

Główne problemy corporate governance w Europie Zachodniej. Wnioski dla Polski

Dr Marco Becht (European Corporate Governance Network)

(skrót prezentacji na podstawie nagrania; opracowanie: M. Dzierżanowski)

Corporate governance jest przedmiotem publicznej debaty w Europie – poszukiwane są najlepsze rozwiązania i sposób ustosunkowania się do podstawowego dylematu, o którym szerzej za chwilę. Szeroko dyskutowana jest też kwestia kodeksów corporate governance, o których będę szczegółowo mówił w drugiej prezentacji. Także Polska będzie musiała się zmierzyć z tymi tematami, przy czym warto pamiętać, że nikt w Europie, czy nawet na świecie, nie znalazł jednoznacznych i definitywnych rozwiązań. Dlatego też warto zapoznać się, jak poszczególne kraje pozycjonują się w stosunku do podstawowego dylematu corporate governance i jak kształtują się struktury kontroli korporacyjnej w Europie.

Z teorii finansów (zarządzania portfelem) wiemy, że dywersyfikacja jest korzystna i pożądana. Inwestorzy nie powinni alokować wszystkich swoich środków w jedną spółkę, która zawsze może zbankrutować, ale rozpraszać ryzyko posiadając małe udziały w wielu spółkach, także w układzie globalnym. Realizacja tego zalecenia prowadzi do sytuacji rozproszenia własności – w każdej spółce inwestor posiada drobny udział. Mamy wprawdzie bardzo płynny rynek, ale jak zauważyli Bearle i Means (1932) kontrola znajduje się ostatecznie po stronie menedżerów, których nikt nie monitoruje.

Jakie jest rozwiązanie problemu braku kontroli. Oczywisty wydaje się postulat koncentracji kontroli (voting power) w rękach kogoś z akcjonariuszy. Kontrolującym przestają być menedżerowie, a staje się nim podmiot zewnętrzny (ang. outsider) w stosunku do spółki – np. rodzina, tak jak w przypadku BMW. Akcjonariusz dysponujący odpowiednim pakietem akcji kontroluje działalność i decyzje podejmowane przez zarządzających. Rozwiązanie takie niesie jednak dwie negatywne konsekwencje. Po pierwsze, koncentracja ogranicza płynność, która jest bardzo ceniona przez inwestorów finansowych (a tym samym atrakcyjność inwestycyjną rynku kapitałowego danego kraju). Po drugie, podmiot dominujący może nadużywać swojej pozycji angażując się w transakcje z samym sobą (ang. self-dealing), umożliwiające realizowanie korzyści z pominięciem innych, mniejszościowych akcjonariuszy. W celu przeciwdziałania powyższemu ryzyku można ograniczyć możliwości dominującego akcjonariusza, ale wtedy wracamy do punktu wyjścia – tj. sytuacji znacznego rozproszenia, w której żaden podmiot nie kontroluje aktywnie działania spółki.

Tak właśnie wygląda podstawowy dylemat corporate governance – do wyboru mamy dwa rozwiązania, z których każde ma dobre i złe strony. Dylemat ten cały czas pozostaje nierozstrzygnięty – zarówno w Europie jak i w Stanach Zjednoczonych, jakkolwiek wielu ideologicznie argumentuje, że jedno z funkcjonujących rozwiązań jest optymalne. Wiele z krajów europejskich (np. Belgia) nie chce rozbijać skoncentrowanej własności (dominujących akcjonariuszy), jakkolwiek mogłoby to znacząco podnieść płynności rynków kapitałowych funkcjonujących w tych krajach.

Wracając do kwestii monitorowania przedsiębiorstw i efektów danego układu corporate governance. Tak jak wspomniałem, z jednej strony mamy rozproszenie własności – czyli jak zauważyli Bearle i Means separację własności i kontroli. Firmy są operacyjnie kontrolowane przez zarządzających. Zgodnie z argumentacją Bearle i Means korporacje menedżerskie niekoniecznie są prowadzone w najlepszym interesie akcjonariuszy, ale raczej zgodnie z interesami zarządzających. Dyrektorzy stanowiący odpowiednik rady nadzorczej służą najczęściej usankcjonowaniu decyzji menedżerów („yes men”). Inwestorzy nie są reprezentowani w radach, co zresztą z reguły jest zgodne z ich filozofią i polityką inwestycyjną. W przypadku problemów inwestorzy głosują raczej nogami (sprzedają akcje wychodząc z inwestycji) niż korzystają z prawa głosu w celu interwencji. Sposoby przeciwdziałania ryzykom związanym z rozproszeniem własności są następujące: rynek kontroli przedsiębiorstw – czyli tzw. wrogie przejęcia (ang. hostile takeovers), tzw. niezależni członkowie rad dyrektorów (ang. independent directors) oraz inne rozwiązania sprowadzające się do koncentracji kontroli przy niezmiętej strukturze własności.

Koncentracja kontroli pozwala na wybieranie członków rady dyrektorów (rady nadzorczej), którzy mogą wskazywać i odwoływać bezpośrednio zarządzających. Rada nadzorcza ustanawia także wynagrodzenia dla zarządu i może budować odpowiednie systemy motywacyjne. Jeżeli rada nie wywiązuje się należycie ze swoich obowiązków skoncentrowana kontrola powala na jej usunięcie i rekonstrukcję. Powyższe charakterystyki opisują także dobre strony układów z dominującym akcjonariuszem. Oczywiście są także ryzyka, o których mówiłem wcześniej – jak chce La Porta są one bardziej uciążliwe w krajach o słabych systemach prawnych (nieodstateczna ochrona akcjonariuszy i nieskuteczna egzekucja prawa), a więc jak można się spodziewać także w Polsce.

Rozwińmy trochę kwestię możliwości angażowania się w transakcje z samym sobą (ang. self-dealing). Typowy przykład niepożądanych zachowań dominującego akcjonariusza to transfer aktywów poniżej cen rynkowych ze spółki publicznej (notowanej) – częściowo kontrolowanej – do firmy, która jest w pełni kontrolowana (100% własności). W oparciu o doświadczenia czeskiej prywatyzacji, transakcje tego typu określone zostały mianem tunelowania (ang. tunnelling). Szerszy problem związany z występowaniem tego typu transakcji można syntetyzować w określeniu kapitalizm kumpłowski (ang. crony capitalism) – dominujący akcjonariusz transferuje aktywa ze spółki publicznej w ramach zamkniętego układu „przyjaciół”. Jednym z remediów przeciw tego typu transakcjom jest z pewnością przejrzystość (tzw. wymogi ujawnieniowe).

Innym zagrożeniem tradycyjnie podnoszonym w odniesieniu do akcjonariuszy dominujących jest fakt ich siły ekonomicznej i możliwości oddziaływania także na polityków. Ten argument był silnie podnoszony w Stanach Zjednoczonych na przełomie XIX i XX wieku – m.in. w odniesieniu do Rockefellera, który kontrolował wówczas firmę Standard Oil mającą na dodatek pozycję monopolisty. Z tamtego okresu pochodzi m.in. karykatura przedstawiająca Rockefellera jako wszechmocnego przemysłowca, z którego ręki wszyscy się posilają, łącznie z politykami, którzy powinni ograniczać monopolistyczną pozycję jego przedsiębiorstwa. Ostatecznie regulacje antymonopolowe rozbiły siłę Standard Oil zaś Rockefeller stracił kontrolę. Dzięki temu w 1932r. Bearle i Means mogli zauważyć, że kontrola Standard Oil znalazła się w rękach „złych” menedżerów.

Problemy z ryzykami sytuacji kiedy określony podmiot posiada kontrolę operacyjną nad spółką można sprowadzić o pytania kto jest w stanie go kontrolować. Można tutaj sobie wyobrazić całą listę podmiotów, dla których jednak często może występować konflikt interesów (także w przypadku funduszy emerytalnych). Ten konflikt interesów występuje w stosunkowo najmniejszym stopniu w przypadku podmiotów dokonujących wrogiego przejęcia – tzw. najeźdźców (ang. hostile riders). Czystość ich intencji i motywacji – mianowicie chciwość – ma być najlepszą gwarancją maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy.

Jak wyglądają struktury kontroli w Europie? W ramach European Corporate Governance Network przeprowadziliśmy badania w tym zakresie, które teraz próbujemy także rozszerzyć na kraje aspirujące do członkostwa w Unii Europejskiej. Szczegółową analizę umożliwiła dyrektywa w zakresie ujawnień znaczących pakietów akcji (powyżej 5% głosów) w spółkach publicznych – tzw. Transparency Directive. Tam gdzie było to uzasadnione analizę ilościową wzbogaciliśmy o uwarunkowania regulacyjne.

Struktury kontroli dla poszczególnych krajów możemy obserwować na podstawie rozkładów pakietów posiadanych przez pierwszego, największego akcjonariusza w każdej ze spółek. Dla Niemiec około 70% spółek posiada dominującego akcjonariusza, który dysponuje pakietem 50% i więcej głosów na WZA. Obserwujemy także wyraźne zagęszczenie obserwacji przy progach o których mówiłem wcześniej – tj. 25%, 50% i 75% głosów. Kontrola w przypadku niemieckich spółek jest więc znacznie skoncentrowana – liczba podmiotów z rozproszonym akcjonariatem jest niewielka. W odniesieniu do zarysowanego w pierwszej części podstawowego dylematu corporate governance Niemcy wybrali dominującego akcjonariusza rezygnując z płynności rynku kapitałowego. Wbrew powszechnym sądom posiadaczami największych pakietów w niemieckich spółkach nie są wcale banki czy firmy ubezpieczeniowe. W większości przypadków posiadają one udziały mniejszościowe nawet jeżeli są największym akcjonariuszem. Oczywiście banki mogą także wykonywać prawa głosu z akcji zdeponowanych przez swoich klientów (blank proxies). Stosowanie tej zasady w połączeniu z polityką protekcjonistyczną banków uniemożliwiałoby dotychczas wrogie przejęcia niemieckich firm. Przypadek Manesmana stanowi jednak pierwszy i istotny sygnał zmiany w tym zakresie w ramach niemieckiego systemu corporate governance.

Podobne struktury kontroli dla spółek publicznych obserwujemy także dla Austrii, Włoch i Belgii, a także, zgodnie z badaniami przeprowadzonymi przez Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, dla Polski. Zupełnie odmienny od większości krajów europejskich jest natomiast przypadek Wielkiej Brytanii, co zresztą nie może dziwić biorąc pod uwagę chociażby zasadę lewostronnego ruchu ulicznego. Wszystko wskazuje na to, że Wielka Brytania rozwiązała podstawowy dylemat corporate governance inaczej niż ma to miejsce w Europie kontynentalnej – wybierając płynność i „likwidując” udziały dominujące (bloki). Dla przeważającej większości brytyjskich spółek publicznych pierwszy akcjonariusz posiada nie więcej niż 30% głosów na WZA. Dlaczego tak się dzieje? Po pierwsze, zasady notowań ustanowione przez London Stock Exchange (czyli tzw. prawo kontraktowe) prowadzą do ograniczenia siły dominujących akcjonariuszy i zmuszają ich do działania w odniesieniu do spółki na tzw. odległość ramion (arm-length) – co ma skutecznie uniemożliwić występowanie transakcji typu self-dealing. I tak posiadanie pakietu powyżej 30% nie daje akcjonariuszowi prawa do wyboru więcej niż 5 z 12 członków rady dyrektorów, zaś odwołanie pozostałych 7 wymaga każdorazowo większości 2/3 głosów.

Warto zauważyć, że mimo braku tzw. blockholders i znacznego rozproszenia własności w systemie brytyjskim istotną rolę mogą odgrywać koalicje. Wielkość kolejnych pakietów od pierwszego do

czwartego – potwierdza potencjalną siłę połączonych działań. W takim przypadku opisana wcześniej zasada (ograniczenia w zakresie formowania składu rady dyrektorów) może nie mieć praktycznego zastosowania, jakkolwiek prawdopodobieństwo występowania transakcji typu self-dealing jest z pewnością mniejsze z uwagi na zróżnicowanie interesów.

Poza aktywnością inwestorów (koalicje) istotnym mechanizmem kontrolnym w Wielkiej Brytanii są przejęcia. System regulacyjny skutecznie uniemożliwia obronę przed wrogim przejęciem – po zgłoszeniu oferty niemożliwe jest stosowanie agresywnych narzędzi obronnych. Na marginesie, kwestia ta jest obecnie przedmiotem debaty w Parlamencie Europejskim (projekt dyrektywy w sprawie przejęć). W celu ochrony akcjonariuszy mniejszościowych konsolidacja więcej niż 30% głosów danej spółki powoduje konieczność ogłoszenia wezwania w celu odkupienia wszystkich pozostałych akcji. Dlatego też obserwujemy tak mało spółek, w których występuje akcjonariusz posiadający więcej niż 30% głosów. Nawet jeżeli wezwanie nie zakończy się pełnym sukcesem spółki są najczęściej wycofywane z publicznego obrotu.

Regulacje powodujące wycofywanie spółek z publicznego obrotu mogą oczywiście stanowić zagrożenie dla rozwoju rynku kapitałowego, zwłaszcza słabo rozwiniętego. Innym sposobem przeciwdziałania ryzykom występowania dominującego akcjonariusza jest ograniczanie prawa głosu (voting limits). Pośrednio dokonuje się to w Wielkiej Brytanii (patrz zasady kształtowania składu rady dyrektorów). Ograniczenie bezpośrednie polega na wprowadzeniu zasady, iż niezależnie od ilości posiadanych akcji maksymalnie można wykonywać prawo głosu tylko z określonej ilości (np. nie więcej niż 10% głosów na WZA). Rozwiązanie to stanowi w zasadzie powrót do pierwotnych rozwiązań prawa spółek (statutów spółek) – tj. zasady jeden akcjonariusz – jeden głos (one man – one vote). Jest ono przykładowo stosowane dość powszechnie przez największe spółki publiczne (tzw. blue chips) w Hiszpanii. Ograniczanie prawa głosu jest jednak nie zawsze mile widziane. O ile z jednej strony chroni ono akcjonariuszy mniejszościowych przed naruszeniem ich praw, utrudnia ono także dokonywanie przejęć, które także są mechanizmem chroniącym interesy mniejszości.

Warto także zauważyć, że w wielu krajach dopuszcza się odstępstwa od zasady jedna akcja – jeden głos pozwalające na koncentrację kontroli bez koncentrowania własności (cash-flow rights). Przykładowo w Niemczech dopuszczalna jest emisja akcji bez prawa głosu (non-voting stocks) – dobrym przykładem jest tutaj Porsche, gdzie kontrola jest w 100% skoncentrowana w rękach rodziny, podczas gdy 50% własności pozostaje rozproszone między innych inwestorów. Innym narzędziem umożliwiającym zablokowanie kontroli są akcje uprzywilejowane (ang. dual-class stocks). Przykładowo w Szwecji ród Valenbergów posiada 41% kontroli w swojej firmie posiadając jedynie 19% udziału we własności – jest to możliwe dzięki występowaniu akcji klasy A i B, z których jedne są uprzywilejowane co do głosu w skali 10:1. Jeszcze inną sytuację obserwujemy w Holandii, gdzie możliwe jest zupełne rozdzielenie kontroli i własności za pomocą instytucji zwanej voting trust i emisji certyfikatów, które nie dają prawa głosu. W efekcie możemy mieć do czynienia z dużym rozproszeniem własności i stuprocentową konsolidacją kontroli przez insiderów – przykładem takiej struktury jest ING.

Porównując struktury kontroli korporacji warto także rozważyć przypadek Stanów Zjednoczonych. Obserwowane rozproszenie własności i kontroli na rynku amerykańskim jest jeszcze większe niż w Wielkiej Brytanii – przypadki w których pojedynczy akcjonariusz ma udział powyżej 20% są bardzo rzadkie. Dużo ciekawsze są jednak uwarunkowania takiego stanu rzeczy. Po pierwsze, za podmiot kontrolujący w USA uznawany jest już akcjonariusz posiadający więcej niż 20% głosów. Powyżej tego progu pojawia się wiele uregulowań, które zniechęcają do jego przekraczania w ramach publicznego obrotu. I tak akcjonariusz, który posiada udział powyżej 20% ponosi taką samą odpowiedzialność jak zarządzający firmą, co oznacza, że każdy mniejszościowy akcjonariusz może dochodzić od niego potencjalnych odszkodowań. Po drugie, utrzymywanie zaangażowania powyżej 20% jest mało atrakcyjne z uwagi na bardzo restrykcyjne regulacje ograniczające ryzyko wykorzystywania informacji poufnych (ang. insider trading). Obawa przed występowaniem tego zjawiska jest tak samo duża jak przed ryzykiem zaangażowania w transakcje typu self-dealing. Zakładając, że pakiet powyżej 20% daje bardzo dobry dostęp do informacji poufnych prawo mocno ogranicza płynność posiadanych akcji.

Tak więc w odniesieniu do podstawowego dylematu corporate governance Amerykanie także wybrali rozproszenie i płynność obawiając się zapewne ryzyk związanych z występowaniem dominujących akcjonariuszy. Powstaje wobec tego pytanie co stanowi narzędzie przeciwdziałania nadużywaniu swojej silnej pozycji przez menedżerów. Rozwiązaniem, do którego przyzwyczały nas lata 80-te były tzw. wrogie przejęcia (ang. hostile takeovers) – inaczej rynek kontroli przedsiębiorstw (ang. market for corporate control). W gruncie rzeczy jednak mechanizm ten obecnie już nie funkcjonuje. Z początkiem lat 90-tych w USA wprowadzono szereg narzędzi umożliwiających firmom skuteczną obronę przed wrogim przejęciem. Szereg z nich występuje pod pojęciem „zatrutej pigułki” (ang. poison pill), która uaktywnia się po przekroczeniu przez inwestora poziomu 10% lub 20% głosów. Przykładowo możliwa jest dodatkowa emisja akcji do zaprzyjaźnionych podmiotów prowadząca do rozwodnienia udziałów

posiadanych przez „agresora”. Obecnie ok. 90% amerykańskich firm posiada jakiegoś rodzaju zabezpieczenia przed wrogiem przejęciem, zaś ilość takich przejęć spadła prawie do zera.

Interpretacje powyższej zmiany w amerykańskim corporate governance są różne. Negatywna wskazuje na powrót starych problemów – menedżerowie zwyciężyli – nie grożą im już wrogie przejęcia, jakkolwiek być może jakość menedżerów podniosła się z uwagi na większe wymagania i poprzednią falę wrogich przejęć. Pozytywne interpretacje podkreślają możliwość podnoszenia wyceny spółek w wyniku działania rad dyrektorów (allow US boards to extract high premium from the bidder). Wskazują także znaczącą poprawę struktury gospodarczej i sposobu zarządzania w wyniku fali przejęć z lat 80-tych – wrogie przejęcia zostały zastąpione przez właściwe systemy motywacyjne, kontrolę przez dług, wzrost znaczenia i aktywności inwestorów instytucjonalnych, wdrożenia zarządzania ukierunkowanego na wzrost wartości dla akcjonariusza (shareholder value orientation).

Podsumowując. Po pierwsze nie ma uniwersalnego modelu corporate governance. Rozwiązania amerykańskie i brytyjskie mocno się różnią, mimo iż wielu specjalistów mówi o systemie anglo-amerykańskim. Również w Europie kontynentalnej możemy obserwować dużą różnorodność rozwiązań – wszystkie możliwe kombinacje występują przykładowo w Holandii i Szwecji. Tak więc podstawowy wniosek jest taki, że nie ma żadnego określonego systemu, który Polska musiałaby implementować. Możecie wybierać między różnymi rozwiązaniami zarysowanego dylematu corporate governance. Możecie także znaleźć swoje własne rozwiązanie. Symptomatyczny w tym zakresie może być przykład Elektrimu, który miałem okazję pobieżnie przeanalizować. Taka aktywność inwestorów finansowych (stworzenie reprezentacji w radzie nadzorczej) w sytuacji rozproszonej własności nie jest często spotykana i z pewnością stanowi pozytywne rozwiązanie.

Po drugie, rekomendowałbym skoncentrowanie uwagi na funkcjonowaniu rad nadzorczych. Jest to kluczowe miejsce gdzie ujawniają się wszystkie konflikty interesów.

Po trzecie, uważam, że zaadresowanie problemów jakie niesie za sobą występowanie dominujących akcjonariuszy nie może być realizowane przez ich zupełną eliminację tak jak ma to miejsce w Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych. Możliwe wydaje się zastosowanie mniej radykalnych i bardziej wysublimowanych rozwiązań – można spróbować wyleczyć pacjenta nie uśmiercając go. Wymaga to oczywiście pewnej cierpliwości i dobrej diagnozy rzeczywistych problemów, a następnie dopasowania właściwych rozwiązań adresujących przykładowo problem transakcji typu self-dealing.