

# Instytucja wezwania na akcje a nadzór korporacyjny

dr Krzysztof Postrach  
Wydział Zarządzania i Ekonomii Politechniki Gdańskiej

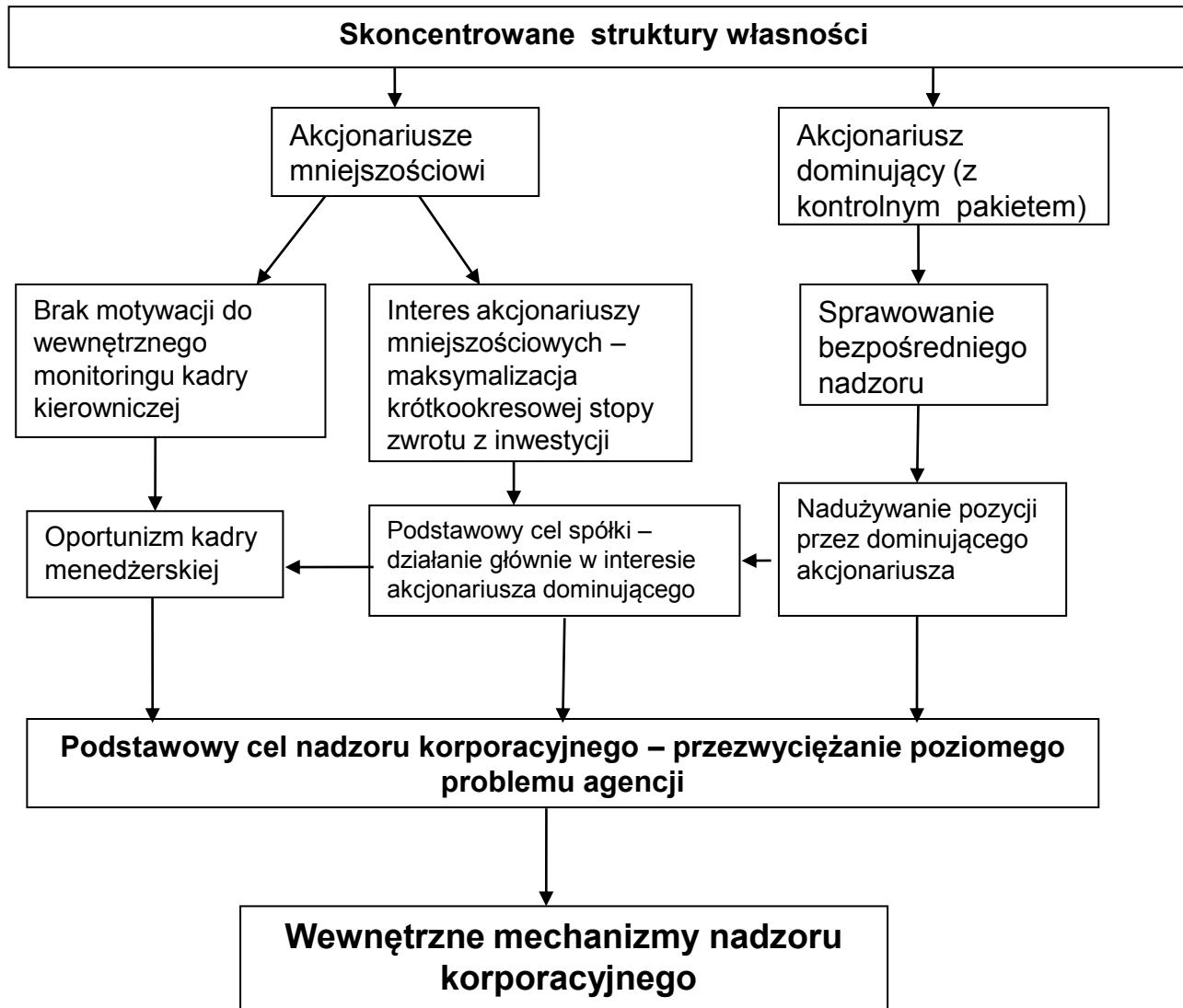
Czy dążenie do  
dekoncentracji struktur  
własności w polskich  
spółkach giełdowych jest  
wskazane?

# Znaczenie struktury własności

- Podstawowym czynnikiem determinującym kształt nadzoru korporacyjnego jest struktura własności. To głównie od niej zależą cele i mechanizmy nadzoru korporacyjnego, a te z kolei są głównymi kryteriami klasyfikacji systemów nadzoru korporacyjnego.
- Wysoki stopień koncentracji własności w polskich spółkach giełdowych oznacza, że mamy do czynienia z wewnętrznym systemem nadzoru korporacyjnego.
- Wyniki badań dotyczących wpływu systemów nadzoru korporacyjnego na efektywność funkcjonowania spółek są niejednoznaczne i trudno na ich podstawie stwierdzić przewagę pod tym względem któregoś z tych systemów.
- **Znaczenie ma natomiast jakość mechanizmów nadzoru korporacyjnego i ich dostosowanie do problemów, które nadzór powinien rozwiązywać.**

## Struktura własności i kontroli spółek notowanych na GPW

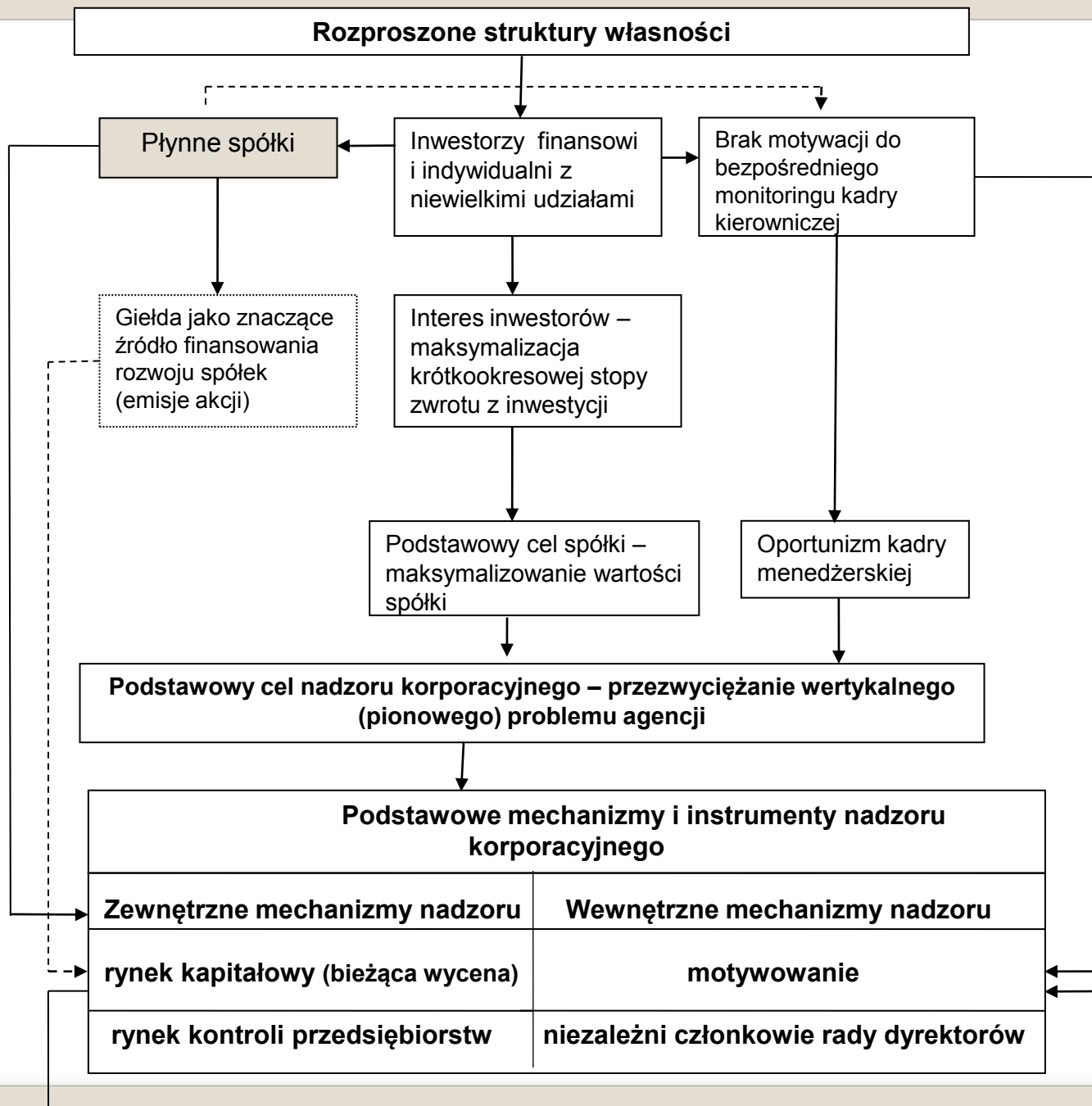
2004 r.				
Miary koncentracji	Pierwszy pakiet		Drugi pakiet	
	% akcji	% głosów	% akcji	% głosów
Kwartył 1	26,3	27,7	0,00	0,0
Mediana	47,7	49,7	7,3	6,9
Średnia	46,3	49,4	8,9	8,6
Kwartył 3	65,1	69,5	11,8	11,5
Liczba spółek	136		99	
2009				
Kwartył 1	22,2	22,3	5,1	5,15
Mediana	36,7	40,0	10,0	9,9
Średnia	40,5	42,1	11,2	11,7
Kwartył 3	59,0	61,2	16,2	16,5
Liczba spółek	350		350	



# Znaczenie struktury własności

Dostosowanie mechanizmów nadzoru korporacyjnego do problemów i poprawa ich jakości wyraża się:

- **we wzmacnianiu płynności rynków giełdowych,**
- wdrażaniu kodeksów dobrych praktyk, które w szczególności mają poprawić funkcjonowanie rad nadzorczych i zarządów,
- zwiększaniu przejrzystości informacyjnej spółek i rynku kapitałowego.



## Dotychczasowe regulacje w zakresie przejęcia kontroli

Do 2005 roku obowiązywał przepis, który mówił: kto w wyniku nabycia akcji stał się akcjonariuszem spółki publicznej, posiadającym ponad 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu jest obowiązany do ogłoszenia wezwania do:

- zapisywania się na sprzedaż lub zamianę pozostałych akcji spółki, albo,
- zbycia, przed wykonywaniem prawa głosu z posiadanych akcji, takiej ilości akcji, które spowoduje osiągnięcie nie więcej niż 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu.

## Obecnie obowiązujące regulacje

- Obecnie, przekroczenie 33 % ogólnej liczby głosów w spółce publicznej może nastąpić wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji tej spółki w liczbie zapewniającej osiągnięcie 66 % ogólnej liczby głosów.
- Natomiast zamiar przekroczenia 66 % głosów zobowiązuje do ogłoszenia wezwania na sprzedaż pozostałych akcji, czyli umożliwia Nielimitowane "wyjście" ze spółki.

# Proponowane zmiany progów przejęcia kontroli spółki

- W projekcie zmian do ustawy o ofercie zapisano, że przekroczenie progu (a nie jak dotychczas sam zamiar) 33,33% będzie skutkowało wezwaniem na pozostałe akcje,
- Pozostawiono jednak próg 66%, po przekroczeniu którego również występuje obowiązek wezwania na pozostałe akcje,
- Ministerstwo finansów chce, aby z obowiązku ogłoszenia wezwania po przekroczeniu progu 33 proc. byli zwolnieni akcjonariusze, których zaangażowanie w spółkę osiągnęło wyższy poziom przed wejściem w życie nowych przepisów.
- Tacy akcjonariusze będą zobowiązani do ogłoszenia wezwania dopiero po przekroczeniu 66 pro. głosów w spółce.

# Wnioski

- Przewidywane zmiany w stopniu koncentracji własności w spółkach wpisują się w ogólny kierunek ewolucji zamkniętych (insiderskich) systemów nadzoru korporacyjnego zmierzający do wzrostu znaczenia rynku kapitałowego jako mechanizmu nadzoru korporacyjnego.
- Wzmacnianie w polskim systemie mechanizmów opartych o rynek kapitałowy nie oznacza, że nie należy doskonalić wewnętrznych mechanizmów nadzoru, które w większości naszych spółek publicznych do tej pory były substytutem rynku kapitałowego.
- Poprawa płynności szczególnie w odniesieniu do mniejszych spółek poszerzy możliwości inwestowania dla inwestorów finansowych, a co najważniejsze z punktu widzenia nadzoru korporacyjnego, zwiększy możliwości oddziaływania tych inwestorów na spółki poprzez rynek kapitałowy ("głosowanie nogami"), jak i bezpośrednio (udział w walnych zgromadzeniach, radach nadzorczych).
- Mniej skoncentrowane struktury własności doprowadzą zatem do bardziej zrównoważonych układów właścicielskich, z większym udziałem i rolą w procesie nadzoru inwestorów finansowych.

## Wnioski

- Wydaje się, że w niezbyt odległym czasie rynek akcji, między innymi za sprawą projektowanych zmian w ustawie o ofercie publicznej, stanie się ważnym, komplementarnym mechanizmem w stosunku do pozostałych instytucji ładu korporacyjnego w Polsce.
- Dążenie do poprawy płynności, poza jakościowymi zmianami w nadzorze korporacyjnym, pozwoli efektywniej spełniać przez rynek kapitałowy jego funkcje, takie jak: alokacja kapitału, mobilizacja kapitału, wycena i transformacja kapitału.