

ROZDZIAŁ 33

AKCJE UPRZYWILEJOWANE CO DO GŁOSU W SPÓŁKACH GIEŁDOWYCH

Agata Adamska^{1}*

1. Wprowadzenie

Na początku czerwca 2007 roku opublikowany został obszerny raport, opracowany na zlecenie Komisji Europejskiej, dotyczący mechanizmów wzmacniania (lewarowania) kontroli (Control Enhanced Mechanisms – CEMs)². W raporcie przedstawiono analizę występowania trzynastu tego typu mechanizmów w odniesieniu do dziewiętnastu krajów – szesnastu będących członkami Unii Europejskiej, w tym Polski, oraz trzech krajów spoza UE (Australii, Japonii i Stanów Zjednoczonych). Raport, obok analizy rozwiązań prawnych obowiązujących w poszczególnych krajach, obejmował także badanie występowania CEMs w spółkach publicznych notowanych na poszczególnych rynkach oraz ocenę tego typu rozwiązań przez inwestorów finansowych. Z raportu wynika, że jednym z najczęściej stosowanych mechanizmów lewarowania kontroli są akcje dające prawo wielu głosów³. Chociaż Polska nie należy do krajów, w których CEMs są szczególnie często wykorzystywane – w czołówce znajdują się Francja, Szwecja, Hiszpania, Węgry i Belgia – to w przypadku mechanizmu jakim są akcje wielogłosowe znalazła się w grupie krajów o dość wysokim odsetku spółek stosujących to rozwiązanie. Zawarte w raporcie wyniki badań dotyczące Polski oparte zostały na analizie 40 spółek dobranych zgodnie z przyjętymi przez autorów raportu zasadami doboru próby. Badania prowadzone były w 2006 i 2007 roku, a więc w okresie hossy na rynku kapitałowym.

¹ * Adiunkt w Zakładzie Inwestycji Finansowych, Katedra Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa, SGH.

² *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, ISS Europe, ECGI, Shearman & Sterling, 2007, http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm [data dostępu: 10.12.2009].

³ Akcje uprzywilejowane co do głosu nazywane są także akcjami wielogłosowymi lub akcjami pluralnymi.

Przyjmując za punkt wyjścia opublikowany raport, w niniejszym artykule przedstawiono pogłębioną analizę wykorzystania przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych najczęściej występującego w Polsce mechanizmu lewarowania kontroli – akcji dających prawo wielu głosów. Badaniami objęto znacznie szerszą niż w raporcie grupę podmiotów (361 spółek), analizując wykorzystanie przez nie akcji wielogłosowych w warunkach kryzysu (bessy na rynku kapitałowym).

2. Akcje wielogłosowe w różnych systemach prawa

Akcje z przywilejem głosowym pojawiły się po I wojnie światowej i miały pomóc w sanacji spółek przez przyciągnięcie do nich inwestorów finansowych.⁴ Z czasem akcje takie wykorzystywano również w innych celach, np. stosowano je do obrony przed wrogimi przejęciami. Akcje uprzywilejowane co do głosu są często uważane za łamiące zasadę równego traktowania wszystkich akcjonariuszy. Z tego powodu w wielu krajach emisja akcji z przywilejem głosowym przez spółki publiczne nie jest możliwa. Dotyczy to licznych państw europejskich, takich jak: Belgia, Niemcy, Estonia, Grecja, Hiszpania i Włochy, a także pozaeuropejskich, jak Australia.⁵

W innych krajach rozwiązanie, dopuszczające emisję przyznającą nierówną liczbę głosów na jednostkę lub na wartość nominalną akcji, jest stosowane nawet w odniesieniu do spółek publicznych. Jest to możliwe dzięki założeniu, że zostaje zachowana zasada równego traktowania akcjonariuszy znajdujących się w takiej samej sytuacji, a więc posiadających akcje danej kategorii (danej klasy).⁶ Przy zachowaniu powyższej zasady akcje pluralne mogą być emitowane m.in. w Danii, Francji, Irlandii, na Węgrzech, w Holandii, Finlandii, Szwecji i Wielkiej Brytanii a także w Stanach Zjednoczonych i Japonii. Dopuszczalność emisji akcji uprzywilejowanych co do głosu oraz wykonywanie praw z nich wynikających ograniczane są jednak zazwyczaj dodatkowymi rygorami.

Jednym z ograniczeń jest maksymalna liczba głosów przypadających na akcję. Przykładowo we Francji są to dwa głosy na akcję, a na Węgrzech, w Danii i w Szwecji – dziesięć głosów na akcję. Ograniczenia mogą dotyczyć także udziału liczby akcji uprzywilejowanych co do głosu we wszystkich akcjach z prawem głosu – np. w spółkach węgierskich liczba akcji pluralnych nie może być większa niż 50% ogółu wyemitowanych akcji z prawem głosu. W wielu krajach stosowana jest także zasada równości, w myśl której na taką samą wartość nominalną powinno

⁴ M. Michalski, *Kontrola nad spółką akcyjną*, Zakamycze, Kraków 2004, s. 363.

⁵ Proportionality Between Ownership And Control In Eu Listed Companies: Comparative Legal Study, Exhibit B, Regulatory Framework for Control-Enhancing Mechanisms: Summaries regarding the CEMs, Shearman & Sterling, 2007, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/study_report_en.pdf [data dostępu: 10.12.2009].

⁶ M. Michalski, op. cit., s.349.

przypadać tyle samo głosów. W krajach, gdzie przyjęto takie rozwiązanie (np. w Holandii, Szwecji, Wielkiej Brytanii), akcje dające prawo do wielu głosów mają wyższą wartość nominalną niż akcje dające prawo do jednego głosu. Przykładowo holenderska spółka Akzo Nobel wyemitowała dwie klasy akcji: akcje zwykłe o wartości nominalnej 2 euro i 1 głosie oraz akcje uprzywilejowane o wartości nominalnej 400 euro dające 200 głosów⁷.

W wielu krajach (np. w Szwecji, Holandii czy Stanach Zjednoczonych), w których dopuszczalna jest emisja akcji o różnych uprawnieniach co do głosu, możliwe jest również ustalenie ułamkowej liczby głosów przypadających na jedną akcję i to zarówno w odniesieniu do akcji zwykłych, jak i wielogłosowych. Berkshire Hathaway wyemitowała dwie klasy akcji, z których na akcje klasy B przypada 1/200 głosu oraz 1/30 pozostałych praw wynikających z akcji klasy A.⁸ Z kolei w spółce Aegon (Holandia) akcje zwykłe o wartości nominalnej 0,12 euro mają jeden głos, a akcje uprzywilejowane (o wartości nominalnej 0,25 euro) w pewnych sytuacjach mogą osiągnąć 2,08 głosu (co wynika z proporcji wartości nominalnej akcji uprzywilejowanych i akcji zwykłych, czyli 0,25/0,12).

Specyficzne rozwiązanie w kwestii liczby głosów przypadających na akcję przyjęto we Francji, gdzie nabycie przywileju głosowego wymaga lojalności akcjonariusza – musi on posiadać akcje przynajmniej przez dwa lata. Po upływie tego okresu akcje zwykłe uzyskują podwójne prawo głosu, przysługujące do czasu ich zbycia. Tak więc uprzywilejowanie akcji co do głosu nie wymaga specjalnej emisji, a liczba akcji pluralnych oraz ogólna liczba głosów w spółce podlegają ciągłym fluktuacjom. Podobne rozwiązania zdarzają się w innych krajach, jednak raczej jako wyjątek niż reguła. Przykładowo kilka spółek w USA przyznaje od pięciu do dziesięciu głosów na akcję zwykłą, jeśli ta jest w posiadaniu akcjonariusza dłużej niż cztery lata.

Ze względu na wpływ akcji wielogłosowych na układ sił w akcjonariacie spółki, we wszystkich systemach prawnych bardzo duży nacisk kładziony jest na obowiązki informacyjne związane z tym instrumentem. Sam fakt pojawienia się akcji o różnych uprawnieniach co do głosu i każda zmiana w tym obszarze wymaga przedstawienia informacji bieżącej (np. Japonia, Szwecja, USA), często również ogłoszenia jej w oficjalnym publikatorze (np. Holandia, czy Finlandia). W niektórych krajach raport taki musi być poddany audytowi (np. w Luksemburgu). Ponadto informacje dotyczące istnienia różnych rodzajów akcji danej spółki muszą być we wszystkich analizowanych krajach, z wyjątkiem Wielkiej Brytanii, prezentowane w raportach rocznych, czasami dodatkowo w raportach okresowych (USA, Finlandia, Węgry) oraz umieszczane na stronach internetowych (Finlandia, Szwecja).

⁷ *Raport Roczny 2008 Akzo Nobel*, <http://report.akzonobel.com/2008/financialstatements/> [data dostępu 31.12.2009 r.].

⁸ Memo Warren Buffett, <http://www.berkshirehathaway.com/compab.html> [data dostępu 31.12.2009 r.].

Ponadto w wielu systemach prawnych, gdzie dopuszczalne jest emitowanie akcji uprzywilejowanych co do głosu, wprowadzane są dodatkowe kryteria jakościowe służące do oceny zasadności ich emitowania i wykonywania związanych z nimi praw. Z reguły dotyczą one działania w interesie większości akcjonariuszy lub samej spółki.

3. Uwarunkowania prawne emisji akcji uprzywilejowanych co do głosu w Polsce

Analizując występowanie w polskich spółkach akcji uprzywilejowanych co do głosu trzeba odwołać się nie tylko do aktualnie obowiązujących przepisów zawartych przede wszystkim w Kodeksie spółek handlowych⁹, ale również do rozwiązań zawartych w poprzednio obowiązującym Kodeksie handlowym¹⁰.

Obowiązujący od 1934 roku Kodeks handlowy (Kh) przewidywał możliwość wydawania akcji „o szczególnych uprawnieniach” (art. 357) a jedną z typowych form tych uprawnień, wskazaną w §2 art. 357 Kh, było uprzywilejowanie co do głosu. Stosowanie tego rozwiązania obwarowane było jednak pewnymi ograniczeniami. Przede wszystkim jednej akcji nie można było przyznać więcej niż 5 głosów, co lokowało polskie rozwiązania między francuskimi a węgierskimi, duńskimi czy szwedzkimi. Dodatkowo wszystkie akcje uprzywilejowane musiały być imienne. Odmienne niż w Holandii, Szwecji czy Wielkiej Brytanii, wszystkie akcje danej spółki musiały mieć jednakową wartość nominalną. W przepisach natomiast nie można znaleźć wprost odpowiedzi na pytanie o to, czy akcjom można było przyznawać tylko całkowitą liczbę głosów (tzn. dwa, trzy, cztery albo pięć), czy też możliwe było przyznawanie ułamkowego prawa głosu. W doktrynie można spotkać poglądy opowiadające się zarówno za jednym, jak i drugim rozwiązaniem¹¹, natomiast praktyka poszła w stronę całkowitej liczby głosów na akcję.

Ze względu na wymóg, aby akcje uprzywilejowane co do głosu były imienne, nie mogły być one przedmiotem obrotu giełdowego. Jednak nie istniał zakaz przeprowadzania emisji akcji pluralnych przez spółki notowane na GPW. Spółki mogły takie emisje przeprowadzać przy dopełnieniu obowiązku wprowadzenia akcji każdej nowej emisji, a więc i emisji akcji uprzywilejowanych co do głosu, do obrotu publicznego.¹²

Przykładowo spółka ŁDA S.A., notowana od 11 kwietnia 1996 roku na

⁹ Ustawa z dnia 15.09.2000 r. (Dz.U. Nr 94, poz. 1037 ze zm.).

¹⁰ Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 27.06.1934 r. (Dz.U. Nr 57, poz. 502 ze zm.).

¹¹ W. Popiołek, *Akcje. Prawa i obowiązki akcjonariuszy*, [w:] *Prawo spółek handlowych*, S. Włodyka [red.], Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2007, tom 2B, s. 125.

¹² Art. 84 Ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. 1997 Nr 118 poz. 754 ze zm.).

GPW, w 1997 roku przeprowadziła emisję akcji serii C, która składała się z dwóch transz – akcji zwykłych (w cenie 8 zł za sztukę) i akcji uprzywilejowanych co do głosu, dających prawo do pięciu głosów (w cenie 6 zł za sztukę).¹³

Dnia 1 stycznia 2001 roku Kodeks Handlowy został zastąpiony Kodeksem Spółek Handlowych (KSH), wprowadzającym nowe, znacznie bardziej rygorystyczne rozwiązania w zakresie akcji uprzywilejowanych co do głosu. Przede wszystkim zredukowano liczbę głosów przypadającą na jedną akcję – obecnie, tak jak we Francji, jednej akcji nie można przyznać więcej niż dwa głosy (art. 352 §1 KSH). Ponadto wprowadzono zasadę „jedna akcja – jeden głos” w odniesieniu do spółek publicznych (art. 352 §2 KSH), co oznacza, że spółki publiczne nie mogą emitować akcji uprzywilejowanych co do głosu, ale mogą mieć akcje wielogłosowe wyemitowane jeszcze przed uzyskaniem statusu spółki publicznej. Utrzymano wymóg, aby akcje uprzywilejowane co do głosu były akcjami imiennymi (art. 351 §1 KSH). Utrzymana została również zasada, że akcje jednej spółki muszą mieć taką samą wartość nominalną (art. 308 §1 KSH).

Chociaż nowe przepisy oznaczają brak możliwości emitowania akcji uprzywilejowanych co do głosu w stopniu większym niż dwa głosy na akcję, to w przypadku spółek, w których istniały wcześniej akcje o większej liczbie głosów nie dokonano ich redukcji. Zgodnie bowiem z art. 613 KSH uprawnienia akcjonariuszy nabyte przed dniem wejścia w życie ustawy pozostały w mocy. Prawa nabyte nie wygasają również w przypadku ich przenoszenia w drodze sukcesji (ani singularnej, ani uniwersalnej).¹⁴ W szczególny sposób jako akcjonariusz potraktowany został Skarb Państwa (art. 625 KSH), ponieważ do momentu akcesji Polski do Unii Europejskiej w statutach spółek zawiązywanych już po wejściu w życie KSH można było nadal ustanawiać na jego rzecz poprzednie przywileje głosowe (pięć głosów na jedną akcję).¹⁵

W efekcie opisanych zmian, w polskich spółkach notowanych na GPW występują znaczące różnice spowodowane funkcjonowaniem w nich rozwiązań przyjętych pod rządami różnych ustaw. Na parkiecie są bowiem notowane spółki z akcjami pluralnymi wyemitowane jeszcze przed 2001 rokiem z przypadającymi na nie pięcioma, czterema lub trzema głosami, są również spółki, które – zarówno pod rządami KH, jak i KSH – wyemitowały akcje z dwoma głosami na akcję, są wreszcie i takie spółki, które w ogóle nie mają akcji uprzywilejowanych co do głosu i spełniają wymóg „jedna akcja – jeden głos”.

Na GPW w Warszawie notowane są także spółki zagraniczne, wprowadzające jeszcze większe zróżnicowanie pod względem rodzajów akcji pluralnych. Przykładowo akcje wielogłosowe spółki Reinhold Polska AB, mają przyznane aż

¹³ Prospekt emisyjny Łódzkiej Drukarni Akcydensowej S.A. z dnia 27.06.1997r.

¹⁴ S. Sołtysiński et.al., *Kodeks spółek handlowych. Tom IV. Komentarz do artykułów 459-633* Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2009, s. 1486.

¹⁵ Ibidem, s. 1543.

10 głosów na akcję, czyli więcej niż maksymalna liczba dopuszczona kiedykolwiek w polskim prawie handlowym. Jest to spółka szwedzka, emisja jej akcji pluralnych podporządkowana była prawu miejscowemu. Akcje te, podobnie jak wszystkie inne akcje uprzywilejowane co do głosu, nie są notowane na GPW.

4. Akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach notowanych na GPW – wyniki badań

4.1. Charakterystyka badań

Prezentowane wyniki badań dotyczą roku 2008, który przyniósł zdecydowane pogorszenie koniunktury giełdowej. Wartość maksymalną indeks WIG osiągnął na pierwszej sesji w roku (55 521 punktów), najniższą zaś 20 listopada (24 852 punktów) i był to poziom porównywalny z notowaniami z 2004 roku.

W badaniach wykorzystano różnorodne źródła danych. Dane dotyczące całego rynku zostały zaczerpnięte z informacyjnej strony Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (www.gpwinfo.pl) a także z corocznie publikowanych Roczników Giełdowych GPW. Informacje dotyczące akcjonariuszy poszczególnych spółek pochodzą z serwisu Notoria Serwis S.A. (<http://www.notoria.pl/>), z bieżących i okresowych raportów spółek publikowanych m.in. przez serwisy o charakterze finansowym, przede wszystkim Bankier.pl (<http://www.bankier.pl/inwestowanie/>) i Wirtualna Polska (<http://giełda.wp.pl/>) oraz ze stron internetowych samych spółek. Dane dotyczące poszczególnych papierów wartościowych i praw z nich wynikających weryfikowane były w bazie danych prowadzonej przez KDPW (<http://www.kdpw.pl/>). Wycena wartości rynkowej spółek zaczerpnięta została z odpowiednio datowanych wydań „Cedule Giełdy Warszawskiej”, oficjalnego wydawnictwa GPW.

Korzystanie z różnorodnych źródeł związane było nie tylko z poszukiwaniem różnego typu informacji, ale wynikało również z konieczności konfrontowania danych. Głębsza analiza danych na każdym etapie ujawniała bowiem nieścisłości, a niekiedy wręcz sprzeczności w danych (np. sumowanie ujawnionych udziałów akcjonariuszy tej samej spółki dawało wynik wyższy od 100%).

Celem doboru spółek do badań było stworzenie jak największej grupy, która byłaby reprezentatywna dla całego rynku. Ze względu na nietypowość powołania do życia, przeznaczenie oraz niepewność co do dalszych losów, zrezygnowano z analizy Narodowych Funduszy Inwestycyjnych i ich następców prawnych. Ponadto odrzucono wszystkie spółki, co do których występowały sprzeczne informacje dotyczące ich akcjonariuszy, liczby akcji, terminów objęcia akcji i w przypadku których sprzeczności tych nie udało się wyjaśnić po skonfrontowaniu różnych źródeł informacji. Przyjęto założenie, że spółka jest notowana na GPW od momentu debiutu akcji a nie PDA, jak w niektórych statystykach.

W efekcie przeprowadzonej eliminacji badaniem objęto ostatecznie 361 spółek. Z tej grupy na koniec roku 2007 notowane były tylko 332 spółki, ale w ciągu roku 2008 na parkiecie giełdowym zadebiutowało 29 spółek, a 10 zostało wykluczonych z notowań. Wszystkie one zostały uwzględnione w badaniach.

W celu zapewnienia możliwości porównywania różnych spółek pod względem oddziaływania liczby akcji uprzywilejowanych, liczby głosów przypadających na akcję i koncentracji tych akcji w rękach poszczególnych akcjonariuszy na kontrolę nad spółką, konieczne było zbudowanie syntetycznego miernika. Miernik ten wyrażony został następującą formułą:

$$WLK = \frac{\text{liczba_głosów}}{\text{liczba_akcji}}$$

gdzie:

WLK – wskaźnik lewarowania kontroli

Przyjęcie takiej formuły było uzasadnione, ponieważ w Polsce uprzywilejowanie obejmuje wyłącznie wyrażoną w liczbach całkowitych wielokrotność liczby głosów przypadających na akcję zwykłą, a żadna spółka nie wyemitowała dotąd akcji niemych. Stąd w przypadku akcji zwykłych wskaźnik lewarowania kontroli wynosi 1, a w przypadku akcji uprzywilejowanych wartość wskaźnika (większa niż 1) odzwierciedla skalę możliwości lewarowania kontroli przez posiadacza tych akcji.

Wskaźnik ten może być obliczany dla wszystkich akcji danej spółki, dla wybranego pakietu akcji np. posiadanych przez jednego inwestora czy grupę inwestorów lub dla danej serii akcji. Może również służyć do analizy znaczenia akcji uprzywilejowanych co do głosu w skali całego rynku kapitałowego.

W przypadku badania struktury akcjonariatu pod względem udziału poszczególnych akcjonariuszy spółki we własności i kontroli, bardziej użyteczny może być względny miernik lewarowania kontroli. Wyraża go formuła:

$$WWLK = \frac{\text{udział_w_liczbie_głosów}}{\text{udział_w_liczbie_akcji}}$$

gdzie:

WWLK – względny wskaźnik lewarowania kontroli

Wskaźnik obliczany za pomocą tej formuły będzie przyjmował wartości równe jedności dla wszystkich spółek traktowanych jako całość oraz dla pakietów akcji w spółkach nie emitujących akcji wielogłosowych. Natomiast w spółkach mających akcje uprzywilejowane co do głosu, wskaźnik ten będzie przyjmował wartości powyżej jedności dla akcjonariuszy mających większy udział w kontroli nad spółką niż to wynika z ich udziału w kapitale własnym spółki oraz poniżej jedności w sytuacji odwrotnej. Wskaźnik ten pozwoli na śledzenie transferu

kontroli z rąk akcjonariuszy posiadających pakiety akcji, dla których przybiera on wartość mniejszą od jedności do rąk akcjonariuszy, mających pakiety akcji, w przypadku których wartość wskaźnika jest większa od jedności.

4.2 Akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach publicznych – skala zjawiska

Do oceny znaczenia, jakie mają akcje uprzywilejowane co do głosu w skali całego rynku, istotne jest oszacowanie częstości ich występowania. Pozwoli to stwierdzić, czy ich występowanie w spółkach notowanych na GPW jest dominującą praktyką, czy może odgrywają one rolę marginalną. Podstawowe dane liczbowe zawiera Tabela 1.

Tabela 1. Analizowane spółki pod względem liczby i kapitalizacji

	31.12.2007	31.12.2008
liczba spółek objętych analizą	332	351
liczba spółek z akcjami pluralnymi	85	92
udział spółek z akcjami pluralnymi w ogólnej liczbie spółek	25,6%	26,2%
łączna kapitalizacja spółek objętych analizą (w mln zł)	1 044 609,16	453 952,65
łączna kapitalizacja spółek z akcjami pluralnymi (w mln zł)	51 356,27	27 416,27
udział kapitalizacji spółek z akcjami pluralnymi w łącznej kapitalizacji analizowanych spółek	4,92%	6,04%

Spośród 332 badanych spółek notowanych na GPW na koniec 2007 roku w 85 były wyemitowane akcje uprzywilejowane co do głosu, co stanowiło 25,6% ogółu notowanych spółek. Z kolei na koniec 2008 roku liczba spółek z akcjami uprzywilejowanymi co do głosu wzrosła do 92 na 351 analizowanych spółek, notowanych w tym momencie. Oznaczało to wzrost odsetka spółek z akcjami wielogłosowymi do 26,2% ogółu badanych spółek. Można więc uznać, że pod względem częstości występowania akcje uprzywilejowane co do głosu są dość rozpowszechnione i stanowią ważny instrument lewarowania kontroli. Jednak analiza znaczenia tych akcji dla funkcjonowania rynku, uwzględniając kapitalizację spółek, w których one występowały daje odmienny obraz skali zjawiska. Udział kapitalizacji spółek z akcjami pluralnymi w łącznej kapitalizacji analizowanych spółek wahał się w przedziale 5-6%. Łączna kapitalizacja wszystkich spółek objętych badaniem znacznie spadła – z ponad biliona zł do niespełna 500 miliardów zł i to przy rosnącej ich liczbie. Był to efekt dekonjunktury panującej w 2008 roku na GPW. Spadła również łączna wartość spółek, z akcjami wielogłosowymi (z ponad 51 milionów zł do ponad 27 milionów zł), jednak spadek ten był mniejszy niż w przypadku ogółu spółek. W związku z tymi zmianami udział spółek z akcjami

pluralnymi w łącznej kapitalizacji spółek objętych badaniem nieco wzrósł. Mimo tego wzrostu udział spółek, w których istnieją akcje uprzywilejowane co do głosu, w łącznej kapitalizacji jedynie minimalnie przekroczył poziom 6%, co świadczy o tym, że akcje takie emitowane są przede wszystkim przez mniejsze spółki, a sam instrument lewarowania kontroli nie ma istotnego wpływu na funkcjonowanie rynku jako całości.

Wśród spółek notowanych na koniec 2007 roku w 85, jak już wspomniano, były wyemitowane akcje uprzywilejowane co do głosu. Średnia liczba głosów przypadająca na akcję w tych spółkach wynosiła 1,473. Wzrostowi liczby spółek z akcjami uprzywilejowanymi co do głosu w 2008 roku towarzyszył spadek średniej liczby głosów przypadających na akcję w tych spółkach – średnia dla 92 spółek wyniosła 1,2924. Jak więc widać wprawdzie wzrosła liczba spółek, które wykorzystują akcje pluralne, jednak zmalało znaczenie tych akcji w lewarowaniu kontroli.

Na spadek wskaźnika lewarowania kontroli w spółkach z wyemitowanymi akcjami pluralnymi wpłynęły zarówno czynniki związane ze zmianami zachodzącymi w populacji spółek giełdowych (wykluczenie z notowań jednych i wejście na parkiet innych), jak i zmiany zachodzące w samych spółkach (o czym w dalszej części artykułu). Spośród 10 spółek, które zostały wycofane w 2008 roku z notowań na GPW, w trzech były akcje uprzywilejowane co do głosu: Prokom, Interia.pl i ŁDA Invest. Wszystkie te trzy spółki emitowały akcje pluralne jeszcze pod rządami KH i wszystkie wykorzystwały w pełni możliwości, jakie kodeks ten dawał, przyznając swoim akcjom 5 głosów. W Prokomie liczba tego typu akcji w momencie wykluczenia spółki z obrotu była bardzo mała (relacja liczby głosów do liczby akcji wynosiła 1,05), w ŁDA Invest liczba akcji uprzywilejowanych była tylko nieznacznie większa (współczynnik lewarowania na poziomie 1,78), ale już w spółce Interia.pl akcji uprzywilejowanych co do głosu było więcej, niż akcji zwykłych (relacja liczby głosów do liczby akcji wynosiła 3,40). Stąd wpływ wycofania tych podmiotów (szczególnie Interii.pl) na średnią liczbę głosów przypadających na spółkę emitującą akcje wielogłosowe był relatywnie duży. Z drugiej strony, wśród 29 spółek debiutujących na GPW w 2008 roku aż 10 (czyli 34,4% – więcej niż średnia dla całego rynku) miało akcje uprzywilejowane co do głosu. Jednak 9 z nich to spółki polskie emitujące akcje już pod rządami KSH co ograniczyło ich uprzywilejowanie tylko do dwóch głosów na akcję. Ostatnia z nowych spółek – Sobieski – to spółka francuska, która zgodnie z obowiązującym w tym kraju prawem mogła przyznać również maksymalnie tylko dwa głosy na akcję.

Ze względu na to, że trzy spółki wykluczone z obrotu mające akcje uprzywilejowane miały średni współczynnik lewarowania kontroli na poziomie 2,08 i był on znacznie wyższy niż w przypadku dziesięciu spółek debiutujących (średni współczynnik wyniósł dla nich 1,40), średnia wartość wskaźnika dla

wszystkich spółek z akcjami uprzywilejowanymi notowanych na GPW – jak już wspomniano – spadła. Spadek ten był jednak większy, niż wynikałoby to z przedstawionych liczb, co spowodowane zostało zmianami zachodzącymi w samych spółkach.

4.3 Zmiany w kapitale zakładowym spółek z akcjami uprzywilejowanymi co do głosu

W celu określenia tendencji zachodzących w spółkach giełdowych w zakresie akcji uprzywilejowanych co do głosu, dokonano głębszej analizy zmian zachodzących we wszystkich 82 spółkach, notowanych na GPW zarówno na koniec 2007 roku, jak i na koniec 2008 roku, w których występowały takie akcje. Badane były wszystkie zdarzenia mogące wpłynąć na poziom lewarowania kontroli, czyli takie, które powodują zmianę liczby wyemitowanych akcji bądź liczby głosów przypadających na te akcje, bądź obu tych zmiennych jednocześnie. Przeanalizowano, czy spółki przeprowadzały emisje lub umorzenia akcji, a także czy akcjonariusze dokonywali konwersji akcji uprzywilejowanych co do głosu na akcje zwykłe. Ponadto pod uwagę wzięto także podział (split) akcji, który nie ma wpływu na poziom lewarowania kontroli (akcje dzieli się co do zasady na akcje tego samego rodzaju), jednak wpływa zarówno na liczbę akcji, jak i liczbę głosów. W niektórych spółkach analizowane zdarzenia występowały równocześnie. Dane zbiorcze zawiera Tabela 2.

Tabela 2. Zmiany dokonane w 2008 roku w kapitale zakładowym giełdowych spółek z akcjami pluralnymi

liczba spółek z akcjami uprzywilejowanymi co do głosu	82
w tym:	
liczba spółek o niezmienionej relacji liczby głosów do liczby akcji	58
liczba spółek o niezmienionej liczbie akcji	64
liczba spółek, które przeprowadziły nowe emisje akcji	9
liczba spółek, które podwyższyły kapitał zakładowy na skutek realizacji opcji menedżerskich (w ramach wcześniejszego warunkowego podniesienia kapitału)	5
liczba spółek, w których przeprowadzono split	5
liczba spółek, w których umarzano akcje	0
liczba spółek, w których dokonano konwersji akcji wielogłosowych na zwykłe	5
w tym:	
liczba spółek, w których całkowicie zniesiono uprzywilejowanie akcji co do głosu	2

W 58 spółkach poziom lewarowania kontroli za pomocą akcji uprzywilejowanych nie uległ w 2008 roku zmianie. Dwie z nich (Invest Consulting i Grupa ATM) przeprowadziły split akcji.

W pozostałych 24 spółkach poziom lewarowania kontroli uległ w 2008

roku rozwodnieniu. Było to spowodowane przede wszystkim zwiększeniem się udziału akcji zwykłych w kapitale spółek na skutek przeprowadzania przez nie nowych emisji akcji (w dziewięciu spółkach) lub realizacji opcji menedżerskich w ramach wcześniejszych emisji warunkowych (w pięciu spółkach). Ze względu na to, że emitowane przez spółki publiczne akcje mogą być tylko akcjami zwykłymi, zmniejszenie udziału akcji uprzywilejowanych, a zatem i zmniejszenie lewarowania kontroli jest w takiej sytuacji zjawiskiem naturalnym.

Efekt odwrotny – zwiększenie poziomu lewarowania kontroli – mogłoby przynieść umorzenie zwykłych akcji spółki przy niezmienionej liczbie akcji uprzywilejowanych, jednak żadna ze spółek nie przeprowadziła w 2008 roku takiego zabiegu.

Kolejnym działaniem, obniżającym udział akcji uprzywilejowanych co do głosu w kapitale spółek, jest operacja konwersji akcji pluralnych na akcje zwykłe, dokonywana na wniosek posiadaczy tych akcji. Takiej zamiany dokonano w 2008 roku w pięciu spółkach, z czego w dwóch doprowadziło to do modelowej sytuacji „jedna akcja – jeden głos”. Były to spółki Atlantis i Suwary.

W efekcie przedstawionych zmian w roku 2008 w całej badanej grupie 82 spółek mających na początku roku wyemitowane akcje uprzywilejowane co do głosu, poziom lewarowania kontroli za ich pomocą uległ osłabieniu. Było to konsekwencją decyzji akcjonariuszy tych spółek o emisji akcji bądź konwersji akcji pluralnych na zwykłe. W wielu spółkach jednak nie dokonano żadnej zmiany w tym zakresie, petryfikując istniejący układ własności i kontroli. Istotne w tym kontekście może być pytanie o to, kto jest beneficjentem zwiększonej kontroli, a kto ma mniejszy wpływ na spółkę, niż to wynika z posiadanych udziałów.

4.4. Charakterystyka posiadaczy znacznych pakietów akcji uprzywilejowanych co do głosu

Akcjonariuszy spółek publicznych można podzielić na cztery podstawowe kategorie: osoby fizyczne, przedsiębiorstwa, podmioty państwowe i instytucje finansowe. Analiza poszczególnych kategorii jest jednak możliwa jedynie w odniesieniu do akcjonariuszy notyfikowanych – mających powyżej 5% kapitału własnego lub głosów¹⁶ oraz osób wchodzących w skład organów zarządzających lub innych, mających dostęp do informacji poufnych¹⁷. Biorąc pod uwagę, że ujawniane tylko z tego drugiego powodu udziały akcjonariuszy są zazwyczaj znikome a także fakt, że jeśli akcjonariusze je posiadający przestają być osobami zobowiązanymi, ich udziały i ich zmiany przestają być ujawniane, akcjonariusze ci

¹⁶ Art. 69 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. Nr 184, poz. 1539 z późn. zm.).

¹⁷ Art. 160 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.

zostaną w dalszej analizie pominięci. Szczegółowe dane dotyczące analizowanych spółek zostały zamieszczone w Tabeli 3.

Tabela 3. Pakiety akcji spółek publicznych w podziale na kategorie notyfikowanych akcjonariuszy i stopień lewarowania kontroli

	Kategoria notyfikowanych akcjonariuszy				Razem
	Osoba fizyczna	Podmiot państwowy	Przedsiębiorstwo	Instytucja finansowa	
Koniec roku 2007					
liczba podmiotów danej kategorii	374	5	206	75	660
liczba pakietów w rękach danej kategorii akcjonariuszy	422	18	227	369	1036
w tym pakiety o: WWLK >1	137 (32,5%)	0 (0,0%)	28 (12,3%)	5 (1,4%)	170 (16,4%)
WWLK=1	260	18	180	300	758
WWLK<1	25 (5,9%)	0 (0,0%)	19 (8,4%)	64 (17,3%)	108 (10,4%)
Koniec roku 2008					
liczba podmiotów danej kategorii	422	5	246	67	740
liczba pakietów w rękach danej kategorii akcjonariuszy	468	21	272	360	1121
w tym pakiety o: WWLK >1	146 (31,2%)	0 (0,0%)	28 (10,3%)	4 (1,1%)	178 (15,9%)
WWLK=1	300	20	216	299	835
WWLK<1	22 (4,7%)	1 (4,8%)	28 (10,3%)	57 (15,8%)	108 (9,6%)

W 2007 roku 332 spółki miały 660 akcjonariuszy notyfikowanych, którzy posiadali łącznie 1036 znacznych pakietów akcji. Z tej liczby 758 stanowiły pakiety w spółkach mających wyemitowane wyłącznie akcje zwykłe, a 278 pakiety w spółkach z akcjami uprzywilejowanymi co do głosu. W przypadku 170 pakietów akcji (16,4% ogółu) względny wskaźnik lewarowania kontroli (WWLK) wynosił więcej niż 1, akcje te dawały więc ich posiadaczom większy udział w głosach niż w kapitale własnym, a w przypadku 108 pakietów (10,4% ogółu) wskaźnik ten był mniejszym od jedności, co oznacza mniejszy udział w głosach niż w kapitale własnym spółek. Zdecydowana większość pakietów akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy notyfikowanych była neutralna ze względu na lewarowanie kontroli, natomiast wśród pozostałych pakietów odnotowano większy odsetek tych, które zapewniają silniejszą kontrolę, niż wynikałoby to z posiadanego przez akcjonariusza udziału w kapitale spółki.

Analiza poszczególnych grup akcjonariuszy wskazuje na duże ich zróżnicowanie pod względem udziału w korzystaniu z lewarowania kontroli.

Najliczniejszą grupę akcjonariuszy notyfikowanych w spółkach notowanych na GPW w Warszawie stanowią osoby fizyczne i one też mają łącznie najwięcej pakietów akcji (422), chociaż niewielu z tych inwestorów ma w swoim posiadaniu akcje więcej niż jednej spółki. Aż 137 (32,5%) pakietów akcji będących w posiadaniu notyfikowanych osób fizycznych zawiera akcje wielogłosowe, dające efekt lewarowania kontroli, natomiast tylko niespełna 6% pakietów akcji należących do osób fizycznych ma mniejszy udział w liczbie głosów danej spółki niż w liczbie akcji.

Kolejną grupą akcjonariuszy pod względem liczebności są przedsiębiorstwa – 206 podmiotów ma w sumie 227 pakietów akcji. Przedsiębiorstwa jednak jako akcjonariusze w dużo mniejszym stopniu angażują się w spółki mające wyemitowane akcje uprzywilejowane. Tylko 12,3% posiadanych przez nie pakietów akcji daje efekt lewarowania kontroli, a w przypadku 8,4% pakietów udział w liczbie głosów jest mniejszy niż w liczbie akcji.

Kolejna pod względem liczebności kategoria akcjonariuszy to instytucje finansowe. Z relacji liczby posiadanych przez nie pakietów akcji do liczby tych instytucji (369 do 75) wynika, że ich zaangażowanie w spółki publiczne ma charakter portfelowy – średnio każda z instytucji posiada udziały w około 5 spółkach. Instytucje finansowe w znikomym stopniu korzystają z lewarowania kontroli za pomocą akcji pluralnych (tylko 1,4% przypadków), natomiast zdecydowanie najczęściej ich udziały w kapitale własnym są większe niż w liczbie głosów (aż 17,3%). Wynika z tego, że podmioty te preferują znacznie bardziej płynne akcje zwykłe, nawet kosztem zmniejszonego wpływu na spółkę.

Ostatnia kategoria akcjonariuszy spółek publicznych to podmioty państwowe, mające jednak udziały w niewielu spółkach. Charakterystyczne jest to, że wszystkie te udziały były w spółkach niemających wyemitowanych akcji uprzywilejowanych co do głosu (względny wskaźnik lewarowania na poziomie równym 1).

Podobne tendencje w rozkładzie pakietów akcji o różnym stopniu lewarowania występowały na koniec roku 2008. Jednak daje się zauważyć, sygnalizowany już wcześniej, trend pewnego osłabienia wykorzystywania akcji pluralnych do wzmacniania kontroli: zwiększył się udział pakietów akcji o $WWLK=1$.

Jak wynika z zaprezentowanej analizy pakietów akcji posiadanych przez poszczególne kategorie akcjonariuszy, wykorzystywanie akcji uprzywilejowanych co do głosu w spółkach notowanych na GPW prowadzi do przesunięcia części kontroli nad tymi spółkami z instytucji finansowych do osób fizycznych i przedsiębiorstw. Jeżeli jest to zjawisko o charakterze długofalowym interesujące

może być przyjrzenie się mu w kontekście pozycji największego akcjonariusza w spółce.

Spośród 82 spółek, w których występowało lewarowanie kontroli za pomocą akcji uprzywilejowanych co do głosu, w 2008 roku w sześciu nastąpiła zmiana największego akcjonariusza – w pozostałych 76 spółkach największy akcjonariusz pozostał ten sam.

Biorąc pod uwagę stopień lewarowania kontroli przez największych akcjonariuszy, widać duże zróżnicowanie. Maksymalna wartość względnego wskaźnika lewarowania to 3,06 w spółce Instal Kraków (zarówno w 2007, jak i 2008 roku), a minimalna 0,53 w spółce Yawal (w 2007 roku). Średnia wartość względnego współczynnika lewarowania w pakietach akcji największego akcjonariusza we wszystkich spółkach, gdzie był to w całym badanym okresie ten sam podmiot, nieznacznie zmalała – z 1,32 do 1,29. W zdecydowanej większości spółek z akcjami pluralnymi (60 przypadków), względny wskaźnik lewarowania w przypadku pakietu akcji posiadanych przez największego akcjonariusza był większy od 1, jednak aż w 15 spółkach w 2007 roku i 14 w 2008 największy akcjonariusz miał mniejszy udział w głosach niż w kapitale własnym spółki. W jednej spółce w 2007 roku i w dwóch w 2008 roku największy akcjonariusz miał pakiet akcji, dla którego wskaźnik lewarowania wynosił 1. Oznacza to, że najwięksi akcjonariusze w tych spółkach, dzięki nabyciu akcji zwykłych i uprzywilejowanych w odpowiednich proporcjach, zneutralizowali działanie akcji pluralnych na stopień kontroli.

Podsumowanie

W obecnym kształcie akcje wielogłosowe w spółkach notowanych na GPW w Warszawie można uznać za narzędzie nie zakłócające funkcjonowania mechanizmów rynkowych na polskim rynku kapitałowym. Składa się na to szereg czynników. Obowiązek ujawniania zarówno istnienia takich akcji, jak i zmian w ich liczbie i prawach na nie przypadających sprzyja przejrzystości, która nie zawsze towarzyszy wykorzystaniu innych CEMs. Jak wykazały badania, z instrumentu lewarowania kontroli, jakim są akcje wielogłosowe, korzystają z reguły akcjonariusze będący osobami fizycznymi, najczęściej założycielami spółek, w których posiadają akcje uprzywilejowane. Tak więc akcje te poprawiają pozycję podmiotów słabszych kapitałowo. Spółki, emitujące akcje pluralne, należą z reguły do mniejszych podmiotów, co wzmacnia rolę tego CEMs jako instrumentu chroniącego przed wrogim przejęciem spółki, z drugiej strony akcje wielogłosowe nie wykluczają możliwości przejęcia, bowiem w około 7% spółek mających wyemitowane takie akcje doszło w jednym tylko 2008 roku do zmiany największego akcjonariusza. Zazwyczaj jednak przejęcie miało charakter przyjazny. W spółkach, które emitowały akcje pluralne zarysowała się również

tendencja do zmniejszania z upływem czasu udziału tych akcji w kapitale i liczbie głosów. Spowodowane to jest zarówno uwarunkowaniami prawnymi, jak i decyzjami akcjonariuszy, co potwierdzałoby tezę o spadku znaczenia prezentowanego instrumentu lewarowania kontroli wraz z dojrzewaniem spółki i zmniejszaniem się jej podatności na wrogie przejęcie.

Literatura

1. „Cedula Giełdy Warszawskiej”, GPW, Warszawa z 28.12.2007 r i 31.12.2008 r
2. Buffet W., *Memo*, <http://www.berkshirehathaway.com/compab.html> [data dostępu 19.12.2009 r.]
3. Michalski M., *Kontrola nad spółką akcyjną*, Zakamycze, Kraków 2004
4. Popiołek W., *Akcje. Prawa i obowiązki akcjonariuszy*, [w:] *Prawo spółek handlowych*, S. Włodyka [red.], Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2007, tom 2B
5. *Proportionality Between Ownership And Control In Eu Listed Companies: Comparative Legal Study*, Exhibit B, *Regulatory Framework for Control-Enhancing Mechanisms: Summaries regarding the CEMs*, Shearman & Sterling, 2007, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/study_report_en.pdf [data dostępu: 10.12.2009]
6. *Prospekt emisyjny Łódzkiej Drukarni Akcydensowej S.A.* z dnia 27.06.1997 r.
7. *Raport Roczny 2008 Akzo Nobel*, <http://report.akzonobel.com/2008/financialstatements/> [data dostępu 11.12.2009 r.]
8. *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, ISS Europe, ECGI, Shearman & Sterling, 2007, http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm [data dostępu: 10.12.2009]
9. *Rocznik Giełdowy GPW*, Warszawa 2008
10. *Rocznik Giełdowy GPW*, Warszawa 2009
11. Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 27.06.1934 r. Kodeks handlowy (Dz.U. Nr 57, poz. 502 ze zm.)
12. Sołtysiński S. et.al., *Kodeks spółek handlowych. Tom IV. Komentarz do artykułów 459-633* Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2009
13. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.)
14. Ustawa z dnia 15.09.2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. Nr 94, poz. 1037 ze zm.)
15. Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. 1997 Nr 118 poz. 754 ze zm.)
16. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. Nr 184, poz. 1539 z późn. zm.)
17. strona www Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, www.gpwinformacja.pl
18. strona www Notoria Serwis S.A., <http://www.notoria.pl/>
19. strona www Bankier.pl, <http://www.bankier.pl/inwestowanie/>

20. strona www Wirtualnej Polski, <http://gielda.wp.pl/>
21. strona www Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, <http://www.kdpw.pl/>

Streszczenie

W artykule analizowana jest problematyka akcji uprzywilejowanych co do głosu, jednego z mechanizmów lewarowania kontroli najczęściej wykorzystywanego w spółkach publicznych w Polsce. Analiza stanu prawnego obowiązującego w tym zakresie w różnych krajach, ze szczególnym uwzględnieniem Polski, posłużyła do stworzenia tła dla pogłębionej analizy rozwiązań stosowanych przez spółki notowane na GPW w Warszawie.

Multiple voting rights shares in the public companies

Summary

This paper examines the multiple voting rights shares as one of the most common Control Enhanced Mechanisms (CEMs) in public companies. Firstly, the analysis of legal framework in different countries, especially in Poland, was done. Then different ways of applying this mechanism in the companies listed at Warsaw Stock Exchange (GPW) are analyzed.