

Janusz Zawiła-Niedźwiecki

Niektóre klasyczne problemy akcjonariatu spółek publicznych

Wiosna każdego roku jest okresem spektakularnego starcia na rynku kapitałowym drobnych, indywidualnych akcjonariuszy ze znaczącymi, przeważnie instytucjonalnymi. Miejscami batalii są ważne zgromadzenia spółek, a ich bezpośrednim przedmiotem podział zysku i wielkość dywidendy. Problem ten, jeśli się głębiej zastanowić, dotyczy najbardziej elementarnych praw obywatelskich i stanowi o generalnym ładzie ekonomicznym, także w aspekcie zaufania przeciętnych ludzi do porządku prawnego i państwa stojącego na jego straży. Rzecz bowiem w tym, że u źródeł wszelkiego kapitału leży własność indywidualna, choć w praktyce gospodarczej jest ona przenoszona i kumulowana w rozmaity sposób (lokaty bankowe, lokaty inwestycyjne itd.). Także w kapitale akcyjnym spółek w znaczącym stopniu pojawia się tylko w tle, bo bezpośrednimi akcjonariuszami są częstokroć inne spółki czy instytucje finansowe. W ocenach ekonomistów inwestorom instytucjonalnym przypisuje się zazwyczaj bardziej stabilizujący wpływ na rozwój spółek niż inwestorom indywidualnym. U tych drugich częstokroć dostrzega się dążność do korzyści krótkoterminowych, co oczywiście odbiera spółkom pewną ilość środków, które można by przeznaczyć na kolejne inwestycje. Już jednak każdy prawnik podkreśli, że inwestor ma oczywiście, uzasadnione jego wkładem finansowym, oddanym swego czasu do dyspozycji spółki, prawo do korzyści, która powinna być sprawiedliwą zapłatą za wkład, ryzyko i zaufanie. Na tym tle warto zauważyć, że **w krajach o długoletnich tradycjach gospodarki kapitalistycznej, po okresach akceptacji dla przewagi akcjonariatu instytucjonalnego jako wyższej formy rozwoju ustroju, następuje powrót może nie aż do wczesnoindustrialnych źródeł prawnych, ale przynajmniej do ponownego dostrzegania ważnej i pozytywnej roli drobnych udziałowców.**

Jak wiadomo, cechą spółek akcyjnych jest rozproszenie prawa własności. Z punktu widzenia pojedynczych posiadaczy akcji oznacza to jednak, że prawo to jest przeważnie iluzoryczne. Ktoś, kto w swym portfelu ma kilka, kilkanaście czy kilkadziesiąt akcji z kilkuset tysięcy czy kilku milionów, z jakich składa się kapitał akcyjny spółki, nie może w praktyce o niczym decydować. Z drugiej zaś strony przy dużym rozproszeniu własności, tj. wielkiej liczbie takich drobnych posiadaczy, nawet kilkunastoprocentowy udział może stanowić pakiet

kontrolny. Groźba opanowania spółki przez zaledwie jednego lub kilku akcjonariuszy jest właśnie tym większa, im znaczniejsze jest rozdrobnienie i rozproszenie kapitału akcyjnego. Również w Polsce mamy tego przykłady, zwłaszcza przy podejmowaniu decyzji o wypłacie i wysokości dywidendy, którą głównie przecież zainteresowani są drobni inwestorzy. I chociaż z ich strony nie można oczekiwać zbyt wyrafinowanego myślenia strategicznego, bo oczekują oni korzyści krótkoterminowych, to z pewnością nie można posądzać ich o obojętność wobec szans rozwoju spółki, której akcjami dysponują. Nawet bez głębszego rozumienia zjawisk ekonomicznych, z perspektywy swego portfela, chcą oni powodzenia spółki, rynkowego wzrostu wartości akcji, a obok tego jak największego zysku, który jest zapowiedzią wysokiej dywidendy. **Zabieganie o drobnych inwestorów oraz ochrona ich interesów jest więc w gruncie rzeczy gwarancją najbardziej podstawowych interesów spółki, mimo że inwestorzy tacy nie są ekonomistami, lecz odwrotnie – przeważnie wręcz laikami. Równocześnie troska o nich jest wyrazem godnego wymiaru praw obywatelskich.** Brak szacunku dla roli drobnych właścicieli w rozwiniętych krajach kapitalistycznych doprowadził w przeszłości do wielu wynaturzeń. Dopiero wtedy powrócono do działań, które miały przywrócić im właściwą pozycję w gronie właścicieli. **W Polsce odnosi się często wrażenie, że zanim proces uwłaszczenia społeczeństwa dobiegł końca, już biorą górę tendencje, by przez znaczący udział tzw. inwestorów strategicznych ograniczyć stopień przekształcania spółek w rzeczywiście publiczne.** Niewątpliwie daje to szansę prawdziwie dynamicznego i kapitałowo bezpiecznego rozwoju tych spółek. Z drugiej jednak strony rodzi wspomniane potencjalne zagrożenia oraz realnie ujmuje formalnych praw drobnych udziałowców. Problem nie jest banalny, sięga filozoficznych podstaw konstytucjonalizmu. Nawet jeśli ochrona takich wartości jest bieżąco kosztowna, bo zmniejsza korzyści przynoszone przez autokratyczne formy zarządzania, to opłaca się w skali strategicznej. Zawsze bowiem warto bronić praworządności, podmiotowości człowieka czy godności ludzkiej. Szacunek dla prawa w ogóle, dla praw naturalnych, takich jak sztandarowe: równość, wolność i braterstwo, jest w przypadku każdego z nas wyrazem szacunku dla samego siebie. Proust napisał, że

człowiek przecenia swój kraj, swoje miasto, swoją ulicę, swój dom, swoich bliskich, bo jest to sposób na przecenianie samego siebie, ale *a rebours* można tak powiedzieć właśnie o szacunku dla innych i dla siebie samego.

Świat drogą doświadczeń obmyślił pewne formy wzmocnienia drobnego akcjonariatu, a przez to zrównoważenia znaczenia obu grup własności. W USA aż po lata 30. bieżącego stulecia drobni akcjonariusze nie poczuli się do realnego posiadania części przedsiębiorstwa. Akcja była dla nich tylko papierem o wartości, którą określały notowania giełdowe. Dla gremiów kierowniczych spółek, które częstokroć pozostawały w szczególnych, rodzinnych powiązaniach, biorących się z historii tych spółek, jako że powstawały one z uprzednich rodzinnych przedsięwzięć, zgromadzenia akcjonariuszy były wyłącznie czysto formalną realizacją wymogów prawnych, odartą z realnego znaczenia. **Przełomu dokonało postawienie w 1932 roku przez adwokata Lewisa Gilberta, drobnego udziałowca spółki New York City's Consolidated Gas Co, jej zarządowi listy pytań o szczegółowe wyniki ekonomiczne.** Po pierwszej odmowie niezłomny mecenas rozpoczął kampanię na rzecz realizacji swych praw. Gdy zmarł w 1993 roku, był już uważany za jedną z historycznych postaci, bojownika o najbardziej elementarne prawa obywatelskie, do czego tak przywiązane jest amerykańskie społeczeństwo. **Za efekt jego konsekwentnej walki, bardzo profesjonalnej, choć pozbawionej spektakularnych działań, uważa się współczesne uregulowania prawne amerykańskiej komisji papierów wartościowych (SEC), chroniące interesy drobnych akcjonariuszy w zakresie praw głosu, możliwości występowania o dodatkowe dane o spółce, zasad prowadzenia walnych zgromadzeń, wnioskowania na nich projektów uchwał, obowiązków informacyjnych spółek.**

W roku 1950 popularne nagłośnienie tej problematyki przyniósł film „*The Solid Gold Cadillac*”, wyświetlany z powodzeniem we wszystkich stanach. Miał on swój udział w powstaniu ruchu reprezentującego interesy drobnych inwestorów, prowadzącego w pierwszym okresie serię manifestacyjnych wystąpień w trakcie walnych zgromadzeń słynniejszych spółek oraz w kampaniach prasowych. Pomijając jednak zjawiska happeningowe, problem sprowadza się do kwestii, czy o sprawach strategicznych i najistotniejszych dla każdej spółki mówić należy ze wszystkimi akcjonariuszami, co wyklucza poufność pewnych informacji, czy też w wąskim kręgu głównych właścicieli. **Niewątpliwie wiele jest argumentów za każdym z tych poglądów, a dylemat jest nieomal filozoficzno-moralny: jak pogodzić demokrację i efektywność gospodarczą.** Z kolei groźbę kryjącą się za pełnym zawierzeniem inwestorom strategicznym ilustruje nie tak dawna afera w spółce Saatchi and Saatchi, skrywana przed opinią publiczną oraz ogółem akcjonariuszy przez blisko rok. Również

wewnętrzne kłopoty instytucjonalnych właścicieli danej spółki mają niestety wpływ na przyszłą jej sytuację, podczas gdy niewypłacalność jakiegoś pana Smitha jest w szerszym kontekście zupełnie bez znaczenia.

Z pięćdziesięcioletnich amerykańskich poszukiwań form zabezpieczenia interesów drobnych inwestorów wynika, że **właściwie jedyną możliwością bezpośredniego ich udziału w decyzjach o spółce stwarzają posiedzenia walnych zgromadzeń akcjonariuszy, w ich zaś trakcie ocena dokonań, wytyczanie planów i decyzje personalne co do kierownictwa.** Trudno bowiem wyobrazić sobie, aby energia spółek mogła rozprasać się na bieżące indywidualne kontakty z każdym cząstkowym właścicielem.

Stosunkowo duże rozproszenie akcjonariatu w USA jest zjawiskiem nietypowym pośród czołowych krajów świata, a wartym szczególnego podkreślenia. W tak znanej spółce, jak General Motors nie ma właściwie znaczących udziałowców. Pięciu największych posiada razem niecałe 6% akcji, dwudziestu pięciu raptem 14%. Oznacza to, że nikt z nich nie ma przeważającego wpływu na działalność GM. Podobna sytuacja ma miejsce w większości spółek amerykańskich. Odwrotne przypadki Coca-Coli czy Salomon Brothers nie są częste. Znaną konsekwencją takiego faktu jest silna pozycja zarządów i stosunkowo przypadkowy skład rad nadzorczych, słabo osadzonych w środowisku akcjonariuszy. To z kolei jest źródłem licznych koncepcji wiązania i motywowania kierownictwa wysokiego szczebla zgodnie ze strategicznymi i bieżącymi interesami spółki, od metody wynagradzania w akcjach począwszy.

Generalnie w USA obserwuje się rosnącą koncentrację akcji tylko w rękach funduszy ubezpieczeń wzajemnych, które w 1994 roku miały w swym posiadaniu 11% akcji notowanych na giełdach spółek amerykańskich, wartości 718 miliardów dolarów, oraz w rękach funduszy emerytalnych, które posiadały w tym czasie 30% akcji o wartości 1 814 miliardów dolarów. Znamienne, że fundusze te nie korzystają z możliwości delegowania przedstawicieli do rad nadzorczych. W nomenklaturze proponowanej przez profesora Marka Roe z uniwersytetu Columbia tacy inwestorzy są określani mianem instytucjonalnego akcjonariatu zewnętrznego (jeszcze słuszniejsze byłoby nazwanie go pasywnym). Akcjonariatem wewnętrznym (a może aktywnym) są te instytucje, które czynią użytek z praw wynikających z posiadania akcji i, zwłaszcza poprzez swych przedstawicieli w radach nadzorczych, bezpośrednio wpływają na zarządzanie spółkami. Oznacza to jednak, że ci z inwestorów instytucjonalnych, którzy ingerują w zarządzanie spółką, są oczekiwaniami zbliżeni do drobnych akcjonariuszy i myślą raczej o korzyściach krótkoterminowych.

Przedstawiony powyżej obraz odnosi się do kraju, który nie tylko jest Mekką współczesnego kapitalizmu, ale i w którym akcjonariat indywidualny, realizowany w formie bezpośredniego inwestowania



w akcje, stanowi wciąż znaczącą część kapitału spółek. Cechy takie, związane z amerykańskim indywidualizmem, kontrastują z charakterystyką akcjonariatu spółek niemieckich, które znajdują się jakby na przeciwnym biegunie, bowiem indywidualni inwestorzy stanowią w nich zaledwie 6% ogółu udziałowców. Na przykład w spółce Daimler-Benz pięciu największych udziałowców posiada prawie 74% akcji. Może dzięki temu, nawet w USA, niemieckie spółki cieszą się opinią najstabilniejszych. Ma w nich bowiem miejsce bardzo wyraźne rozgraniczenie pomiędzy kompetencjami zarządu a rady nadzorczej oraz poszukiwanie trwałego porozumienia z reprezentacją załogi. Dotąd nie poruszyłem jeszcze tego tematu, który jest problemem żywym, niekiedy wręcz bolączką, dla każdej spółki występującej przecież także w roli pracodawcy, a więc zmuszonej do uwzględniania interesów podnoszonych przez organizacje syndykalne. **W przypadku niemieckim, po części z uwagi na narodowe tradycje etosu pracy, udział związków zawodowych w organizacji spółek ma cechy wyraźnie pozytywne i dlatego jest przedmiotem zazdrośnych analiz zagranicznych. Pozornym paradoksem jest to, że w Niemczech spółka akcyjna odznacza się silnymi wpływami pracowniczymi przy słabości indywidualnego akcjonariatu.** Po głębszym zastanowieniu widać jednak, że obie cechy wywodzą się z tej samej narodowej skłonności do działań zbiorowych. Logicznie wspólgra z tym fakt, że fundusze emerytalne, odgrywające w krajach anglosaskich rolę motoru kapitałowego postępu jako inwestorzy instytucjonalni, w Niemczech bezpośrednio wpływają na ekonomiczne możliwości spółek akcyjnych, gdyż są przenoszone w formie stosownych odpisów na osobne konta, nadal pozostające w dyspozycji spółek.

Przy nikłym udziale inwestorów indywidualnych, akcjonariat spółek niemieckich stanowią towarzystwa ubezpieczeniowe, inne spółki akcyjne, inwestorzy zagraniczni, a nade wszystko banki. Te ostatnie pełnią w otoczeniu spółek akcyjnych tak wiele ról, że ostatnio coraz częściej budzi to zastrzeżenia wobec wyraźnego zdominowania przez nie także sfery zarządzania, co już wykracza poza naturalne ich predyspozycje. Banki udzielają kredytów, są akcjonariuszami, desygnują członków rad nadzorczych, są depozytariuszami akcji i obligacji powierzanych przez drobnych akcjonariuszy. Ta ostatnia rola upoważnia je automatycznie, w myśl prawa niemieckiego, do występowania na walnych zgromadzeniach w charakterze reprezentantów akcjonariuszy, którzy zdeponowali w danym banku swe akcje. W 1994 roku spowodowało to, że banki miały na walnych zgromadzeniach z reguły ponad 80% głosów. Stąd wiadomo, kto rządzi dziś gospodarką niemiecką. W zamierzeniach ustawodawcy takie przepisy miały pogłębić nadzór nad zarządami spółek i dopingować je do większej efektywności. Instytucje finansowe i banki, wpływając na zarządzanie spółkami, z racji swych wewnętrznych doświadczeń, optują za spokojnym, długofalowym rozwo-

jem. Rzeczywiście jest to zbawienne dla wielu sektorów gospodarki. Dla innych jednak, zwłaszcza w dziedzinach charakteryzujących się szybkim rozwojem technologii, jak na przykład w przemyśle elektronicznym, nie zabezpiecza to potrzeb krótkoterminowych, które akurat w takiej branży są tożsame ze strategicznymi. Wobec wymienionej mnogości ról, banki wydają się tracić obiektywizm ekonomiczny, a spółki niezależność. Co ciekawe, dotąd w oczach ekspertów amerykańskich system niemiecki idealnie rozgraniczał funkcje zarządów i rad nadzorczych, zapewniając zdrowy rozwój organizmu spółki i bezpieczny sen akcjonariuszy. W dodatku gwarantowany udział przedstawicieli załogi w radach nadzorczych neutralizował roszczenia pracownicze. Wiarę w słuszność takiego modelu podważyły jednak głośne w 1994 roku afery spółek Metallgesellschaft i Schneider, których zarządy, nadużywając uprawnień, przez wiele miesięcy ukrywały fakty ogromnych strat. Wydaje się więc obecnie, że również model niemiecki naznaczony jest niemocą pochodzącą z nadmiernego kumulowania rozmaitych, co do źródeł prawnych, uprawnień inwestorów instytucjonalnych. Wychodzi bowiem na to, że prawa własności pochodzące z akcji, formalnie przynależne milionom obywateli, stały się narzędziem w rękach kilkudziesięciu banków. Dyskutuje się więc obecnie nowe koncepcje ochrony interesów drobnych akcjonariuszy, a wśród nich kodeks dobrego postępowania spółek emitentów, ograniczenie praw głosu banków i towarzystw ubezpieczeniowych na walnych zgromadzeniach (prawne wprowadzenie wspomnianej kategorii akcjonariuszy zewnętrznych), jawność wielkości udziałów przekraczających wyznaczoną granicę, ograniczenie liczby głosów i miejsc w radach nadzorczych.

Powyższe rozważania prowadzą do niepokojącego obrazu, w którym nieomal niemożliwa jest obrona drobnego akcjonariusza – socjalnej ówieczki przed kapitałem instytucjonalnym – krwiożerczym wilkiem. Cóż, żyjemy w świecie, w którym maksyma „małe jest piękne” dobrze brzmi już tylko w książkach dla dzieci. Pociuszające jest jednak to, że **najbardziej nawet wykorzystywany indywidualny inwestor jest tak naprawdę jedynym źródłem realnego kapitału. W pojedynkę nie stanowi żadnej siły, tę daje mu dopiero solidarność z jemu podobnymi. Sprawdzone w świecie metodą upomnienia się o należne prawa jest jednocześnie się w stowarzyszeniach akcjonariuszy poszczególnych spółek i występowanie mocą zjednoczonych akcji tak w trakcie walnych zgromadzeń akcjonariuszy, jak i przez zapewnienie swym przedstawicielom miejsc w radach nadzorczych.** Co też niech ma na uwadze każdy polski inwestor, czerpiący dotąd swe dochody wyłącznie z operacji giełdowych.

Janusz Zawila-Niedźwiecki

Autor jest pracownikiem Instytutu Organizacji Systemów Produkcyjnych Politechniki Warszawskiej i dyrektorem Działu Informatyki Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.