

Przeciw „racjonalnej apatii” – webcasting narzędziem umocnienia korporacyjnego statusu akcjonariusza

Wojciech Grabiński

Indywidualni akcjonariusze inwestujący na GPW z reguły skupiają się na swoich prawach majątkowych, rezygnując z egzekwowania przysługujących im praw korporacyjnych. Ta bierność może w przyszłości zagrozić funkcjonowaniu krajowego rynku kapitałowego, szczególnie w aspekcie corporate governance. Jedną z metod zaradczych to upowszechnienie zwyczaju realizacji korporacyjnych praw akcjonariuszy poprzez kanały elektroniczne. Wskazane jest usuwanie barier prawnych i organizacyjnych uniemożliwiających lub utrudniających akcjonariuszom uczestniczenie w walnych zgromadzeniach za pośrednictwem środków elektronicznych. W Polsce wprowadza się już zmierzające ku temu rozwiązania.

Udział indywidualnych akcjonariuszy w obrotach polskiej giełdy, wynoszący 37 % w przypadku obrotów akcjami oraz 70 % w przypadku instrumentów pochodnych, należy do najwyższych na rynku europejskim¹. Interesujące jest zatem poznanie profilu inwestora indywidualnego oraz preferowanych przez niego zachowań na rynku kapitałowym.

Opublikowane w październiku br. wyniki „Ogólnopolskiego Badania Inwestora Indywidualnego 2006”, przeprowadzonego przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, ujawniły szereg ciekawych prawidłowości w zachowaniach inwestorów indywidualnych oraz postrzeganiu przez nich rynku kapitałowego².

Czego chcą indywidualni inwestorzy?

Z wyników badania wyłania się obraz inwestora, którego aktywność koncentruje się na realizacji praw majątkowych (prawo do dywidendy, prawo poboru), przy biernej postawie wobec własnych praw korporacyjnych (udział w walnym zgromadzeniu, prawo głosu). Tak więc inwestorzy indywidualni skupiają swoją uwagę przede wszystkim na maksymalizacji efektywności dokonywanych inwestycji i tylko w niewielkim stopniu interesują się przysługującymi im prawami korporacyjnymi. Wymowne jest, że odpowiadając na pytanie o zagadnienia interesujące inwestorów, na czołowych miejscach znalazły się: analiza techniczna (66 %), analiza fundamentalna (47%), psychologia inwestowania (52%).

¹ *Inwestorzy w obrotach giełdowych (I połowa 2006)*, Warszawa 24 sierpnia 2006, Prezentacja dostępna na stronie www.gpw.com.pl, GPW, s. 4-6

² *Ogólnopolskie Badanie Inwestorów Indywidualnych 2006*, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, Warszawa 27 października 2006, cyt. dalej jako OBI 2006

Prawami akcjonariuszy interesuje się zaś tylko 8% badanych, a prawem spółek kapitałowych zaledwie 5% badanych³.

Skutkiem niewielkiego zainteresowania akcjonariuszy realizacją praw korporacyjnych jest m.in. praktyczny brak potrzeby uczestniczenia w walnych zgromadzeniach. Zainteresowanych udziałem w nich jest tylko 7% badanych, co oznacza spadek o 4 pkt proc. w stosunku do wyników analogicznego badania z 2005 roku⁴. Zapytani o główne bariery przeszkadzające w uczestnictwie w walnych zgromadzeniach, badani podali: brak czasu (36%), koszty (8%), nieznaną zasad walnego zgromadzenia (24%). Co ciekawe – aż 8% badanych jako powód podało nieznaną terminu walnego zgromadzenia (!). Znamienne natomiast, że brak możliwości dostępu do walnego zgromadzenia przez internet jest przeszkodą dla prawie 19% akcjonariuszy⁵.

Wymienianie wśród barier uczestnictwa w walnych zgromadzeniach braku czasu oraz kosztów dojazdu stanie się zrozumiałe, jeśli weźmiemy pod uwagę fakt, iż dla 90% inwestorów indywidualnych inwestycje w akcje nie są głównym źródłem utrzymania, a stanowią tylko dodatkowe źródło dochodu dla pracowników, studentów, emerytów – bo taki status ma większość polskich inwestorów indywidualnych. Nieznajomość zasad walnego zgromadzenia można zaś potraktować jako skutek nikłego zainteresowania inwestorów prawami akcjonariusza oraz prawem spółek kapitałowych.

Brak aktywności inwestorów na płaszczyźnie korporacyjnej pozostaje zapewne w korelacji z postrzeganiem przez nich stanem rynku kapitałowego w Polsce. Badani uważają, iż nie są szanowane prawa akcjonariuszy mniejszościowych, a do takich najczęściej przecież należą inwestorzy indywidualni. Jest to największa słabość krajowego rynku kapitałowego dla 31% badanych, porównywalna z przestępstwami na rynku kapitałowym, które wymieniło 26% respondentów.

Jeśli chodzi o instytucje rynku kapitałowego, najmniejsze zaufanie akcjonariusze mają do... emitentów – tylko dla 38% badanych emitenci są bowiem godni zaufania. Zaraz na nimi lokują się OFE, które są godne zaufania dla 39% badanych.

Jeśli podsumujemy te wszystkie wyniki, to otrzymamy profil akcjonariusza interesującego się praktycznie wyłącznie inwestowaniem, lokującego się na pozycji beneficjenta, a nie współwłaściciela spółki interesującego się swoimi prawami korporacyjnymi. Badanie dostarcza więc zarówno opisu dominującej postawy akcjonariusza indywidualnego, tj. wycofania się z aktywności korporacyjnej, jak i jej rynkowego skutku w postaci „braku poszanowania praw akcjonariuszy mniejszościowych”.

Znamienne jednak, że badani gotowi są zapłacić więcej za akcje firm utrzymujących wysoki standard corporate governance – 30% badanych gotowych jest zapłacić do 5% więcej za akcje takiej spółki, a 13% badanych do 15% więcej⁶. Pojawia się zatem pytanie: Czyżby wprowadzanie zasad corporate governance miało być efektem działania innych sił czy podmiotów rynkowych niż sami zainteresowani akcjonariusze?

³ OBI 2006

⁴ *Ogólnopolskie Badanie Inwestorów Indywidualnych 2005*, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych 2005; OBI 2006

⁵ OBI 2006

⁶ OBI 2006

Postawa wycofania się indywidualnych inwestorów z aktywności korporacyjnej – obserwowana nie tylko w Polsce, ale i w innych krajach – jest tłumaczona w literaturze przedmiotu mianem „racjonalnej apatii”. Miałaby ona polegać na świadomej rezygnacji z wykonywania praw korporacyjnych z powodu kalkulacji kosztów udziału w walnym zgromadzeniu w relacji do możliwych do osiągnięcia celów. Przyjmując taką strategię, jedynym instrumentem wpływu akcjonariusza na spółkę staje się wycofanie się przezeń ze spółki, czyli sprzedaż akcji⁷. Warto zastanowić się czy racjonalna apatia skutecznie zabezpiecza prawa akcjonariuszy? Jaki wywiera wpływ na funkcjonowanie rynku kapitałowego?

Wiele wskazuje na to, że **strategia racjonalnej apatii nie zabezpiecza skutecznie praw majątkowych akcjonariusza**, z następujących powodów:

- przede wszystkim redukuje dostępne spektrum wykorzystywanych narzędzi wpływu akcjonariusza tylko do wyjścia (sprzedaży akcji) w przypadku ujawnionych nieprawidłowości skutkujących obniżką wartości akcji;
- działa *post factum*, już po ujawnieniu nieprawidłowości, które skutkują np. zawieszeniem notowań bądź masową wyprzedażą akcji, co z kolei przyczynia się do dalszego spadku wartości posiadanych walorów;
- „racjonalna apatia” powoduje i pogłębia asymetrię wpływu na spółkę pomiędzy akcjonariuszami korzystającymi ze swoich praw i wywierającym wpływ na spółkę (np. instytucjonalnymi) a akcjonariuszami indywidualnymi – w myśl dość oczywistej zasady, iż nieobecni nie mają racji;
- ewentualne braki nadzoru korporacyjnego w spółkach dotyczą w pierwszej kolejności właśnie inwestorów indywidualnych, angażujących własne zasoby finansowe;
- akcjonariusze indywidualni nie korzystają ze swojej siły w zakresie praw korporacyjnych, by chronić swoje prawa majątkowe.

Bierna postawa indywidualnych akcjonariuszy nie będzie, jak się wydaje, obojętna dla funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego w dłuższej perspektywie, zwłaszcza w aspekcie corporate governance. Można wyrazić obawę, iż zabraknie siły rynkowej, która powinna być żywotnie zainteresowana wdrożeniem jego zasad. A przecież owe zasady zostały zostały sformułowane m.in. właśnie dla ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych czy rozproszonych!

⁷ na temat „racjonalnej apatii” zobacz:

Klaus Hopt, Eddy Wymeersch, *Capital Markets and Company Law*: "The allocation of powers to the shareholders' meeting generates well-known collective action problems, such as widespread shareholders' rational apathy and free riding. These problems may be reduced by the presence of institutional investors in the company's capital ... " (s. 251)

William F. Samuelson, Stephen G. Marks, *Managerial Economics*: "(...) the considerable time, effort, and cost of understanding the competing solicitations in a proxy battle. (This phenomenon is sometimes called rational apathy.) With most uninformed shareholders casting their votes..." (s. 658)

Zob. też Christoph Teichmann, *Corporate Governance - między prawem a rynkiem*, w *Europejskie Prawo Spółek, Tom III Corporate Governance*, redakcja: Mirosław Cejmer, Jacek Napierała, Tomasz Sójka, Wolters Kluwer Polska Sp.z o.o., Kraków 2006 (s. 27)

UE na rzecz aktywizacji akcjonariuszy

Niekorzystne dla rynków kapitałowych UE skutki słabej aktywności korporacyjnej akcjonariuszy legły u podstaw projektów modernizacyjnych opracowanych przez Komisję Europejską, zmierzających do wzmocnienia statusu korporacyjnego akcjonariuszy i modernizacji prawa spółek UE⁸. Przyjęty w wyniku tych prac plan działania⁹ zakłada przede wszystkim odejście od strategii „racjonalnej apatii”.

Akcjonariuszom przypisuje się tu znacznie większą rolę do spełnienia niż tylko beneficjenta spółki, ograniczającego się do korzystania tylko z praw majątkowych, biernego natomiast jeśli chodzi o korzystanie z praw korporacyjnych. Szczególną uwagę zwrócono na walne zgromadzenie – czyli forum, na którym realizowana jest większość praw korporacyjnych.

Autorzy raportu KE przyznają, iż wykonywanie praw korporacyjnych w spółkach publicznych napotyka poważne przeszkody prawne i faktyczne. Podstawowe to:

- obowiązek blokowania akcji;
- brak realnych szans na dostęp do informacji o walnym zgromadzeniu;
- uzależnienie praktycznych możliwości uczestnictwa w procesach decyzyjnych od fizycznej obecności na walnym zgromadzeniu¹⁰.

Ważny wniosek z tego raportu dotyczy faktu, iż zwłaszcza akcjonariusze transgraniczni napotykają poważne problemy przy wykonywaniu uprawnień korporacyjnych w spółkach publicznych mających siedzibę na terytorium UE¹¹. Istniejące w wielu państwach członkowskich przeszkody prawne i faktyczne sprawiają, iż transgraniczna realizacja podstawowego prawa korporacyjnego, jakim jest prawo głosu, jest często iluzoryczna albo nieopłacalna z ekonomicznego punktu widzenia. W efekcie, frekwencja na walnych zgromadzeniach utrzymuje się na niskim poziomie, a nawet ma tendencję spadkową.

Przygotowany plan wzmocnienia statusu korporacyjnego akcjonariusza i modernizacji prawa spółek¹² zakłada zwiększenie aktywności inwestorów poprzez:

- zapewnienie możliwie wczesnego zwoływania walnych zgromadzeń;
- likwidację wszelkich form blokowania akcji;
- usunięcie wszelkich przeszkód prawnych dotyczących uczestniczenia w walnych zgromadzeniach za pośrednictwem środków elektronicznych;

⁸ A modern Regulatory Framework for Company Law in Europe dostępny pod adresem:

http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/modern/index.htm; cyt. dalej jako “A Modern Regulatory Framework”; *Communication From the Commission to the Council and the European Parliament. Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward*, dostępny pod adresem:

http://www.europa.eu.int/eur-lex/en/com/cnc/2003/com2003_0284en01.pdf, cyt. dalej jako „A Plan to Move Forward”; Wniosek Komisji z dnia 05.01.2006 dotyczący Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie wykonywania praw głosu przez akcjonariuszy spółek posiadających siedzibę statutową w Państwie Członkowskim i których akcje zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym i zmieniająca dyrektywę 2004/109/WE oznaczony KOM(2005)685 wersja ostateczna; zob. też Mirosław Cejmer, Marcin Chruściński, *Reforma statusu korporacyjnego spółek notowanych na rynku regulowanym w Europie w: Europejskie Prawo Spółek Tom III Corporate Governance*, redakcja: Mirosław Cejmer, Jacek Napierała, Tomasz Sójka, Wolters Kluwer Polska Sp.z o.o., Kraków 2006 s.174 i nast.; Małgorzata Engeleit, *Wirtualne walne zgromadzenie. Wpływ Internetu na prawo spółki akcyjnej*, Diffin, Warszawa 2005, s.140 i nast.

⁹ A Plan to Move Forward, s. 9-10

¹⁰ A Modern Regulatory Framework op. cit., s.51

¹¹ KOM (2005) 685, s. 2

¹² KOM (2005) 685, 3-4 I nast.

- zapewnienie akcjonariuszom prostych sposobów głosowania bez konieczności obecności na walnym zgromadzeniu.

W obecnych realiach, najbardziej efektywne ułatwienia w transgranicznym wykonywaniu praw korporacyjnych realizowanych na walnym zgromadzeniu zapewni, jak się wydaje, umożliwienie wykorzystania mediów elektronicznych.

Webcasting wzmacnia status korporacyjny akcjonariusza

Można postawić tezę, iż korzystanie przez akcjonariuszy z praw korporacyjnych poprzez media elektroniczne można uznać za współczesny odpowiednik bezpośredniej aktywności akcjonariuszy (np. fizycznej obecności na walnym zgromadzeniu czy osobistego wykonywania prawa głosu z posiadanych akcji).

Obecnie akcjonariusze inwestujący na polskim rynku kapitałowym korzystają intensywnie z mediów elektronicznych (internetu) przede wszystkim do realizacji swoich praw majątkowych. Potwierdzeniem tej tezy jest chociażby fakt, iż na warszawskiej giełdzie dominują zlecenia składane przez internet: ok. 60% zleceń – niezależnie od instrumentu finansowego – przekazywanych jest przez internet, a prawie 20% wszystkich rachunków w biurach maklerskich to rachunki internetowe¹³.

Dostępna już na rynku polskim oferta webcastingu (transmisji internetowych on line) umożliwia realizację także praw korporacyjnych¹⁴. Umożliwia akcjonariuszom dostęp do transmitowanych wydarzeń – spotkań inwestorskich oraz walnych zgromadzeń – bez straty czasu i ponoszenia kosztów dojazdu¹⁵.

Oferowana jest także usługa *proxy voting on line*, umożliwiająca akcjonariuszom nieobecny fizycznie na walnym zgromadzeniu realizację prawa głosu drogą elektroniczną. Usługa ta umożliwia faktyczną realizację prawa głosu drogą elektroniczną, choć z formalnego punktu widzenia jest to jedynie przesyłanie instrukcji głosowania pełnomocnikowi obecnemu na sali obrad walnego zgromadzenia. Polskie spółki wykorzystują obecnie webcasting przede wszystkim do transmisji konferencji i spotkań inwestorskich. Transmitowanie walnych zgromadzeń jest w początkowej fazie. W 2006 r. na ok. 50 transmisji wydarzeń korporacyjnych, 10 dotyczyło walnych zgromadzeń. Dynamika ilościowego wzrostu transmisji z walnych zgromadzeń, w tym także z opcją *proxy voting on line* pozwala prognozować, iż webcasting stanie się jednym z narzędzi wzmocnienia statusu korporacyjnego akcjonariusza w Polsce.

Dr Wojciech Grabiński jest członkiem zarządu InfoGiełda SA, spółki z grupy kapitałowej GPW w Warszawie

wojciech.grabinski@infogielda.pl

¹³ Inwestorzy giełdowi, op. cit. s. 10-12

¹⁴ Oferta InfoGiełdy jest dostępna pod adresem: www.infogielda.pl

¹⁵ Szerzej na temat korzyści webcastingu pisałem w: Wojciech Grabiński, *Webcasting (transmisje internetowe on line) narzędziem wdrażania Corporate Governance*, Przegląd Corporate Governance nr 2 (6) 2006.