%	100,00%
Emisja akcji		0	1 999 000	
Po emisji	Liczba akcji	1 000 000	1 999 000	2 999 000
		33,34%	66,66%	100,00%
	Liczba głosów	2 000 000	1 999 000	3 999 000
		50,01%	49,99%	100,00%

Źródło: opracowanie własne.

W pierwszym przypadku posiadanie akcji uprzywilejowanych pozwala na emisję większej ilości akcji zwykłych bez utraty kontroli nad spółką niż w przypadku braku istnienia takiego uprzywilejowania. Dlatego struktury akcji uprzywilejowanych są popularne wśród akcjonariuszy założycieli spółek publicznych. Zwiększają one bowiem możliwości w zakresie wielkości pozyskanego kapitału. Teoretyczny przykład w tabeli 1 pokazuje, że w przypadku uprzywilejowania 100% akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy w taki sposób, że na jedną akcję przypadają dwa głosy, możliwe jest wyemitowanie akcji zwykłych w ilości prawie dwukrotnie wyższej niż liczba akcji uprzywilejowanych, zapewniając akcjonariuszom uprzywilejowanym zachowanie ponad połowy głosów. W drugim przypadku celem emisji akcji pozbawionych prawa głosu jest pozyskanie kapitału bez zmniejszenia jakiegokolwiek poziomu kontroli przez dotychczasowych akcjonariuszy. Zachętą dla podmiotów obejmujących tego typu akcje jest najczęściej ich uprzywilejowanie co do dywidendy, chociaż warunki emisji akcji bez prawa głosu są determinowane przez przepisy prawne obowiązujące w poszczególnych krajach.

2. Uwarunkowania prawne

Kodeks spółek handlowych nie definiuje wprost spółki publicznej, odnosząc się w tym zakresie do definicji zawartej w przepisach o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych³. Zgodnie ustawą o ofercie publicznej⁴, przez spółkę publiczną rozumie się spółkę, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu przepisów ustawy

³ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm., art. 4. § 1.

⁴ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu, DzU 2005, nr 183, poz. 1539 z późn. zm., art. 4.

o obrocie instrumentami finansowymi, z wyjątkiem spółki, której akcje zostały zarejestrowane na podstawie art. 5a ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Dematerializacja to pozbawienie formy dokumentu papierów wartościowych:

- będących przedmiotem oferty publicznej lub
- dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym, lub
- wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu, lub
- emitowanych przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski

od chwili ich zarejestrowania na podstawie umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych⁵. Spółki, których akcje są przedmiotem obrotu na Rynku Głównym GPW oraz na rynku NewConnect, mają więc status spółek publicznych.

Instytucja akcji uprzywilejowanych znajduje swoje uregulowanie w Kodeksie spółek handlowych⁶. Spółka może wydawać akcje o szczególnych uprawnieniach, które powinny być określone w statucie (akcje uprzywilejowane). Akcje uprzywilejowane, z wyjątkiem akcji niemych, powinny być imienne⁷. Uprzywilejowanie może dotyczyć w szczególności prawa głosu, prawa do dywidendy lub podziału majątku w przypadku likwidacji spółki. Jednej akcji nie można przyznać więcej niż dwa głosy. W przypadku zamiany takiej akcji na akcję na okaziciela lub w razie jej zbycia wbrew zastrzeżonym warunkom uprzywilejowanie to wygasa⁸. Uprzywilejowanie w zakresie prawa głosu nie dotyczy spółki publicznej⁹.

Pobieżna analiza cytowanych powyżej przepisów pozwala odnieść wrażenie, że w przypadku spółek, których akcje notowane są na Rynku Głównym GPW oraz rynku NewConnect nie istnieje zagadnienie uprzywilejowania akcji, co jest sprzeczne z powszechną wiedzą w tym zakresie. Należy jednak pamiętać, że jedna z zasad rynku kapitałowego brzmi, iż wraz z dopuszczeniem akcji spółki do obrotu na rynku regulowanym, akcjonariusze nie tracą żadnych posiadanych wcześniej praw. To samo dotyczy akcji wprowadzanych do publicznego obrotu (Binek, Heciak, Stępniewski, Waltz-Komierowska 2007: 17). Oznacza to, że struktury akcji uprzywilejowanych, powstałe przed upublicznieniem spółki, pozostają w mocy. Dodatkowo należy zwrócić uwagę na regulacje dotyczące wielkości uprzywilejowania akcji. Zgodnie z aktualnie obowiązującymi przepisami są to maksymalnie dwa głosy na jedną akcję. Jednak uprawnienia wspólników i akcjonariuszy spółek handlowych nabyte przed dniem wejścia w życie ustawy pozostają w mocy¹⁰. Przed wejściem w życie ustawy Kodeks spółek handlowych obowiązywał Kodeks Handlowy¹¹. Zgodnie z art. 358

⁵ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU 2005, nr 183, poz. 1538 z późn. zm., art. 5. ust. 1.

⁶ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm., art. 351–353.

⁷ Tamże, art. 351. § 1.

⁸ Tamże, art. 352.

⁹ Tamże, art. 351. § 2.

¹⁰ Tamże, art. 613.

¹¹ Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 27 czerwca 1934 r. Kodeks handlowy, DzU 1934, nr 57, poz. 502, obowiązywał do dnia 31.12.2000 r.

Kodeksu Handlowego, jednej akcji można było przyznać nie więcej niż pięć głosów. Kodeks Handlowy nie nakładał ograniczenia co do uprzywilejowania akcji w przypadku spółek publicznych. Tak więc do końca 2000 roku możliwe było dokonanie uprzywilejowania do wysokości pięciu głosów na jedną akcję, które, jeśli nie zostało zniesione przez samych akcjonariuszy¹², pozostaje wciąż aktualne.

Prezentując zagadnienie uprzywilejowania akcjonariuszy wskazano, że może ono nastąpić również poprzez emisję akcji pobawionych prawa głosu. Zwrócono uwagę, że warunki emisji tego typu akcji determinowane są przez przepisy prawne obowiązujące w poszczególnych krajach. W Polsce regulacje w tym zakresie znajdują się w Kodeksie Spółek Handlowych w przepisach dotyczących uprzywilejowania w zakresie dywidendy. Co do zasady, prawo głosu może być wyłączone jedynie w przypadku akcji uprzywilejowanej w zakresie dywidendy. Akcje nieme nie podlegają dwóm istotnym ograniczeniom dotyczącym wielkości uprzywilejowania¹³ oraz braku korzystania z pierwszeństwa zaspokojenia przed pozostałymi akcjami, które dotyczą akcji uprzywilejowanych w zakresie dywidendy¹⁴.

Nie istnieją formalne ograniczenia związane z dopuszczeniem akcji niemych (bez prawa głosu) do publicznego obrotu na polskim rynku kapitałowym. Według stanu na dzień 31 grudnia 2012 roku, akcje tego typu nie były notowane zarówno na Głównym Rynku GPW, jak i na NewConnect. Można to wiązać z faktem, iż dywidenda, jako uprawnienie majątkowe akcjonariusza, nie posiada tak istotnego znaczenia dla akcjonariuszy polskich spółek, jak to ma miejsce w krajach Europy Zachodniej oraz w Stanach Zjednoczonych. Szczególnie za Atlantykiem dywidenda stanowi dla akcjonariuszy podstawowe źródło dochodu. W Polsce zbyt mało spółek wypłaca dywidendę, stąd brak przywiązania do tego typu instrumentu (Binek, Heciak, Stępniewski, Waltz-Komierowska 2007: 19).

Znany jest przypadek spółki Marvipol SA, która w 2012 roku podjęła próbę emisji akcji niemych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Przedmiotem oferty publicznej była emisja 7 400 000 sztuk akcji serii I, cena emisyjna wynosiła 12,30 PLN¹⁵. Oferowane akcje były pozbawione prawa głosu i uprzywilejowane co do dywidendy w taki sposób, że zapewniały stały poziom dywidendy w wysokości 1,60 PLN na jedną akcję, co stanowiło 13% ceny emisyjnej. W przypadku, gdyby spółka zdecydowała się wypłacić dywidendę dla akcjonariuszy akcji zwykłych w wysokości wyższej niż 0,62 PLN, na każdą akcję niemą planowane było wypłacenie dywidendy w wysokości 1,60 PLN powiększonej o dwukrotność różnicy pomiędzy wysokością dywidendy wypłaconej na akcję zwykłą a kwotą 0,62 zł¹⁶. Ostatecznie Zarząd Marvipolu SA odstąpił od przeprowadzenia niniejszej

¹² Na przykład na skutek zamiany imiennych akcji uprzywilejowanych na akcje na okaziciela w celu sprzedaży ich na rynku publicznym.

¹³ Zgodnie Art. 353. § 1. Kodeksu spółek handlowych, akcje uprzywilejowane w zakresie dywidendy mogą przyznawać uprawnionemu dywidendę, która przewyższa nie więcej niż o połowę dywidendę przeznaczoną do wypłaty akcjonariuszom uprawnionym z akcji nieuprzywilejowanych.

¹⁴ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm., art. 353 § 3. KSH.

¹⁵ Prospekt emisyjny Marvipol SA opublikowany 14 listopada 2012 r.

¹⁶ Raport bieżący spółki Marvipol SA nr 141/2012 z dnia 6 października 2012 r.

emisji. Powodem odstąpienia od oferty publicznej był niesatysfakcjonujący poziom zapisów na akcje nieme na okaziciela serii I, niezapewniający objęcia wszystkich akcji oferowanych i w konsekwencji niezapewniający osiągnięcia celów emisji¹⁷.

3. Akcje uprzywilejowane co do prawa głosu w spółkach notowanych na Głównym Rynku GPW oraz na rynku NewConnect

Na potrzeby niniejszego artykułu przebadano strukturę własnościową spółek notowanych na Głównym Rynku GPW oraz na rynku New Connect w latach 2008–2012. Pod uwagę wzięto strukturę akcjonariatu na ostatni dzień roboczy każdego roku kalendarzowego. Z badań wyłączono: banki, Towarzystwo Finansowe SKOK SA, fundusze inwestycyjne, domy maklerskie oraz ubezpieczycieli. Obliczeń dokonano na podstawie baz danych udostępnionych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Ze względu na odmienne uregulowania formalno-prawne dotyczące tych dwóch rynków¹⁸, mające wpływ na charakterystykę notowanych spółek¹⁹, uzyskane wyniki zaprezentowano odrębnie dla Głównego Rynku GPW oraz NewConnect.

W pierwszej kolejności oszacowano udział największego akcjonariusza, biorąc pod uwagę największy procentowy udział w kapitale i największy procentowy udział w głosach dla każdej ze spółek będących przedmiotem badania. Pozwoliło to na obliczenie średniego udziału największego akcjonariusza w głosach i przypadającego mu udziału w kapitale. W każdym z analizowanych okresów zdiagnozowano różnice w kształtowaniu się tych dwóch wielkości, co pozwoliło na założenie istnienia grupy spółek, gdzie występuje uprzywilejowanie akcji co do prawa głosu. W kolejnym kroku wyodrębniono spółki, w przypadku których istnieją akcjonariusze uprzywilejowani, dysponujący większą liczbą głosów niż przypadająca na nie liczba akcji. Dla tej grupy spółek oszacowano średni udział największego akcjonariusza pod względem kapitału i pod względem liczby głosów. Takich samych obliczeń dokonano dla grupy spółek, gdzie uprzywilejowanie akcji co do głosu nie występuje. Wyniki badań zaprezentowano w tabelach 2 i 3.

Dla wszystkich badanych spółek na Głównym Rynku GPW średni udział w głosach największego akcjonariusza jest o prawie 2% wyższy niż przypadający na niego średni udział w kapitale. Na koniec 2012 roku udziały te wynosiły odpowiednio 41,55 oraz 39,73%. Niewielkie różnice w tym zakresie odnotowano w pozostałych okresach. Zjawisko uprzywilejowania akcji co do prawa głosu dotyczy około 25% badanych spółek. Należy zwrócić uwagę, że ogólnemu wzrostowi liczby notowanych podmiotów towarzyszy proporcjonalny wzrost liczby spółek, w których występują struktury akcji uprzywilejowanych. W grupie tej różnica pomiędzy średnim udziałem największego akcjonariusza w głosach i jego średnim

¹⁷ Tamże, nr 157/2012 z dnia 7 grudnia 2012 r.

¹⁸ Wymogi dotyczące dopuszczenia akcji do publicznego obrotu oraz obowiązków informacyjnych spółek, mniej restrykcyjne dla rynku NewConnect.

¹⁹ Rynek akcji NewConnect przeznaczony jest dla małych i średnich przedsiębiorstw.

udziałem pod względem kapitału kształtowała się na poziomie około 8–9% i nie wykazywała większych odchyleń w całym badanym okresie.

Tabela 2

Struktura właścicielska spółek notowanych na GR GPW w latach 2008–2012

	2008	2009	2010	2011	2012
Wszystkie spółki					
Liczba podmiotów	337	345	377	401	401
Udział największego akcjonariusza:					
w głosach – średnia (%)	41,50	41,44	41,76	41,57	41,55
w kapitale – średnia (%)	39,49	39,32	39,54	39,45	39,55
Struktury akcji uprzywilejowanych co do głosu					
Liczba podmiotów	84	84	98	97	97
Procent podmiotów	24,93	24,35	25,99	24,19	24,19
Udział największego akcjonariusza:					
w głosach – średnia (%)	45,11	43,92	44,30	43,51	44,15
w kapitale – średnia (%)	36,81	35,11	35,73	34,75	35,86
Różnica	8,30	8,81	8,57	8,77	8,29
w głosach – mediana (%)	40,14	38,67	41,16	41,34	42,23
w głosach – pierwszy kwartył (%)	25,83	26,15	29,16	29,07	29,07
Brak struktur akcji uprzywilejowanych co do głosu					
Liczba podmiotów	253	261	279	304	304
Procent pomiotów	75,07	75,65	74,01	75,81	75,81
Udział największego akcjonariusza:*					
w kapitale – średnia (%)	40,38	40,67	40,87	40,95	40,72
w głosach – średnia (%)	40,30	40,65	40,87	40,95	40,72

* W jednostkowych przypadkach różnice w procentowym udziale akcjonariuszy w kapitale i w głosach nie znajdują odzwierciedlenia w różnicy pomiędzy liczbą akcji i liczbą praw głosu posiadanych przez tych akcjonariuszy, stąd obserwowane niewielkie odchylenia.

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku rynku NewConnect spółki charakteryzują się wyższym stopniem koncentracji, mierzonym udziałem największego akcjonariusza w głosach, niż w przypadku Głównego Rynku GPW, przy czym stopień ten wzrastał wraz z dynamicznym rozwojem tego rynku w latach 2008–2012. Na koniec 2012 roku udziały największego akcjonariusza w głosach i największego akcjonariusza w kapitale wynosiły odpowiednio 47,56 i 49,21%. Zjawisko uprzywilejowania w tej grupie spółek publicznych dotyczy około 1/3 podmiotów (32,39% w 2012 r.). Różnica pomiędzy średnim udziałem w głosach i średnim udziałem w kapitale największego akcjonariusza w całym badanym okresie nie wykazywała większych odchyleń i kształtowała się na poziomie około 4–5%.

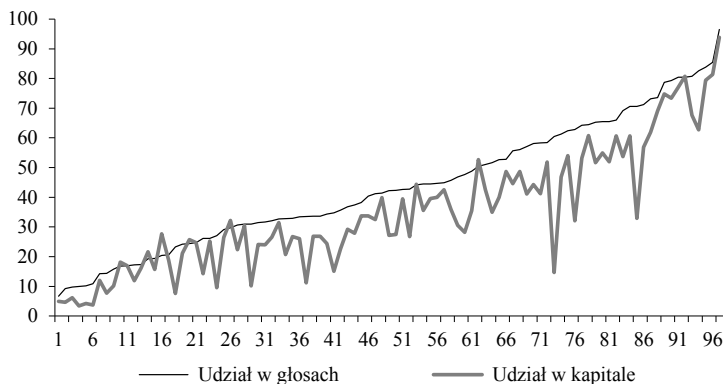
Tabela 3

Struktura właścicielska spółek notowanych na NewConnect w latach 2008–2012

	2008	2009	2010	2011	2012
Wszystkie spółki					
Liczba podmiotów	82	102	160	326	426
Udział największego akcjonariusza:					
w głosach – średnia (%)	44,61	44,95	43,58	48,37	49,21
w kapitale – średnia (%)	42,85	42,85	41,90	46,65	47,49
Struktury akcji uprzywilejowanych co do głosu					
Liczba podmiotów	33	41	48	112	138
Procent podmiotów	40,24	40,20	30,00	34,36	32,39
Udział największego akcjonariusza:					
w głosach – średnia (%)	45,36	43,91	43,67	52,42	53,85
w kapitale – średnia (%)	40,99	38,67	38,07	47,32	48,52
Różnica	4,37	5,24	5,61	5,10	5,34
w głosach – mediana (%)	44,78	43,11	45,00	51,04	51,52
w głosach – pierwszy kwartył (%)	35,39	28,80	29,02	35,25	36,68
Brak struktur akcji uprzywilejowanych co do głosu					
Liczba podmiotów	49	61	112	215	289
Procent podmiotów	59,76	59,80	70,00	65,95	67,84
Udział największego akcjonariusza:					
w kapitale – średnia (%)	44,10	45,65	43,54	46,54	47,18
w głosach – średnia (%)	44,10	45,65	43,54	46,49	47,17

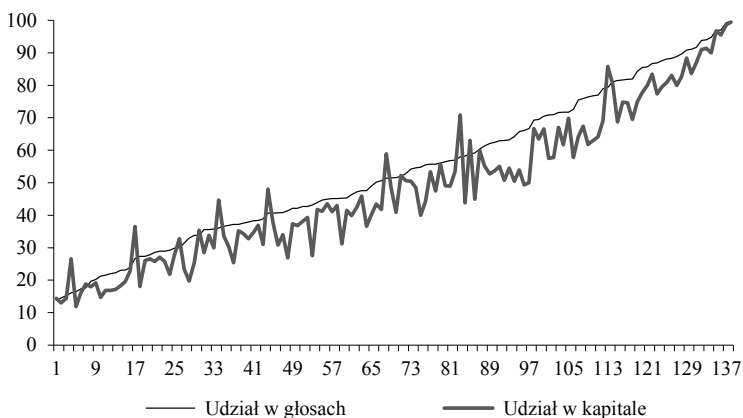
Źródło: opracowanie własne.

Na rysunkach 1–2 przedstawiono w formie graficznej udział największego akcjonariusza w głosach i odpowiednio udział w kapitale na dzień 28.12.2012 roku dla podmiotów, w których istnieją struktury akcji uprzywilejowanych co do głosu. Różnice pomiędzy udziałem w kapitale i udziałem w głosach osiągają poziom kilkudziesięciu procent, przy czym poziom tych różnic jest większy w przypadku Głównego Rynku GPW. Na uwagę zasługuje jednak fakt, że udziały te są nierzadko na zbliżonym poziomie, a w jednostkowych przypadkach akcjonariusz dysponujący największym udziałem w głosach osiąga ten udział poprzez wyższe zaangażowanie kapitałowe. Można założyć, że w takim przypadku akcjonariusz większościowy nie posiada akcji uprzywilejowanych, co stoi w sprzeczności z generalną ideą uprzywilejowania. Przeprowadzona analiza konkretnych przypadków wykazała, że w ramach poszczególnych spółek istnieje kilku akcjonariuszy uprzywilejowanych, którzy łącznie wykazują udział w głosach większy niż największy akcjonariusz. Prowadzi to do wniosku, że w przypadku spółek, gdzie występują struktury akcji uprzywilejowanych, stopień koncentracji akcjonariatu powinien być mierzony łącznym udziałem właścicieli uprzywilejowanych w zakresie prawa głosu. Rzeczywista kontrola nad spółką sprawowana jest bowiem nie przez jednego, lecz grupę kilku akcjonariuszy. Dlatego w następnym etapie badań w przypadku każdej spółki dokonano podsumowania łącznego



Rysunek 1. Udział większościowego akcjonariusza w spółkach z istniejącą strukturą akcji uprzywilejowanych co do głosu notowanych na GR GPW na dzień 28.12.2012 roku (%)

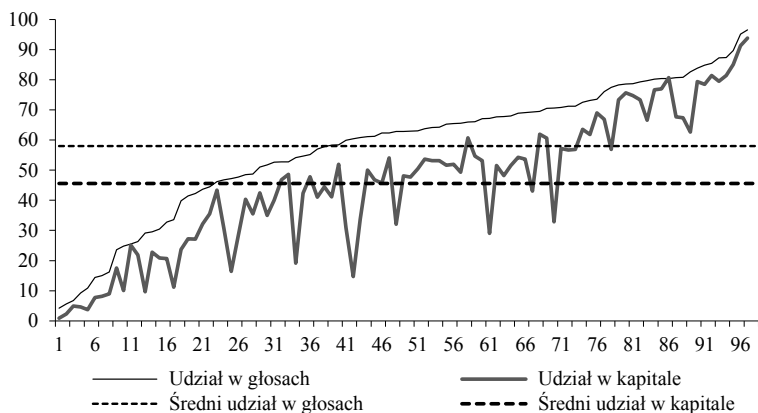
Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 2. Udział większościowego akcjonariusza w spółkach z istniejącą strukturą akcji uprzywilejowanych co do głosu notowanych na NewConnect na dzień 28.12.2012 roku (%)

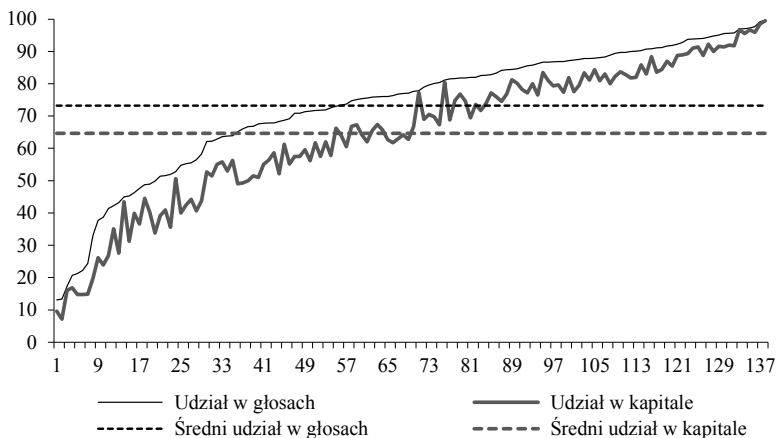
Źródło: opracowanie własne.

udziału akcjonariuszy uprzywilejowanych, dysponujących większą liczbą głosów niż wynika to z liczby akcji. Graficzna prezentacja wyników według stanu na dzień 28.12.2012 roku, przedstawiona na rysunkach 3 i 4, wykazuje prawidłowość niniejszego podejścia. W przypadku Głównego Rynku GPW grupa akcjonariuszy uprzywilejowanych dysponowała łącznym udziałem w głosach średnio na poziomie 57,98% oraz udziałem w kapitale średnio na poziomie 45,56%. Warto zwrócić uwagę, że w 75% spółek łączny udział w głosach wynosił ponad 47,16%, a w przypadku połowy spółek (mediana) ponad 63,00%.



Rysunek 3. Udział akcjonariuszy posiadających akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach notowanych na GR GPW na dzień 28.12.2012 roku (%)

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 4. Udział akcjonariuszy posiadających akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach notowanych na NewConnect na dzień 28.12.2012 roku (%)

Źródło: opracowanie własne.

Jeszcze wyższy stopień koncentracji, mierzony udziałem akcjonariuszy uprzywilejowanych, wykazują spółki notowane na rynku NewConnect. Na dzień 28.12.2012 roku ich średni udział w głosach wynosił 73,20%, a średni udział w kapitale 64,66%. Dla połowy spółek (mediana) łączny udział w głosach tej grupy właścicieli wynosił 77,37%, a w przypadku 75% spółek ich łączny średni udział w głosach przekraczał poziom 64,19%. Tak silny poziom koncentracji wydaje się być zrozumiały w sytuacji, gdy dla wielu przedsiębiorstw

debiut na rynku NewConnect jest przejściowym etapem do pozyskania środków na rozwój poprzez emisję akcji na rynku regulowanym²⁰.

Istotny udział struktur akcji uprzywilejowanych co do głosu wśród spółek publicznych i rola akcjonariuszy uprzywilejowanych występujących łącznie powoduje, że proponowane jest zmodyfikowane podejście do zbadania stopnia koncentracji struktur właścicielskich spółek w ramach Głównego Rynku GPW i rynku New Connect. Podejście to zaprezentowano w tabelach 4 i 5. W przypadku spółek, gdzie występują struktury akcji uprzywilejowanych, został wzięty pod uwagę łączny udział akcjonariuszy uprzywilejowanych jako grupy, w przypadku braku uprzywilejowania pozostawiono bez zmian udział największego akcjonariusza. Otrzymane wyniki istotnie różnią się od wyników będących rezultatem pomiaru jedynie na poziomie największego akcjonariusza. Według stanu na dzień 28.12.2012 roku w przypadku Głównego Rynku GPW średni udział w głosach grupy większościowych akcjonariuszy wynosił około 45%, a ich średni udział w kapitale około 42%, w przypadku rynku NewConnect wielkości te kształtowały się odpowiednio na poziomie 55,91 i 52,95%.

Tabela 4

Wpływ struktur akcji uprzywilejowanych co do głosu na koncentrację własności spółek notowanych na GR GPW w latach 2008–2012

	2008	2009	2010	2011	2012
Wszystkie spółki					
Liczba podmiotów	337	345	377	401	401
Udział większościowych akcjonariuszy:					
w głosach – średnia	45,33	45,25	45,84	45,26	44,99
w kapitale – średnia	42,32	42,19	42,68	42,23	42,06
Struktury akcji uprzywilejowanych co do głosu					
Liczba podmiotów	84	84	98	97	97
Procent podmiotów	24,93	24,35	25,99	24,19	24,19
Udział grupy akcjonariuszy uprzywilejowanych:					
w głosach – średnia	60,48	59,57	59,97	58,75	58,36
w kapitale – średnia	48,17	46,90	47,81	46,22	46,26
Brak struktur akcji uprzywil. co do głosu					
Liczba podmiotów	253	261	279	304	304
Procent pomiotów	75,07	75,65	74,01	75,81	75,81
Udział największego akcjonariusza:					
w głosach – średnia	40,30	40,65	40,87	40,95	40,72
w kapitale – średnia	40,38	40,67	40,87	40,95	40,72

Źródło: opracowanie własne.

²⁰ Wysoki poziom koncentracji akcjonariuszy uprzywilejowanych zapewnia bezpieczeństwo zachowania kontroli nad spółką w przyszłości, w sytuacji przeprowadzenia kolejnych emisji akcji i zmniejszenia dotychczasowego udziału w kapitale.

Tabela 5

Wpływ struktur akcji uprzywilejowanych co do głosu na koncentrację własności spółek notowanych na NewConnect w latach 2008–2012

	2008	2009	2010	2011	2012
Wszystkie spółki					
Liczba podmiotów	82	102	160	326	426
Udział większościowych akcjonariuszy:					
w głosach – średnia	54,77	55,35	51,61	56,32	55,71
w kapitale – średnia	51,48	51,72	48,67	53,46	52,95
Struktury akcji uprzywilejowanych co do głosu					
Liczba podmiotów	33	41	48	112	138
Procent podmiotów	40,24	40,20	30,00	34,36	32,39
Udział grupy akcjonariuszy uprzywilejowanych:					
w głosach – średnia	70,61	69,77	70,47	74,68	73,20
w kapitale – średnia	62,44	60,75	60,66	66,28	64,66
Brak struktur akcji uprzywil. co do głosu					
Liczba podmiotów	49	61	112	215	289
Procent pomiotów	59,76	59,80	70,00	65,95	67,84
Udział największego akcjonariusza:					
w głosach – średnia	44,10	45,65	43,54	46,49	47,17
w kapitale – średnia	44,10	45,65	43,54	46,54	47,18

Źródło: opracowanie własne.

Uwagi końcowe

Właściciele przedsiębiorstw to grupa interesariuszy, która najbardziej znacząco wpływa na wybór celów funkcjonowania przedsiębiorstw. W praktyce możliwość realnego wpływu akcjonariuszy na strategię spółek i ich operacyjne zarządzanie determinowana jest zdolnością do wyboru organów statutowych – zarządu i rady nadzorczej. Na całym świecie, również i w Polsce, obserwuje się duży poziom koncentracji struktur właścicielskich. Korzyści, jakie odnoszą akcjonariusze większościowi z tytułu kontroli zachęcają ich do stosowania narzędzi wzmacniających poziom tej kontroli oraz zabezpieczających ich przed jej utratą w przypadku pozyskania kapitału w formie nowej emisji akcji.

Spółki publiczne w Polsce nie mogą zgodnie z prawem emitować akcji uprzywilejowanych co do głosu. Przeprowadzone badania wykazały, że struktury akcji uprzywilejowanych wśród spółek publicznych są ciągle powszechne. Wynika to z obowiązujących regulacji, które pozwalają na zachowanie praw akcjonariuszy powstałych przed upublicznieniem spółki. Akcje uprzywilejowane w zakresie prawa głosu występują w co czwartej niefinansowej spółce notowanej na rynku regulowanym (Główny Rynek GPW) i w co trzeciej niefinansowej spółce notowanej w alternatywnym systemie obrotu (NewConnect), wywierając istotny wpływ na poziom koncentracji akcjonariatu spółek publicznych w Polsce.

Literatura

- Bebchuk L., Kraakman R., Triantis G. (1999), *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and the Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights*, NBER working paper 6951, National Bureau of Economics Research, Cambridge, MA.
- Becht, M. Mayer C. (2000), *Corporate Control in Europe*, Paper prepared for the Kiel Week Conference „The World’s New Financial Landscape: Challenges for Economic Policy”, at the Institut fur Weltwirtschaft an der Universitat Kiel.
- Binek B., Heciak P., Stępniewski M., Waltz-Komierowska D. (2007), *Prawa i obowiązki akcjonariuszy spółek publicznych*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. (1999), *Corporate Ownership Around the World*, „The Journal of Finance”, vol. 14, no. 2.
- Prospekt emisyjny Marvipol SA opublikowany 14 listopada 2012 r.
- Raport bieżący spółki Marvipol SA nr 141/2012 z dnia 6 października 2012 r.
- Raport bieżący spółki Marvipol SA nr 157/2012 z dnia 7 grudnia 2012 r.
- Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 27 czerwca 1934 r. Kodeks handlowy, DzU 1934, nr 57, poz. 502.
- Stradomski M. (2010), *Finansowanie obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym*, PWE, Warszawa.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm., art. 4. § 1.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu, DzU 2005, nr 183, poz. 1539 z późn. zm., art. 4.

DUAL-CLASS SHARES IN POLISH PUBLIC COMPANIES

Abstract: Majority shareholders have impact on selection of company statutory bodies by which they can pursue their own strategy and achieve other benefits of control. Therefore they are strongly motivated to strengthen the level of control especially in terms of protecting their control rights after going public. The aim of this paper is presenting the issue of dual-class shares among polish public companies. There is formally forbidden to issue dual-class shares by public companies in Poland. The conducted research shows that this type of share structures are still widespread. It is related to formal regulations that allow to protect the rights of shareholders, which had been acquired before going public. One-fourth of non-financial companies listed on the Warsaw Stock Exchange and one-third of non-financial companies listed on the NewConnect have dual-class shares. The presence of dual-class share structures significantly affects the level of ownership concentration among public companies in Poland.

Keywords: public company, dual-class shares, ownership, control, concentration, majority shareholder, voting rights, cash flow rights

Cytowanie

- Wilczyński R. (2014), *Uprzywilejowanie akcji co do prawa głosu w spółkach publicznych w Polsce*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 67, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 689–701; www.wneiz.pl/frfu.

