



# Współczesne problemy nadzoru korporacyjnego. Przypadek struktur piramidowych

Konferencja „ Współczesne problemy nadzoru korporacyjnego”  
Katedra Finansów, Uniwersytet Gdański, Sopot, 29-31 maja 2011



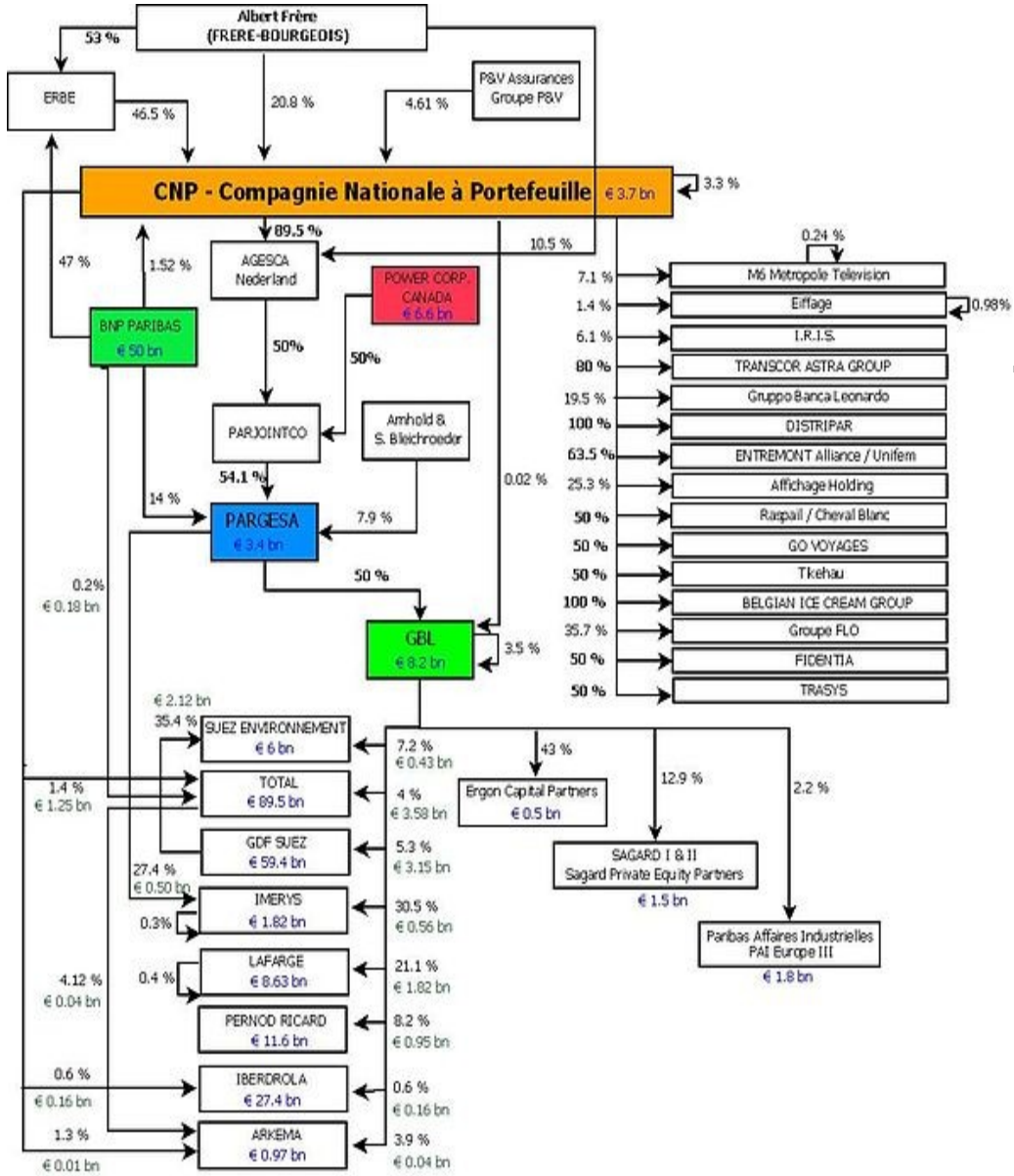
# Plan prezentacji

---

- Struktury piramidowe jako specyficzny typ struktury własności
  - Przykłady
- Charakterystyka piramid
- Efekty struktur piramidowych
- Separation of control rights and cash flow rights
- Wady piramid
- Podsumowanie

# Struktury piramidowe jako specyficzny typ struktury własności

- Występują na całym świecie
  - Najczęściej w Ameryce Łacińskiej, Azji (Korea Południowa, Indie, Tajlandia, Tajwan), Europie (Szwecja, Belgia, Włochy)
  - Polska
  - Najmniejsza popularność w Stanach Zjednoczonych
- Częściej występują w krajach cechujących się skoncentrowaną strukturą własności
- Oznaczają wielopiętrowe zależności kapitałowe, które umożliwiają założycielowi utrzymanie znacznej kontroli nawet przy niskich udziałach w kapitale
- Często tworzą grupy kapitałowe



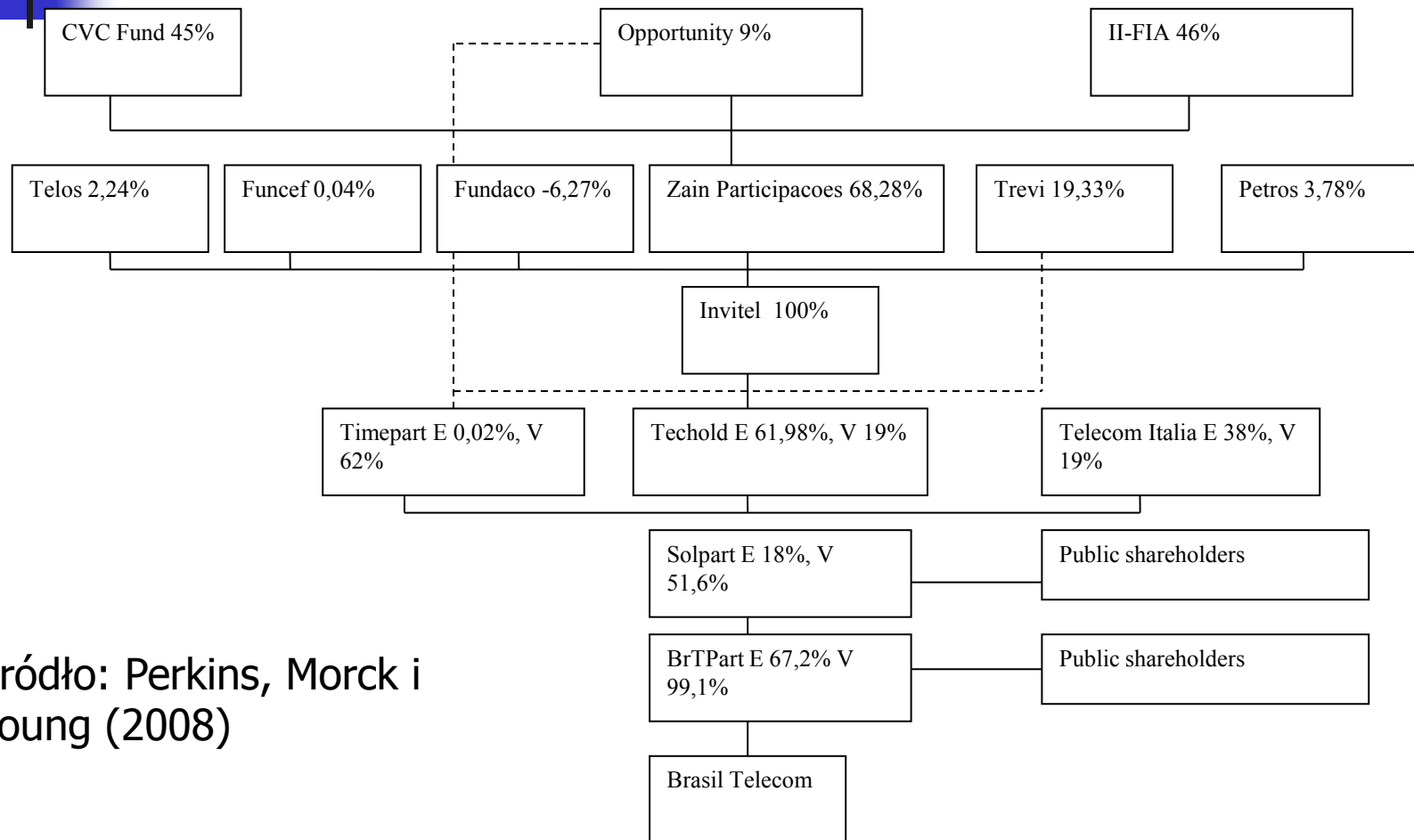
**Table 4** *Frère-Bourgeois Portfolio - Dec. 1998*

Firms	Integrated Ownership	Integrated Control	Ratio
ACP	9.88	15.45	1.56
Agesca	68.1	100	1.47
Audiofina	4.08	24.4	5.98
CLT - UFA	2.04	12.2	5.98
CNP	34.9	100	2.87
Distripar	26.52	100	3.77
Dupuis	34.9	100	2.87
Electrafina	7.9	24.4	3.09
Elf Aquitaine	0.14	0.22	1.57
Erbe	54.5	100	1.83
GBL	10.29	24.4	2.37
Hélio	17.45	27.3	1.56
Imétal	8.21	19.47	2.37
Oriol	17.81	50	2.81
Pargesa	21.08	50	2.37
Partjoinco	34.05	50	1.47
Petrofina	4.02	9.01	2.24
Suez-Lyonnaise	0.85	2.61	3.07
Suzy	34.9	100	2.87
Transcor	33.22	100	3.01
<b>Average</b>	<b>21.24</b>	<b>50.47</b>	<b>2.76</b>
<b>Min</b>	<b>0.14</b>	<b>0.22</b>	<b>1.47</b>
<b>Max</b>	<b>68.1</b>	<b>100</b>	<b>5.98</b>

# Piramida Alberta Frère

Source : CNP Annual Reports, 1995, 1998.

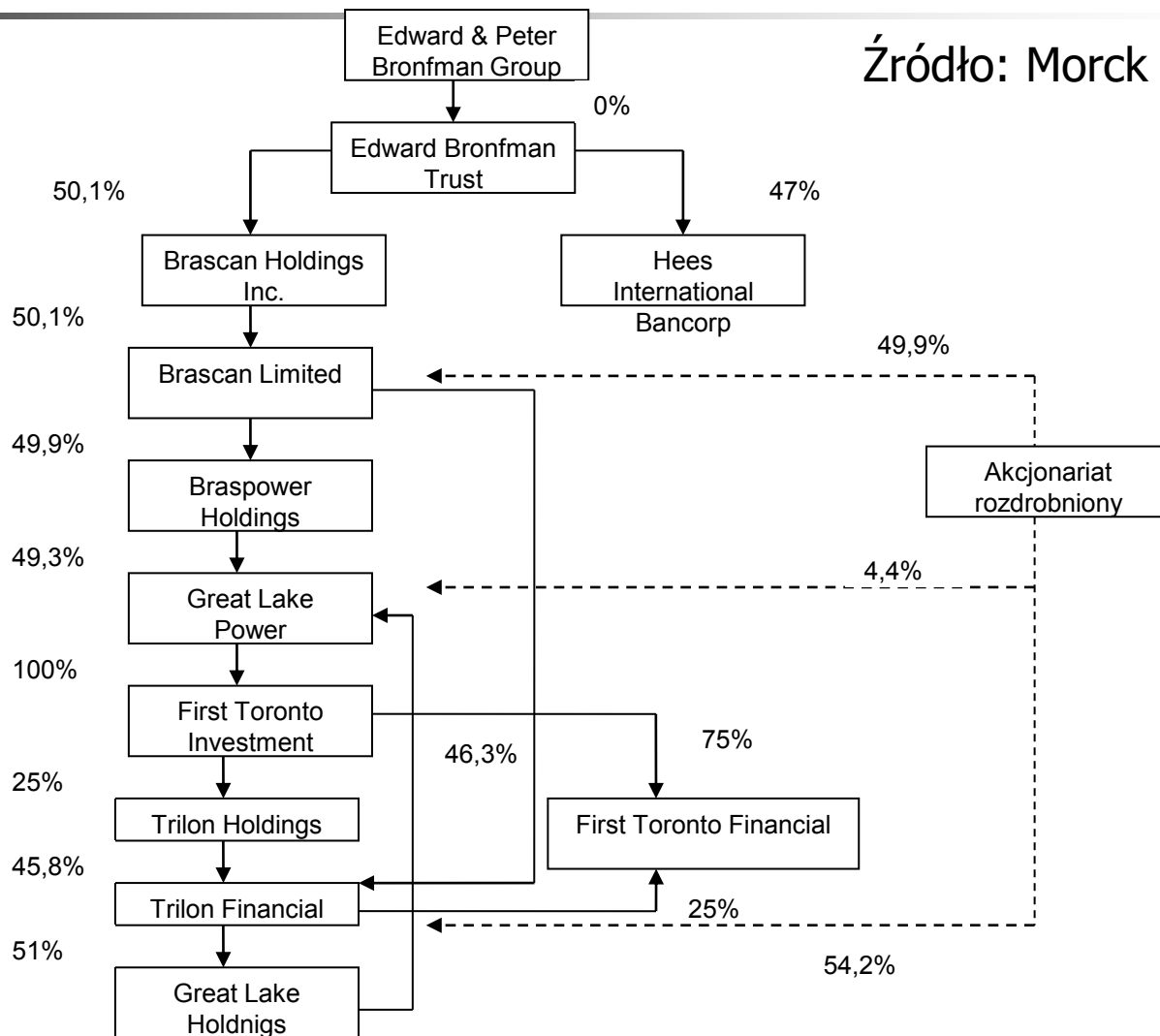
# Struktura piramidy w brazylijskim *joint venture*



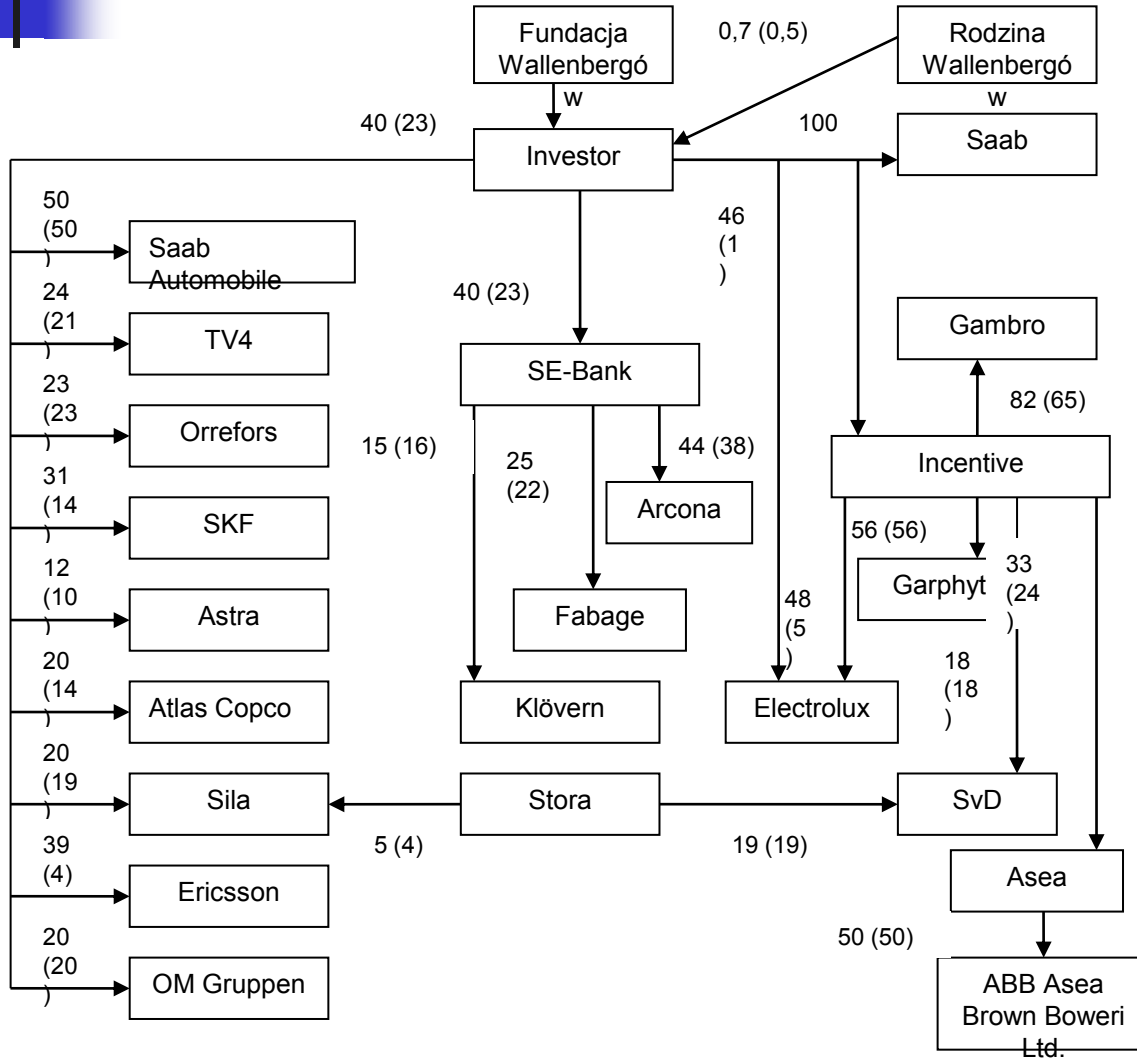
Źródło: Perkins, Morck i Young (2008)

# Piramida Hees-Edper

Źródło: Morck (2004)



# Piramida Wallenbergów



Źródło: Holmen i Högfeltd (2005)

# Charakterystyka piramid

- Jedna lub kilka spółek szczytowych (*apex*), które są kontrolowane przez jednego akcjonariusza dojmującego. Często akcjonariuszem dominującym (kontrolującym) jest rodzina posiadająca udziały bezpośrednio lub poprzez instytucje finansowe (fundusze)
- Akcjonariusz dominujący realizuje kontrolę nad grupą poprzez łańcuch różnych powiązań kapitałowych łączących spółki na wszystkich poziomach, wprowadza spółki z grupy chętnie na giełdę, by pozyskać mniejszościowy kapitał na rynku – jest to lewarowanie praw kontroli wobec praw do zysku (mniejszościowy udziałowiec kontrolujący)
- Akcjonariusz dominujący intensywnie angażuje się w funkcjonowanie grupy kompletując skład zarządu poszczególnych spółek oraz przedstawicieli do rady - pełna kontrola w sferze zarządzania i nadzoru korporacyjnego

# Efekty struktur piramidowych

Spółka	Aktywa	Kapitał własny	Udział akcjonariusza dominującego	Udział akcjonariusza mniejszościowego	Dług
A	1.000	500	260	240	500
B	260	130	70	60	130
C	70	35	18	17	35
D	18	9	5	4	9

Źródło: Zattoni (1998)

# Separation of control rights and cash flow rights

- *Separation of control rights and cash flow rights to* oddzielenie praw do kontroli (głosy przypisane do akcji) od praw do zysku (posiadane akcje), gdyż posiadane akcje uprawniają do otrzymywania dywidendy
- Zwiększenie mechanizmu poprzez
  - emitowane są akcje z ograniczonym prawem głosu lub akcje nieme (bez prawa głosu)
  - spółki tworzą wiele kolejnych poziomów spółek zależnych oddzielających spółkę publiczną od spółki-matki
  - wiele spółek z grupy jest wprowadzanych na giełdę
  - spółki intensywnie stosują finansowanie długiem
  - spółki tworzą wiele powiązań jednostronnych i dwustronnych, wzajemnych powiązań krzyżowych (*cross shareholdings*) między spółkami w grupie

# Wady piramid

- Struktury piramidowe zmieniają rozkład problemów agencji ze względu na swoją specyfikę własności – następuje wzrost problemów agencji między akcjonariuszem dominującym a akcjonariuszami mniejszościowymi oraz rosną wraz ze wzrostem rozdziału kontroli do zysku akcjonariusza dominującego
- Akcjonariusze mniejszościowi nie mają wpływu na politykę firmy, są marginalizowani przy obsadzie miejsc w radzie nadzorczej/ radzie dyrektorów, co utrudnia dostęp do informacji
- Skrajnym przykładem wykorzystywania dominującej pozycji przez akcjonariusza kontrolującego są transakcje tunelowania oznaczające transfer funduszy ze spółki do kontrolujących akcjonariuszy



# Podsumowanie

---

- Struktury piramidowe to wielopiętrowe zależności kapitałowe zapewniające kontrolę założycielowi
- Występują na całym świecie
- Są popularne w Polsce, szczególnie wśród młodych spółek z rodowodem rodzinnym ale też wśród spółek z udziałem inwestora strategicznego
- Wady i zalety piramid są mocno uzależnione od ładu instytucjonalnego i porządku prawnego