

# Inwestor instytucjonalny jako akcjonariusz mniejszościowy – ważne wyzwanie dla nadzoru korporacyjnego

Izabela Kołodkiewicz

*Rosnące znaczenie inwestorów instytucjonalnych jako ważnych aktorów w procesach nadzoru wymusiło zainteresowanie ich problemami z jakimi się zetknęli jako akcjonariusze mniejszościowi. Problemem jest już nie tylko kwestia ochrony ich interesów przed oportunistycznymi zachowaniami kadry menedżerskiej. Ważnym wyzwaniem stały się również postawy oportunistyczne przyjmowane przez akcjonariuszy dominujących. Przejmowanie przez nich wartości kosztem akcjonariuszy mniejszościowych, należy do istotnych generatorów problemów w krajach, które cechuje silna koncentracja praw własności.*

*Zadaniem tego opracowania jest pokazanie wybranych praktyk naruszających prawa akcjonariuszy mniejszościowych oraz scharakteryzowanie działań ukierunkowanych na wzmocnienie ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych i tym samym poprawę skuteczności systemów nadzoru korporacyjnego.*

## 1. Inwestor instytucjonalny - zyskujący na znaczeniu właściciel

W ostatnich kilkunastu latach gospodarka światowa przeszła szereg przeobrażeń, których siłą napędową były procesy globalizacji. Nowe uwarunkowania, jakie się w ich wyniku pojawiły, wymusiły aktywne działania dostosowawcze praktycznie we wszystkich sferach działalności gospodarczej; nie ominęły również nadzoru korporacyjnego (corporate governance).

Analiza głównych kierunków zmian, jakie zaczęły zachodzić w tej sferze, wskazuje na szczególną rolę globalizacji rynków finansowych. Jednym z podstawowych następstw tych procesów jest postępująca transformacja struktury właścicieli przedsiębiorstw. Do głównych zmian, obserwowanych w tym obszarze, należy m.in. wzmocnienie pozycji akcjonariuszy instytucjonalnych. Główny trzon tej, liczącej się coraz bardziej grupy, właścicieli obejmuje instytucje finansowe w postaci różnorodnych funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych oraz towarzystw ubezpieczeniowych. Na przykład w Wielkiej Brytanii kluczowymi „graczami” w tym gronie są towarzystwa ubezpieczeniowe oraz fundusze emerytalne. I tak na przykład własność towarzystw ubezpieczeniowych wzrosła w ciągu ostatnich kilkadziesiąt lat z 10% akcji w 1963 r. do 21% w 2000 r.; z kolei fundusze

emerytalne w tym samym okresie powiększyły swój stan posiadania z 6% w 1963 r. do 21% w 2000 r. (Mallin 2002: 67) (por. tabela 1)

Ważnym następstwem deregulacji i liberalizacji przepływów kapitału jest również wzrost mobilności inwestorów. Potwierdzają to także dane, zawarte w tabeli 1, które pokazują, że udział zagranicznych inwestorów w strukturze akcjonariuszy brytyjskich spółek od 1963 r. do 2000 r. wzrósł ponad czterokrotnie (z 7% do 32%); (Mallin 2002: 67). Proces ten jest nie tylko charakterystyczny dla Wielkiej Brytanii; obserwowany jest on również w innych

Tabela 1. Główne kategorie akcjonariuszy w Wielkiej Brytanii. Źródło: Mallin Ch. (2002) „Institutional Investors and Growth of Global Influence”, *Corporate Governance. An International Review*, Vol.10, No.2, s.67.

Typ inwestora	Rok 1963 (%)	Rok 2000 (%)
Akcjonariusze indywidualni	54	16
Towarzystwa ubezpieczeniowe	10	21
Fundusze emerytalne	6	18
Fundusze inwestycyjne	1	2
Inwestorzy zagraniczni*	7	32
Inni**	22	11

\* wśród inwestorów zagranicznych więcej niż połowa pochodzi ze Stanów Zjednoczonych, drugą zaś największą grupę stanowią inwestorzy z krajów Unii Europejskiej.

\*\*np. banki, trusty inwestycyjne, sektor publiczny oraz przemysłowe i handlowe przedsiębiorstwa.

krajach europejskich i nie tylko. Na przykład w Holandii w rękach zagranicznych akcjonariuszy znajduje się ponad 41% wszystkich akcji; natomiast w Hiszpanii ich udziały wzrosły do ponad 37%, zaś we Francji do prawie 36% (Van der Berghe 2002: 47).

Tożsamość zagranicznych inwestorów nadal jednak należy do ważnych pytań badawczych, na które ciągle jeszcze brakuje pełnej odpowiedzi. Zgromadzone do tej pory dane pozwalają sądzić, iż ważną rolę w tym gronie mogą odrywać inwestorzy instytucjonalni. Wśród nich szczególną pozycję można z kolei przypisać instytucjom finansowym, pochodzącym z krajów anglosaskich. Pewnych przesłanek, potwierdzających to stwierdzenie, dostarcza obserwowany trend wzrostu udziału międzynarodowych papierów wartościowych w aktywach tych instytucji. Na przykład do końca 1999 r. 25 największych amerykańskich funduszy emerytalnych zwiększyło w swoich portfelach udział tego typu papierów do 18%, w porównaniu do 1993 r., gdy udział ten wynosił 7.7%, i do roku 1989 r., gdy stanowiły one tylko 3.8% zawartości ich portfeli (Van Der Berghe 2002: 47, 64).

Z perspektywy nadzoru korporacyjnego wyróżniony powyżej trend wzrostu ilości zagranicznych inwestorów instytucjonalnych w gronie krajowych akcjonariuszy należy postrzegać jako ważny czynnik, inicjujący szereg zmian w ramach krajowych systemów nadzoru. Jedną z ważniejszych przemian, obserwowanych w tym obszarze, jest bez wątpienia coraz większa świadomość, zarówno władz państwowych, jak i samych przedsiębiorstw, znaczenia nadzoru korporacyjnego. Doświadczenia ostatnich lat pokazują zdecydowane nasilenie działań, ukierun-

kowanych na poprawę efektywności funkcjonujących systemów nadzoru korporacyjnego i wypracowanie jak najlepszych standardów. Zjawisko to nie powinno budzić jednak zdziwienia, gdyż tego typu działalność jest nagradzana poszerzeniem zewnętrznych możliwości pozyskiwania kapitału. Z badań, przeprowadzonych przez firmę McKinsey, wynika m.in., że inwestorzy są skory do zapłacenia premii w przypadku przedsiębiorstw, które są postrzegane jako podmioty, posiadające dobre standardy nadzoru korporacyjnego. Premia ta wynosi średnio: w Ameryce Północnej i Europie Zachodniej 12-14%, w Azji i Ameryce Południowej 20-25% oraz ponad 30% w Europie Wschodniej i Afryce (Spira 2002).

Zgromadzone do tej pory obserwacje, dotyczące zachowań inwestorów instytucjonalnych jako akcjonariuszy, wskazują, że dysponują oni pewnym potencjałem oddziaływania na przedsiębiorstwa, który mogą wykorzystać w przypadku zagrożenia (w celu zabezpieczenia /ochrony) swoich interesów (przykładowe obszary, w których pojawiające się nieprawidłowości stymulują wzrost ich aktywności, zawiera tabela 2). Szczególną zaś aktywność w tym obszarze przejawiają głównie fundusze emerytalne, takie jak np. amerykański CalPERS czy TIAA – CREF, ale nie tylko one. Na przykład:

- ◆ California Public Employees' Retirement Systems (CalPERS) co roku publikuje czarną listę przedsiębiorstw, charakteryzujących się niewydolnością systemów nadzoru korporacyjnego oraz słabymi wynikami; w wyniku aktywności tego funduszu przedsiębiorstwa te muszą podjąć szereg działań, wprowadzających zmiany w ich infrastrukturze nadzoru. Ponadto w 1997 r. CalPERS opublikował wytyczne dot. nadzoru korporacyjnego dla Francji, Niemiec, Wielkiej Brytanii oraz Japonii.
- ◆ W 2001 r., fundusz emerytalny CREF wydał dokument pt. Policy Statement on Corporate Governance, obejmujący wytyczne dla dialogu między wyższą kadram zarządzającą i radą dyrektorów, którego celem jest poprawa praktyk w zakresie nadzoru korporacyjnego.
- ◆ Hermes (2001 r.) – jeden z największych angielskich funduszy inwestycyjnych - sporządził listę przedsiębiorstw, działających w Niemczech i Francji i osiągających wyniki poniżej swoich możliwości.

Źródło: Van der Berghe (2002) *Corporate Governance in a Globalising World: Convergence or Divergence A European Perspective*, Kluwer Academic Publishers, Boston/Dordrecht/London, s. 64-65.

Inwestorów instytucjonalnych coraz częściej pozycjonuje się więc w roli „strażnika”, który w przypadku dysfunkcji wykorzystywanych mechanizmów nadzoru wymusza podejmowanie działań naprawczych. W literaturze przedmiotu pojawia się też coraz więcej opinii, przypisujących tego typu akcjonariuszom funkcję aktywnego agenta, usprawniającego funkcjonujące mechanizmy nadzoru (np. w Stanach Zjednoczonych i W. Brytanii) (Monks 1999). Należy jednak pamiętać, że na ich możliwości zaangażowania w aktywne pełnienie roli właściciela jest jednak narzucona pewna siatka ograniczeń (prawnych, politycznych, finansowych) (Koładkiewicz 2002). Wśród nich czynnikiem o kluczowym znaczeniu

jest pełniona przez nich rola pośrednika finansowego. Jednym z podstawowych obowiązków,

wynikających z tej roli, jest konieczność bycia odpowiedzialnym w stosunku do tych, w imieniu których te instytucje inwestują i trzymają akcje. Dlatego też głównym czynnikiem, decydującym o przyjmowaniu przez te organizacje postawy aktywnej czy pasywnej w procesie kontroli „swoich” spółek, jest wynik analizy kosztów z punktu widzenia maksymalizacji zwrotu z kapitału dla ich klientów. W ramach tej analizy inwestorzy muszą dokonać porównania między potencjalnymi kosztami, które należałoby ponieść w związku z przyjęciem postawy aktywnej, a spodziewanymi korzyściami przeprowadzonych działań. Tak więc w sytuacji, gdy oczekiwane korzyści wydają się przewyższać potencjalne koszty, można oczekiwać wzrostu aktywności tych organizacji w procesach nadzoru. W przypadku zaś wyniku odwrotnego instytucje te będą preferować zachowania pasywne, wyrażone brakiem zaangażowania w życie przedsiębiorstw i tym samym w usprawnianie infrastruktury nadzoru korporacyjnego (Pozen 1994, David i Kochhar 1996).

Tabela 2. Obszary, w których pojawiające się nieprawidłowości stymulują wzrost aktywności inwestorów w procesach kontroli - według Institutional Shareholders' Committee z Wielkiej Brytanii. Źródło: Institutional Shareholders' Committee – *The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents – Statement of Principles*, NAPF, 2002, s. 5.

- ◆ strategia spółki,
- ◆ operacyjne wyniki spółki,
- ◆ strategia przejęć spółki,
- ◆ niezależni dyrektorzy zawodzą w zakresie utrzymania odpowiedzialności dyrektorów wykonawczych,
- ◆ niewydolność wewnętrznej kontroli,
- ◆ działania niezgodne z wytycznymi, zawartymi w the Combined Code,
- ◆ nieodpowiedni plan sukcesji,
- ◆ nieodpowiedni poziom wynagrodzeń/ pakietów zachęt,
- ◆ podejście spółki do społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa.

Do innych czynników, różnicujących przyjmowane przez poszczególnych inwestorów instytucjonalnych postawy w procesie budowy stosunków ze spółkami, należy również:

- struktura portfela,
- wielkość udziału w spółkach,
- komunikacja z przedsiębiorstwami,
- lojalność w stosunku do spółki oraz
- charakter obrotów akcjami.

Jednocześnie czynniki te tworzą platformę dla szerokiego spektrum możliwych zachowań inwestorów instytucjonalnych w zakresie wypełniania praw, wynikających z posiadania akcji. Tabela 3 zawiera przykłady przyjmowanych w tym obszarze orientacji (Charkham 1994, Sherman i in. 1998).

Tabela 3. Charakterystyka zachowań inwestorów instytucjonalnych wg J. Charkhama  
 Źródło: Charkham (1994) *A Larger Role for Institutional Investors*, w: Dimsdale N., Prevezer M. (red.) *Capital Markets and Corporate Governance*, Oxford: Clarendon Press w: Short, H., Keasey, K., (1997) *Institutional Shareholders and Corporate Governance in the United Kingdom*, w: *Corporate Governance: Economic and Financial Issues*, Keasey, K., Thompson, S. i M. Wright (red.); Oxford University Press, s. 24.

<i>Charakterystyka</i>	<i>Typ I</i>	<i>Typ II</i>
<i>Struktura portfela</i>	Koncentracja na mniejszej liczbie pakietów akcji	Szeroka dywersyfikacja
<i>Udział w spółkach</i>	Duży	Mały
<i>Komunikacja z przedsiębiorstwami</i>	Ścisła	Powierzchniowa
<i>Lojalność w stosunku do spółki</i>	Wysoka	Praktycznie nie istnieje
<i>Charakter obrotów akcjami</i>	Niewiele operacji; mniejsze możliwości ze względu na dużą wielkość pakietu akcji	Wysoka częstość zakupu i sprzedaży

Z wymienionych powyżej parametrów, determinujących stopień zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w procesy kontroli, w kontekście dalszych rozważań uwagę zwraca wielkość pakietu akcji, jaki wolno im zakupić w jednej spółce. Z reguły jest on niewielki, co tym samym pozycjonuje ich w roli akcjonariuszy mniejszościowych. Na przykład w Wielkiej Brytanii średnia wielkość pakietów akcji, posiadanych przez towarzystwa ubezpieczeniowe, kształtuje się na poziomie 4%, zaś funduszy inwestycyjnych i funduszy emerytalnych - na poziomie 7% (Becht i Mayer 2000). Z kolei w Stanach Zjednoczonych typowy pakiet akcji dla jednej spółki, jaki w swoim portfelu posiadają inwestorzy instytucjonalni, obejmuje średnio 5% akcji (Van Der Berghe 2002: 50).

Obserwowana aktywność inwestorów instytucjonalnych w procesach kontroli nad działalnością przedsiębiorstwa wynika głównie z faktu zawiązywania przez nich koalicji. Na przykład w Wielkiej Brytanii inwestorzy instytucjonalni w postaci instytucji finansowych mimo posiadania niewielkich pakietów akcji, dzięki stworzonym koalicjom, zajmują pozycję największego udziałowca z prawem głosu. Warto też pamiętać, że możliwości stworzenia tego typu koalicji są większe w Wielkiej Brytanii niż w Stanach Zjednoczonych. Czynnikiem za to odpowiedzialnym jest wielkość średniego pakietu, jaki znajduje się w posiadaniu brytyjskich akcjonariuszy instytucjonalnych. Jest on bowiem dwa razy większy niż w przypadku ich amerykańskich odpowiedników (10% versus 5%) (Becht i Mayer 2000).

## 2. Bezpieczeństwo akcjonariusza mniejszościowego – nowe wyzwanie dla nadzoru korporacyjnego

Rosnące znaczenie inwestorów instytucjonalnych jako ważnych aktorów w procesach nadzoru wymusiło zainteresowanie ich problemami, z jakimi się zetknęli jako akcjonariusze mniejszościowi. Zgromadzone przez nich doświadczenia w tym zakresie wskazują na konieczność poszerzenia perspektywy postrzegania zagadnień, związanych z ochroną praw akcjonariuszy, w tym w szczególności ochrony akcjonariuszy mniejszościowych. Problemem jest już nie tylko kwestia ochrony ich interesów przed oportunistycznymi zachowaniami (praktykami) kadry menedżerskiej. Ważnym źródłem problemów stała się również możliwość przyjmowania postaw oportunistycznych przez akcjonariuszy dominujących, którzy koncentrując się na realizacji własnych korzyści i mając jednocześnie wystarczającą siłę oddziaływania, mogą podejmować działania niekoniecznie zgodne z potrzebami właścicieli niewielkich pakietów akcji.

Jedną z prób uporządkowania identyfikowanych problemów w ramach relacji akcjonariusz dominujący a akcjonariusz mniejszościowy podjęli Shleifer i Vishny (1997: 758-761). W oparciu o przeprowadzoną analizę jako podstawowe źródło konfliktów między ww. graczami wskazali oni próby wykorzystywania przez akcjonariusza dominującego posiadanych praw do traktowania siebie w sposób preferencyjny i konsumowanie korzyści, wynikających z posiadania kontroli<sup>1</sup>. Dotychczasowa praktyka pokazała, że akcjonariusze dominujący charakteryzują się znaczną pomysłowością w podejmowaniu działań przejmowania wartości kosztem akcjonariuszy mniejszościowych, a identyfikowane konflikty interesów mogą się pojawić w różnych domenach działania spółki, np.: operacyjnej (np. świadczenie usług przez dużego udziałowca na rzecz spółki), inwestycyjnej (np. sprzedaż/ kupno aktywów) czy finansowej (np. różne formy pozyskiwanie kapitału). Wybrane przykłady tego typu działań zawiera tabela 4.

Tabela 4. Wybrane przykłady naruszeń praw akcjonariuszy mniejszościowych przez akcjonariuszy dominujących. Źródło: Tamowicz P. i M. Dzierżanowski (2002) *Biała księga nadzoru korporacyjnego*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk, s. 32.

- ◆ próby transferu wartości poza spółkę poprzez ceny transferowe czy zawyżone opłaty licencyjne lub na drodze wyprzedaży aktywów produkcyjnych,
- ◆ oferowanie niskich cen w wezwaniach (w tym znaczne zróżnicowanie ceny płaconej za pakiet kontrolny i ceny akcji oferowanej pozostałym akcjonariuszom),
- ◆ wykorzystywanie takiej struktury transakcji przejęć, która umożliwiałyby uniknięcie ogłoszenia wezwania,
- ◆ działania, zmierzające do uniemożliwienia lub utrudnienia akcjonariuszom mniejszościowym skorzystania ze swoich praw (np. poprzez przesuwanie lub opóźnianie terminu walnego zgromadzenia w wyniku ogłaszania przerw lub kwestionowanie prawa głosu określonych akcjonariuszy,
- ◆ stosowanie rozwodnienia udziału akcjonariuszy mniejszościowych,
- ◆ wycofywanie się z inwestycji poprzez umorzenie akcji,
- ◆ podejmowanie inwestycji bez należytego zabezpieczenia interesów spółki,
- ◆ naruszanie rynkowych reguł realizacji transakcji z podmiotami zewnętrznymi (np. świadczenie usług przez dużego udziałowca na rzecz spółki).

Warto także podkreślić, że wybór drogi transferu wartości poza spółkę przez dominującego akcjonariusza w znacznej mierze determinowany jest charakterem wiązanych z nią oczekiwań finansowych. Głównym czynnikiem, je kształtującym, jest forma jego inwestycyjnego zaangażowania. Na przykład, gdy wyraża się ona głównie na drodze posiadania akcji, jego zainteresowanie podejmowaniem przez spółkę ryzykownych przedsięwzięć jest dużo większe niż w przypadku, gdy pełni on jeszcze rolę kredytodawcy. Jako kredytodawca, dążąc do zapewnienia bezpieczeństwa spłat swojego kredytu, może próbować powstrzymać realizację dobrych, ale ryzykownych projektów inwestycyjnych i tym samym może pozbawiać pozostałych akcjonariuszy mniejszościowych potencjalnych korzyści (Shleifer i Vishny 1997: 758-761).

Rosnące zainteresowanie problemem wzmocnienia ochrony akcjonariuszy mniejszościowych szczególnie jest widoczne w krajach, które cechuje silna koncentracja praw własności. Zjawisko to jest m.in. charakterystyczne dla państw Europy Kontynentalnej, jak również państw, znajdujących się w procesie transformacji (np. kraje posocjalistyczne). W Austrii, Belgii, Niemczech i we Włoszech średni największy pakiet z prawem głosu w spółkach, notowanych na giełdzie, obejmuje ponad 50% akcji. Natomiast w 50% spółek duńskich, hiszpańskich i szwedzkich średni największy pakiet akcji wynosi kolejno: 43.5%, 34.5% oraz 34.9%. Pozycję zaś dominującego akcjonariusza zajmują głównie rodziny oraz przedsiębiorstwa spoza sektora finansowego (Becht i Mayer 2000). W Belgii kluczową rolę w strukturze akcjonariuszy belgijskich przedsiębiorstw odgrywiają holdingi (średni pakiet akcji–27%), rodziny (średni pakiet akcji–15.6%) oraz podmioty z sektora przemysłowego (średni pakiet akcji – 10,8% akcji) (Goergen i Renneboog 2001: 86). W Austrii są to akcjonariusze indywidualni oraz rodziny, którzy posiadają 45% pakiety akcji z prawem głosu, korporacje, posiadające 36% pakiety, instytucje finansowe, dysponujące 11% pakietami akcji, oraz państwo, które jest właścicielem średnio 9% pakietów. W Niemczech rozkład ten wygląda zaś następująco: akcjonariusze indywidualni oraz rodziny - 32% pakiety akcji; inne przedsiębiorstwa – 28% pakiety akcji, trusty i holdingi – 21% pakiety akcji, instytucje finansowe – 17% pakiety akcji oraz państwo – 3% pakiety (Becht i Mayer 2000).

W Europie Kontynentalnej, obok dużych pakietów akcji, wzmocnieniu pozycji akcjonariuszy dominujących sprzyja obecność takich mechanizmów, jak: krzyżujące się udziały, struktury piramidowe i hierarchiczne (tj. grup kapitałowych), różne klasy akcji ze zróżnicowanym prawem głosu czy też akcje bez prawa głosu, sieci powiązań pomiędzy dyrektorami oraz możliwość handlowania dużymi pakietami (blokami) akcji (Berglöf i von Thadden 1999, Becht i Mayer 2000).

Z perspektywy ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych, jak również i potencjalnych inwestorów, ważnym czynnikiem, decydującym o ich bezpieczeństwie, jest przejrzystość informacyjna w zakresie rozkładu własności i kontroli w spółce. Źródłem zaś wielu niejasności, zaciemniających ten obraz, są krzyżujące się pakiety akcji oraz struktury piramidowe. Na przykład w wyniku obecności powiązań krzyżowych między różnymi spółkami może nastąpić umocnienie pozycji niektórych udziałowców. To z kolei może zaowocować wzrostem możliwości wywierania przez tych akcjonariuszy wpływu na te podmioty w celu realizacji własnych interesów, niekoniecznie zgodnych z interesami pozostałych

akcjonariuszy. Przykładem tego typu działań może być transfer aktywów między tymi podmiotami, odbywający się np. na koszt innych akcjonariuszy. Do innych patologii, jakie mogą się pojawić w przypadku grupy spółek, powiązanych krzyżowymi pakietami akcji, można zaliczyć możliwość manipulacji kursem ich akcji oraz niebezpieczeństwo dokonywania manipulacji księgowych (Kołodkiewicz 2002a).

Innym ważnym następstwem obecności udziałów krzyżowych i struktur piramidowych jest także możliwość utraty przejrzystości układu zarządzania. Brak przejrzystości układu zarządzania może być źródłem wielu nieprawidłowości, naruszających interesy akcjonariuszy mniejszościowych. Występująca w tego typu strukturach kombinacja ról podrzędnych i nadrzędnych sprzyja pojawieniu się wielu niepożądanych zachowań, w tym realizacji przedsięwzięć, których beneficjentami byłiby tylko wybrani udziałowcy.

Z perspektywy akcjonariuszy mniejszościowych obecność różnych klas akcji, dających różne prawa głosu, należy do ważnych mechanizmów, ograniczających ich możliwości prowadzenia kontroli nad spółką i sprzyjających niebezpiecznym praktykom, naruszającym ich interesy. Zróznicowanie praw akcjonariuszy może przyjmować różne formy, na przykład w postaci: akcji bez prawa głosu, akcji z większymi lub mniejszymi prawami głosu niż w przypadku jedna akcja - jeden głos, specjalnych akcji dla założycieli (specjalne prawa głosu, złote akcje lub większe prawa głosu), rosnące prawa głosu w zależności od czasu ich posiadania, ograniczenie ilości głosu na akcjonariusza niezależnie od posiadanego udziału (Van der Berghe 2002: 57-58).

Doświadczenia ostatnich lat wskazują, że potrzeba znalezienia rozwiązań w zakresie wzmocnienia ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych, i tym samym poprawy skuteczności systemów nadzoru korporacyjnego, staje się coraz bardziej palącym problemem. O jego znaczeniu oraz pilności w dużej mierze decydują, scharakteryzowane w punkcie 1. tego opracowania, procesy globalizacji inwestorów instytucjonalnych oraz umacniania się ich w strukturze akcjonariuszy współczesnych przedsiębiorstw. Podstawowym czynnikiem, decydującym o konieczności liczenia się z nimi, jest pełniona przez nich rola ważnego dostawcy kapitału. Brak aktywności w zakresie ochrony ich interesów jako akcjonariuszy mniejszościowych może postawić przedsiębiorstwa w sytuacji kurczenia się możliwości tego typu finansowania. W dalszej zaś perspektywie brak równego traktowania akcjonariuszy może doprowadzić do utracenia przewagi w konkuro-waniu o kapitał, w następstwie czego może dojść do ograniczenia nawet możliwości rozwoju gospodarczego kraju.

Rosnąca konkurencja między państwami w zakresie przyciągnięcia nowych i utrzymania dotychczasowych inwestorów owocuje coraz większym zainteresowaniem dla budowy odpowiednich standardów i zasad, chroniących posiadaczy niewielkich pakietów akcji. W zbiorze proponowanych sposobów minimalizacji konfliktów, pojawiających się między udziałowcem dominującym a mniejszościowymi akcjonariuszami, duże znaczenie przypisywane jest takim działaniom jak:

- ♦ wzmocnianie ochrony prawnej (reformy prawa korporacyjnego, ukierunkowane na wprowadzenie regulacji, utrudniających transfer wartości kosztem akcjonariuszy mniejszościowych),

- ◆ poprawa przejrzystości informacyjnej korporacji – w szczególności w zakresie takich informacji jak: struktura własności oraz kontroli oraz zapewnienie przejrzystych standardów rachunkowości,
- ◆ wzmacnianie pozycji rady dyrektorów/rady nadzorczej,
- ◆ migracja notowań do krajów o wyższym standardzie ochrony akcjonariuszy (wykorzystywanie instrumentu kwitu depozytowego) (La Porta i in. 1999: 512-513; Berglöf i Von Thadden 1999).

Do podstawowych zaś mechanizmów, wykorzystywanych w celu podniesienia standardów ochrony akcjonariuszy mniejszościowych, można z kolei zaliczyć:

- ◆ implementację zasady jedna akcja - jeden głos,
- ◆ możliwość przesyłania pełnomocnictwa pocztą,
- ◆ nieblokowanie udziałów przed walnym zgromadzeniem akcjonariuszy,
- ◆ kumulowanie praw głosu/ proporcjonalna reprezentacja radzie dyrektorów,
- ◆ prawa „gnębionej mniejszości”(np. narzędzia, pozwalające na odwołanie się od decyzji kadry zarządzającej lub pozwalające się sprzeciwić fundamentalnym zmianom, takim jak np. fuzje i przejęcia, dysponowanie zasobami),
- ◆ prawo pierwokupu nowych akcji,
- ◆ wielkość udziałów, dających prawo do zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia,
- ◆ obowiązkowa dywidenda (Berglöf i Von Thadden 1999)

Analizując zaś zakres ich działania, można powiedzieć, że mechanizmy te możemy podzielić na trzy rodzaje, determinowane charakterem różnych grup praw akcjonariuszy, które mają zabezpieczać. Pierwszy z nich koncentruje się na ochronie praw, związanych z siłą głosu, wynikającą z posiadanych akcji. Drugi rodzaj mechanizmów ukierunkowany jest na wspieranie akcjonariuszy w zakresie korzystania ze swoich praw. Trzeci zaś odnosi się do prawa obowiązkowej dywidendy (Van der Berghe 2002: 199-200).

W tabeli 5 pokazano poziom wykorzystania wymienionych powyżej mechanizmów w krajach o różnych systemach prawnych – prawo zwyczajowe *versus* prawo cywilne<sup>2</sup>.

Analiza danych, zawartych w tabeli 5., wskazuje, że kraje z prawem zwyczajowym charakteryzują się najwyższym poziomem ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych. W znacznym stopniu rozwinięty jest w nich system praw, chroniących akcjonariuszy, posiadających niewielkie pakiety akcji tzw. „gnębionej mniejszości”; wystarczy niski udział kapitału, aby móc zwołać nadzwyczajne zgromadzenie akcjonariuszy, nie ma też obowiązku wypłacania dywidendy oraz nie ma wymogu deponowania akcji przed zgromadzeniem akcjonariuszy.

Obraz ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych w krajach, działających w oparciu o prawo cywilne, jaki wyłania się z powyższych danych, jest już bardziej zróżnicowany. Najniższy poziom ochrony akcjonariuszy mniejszościowych oferują kraje z francuskim prawem cywilnym. Jedynie 5% akcjonariuszy jest uprawnionych do przesyłania pełnomocnictw pocztą. Z kolei prawo do zwołania nadzwyczajnego zgromadzenia akcjonariuszy daje dopiero – średnio - 15%-owy udział w kapitale. Wskaźnik ten jest najwyższy w porównaniu do pozostałych systemów prawnych (Van der Berghe 2002: 57-58).

Tabela 5. Prawa akcjonariuszy i ich ochrona w różnych państwach. Źródło: La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. i Vishny R. (1997) „Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance*, Vol.LII, No.3, s.1131-1150 [w:] Van der Berghe L. (2002) *Corporate Governance in a Globalising World: Convergence or Divergence A European Perspective*, Kluwer Academic Publishers, Boston/Dordrecht/London, s. 57.

Państwa  Instrumenty /mechanizmy ochrony akcjonariuszy	Państwa z prawem zwyczajowym	Państwa z prawem cywilnym		
	pochodzenia angielskiego [Średnia]	pochodzenia francuskiego [Średnia]	pochodzenia niemieckiego [Średnia]	pochodzenia skandynaw- skiego [Średnia]
Jedna akcja-jeden głos	0.17	0.29	0.33	0.00
Dozwolone przesyłanie pełnomocnictw pocztą	0.39	0.05	0.00	0.25
Udziały nie są blokowane przed WZA	1.00	0.57	0.17	1.00
Kumulowanie praw głosu/ proporcjonalna reprezentacja	0.28	0.29	0.33	0.00
„Gnębiona mniejszość”	0.94	0.29	0.50	0.00
Prawo pierwokupu nowych akcji	0.44	0.62	0.33	0.75
Procentowy udział kapitału a prawo zwołanie NWZ	0.09	0.15	0.05	0.10
Obowiązkowa dywidenda	0.00	0.11	0.00	0.00

### 3. Podsumowanie

Podsumowując powyższe rozważania, należy stwierdzić, iż jednym z ważniejszych efektów rosnącego znaczenia inwestorów instytucjonalnych w strukturze akcjonariuszy współczesnych przedsiębiorstw jest zwrócenie uwagi na problem ochrony akcjonariuszy mniejszościowych i traktowanie go jako jedno z ważniejszych wyzwań, przed jakimi stoją dzisiejsze systemy nadzoru korporacyjnego. Do ważniejszych nurtów reform, podejmowanych w tym obszarze, należy m.in. przygotowanie i wdrażanie kodeksów nadzoru korporacyjnego. W ich przygotowanie zaangażowane są różnego rodzaju instytucje, zarówno rządowe, jak i quasi-rządowe, komitety, powołane przez władze państwowe lub władze giełdowe, stowarzyszenia, obejmujące przedstawicieli świata nauki i biznesu, oraz stowarzyszenia dyrektorów, jak również grupy, powiązane z inwestorami (Weil, Gotshal i Manages 2002: 16).

Rozwój kodeksów dobrych praktyk charakteryzuje się także znacznym zaangażowaniem różnych instytucji międzynarodowych, Banku Światowego, OECD czy The International Monetary Fund. Na przykład Zasady Dobrych Praktyk, opracowane w 1999 r. przez OECD, stały się międzynarodowym punktem odniesienia dla kształtowania przez poszczególne państwa własnej polityki na tym polu.

Coraz częściej pojawia się również opinia, że obserwowany wzrost popularności kodeksów nadzoru korporacyjnego należy traktować jako odpowiedź na rosnące naciski ze strony inwestorów instytucjonalnych, zainteresowanych ciągłą poprawą standardów bezpieczeństwa dla ponoszonych przez siebie inwestycji.

Korporacje poprzez implementację tego typu kodeksów mają zaś nadzieję zyskać na atrakcyjności w oczach potencjalnych inwestorów i tym sposobem powiększyć swoje możliwości pozyskiwania kapitału. Z kolei akcjonariusze instytucjonalni oczekują, że dzięki tym kodeksom uda się osiągnąć pewien poziom ujednoczenia podstawowych standardów i zasad działania mechanizmów, tworzących infrastrukturę nadzoru. I dzięki temu zapewnić sobie coraz lepszą ochronę swoich praw jako akcjonariuszy (zob. tabela 6).

Tabela 6. Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych – z perspektywy badań kodeksów nadzoru korporacyjnego, wdrożonych w krajach Unii Europejskiej  
Źródło: Weil, Gotshal i Manages LLP (2002) *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its members States*, Final Report & Annexes I-III, s. 39-42.

Dokonane przez kancelarię prawniczą Weil, Gotshal i Manages badania porównawcze wskazują, że w zakresie zapewnienia odpowiednich standardów i zasad, chroniących akcjonariuszy mniejszościowych, twórcy kodeksów szczególną uwagę przykładali do takich praktyk jak:

- ◆ zastosowanie zasady *jedna akcja – jeden głos*; prawo w wielu krajach członkowskich pozwala jednak na odstępstwa od tej zasady. Szczególnej krytyce poddano m.in. takie praktyki, ograniczające prawa akcjonariuszy mniejszościowych do kontroli, jak: przyznawanie większych praw głosu długoterminowym posiadaczom akcji oraz ustanowienie limitu praw głosu na pewnym poziomie. W przypadku emitowania różnych klas akcji inwestorzy powinni mieć zapewniony dostęp do pełnej informacji, charakteryzującej prawa głosu dla wszystkich klas akcji,
- ◆ wdrożenie mechanizmów ochronnych, gwarantujących równe traktowanie wszystkich akcjonariuszy i zabezpieczających ich przed realizacją przez akcjonariuszy dominujących własnych interesów (np. wszystkie transakcje, zawierane między akcjonariuszem dominującym a przedsiębiorstwem, powinny opierać się na rynkowych zasadach (*The Dual Code*-Belgia) lub dominujący akcjonariusze, którzy zasiadają w ciałach nadzorczych, powinni powstrzymać się od głosu przy podejmowaniu decyzji w sprawach, w których mają bezpośredni lub pośredni interes, włącznie z sytuacją wrogiego przejęcia- *The Olivencia Report* -Hiszpania),
- ◆ implementacja instytucji pełnomocnictwa jako sposobu, ułatwiającego akcjonariuszom uczestnictwo w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy,
- ◆ zapewnienie przejrzystości oraz równego dostępu do informacji nt. struktury własności i kontroli w spółce, stosowanych przez nią praktyk w zakresie nadzoru korporacyjnego, oraz do danych o wynagrodzeniu wyższej kadry zarządzającej.

Analizując otrzymane wyniki badań, należy pamiętać, że kształt tworzonych kodeksów i zakres problemowy, jakiego one dotyczą, jest różny w różnych państwach członkowskich UE. Nie powinno to budzić zdziwienia, gdyż rozwiązania, jakie są w nich proponowane, są odpowiedzią na problemy, które są pochodną historycznych, kulturalnych, politycznych, gospodarczych oraz społecznych uwarunkowań danego kraju.

Doświadczenia, zgromadzone w zakresie stosowania tych kodeksów, wskazują jednak na obecność pewnych ograniczeń, jeżeli chodzi o ich skuteczność w podnoszeniu efektywności systemów nadzoru korporacyjnego. W odpowiedzi na rejestrowane nieprawidłowości coraz częściej pojawiają się więc głosy, że

stosowanie kodeksów dobrych praktyk na zasadzie dobrowolności jest niewystarczającym środkiem zaradczym dla rozwiązania problemów, związanych z ochroną akcjonariuszy mniejszościowych. Wzrasta także popularność opinii, że bardziej skutecznych rozwiązań należy jednak poszukiwać na drodze wzmocnienia prawa, m.in. poprzez opracowanie bardziej szczegółowych regulacji prawnych w tym obszarze (Taylor 2001). Należy jednak zdawać sobie sprawę, że nie będzie to takie proste.

### Informacja o autorce

**Dr Izabela Kołodkiewicz**, adiunkt Centrum Studiów Zarządzania, WSPiZ im. L. Koźmińskiego; e-mail: [izabela@wspiz.edu.pl](mailto:izabela@wspiz.edu.pl)

### Przypisy

1. Należy także pamiętać, że wykorzystywanie przez akcjonariusza dominującego swojej pozycji dla realizacji własnych korzyści może być również sprzeczne z interesami innych grupy interesów obecnych w spółce, takich jak: pracownicy czy kadra kierownicza. W odpowiedzi na potencjalne zagrożenie wyprowadzania wartości poza spółkę przez akcjonariusza dominującego ww. interesariusze mogą zacząć ograniczać inwestycje w specyficzny dla firmy kapitał ludzki. W efekcie końcowym sytuacja ta może w negatywny sposób odbić się na wynikach przedsiębiorstwa (Shleifer i Vishny 1997: 758-761).
2. Państwa z prawem zwyczajowym charakteryzują się ustawodawstwem, opartym na precedensach, odwołujących się od decyzji sądowych. Prawo zwyczajowe obejmuje system prawny, działający w Anglii, oraz te systemy prawne, które były wzorowane na prawie angielskim. Prawo cywilne opiera się z kolei na statutach oraz kodeksach, które są traktowane jako podstawowe instrumenty, porządkujące materiał prawny. W badaniach przyjęto zróżnicowanie na Francuski Kodeks Handlowy, Niemiecki Kodeks Handlowy oraz Skandynawskie Prawo Cywilne.

### Bibliografia

- Becht, M. i C. Mayer. 2000. "Corporate Control in Europe", the conference paper - the Kiel Week Conference "The Worlds New Financial Landscape: Challenges for Economic Policy", Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, June 19-20
- Berglöf, E. i E.L. Von Thadden. 1999. "The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries", materiał powielany.
- Charkham, J. P. 1995. *Keeping Good Company*, Oxford University Press, Oxford New York.
- David, P. i R. Kochhar. 1996. „Barriers to Effective Corporate Governance by Institutional Investors; Implications for Theory and Practice”, *European Management Journal* , Vol.14, No.5, s.457-466.

- Goergen, M. i L. Renneboog. 2001. "Belgium" in Gugler K. (red.) *Corporate Governance. and Economic Performance*, Oxford University Press, s.85-95.
- Gugler, K. 2001. "Corporate Governance and Performance: The Research Questions" in Gugler, K. (red.) *Corporate Governance. and Economic Performance*, Oxford University Press, s. 1-67.
- Kołodkiewicz, I. 2002. „Rola akcjonariuszy instytucjonalnych w sprawowaniu nadzoru” w: Rudolf S. (red.) *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*; Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź, s.205-220.
- Kołodkiewicz, I. 2002a. *Nadzór korporacyjny w Narodowych Funduszach Inwestycyjnych*, WSPiZ im. L. Koźmińskiego, Warszawa.
- Mallin, Ch. 2002. „Institutional Investors and Growth of Global Influence”, *Corporate Governance. An International Review*, Vol.10, No.2, s.67-68.
- Mayer, C. 2000. *Ownership matters*, paper for the inaugural lecture of the Leo Goldschmidt Chair in Corporate Governance at the Universite Libre de Bruxelles.
- Monks, R.A., 1999. „What Will Be the Impact of Active Shareholders? A Practical Recipe for Constructive Change”, *Long Range Planning*, Vol.32, No.1, s.20-27.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F. i A. Shleifer. 1999. „Corporate Ownership Around the World”, *The Journal of Finance*, Vol. LIV, No.2, s.471-517.
- Pozen, R.C. 1994. "Institutional Investors: The Reluctant Activists", *Harvard Business Review*, January – February, s.140-149.
- Sherman, H., Beldona, S., i M.P. Joshi. 1998. Institutional Investor Heterogeneity: Implications for Strategic Decisions; *Corporate Governance, An International Review* Vol.6, No.3.
- Shleifer A. i R.W. Vishny 1997. "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, Vol. LII, No.2, s.737-783.
- Short, H. i K. Keasey. 1997 "Institutional Shareholders and Corporate Governance in the United Kingdom", w: Keasey K., Thompson S. i M. Wright (red.) *Corporate Governance: Economic and Financial Issues*, Oxford University Press, s.18-53.
- Spira, L.F. 2002. "The Role of the Audit Committee: The Gap Between Expectations and Reality", the conference paper - the 2<sup>nd</sup> European Conference on Corporate Governance: Can Europe Build on its Diversity to Develop the Corporate Governance System of the Future, Bruksela, November 27-29, 2002.
- Tamowicz, P. i M. Dzierżanowski. 2002. *Biała księga nadzoru korporacyjnego*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk.
- Taylor, B. 2001. "From Corporate Governance to Corporate Entrepreneurship", *Journal of Change Management*, Vol.2, No.2, s.128-147.
- Van der Berghe, L. 2002. *Corporate Governance in a Globalising World: Convergence or Divergence A European Perspective*, Kluwer Academic Publishers, Boston Dordrecht London.
- Weil, Gotshal i Manages LLP (2002) *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its members States*, Final Report & Annexes I-III.