

Agata Adamska\*

## Docelowe podwyższenie kapitału jako instrument lewarowania kontroli właścicielskiej

### Wstęp

Instytucja emisji akcji w ramach docelowego podwyższenia kapitału została wprowadzona do polskiego porządku prawnego w 2001 r. wraz z nowym Kodeksem spółek handlowych. Czas, jaki upłynął od tego momentu, jest wystarczająco długi, żeby instytucja ta została zaakceptowana przez uczestników rynku kapitałowego i rozpowszechniła się w spółkach publicznych. Zastosowanie kapitału docelowego powoduje zmiany nie tylko w sytuacji finansowej spółek, ale może rodzić także daleko idące konsekwencje w sferze własności i kontroli. Podstawowym celem artykułu jest ocena stosowania instytucji emisji akcji w ramach docelowego podwyższenia kapitału w kontekście ładu korporacyjnego, w szczególności jako mechanizmu wzmocnienia kontroli właścicielskiej. Realizacja tego celu obejmowała identyfikację spółek, w których doszło do podjęcia uchwały o docelowym podwyższeniu kapitału, analizę częstości rzeczywistego podwyższenia kapitału spółki w tym trybie oraz poziomu stopnia lewarowania kontroli właścicielskiej w każdym przypadku. Badaniem objęte zostały spółki publiczne domicylowane w Polsce, których akcje notowane były na rynku regulowanym GPW. Analiza dotyczyła lat 2011–2013.

### 1. Lewarowanie kontroli przez akcjonariuszy spółek publicznych

Akcjonariuszom spółki akcyjnej przysługują co do zasady dwie grupy uprawnień – uprawnienia o charakterze majątkowym i korporacyjnym. O ile te pierwsze utożsamiane są z prawem do przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę, o tyle za kwintesencję tych drugich przyjmuje się kontrolę nad spółką. Obecnie na rynkach kapitałowych obserwuje się rosnącą liczbę inwestorów krótkookresowych i stale skracający się horyzont ich inwestycji [Rodrigues, 2011]. Zjawisko to określa się

---

\* Dr hab., Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, al. Niepodległości 162, 02-554 Warszawa, agata.adamska@sgh.waw.pl

mianem zmiany „strategii głosu” na „strategię wyjścia”. Oznacza ona, że w przypadku spółek publicznych wielu inwestorów rezygnuje z wykonywania uprawnień korporacyjnych i jeśli uprawnienia majątkowe nie mogą być realizowane w sposób ich satysfakcjonujący – sprzedają akcje. Ponieważ jednocześnie inna część akcjonariuszy tych spółek jest z nimi silnie związana i pragnie mieć wpływ na ich funkcjonowanie, starają się oni poprzez różnorodne mechanizmy prawne i ekonomiczne zwiększyć siłę swojego oddziaływania. Przyczyn tworzenia mechanizmów lewarowania kontroli należy zatem upatrywać w naturalnej w spółkach publicznych tendencji do rozpraszenia akcjonariatu i różnicowania postaw akcjonariuszy wobec uczestnictwa w sprawowaniu kontroli nad spółką (akcjonariusze pasywni i aktywni) [Adamska, 2012, s. 769].

Pojęcie „lewarowanie” kontroli, stosowane powszechnie w literaturze przedmiotu [Barca, Becht, 2001, s. 9; Dyck, Zingales, 2002, *passim*; Renneboog, 2007, s. 293], bywa niekiedy zastępowane innymi terminami, takimi jak „wzmacnianie kontroli” [*Report on the Proportionality...*, 2007, *passim*] czy też „kontrola przez inwestorów mniejszościowych” [Cronqvist, Nilsson, 2003, *passim*]. Termin „lewarowanie kontroli” oddaje jednak najlepiej charakter tej instytucji: mniejszy udział w kapitale własnym posiadany przez lewarujących kontrolę łączy się z większym udziałem w jej sprawowaniu, co sprawia, że w przypadku pozostałych akcjonariuszy większym udziałom w kapitale odpowiada mniejszy udział w kontroli.

Stosowanie mechanizmów lewarowania kontroli pozwala na redukcję problemów związanych z wertykalnym konfliktem agencji oraz ograniczanie kosztów transakcyjnych, równocześnie jednak stwarza warunki do utrwalenia horyzontalnego konfliktu agencji oraz rodzi pokusę nadużycia ze strony akcjonariuszy dominujących [Shleifer, Vishny, 1986, s. 477]. Możliwość decydowania o tym, jak wykorzystać dany zasób, zależy bowiem od tego, w jaki sposób sprawowana nad nim kontrola jest podzielona pomiędzy różnych ludzi, i tego, jak zdecydowanie tę kontrolę sprawują [Alchian, 1996, s. 298]. Wśród zalet mechanizmów lewarowania kontroli znajduje się zmniejszenie wpływu na spółkę aktywnych inwestorów poszukujących okazji rynkowych i mających krótkookresowe cele, przy jednoczesnym umocnieniu pozycji akcjonariuszy długofalowo związanych ze spółką. Wykorzystanie mechanizmów lewarowania kontroli może zatem zapewnić spółkom większą stabilność.

Lewarowanie kontroli może następować zarówno na drodze wzmacniania oddziaływania na spółkę akcjonariuszy ją kontrolujących, jak

i zmniejszania nakładów na uzyskanie pozycji akcjonariusza kontrolującego kapitałowo dany podmiot. Biorąc pod uwagę te dwa kryteria, mechanizmy lewarowania kontroli właścicielskiej można podzielić na trzy grupy [Adamska, 2013, s. 164]:

- zwiększające koncentrację głosów,
- wzmacniające relatywną siłę głosu,
- poprawiające relację wielkości zaangażowanego kapitału w stosunku do siły głosu.

Mechanizmy z dwóch pierwszych grup oparte są na rozwiązaniach prawnych, polegających na umowach zawieranych między akcjonariuszami oraz modyfikacjach postanowień statutowych regulujących stosunki wewnętrzne w spółkach. W trzeciej grupie natomiast znalazły się mechanizmy mające charakter ekonomiczny, które pozwalają na zwiększenie efektywności kapitału zaangażowanego w sprawowanie kontroli poprzez ograniczanie nakładów na uzyskanie pozycji akcjonariusza kontrolującego kapitałowo dany podmiot. Mechanizmy służące obniżeniu tych nakładów występują w dwóch obszarach – wewnątrz spółki, w związku z kształtowaniem warunków emisji akcji, oraz na zewnątrz, łącząc się z budowaniem przez akcjonariuszy struktur kontroli pośredniej. W odniesieniu do warunków emisji największe znaczenie mają cena emisyjna akcji i sposób pokrycia kapitału, natomiast w kształtowaniu struktur kontroli pośredniej najważniejszą rolę odgrywa wybór typu struktury holdingowej.

W myśl zasady proporcjonalności przyjmuje się, że udział akcjonariusza w ogólnej liczbie głosów wynika z jego udziału w kapitale zakładowym liczonemu na bazie nominalnej wartości akcji. Inwestorzy najczęściej nie nabywają jednak akcji po cenie nominalnej. Z ich punktu widzenia znaczenie ma rzeczywista cena nabycia akcji, niezależnie od trybu, w jakim zostało ono dokonane (cena emisyjna w przypadku pierwotnego obejmowania akcji, kurs rynkowy lub cena wezwania w przypadku wtórnego nabycia) oraz ewentualne inne koszty transakcyjne. Im niższy jest dla inwestorów koszt nabycia akcji, tym taniej „kupują” oni swój udział w głosach. Oznacza to, że wszelkie mechanizmy pozwalające inwestorowi zmniejszyć wielkość kapitału zaangażowanego w nabycie akcji poprawiają relację tego kapitału do siły głosu. Jednym z instrumentów mogących ułatwić ten sposób lewarowania kontroli jest docelowe podwyższenie kapitału.

## 2. Instytucja docelowego podwyższenia kapitału w polskim porządku prawnym

W przepisach instytucja kapitału docelowego występuje zarówno na poziomie prawa Unii Europejskiej (jako ograniczone czasowo upoważnienie zarządu do decydowania o podwyższeniu kapitału zakładowego w art. 25 ust. 2 Drugiej Dyrektywy UE), jak i na poziomie prawa krajowego (szczegółowe regulacje w Kodeksie spółek handlowych wprowadzone w 2001 r.). Docelowe podwyższenie kapitału różni się od zwykłej emisji akcji tym, że dokonuje go zarząd w ramach upoważnienia przyznanego wcześniej przez walne zgromadzenie akcjonariuszy, dzięki czemu „ten tryb podwyższenia kapitału zakładowego obniża koszty pozyskania kapitału i ułatwia szybką emisję akcji w momencie dla spółki odpowiednim” [Kidyba, 2011, s. 843].

Pozostawienie zarządowi swobody w zakresie wyboru momentu przeprowadzenia emisji akcji, określenia podmiotów, które akcje te obejmą, oraz ustalenia terminu i formy wpłat za akcje oznacza przyznanie mu części uprawnień walnego zgromadzenia akcjonariuszy. Może to rodzić pokusę nadużyć i stanowić zagrożenie transferu kontroli nad spółką w ręce wybranych przez zarząd podmiotów. „Najpoważniejszym problemem związanym z regulacją kapitału docelowego jest wyważenie interesów akcjonariuszy oraz potrzeb spółki” [Maciąg, 2012, s. 14]. Możliwość dokonywania docelowego podwyższenia kapitału wprowadzana jest w formie modyfikacji statutu spółki, a jej przyznanie obwarowane zostało dość rygorystycznymi warunkami, mającymi na celu „zapewnienie adekwatnej ochrony akcjonariuszom w sytuacji wzmocnienia pozycji zarządu, i tym samym naruszenia utrwalonego w spółce akcyjnej systemu ochrony interesów i praw akcjonariuszy” [Radwan, 2004, s. 331]. Jedno z ograniczeń dotyczy czasu – upoważnienie zarządu do podwyższenia kapitału zakładowego może być udzielone na okres nie dłuższy niż 3 lata [Ksh, art. 444 § 1], chociaż istnieje możliwość powtórzenia tego upoważnienia [Ksh, art. 444 § 2]. Kolejne ograniczenie odnosi się do względnej wartości, o jaką kapitał może być podwyższony – art. 444 § 3 stanowi bowiem, że wysokość kapitału docelowego nie może przekraczać 3/4 wartości kapitału zakładowego na dzień udzielenia upoważnienia. Wprowadzono także ograniczenia dotyczące formy wpłat za akcje emitowane w trybie kapitału docelowego – bezwzględnie wyłączona została możliwość podwyższenia kapitału ze środków własnych spółki [Kidyba, 2011, s. 847], natomiast możliwość pokrycia akcji aportami musi wprost wynikać

z upoważnienia udzielonego zarządowi przez walne zgromadzenie akcjonariuszy (Ksh, art. 444 § 4). Ważny, z punktu widzenia potencjalnego transferu kontroli nad spółką, jest zakaz emisji akcji uprzywilejowanych oraz nadawania przez zarząd uprawnień osobistych akcjonariuszom [Ksh, art. 444 § 6].

Oprócz ograniczeń dotyczących warunków samej emisji w ramach kapitału docelowego ustawodawca wprowadził także szczególnie rygor w odniesieniu do sposobu udzielania upoważnienia zarządowi przez walne zgromadzenia akcjonariuszy. Obok warunku kwalifikowanej większości niezbędnej do podjęcia uchwały odnośnie do kapitału docelowego wynoszącej 3/4 głosów wprowadzony został także wymóg kworum – uchwała taka może być podjęta jedynie w sytuacji, gdy akcjonariusze obecni na walnym zgromadzeniu reprezentują co najmniej połowę kapitału zakładowego (w przypadku spółki publicznej 1/3 kapitału) [Ksh, art. 445 § 1].

Przedstawione ograniczenia swobody decyzyjnej organów spółki w zakresie emisji akcji w ramach docelowego podwyższenia kapitału mają na celu ochronę akcjonariuszy przed potencjalnymi oportunistycznymi działaniami zarządu. W polskich realiach zamkniętego systemu kontroli (insiderskiego) [Dzierżanowski, 2003; Aluchna i inni, 2005; Urbanek, 2011] największym zagrożeniem nie jest jednak wertykalny, lecz horyzontalny problem agencji. W takich warunkach zarząd pozostaje pod nadzorem akcjonariuszy kontrolujących spółkę i ważne decyzje strategiczne, a do takich należą decyzje o emisji akcji w ramach kapitału docelowego, nie są podejmowane przez zarząd samodzielnie. Warto zatem zastanowić się, czy prawne ograniczenia wprowadzone w związku z emisją akcji w ramach tego szczególnego trybu emisji spełniają swoją rolę w odniesieniu do ochrony akcjonariuszy mniejszościowych i czy kapitał docelowy nie jest wykorzystywany przez akcjonariuszy dominujących jako mechanizm lewarowania kontroli.

### **3. Docelowe podwyższenie kapitału w polskich spółkach publicznych w latach 2011–2013**

Wykorzystanie instytucji emisji akcji w drodze docelowego podwyższenia kapitału przez polskie spółki publiczne nie doczekało się dotychczas bardziej szczegółowych badań. Badania, których wyniki zostały zaprezentowane w artykule, są (według najlepszej wiedzy autorki) pierwszymi dotyczącymi tej tematyki, mającymi tak szeroki zakres. Analizie

poddano w nich wszystkie spółki podlegające polskiemu prawu handlowemu, które były notowane w dniu 31.12.2011 r. na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Łącznie badaniami objęto 386 spółek spełniających te warunki.

W badaniu wykorzystano zbierane ręcznie dane wtórne, pochodzące z różnorodnych źródeł dostępnych publicznie. Informacje dotyczące przyznania zarządom uprawnień do przeprowadzenia emisji akcji w ramach kapitału docelowego stanowią wynik analizy treści statutów wszystkich 386 analizowanych spółek. Informacje odnoszące się do realizacji uprawnień przez zarządy poszczególnych spółek zaczerpnięto z bieżących i okresowych raportów spółek publikowanych w systemie ESPI, zamieszczanych przez wirtualne serwisy o charakterze finansowym, przede wszystkim Bankier.pl [<http://www.bankier.pl/inwestowanie>] i StockWatch [<http://www.stockwatch.pl>] oraz ze stron internetowych samych spółek. Dane finansowe spółek, które przeprowadziły emisję akcji w ramach kapitału docelowego, pochodzą z ich raportów okresowych zawierających kwartalne sprawozdania jednostkowe.

Korzystanie z wielu źródeł związane było nie tylko z poszukiwaniem różnego typu informacji, ale wynikało również z konieczności konfrontowania danych. Pogłębiona analiza danych na każdym etapie ujawniała bowiem nieścisłości, a niekiedy wręcz sprzeczności w informacjach dotyczących poszczególnych podmiotów. Problem pogłębiały także zmiany nazw spółek oraz pojawianie się spółek o nazwach takich samych, jak firmy spółek wycofanych wcześniej z notowań. Rozwiązaniem w tym przypadku okazało się posługiwanie się numerami ISIN, nadawanymi przez KDPW dematerializowanym papierom wartościowym.

### **3.1. Charakterystyka spółek z uchwalonym kapitałem docelowym**

Na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie na koniec 2011 r. notowane były akcje 386 spółek krajowych. Spółki te charakteryzowało dość duże zróżnicowanie pod względem takich cech, jak wielkość, długość okresu notowań akcji spółki, a także struktura własności i kontroli. W 115 spółkach (co stanowi około 30% całej populacji) w statutach znalazły się zapisy przyznające zarządom prawo do emisji akcji w ramach kapitału docelowego. Analiza powiązań między występowaniem tego uprawnienia a cechami spółek publicznych pozwoliła na ustalenie, że w 2011 r. było ono najczęściej uchwalone w spółkach niewielkich i takich, w których największym akcjonariuszem był inwestor indywidualny. Pozostałe badane czynniki, ta-

kie jak czas notowań akcji na rynku regulowanym, stopień koncentracji własności i kontroli oraz liczba akcjonariuszy notyfikowanych, nie miały statystycznie istotnego związku z decyzją o udzieleniu zarządowi uprawnień w zakresie emisji akcji<sup>1</sup>.

### **3.2. Charakterystyka spółek przeprowadzających emisję akcji w ramach kapitału docelowego**

Przyznawanie zarządowi spółki prawa do emisji akcji w ramach kapitału docelowego stanowi opcję w tym sensie, że daje możliwość przeprowadzenia takiej emisji, nie stwarza natomiast takiego obowiązku. Badanie raportów bieżących i okresowych wszystkich 115 spółek, które na koniec 2011 r. miały w swoich statutach zapisy upoważniające zarządy do emisji akcji w ramach kapitału docelowego, wykazało, że tylko w około 10% z nich (w 12 spółkach) doszło do realizacji tego uprawnienia. W czterech spółkach emisja w ramach kapitału docelowego obejmowała po dwie serie akcji, jednak w dwóch z nich były one przeprowadzane w bliskiej odległości czasowej i na takich samych warunkach, dlatego w analizie potraktowano je jako jedną łączną emisję. Biorąc pod uwagę niewielką liczbę zaobserwowanych przypadków, zdecydowano się na odejście od analizy statystycznej i wykorzystanie metody analizy przypadków z uwzględnieniem niektórych miar statystyki opisowej.

Spółki, w których wyemitowano akcje w ramach kapitału docelowego, charakteryzowały się mniejszą wartością rynkową i mniejszym jej zróżnicowaniem niż ogół spółek notowanych na GPW. Ich średnia wartość rynkowa według stanu na 31.12.2011 r. wyniosła 246,69 mln zł (mediana 184,24 mln zł), podczas gdy średnia wartość dla całej badanej populacji była równa 1152,31 mln zł (mediana 89,73 mln zł). Analizowane spółki nie tylko miały stosunkowo niewielkie rozmiary, ale były też dość młode z punktu widzenia stażu na giełdzie. Średni czas notowań ich akcji na koniec 2011 r. wynosił nieco ponad 5 lat, przy niemal 8 latach dla całej zbiorowości, a mediana osiągnęła wartość przekraczającą 4 lata (nieco ponad 6 lat dla całej populacji). Znalazły się jednak wśród spółek przeprowadzających emisję akcji w ramach kapitału docelowego także podmioty o bardzo krótkim (0,5 roku) i długim (14 lat) stażu na GPW.

Pod względem innych analizowanych cech spółki, w których dokonano tego typu emisji akcji, były jeszcze bardziej zróżnicowane. Biorąc pod uwagę branżę, w jakiej prowadzona była podstawowa działalność

<sup>1</sup> Więcej na ten temat zob. [Adamska, 2015].

przedsiębiorstwa, można je podzielić na trzy grupy: pięć spółek należało do sektora przemysłowego, trzy do finansowego a cztery do sektora usług. W różny sposób kształtowały się też stosunki własnościowe w tych spółkach. W sześciu przypadkach akcjonariuszem o największym udziale w kapitale spółki było przedsiębiorstwo, w czterech inwestor indywidualny, a w dwóch instytucja finansowa. Również udział tego akcjonariusza w głosach kształtował się na bardzo różnym poziomie – od 15,54% do 74,63% przed emisją akcji w ramach kapitału docelowego.

W sytuacji przedstawionej heterogeniczności spółek rodzi się pytanie – czy przeprowadzona przez nie emisja akcji w ramach kapitału docelowego nosiła znamiona lewarowania kontroli i czy było tak we wszystkich przypadkach, czy tylko w niektórych?

### **3.3. Charakterystyka emisji akcji w ramach kapitału docelowego**

Zgodnie z istniejącym stanem prawnym emisja akcji w ramach kapitału docelowego, podobnie jak inne rodzaje emisji akcji, może odbywać się w drodze oferty zamkniętej, otwartej i prywatnej. We wszystkich zidentyfikowanych przypadkach emisji akcji w ramach kapitału docelowego emisje miały charakter ofert kierowanych do wybranych grup inwestorów. W odniesieniu do niektórych spółek mimo zachowania najwyższej staranności nie można było na podstawie publikowanych informacji ustalić, kim byli ci inwestorzy. W sytuacji bowiem, gdy objęcie akcji nie powodowało powstania obowiązków notyfikacyjnych u nabywców tych walorów, informacja ze spółki najczęściej ograniczała się do komunikatu o skierowaniu emisji „do wybranych inwestorów”. W pozostałych przypadkach stwierdzono, że emisja kierowana była do członków zarządu, rady nadzorczej bądź akcjonariusza dominującego, zdarzyły się także emisje kierowane do zarządów podmiotów powiązanych kapitałowo.

Skala emisji akcji w ramach kapitału docelowego była niewielka – tylko w trzech przypadkach przyrost liczby akcji przekroczył 10%, a tylko w jednym z nich zbliżył się do maksymalnego ustawowego poziomu 75%. W pięciu spółkach pozyskany w ten sposób kapitał nie stanowił nawet 1% kapitału własnego, a w dwóch dalszych był niższy niż 2%. Należy jednak odnotować, że w pięciu spółkach ta forma emisji przyczyniła się do znacznego wzrostu wartości księgowej spółki, z czego w jednej o prawie 50%, a w drugiej nawet o ponad 83%. Szczegółowe dane dotyczące warunków emisji w ramach kapitału docelowego zawiera tablica 1.

**Tablica 1. Warunki emisji akcji przeprowadzanych w ramach kapitału docelowego w latach 2011–2013**

Spółka (nazwa skrótowa) /serie akcji	Przyrost liczby akcji	Przyrost wartości spółki na skutek emisji	Cena emisyjna akcji /wartość nomi- nalna	Cena emisyjna akcji /wartość księgo- wa	Naby- wany udział we własno- ści	Wno- szony wkład kapita- łowy	Współ- czynnik lewaro- wania ekono- miczne- go
Celtic /D	0,2221%	0,0020%	1,0	0,01	0,2216%	0,0020%	108,71
Celtic /F	0,5795%	0,0056%	1,0	0,01	0,5762%	0,0056%	102,94
TOYA /F	0,2510%	0,0174%	1,0	0,07	0,2504%	0,0174%	14,39
TOYA /E	0,2510%	0,0214%	1,0	0,09	0,2504%	0,0214%	11,69
DOMDEV	0,4486%	0,1967%	14,9	0,44	0,4466%	0,1963%	2,28
06MAGNA	29,6297%	13,0273%	2,3	0,44	22,8572%	11,5258%	1,98
ERBUD	0,2886%	0,1706%	110,0	0,59	0,2878%	0,1703%	1,69
BIOTON	1,8588%	1,5720%	1,0	0,85	1,8249%	1,5477%	1,18
FON	0,5208%	0,5003%	1,8	0,96	0,5181%	0,4979%	1,04
GKI / I i J	74,7711%	83,8346%	8,6	1,12	42,7823%	45,6033%	0,94
FERRO	1,0736%	1,3245%	8,5	1,23	1,0622%	1,3072%	0,81
KREC / H i J	7,5579%	12,1626%	48,0	1,61	7,0268%	10,9127%	0,64
Impel	5,8735%	12,8931%	5,0	2,20	5,5477%	11,4206%	0,49
PCC	14,8004%	49,9506%	4,4	3,37	12,8923%	33,3114%	0,39

Źródło: Opracowanie własne.

Z punktu widzenia sposobu realizacji uprawnień zarządu do emisji akcji w ramach kapitału docelowego ważnym elementem jest cena emisyjna. W pasywach bilansu wykazywana jest ona w dwóch częściach. Wartość nominalna akcji kształtuje kapitał zakładowy, natomiast ewentualna nadwyżka ceny emisyjnej nad wartością nominalną wpływa na kapitał zapasowy, przy czym oba te rodzaje kapitału stanowią części składowe kapitału własnego spółki. Kodeks spółek handlowych stanowi, że cena emisyjna nie może być niższa od wartości nominalnej, nie wyznacza jednak żadnego górnego pułapu tej ceny. Przepisy dotyczące ceny emisyjnej nie odnoszą się natomiast do wartości księgowej akcji, co jest związane z tym, że z mocy prawa funkcję ochrony wierzycieli przypisuje

się kapitałowi zakładowemu, a nie całemu kapitałowi własnemu<sup>2</sup>. Udział akcjonariusza w kapitale własnym obliczany jest na bazie kapitału zakładowego, na który składa się suma wartości nominalnych wszystkich wyemitowanych przez spółkę akcji [Ksh, art. 360 § 1], niezależnie od ceny emisyjnej, jaka została przez niego zapłacona. Kształtowanie poziomu ceny emisyjnej akcji może być zatem elementem świadomego wpływania na docelową strukturę kontroli w spółce, w tym sensie, że umożliwia sprzedawanie akcji (a zatem i praw głosu w nich inkorporowanych) po różnych cenach, w zależności od tego, kim jest nabywca.

Porównanie wielkości wskaźników relacji ceny emisyjnej do wartości nominalnej i ceny emisyjnej do wartości księgowej w analizowanych przypadkach wskazuje, że emisje przeprowadzane przez zarządy w wyniku realizacji uprawnień do emisji akcji w ramach kapitału docelowego i kierowane do wybranych inwestorów, charakteryzował zazwyczaj preferencyjny poziom cen akcji. O ile bowiem ta pierwsza relacja tylko w trzech spółkach osiągnęła ustawowe minimum (1,0), a w pozostałych przypadkach była na poziomie kilku, kilkunastu, kilkudziesięciu, a nawet ponad stu, to ta druga już tylko w pięciu przypadkach nie była niższa od 1,0. Oznacza to, że tylko w tych pięciu przypadkach nie następowało przejście części zakumulowanego kapitału dotychczasowych akcjonariuszy przez tych, którzy objęli akcje nowej emisji<sup>3</sup>.

O sile lewarowania kontroli w przypadku emisji akcji świadczy jednak nie sama relacja ceny emisyjnej pojedynczej akcji do jej wartości nominalnej czy księgowej, lecz wielkość nabywanego udziału we własności spółki w stosunku do wnoszonego wkładu kapitałowego. Relację tę można określić mianem wskaźnika ekonomicznego lewarowania kontroli. W sytuacji gdy nowa emisja akcji ani nie powoduje faworyzowania nabywców nowych akcji kosztem dotychczasowych akcjonariuszy, ani ich nie defaworyzuje, wskaźnik ten powinien wynosić 1 (w praktyce rzadko będzie on dokładnie równy tej wartości ze względu na występowanie innych zmiennych wpływających na jego kształtowanie). Im większa jest wartość wskaźnika ekonomicznego lewarowania kontroli, tym większe korzyści odnoszą nabywcy akcji nowej emisji, i odwrotnie – czym mniejsza od jedności jest wartość tego wskaźnika, tym nabywcy tych akcji

<sup>2</sup> O tym, że jest to zasada powodująca liczne patologie, można przeczytać m.in. w: [Postrach, 2014].

<sup>3</sup> Mechanizm przejmowania wartości przez „starych” akcjonariuszy kosztem „nowych” został przedstawiony w odniesieniu do IPO w: [Dudycz, 2013, s. 91–123].

wnoszą większy wkład kapitałowy w stosunku do uzyskiwanego stopnia partycypacji we współwłasności spółki.

Obliczenie wskaźnika ekonomicznego lewarowania kontroli w przypadku każdej analizowanej emisji przeprowadzonej w ramach kapitału docelowego wymagało wcześniejszego wyznaczenia wartości poszczególnych składowych tego wskaźnika. Nabywany udział we własności został obliczony według wzoru: liczba akcji nowej emisji/łączna liczba akcji po emisji; a wartość wkładu kapitałowego według wzoru: wartość wpływów brutto z emisji/księgowa wartość spółki po rejestracji podwyższenia kapitału. Uzyskane wyniki wskazują, że w 2/3 przeprowadzonych emisji (czyli w 9 przypadkach na 14) emisja kapitału docelowego przyniosła nabywcom korzyści w postaci nieproporcjonalnego wzrostu udziału we własności w stosunku do wniesionego wkładu kapitałowego. Siła osiągniętego w ten sposób lewarowania kontroli była różna: od niewiele przekraczającego 1 do ponad 100. Należy zauważyć, że cztery najwyższe wartości wskaźnika ekonomicznego lewarowania kontroli wystąpiły w przypadku stosunkowo niewielkich pakietów akcji – były to po dwie emisje przeprowadzane w dwóch spółkach. W pierwszej z nich (wartość wskaźnika lewarowania dla każdej z emisji przekroczyła 100) nabywcy łącznie objęli niespełna 1% akcji spółki, w drugiej zaś (wartość wskaźnika lewarowania przy każdej emisji przekroczyła 10) łączny udział nabywców był jeszcze mniejszy i wyniósł około 0,5%. Na tle tych skrajnych przypadków jednocyfrowe wartości wskaźnika odnotowane w innych spółkach wydają się niewielkie, jednak nadal znamionują istotne faworyzowanie nabywców akcji emitowanych w ramach kapitału docelowego. Dzieje się tak np. w sytuacji gdy akcjonariusze obejmujący prawie 23% akcji wnoszą dwukrotnie mniejszy wkład kapitałowy (około 11,5%).

Emisje akcji przeprowadzane przez zarząd w ramach kapitału docelowego nie zawsze faworyzują nabywców nowej emisji – w pięciu przypadkach beneficjentami lewarowania kontroli byli właściciele akcji wcześniejszych emisji. W tej grupie tylko jeden przypadek dotyczył niewielkiego pakietu akcji (ok. 1%). W pozostałych spółkach nabywcy obejmowali udziały w wielkości od 5,5% do 42%, wnosząc nieproporcjonalnie większe wkłady kapitałowe – nawet trzykrotnie. Emisje te miały zatem na celu dofinansowanie spółek przy jednoczesnym przekazaniu jak najmniejszego udziału we własności.

## Zakończenie

Przyznanie zarządowi uprawnień do emisji akcji, w tym do określenia istotnych parametrów tych emisji, poszerza zakres władzy zarządu poza tradycyjnie zarezerwowane dla niego prawo kierowania sprawami spółki. Ustawodawca wprowadził więc szereg ograniczeń, mających na celu przede wszystkim ochronę akcjonariuszy będących uczestnikami spółki w momencie przeprowadzenia emisji. Ich istnienie jest istotne w sytuacji wertykalnego konfliktu agencji, jednak jak dowodzą wyniki przeprowadzonych badań nie zapewniają one należytej ochrony akcjonariuszy mniejszościowych w sytuacji horyzontalnego konfliktu agencji. Analiza przeprowadzonych emisji akcji w ramach kapitału docelowego wykazała bowiem, że w większości przypadków odbiegały one w istotny sposób od założeń zasady proporcjonalności. Zazwyczaj beneficjentami lewarowania kontroli byli nabywcy nowych emisji akcji, wnoszący wkłady kapitałowe nieproporcjonalnie małe w stosunku do nabywanych udziałów we własności. Zdarzyły się także sytuacje przeciwne, w których dofinansowanie spółki przebiegało w sposób powodujący przekazanie najmniejszego udziału we własności przez dotychczasowych akcjonariuszy. W każdym z tych przypadków emisja akcji w ramach kapitału docelowego wiąże się z lewarowaniem kontroli. W pierwszym następuje ono na rzecz nabywców akcji, w drugim zaś jego beneficjentami są akcjonariusze dotychczasowi.

## Literatura

1. Adamska A. (2012), *Mechanizmy lewarowania kontroli właścicielskiej w spółkach publicznych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 690, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 51, Szczecin.
2. Adamska A. (2013), *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
3. Adamska A. (2015), *Docelowe podwyższenie kapitału jako narzędzie zarządzania strukturą kapitału w spółkach publicznych*, w: *Struktura kapitału w przedsiębiorstwie w warunkach ekspansji, kryzysu i zjawisk upadłościowych*, Grzywacz J. (red.), Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
4. Alchian A. (1996), *Some Economics of Property Rights*, w: *Privatization: Critical Perspectives on the World Economy*, G. K. Yarrow, P. Jasiński (red.), Routledge, London, New York.
5. Aluchna M., Dzierżanowski M., Przybyłowski M., Zamojska-Adamczak A. (2005), *Analiza empiryczna relacji między strukturami nadzoru kor-*

- poracyjnego a wskaźnikami ekonomicznymi i wyceną spółek notowanych na GPW, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk.
6. Barca F., Becht M. (2001), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, New York.
  7. Cronqvist H., Nilsson M. (2003), *Agency Costs of Controlling Minority Shareholders*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, Vol. 38, No. 4.
  8. Dudycz T. (2013), *Działalność inwestycyjna spółek debiutujących na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Wrocławskiej, Wrocław.
  9. Dyck A., Zingales L. (2002), *Private benefits of control: An international comparison*, NBER Working Paper 8711, Cambridge.
  10. Dzierżanowski M. (2003), *Ewolucja struktury własności i kontroli polskich korporacji – obraz modelu polskiego rynku kapitałowego i systemu corporate governance*, w: *Finanse przedsiębiorstwa wobec procesów globalizacji*, Pałłowicz L., Wierzbica R. (red.), Gdańska Akademia Bankowa, Gdańsk.
  11. <http://www.bankier.pl/inwestowanie>
  12. <http://www.stockwatch.pl>
  13. Kidyba A. (2011), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, t. 2, wyd. 8, Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
  14. Maciąg M. (2012), *Konstrukcja kapitału docelowego w prawie polskim na tle wybranych praw obcych*, C.H. Beck, Warszawa.
  15. Postrach K. (2014), *Problem ukrytych aportów w spółkach publicznych*, „Studia Prawno-Ekonomiczne”, t. 91, nr 2.
  16. Radwan A. (2004), *Prawo poboru w spółce akcyjnej*, C.H. Beck, Warszawa.
  17. Renneboog L. D. R. (2007), *Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels Stock Exchange*, w: *Corporate Governance and Corporate Finance: A Europe Perspective*, van Frederikslust R. A. I., Ang J. S., Sudarsanam P. S. (red.), Routledge, New York.
  18. *Report on the Proportionality Principle in the European Union* (2007), ISS Europe, ECGI, Shearman & Sterling, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/shareholders/indexb\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm), dostęp dnia 10.12.2009.
  19. Rodrigues U. (2011), *Corporate Governance in an Age of Separation Ownership from Ownership*, „Minnesota Law Review”, Vol. 95.
  20. Shleifer A., Vishny R. W. (1986), *Large Shareholders and Corporate Control*, „Journal of Political Economy”, Vol. 94, No. 3.

21. Urbanek P. (2011), *Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli (na przykładzie polskich spółek publicznych)*, „Zeszyty Naukowe”, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Kraków, nr 9.
22. Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Ksh), t.j. Dz. U. z 2013 r. poz. 1030 z późn. zm.

## Streszczenie

Instytucja kapitału docelowego jest w polskiej praktyce rynkowej stosunkowo nowa. Pozostawienie zarządowi swobody w zakresie wyboru momentu przeprowadzenia emisji akcji, określenia podmiotów, które akcje te obejmą, oraz ustalenia terminu i formy wpłat za akcje, oznacza przyznanie mu części uprawnień walnego zgromadzenia akcjonariuszy. Może to rodzić pokusę nadużycia i grozić transferem kontroli nad spółką w ręce wybranych przez zarząd podmiotów. Przewidując takie zagrożenie, ustawodawca zawarł w Kodeksie spółek handlowych szereg ograniczeń swobody decyzyjnej zarządu w tym zakresie. Ograniczenia te nie zmniejszają jednak w żaden sposób możliwości wykorzystania kapitału docelowego jako instrumentu lewarowania kontroli przez akcjonariuszy większościowych.

W artykule przedstawiono wyniki badania przeprowadzonego na zbiorowości polskich spółek publicznych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, które miały dostarczyć odpowiedzi na pytanie o częstotliwość i sposób korzystania z instytucji prawnej, jaką jest emisja akcji w ramach kapitału docelowego. Badanie obejmowało trzy etapy. W pierwszym na podstawie analizy statutów zidentyfikowano spółki, w których uprawnienie to zostało przyznane zarządowi. W drugim etapie wyselekcjonowano spółki, w których zostało ono przez zarząd zrealizowane. A w trzecim dokonano analizy parametrów emisji, z wykorzystaniem autorskiego wskaźnika stopnia lewarowania kontroli.

## Słowa kluczowe

konflikt agencji, rynek kapitałowy, spółka publiczna, zasada proporcjonalności

## Authorised capital as an instrument for the leveraging of control over company (Summary)

The institution of authorised capital is relatively new on the Polish market. Giving the management board the discretionary power to choose a date for the share issue, and to determine both the entities that will acquire shares and the timing and a form of payment for the shares, means that the board gains some of the competence of the general meeting of shareholders. This may give rise to moral hazard and pose a risk of transferring control over the company into the hands of the entities selected by the management board. Anticipating such a threat, the

legislature has into the Commercial Companies Code a number of restrictions on decision-making freedom of the management board in this area. However, these restrictions do not reduce, in any way, the possibility of using authorised capital as a tool to leverage control by majority shareholders.

The paper presents the results of a study on the population of Polish public companies listed on the Warsaw Stock Exchange, which provided answers to the questions about frequency and the way of using authorized capital. The study consisted of three stages. In the first one, companies in which this prerogative was granted to the board., were identified, based on the analysis of the articles of association. In the second one, companies in which this right had been executed by the management were selected. Then the issue parameters were analyzed with the help of the author's indicator of the degree of leverage control.

### **Keywords**

agency conflict, capital market, public company, proportionality principle