

Walne zgromadzenia nie są już potrzebne inwestorom

Wojciech Grabiński

Wyrażane są obecnie nadzieje, iż zmiany w Kodeksie spółek handlowych, umożliwiające akcjonariuszom elektroniczny dostęp do udziału w walnym zgromadzeniu, zaktywizują inwestorów i zachęcą do korzystania z przysługujących im praw korporacyjnych. Nadzieje te dotyczą zwłaszcza możliwości głosowania przez internet, która – jak uważają niektórzy – ma spowodować skokowy wzrost udziału akcjonariuszy w walnych zgromadzeniach. Problem w tym, że te nadzieje opierają się na nietrafnej, moim zdaniem, diagnozie przyczyn słabej aktywności akcjonariuszy. Czy rzeczywiście jest to tylko problem kosztów, a także barier faktycznych i formalnych uczestnictwa w walnym zgromadzeniu? Wątpię.

Słaba aktywność akcjonariuszy, brak zainteresowania udziałem w walnych zgromadzeniach ze strony indywidualnych inwestorów – taki obraz ujawniają liczne wyniki badań przeprowadzanych w Polsce, m.in. Ogólnopolskie Badania Inwestorów, realizowane przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych. Zjawiska te były przedmiotem zainteresowania obserwatorów rynku kapitałowego, a także przedmiotem badań ekspertów unijnych.

Trzeba przypomnieć, że u podstaw unijnych projektów modernizacyjnych prawa spółek legły diagnozy głoszące, iż przyczyną bierności europejskich akcjonariuszy, w tym ich absencji na walnych zgromadzeniach, są koszty dojazdu oraz cena czasu, jaki należy poświęcić na uczestnictwo w walnym zgromadzeniu. Opierając się na tych diagnozach, zbudowano teorię „racjonalnej apatii” akcjonariuszy. Widząc dysproporcję pomiędzy kosztami oraz efektami udziału w walnym zgromadzeniu decydują się oni na absencję – rezygnując z aktywności korporacyjnej – czyli na „racjonalną apatię”.

Czy taką diagnozę przyczyn słabej aktywności korporacyjnej indywidualnych akcjonariuszy można uznać za trafną także w przypadku polskich spółek? Moim zdaniem, trafne jest jedynie spostrzeżenie ekspertów, iż walne zgromadzenie odbywające się fizycznie w danym miej-

scu i czasie nie odpowiada w pełni współczesnym wymogom rynku. Jednak w naszych warunkach argument tłumaczący „racjonalną apatię” przede wszystkim kosztami udziału w walnym zgromadzeniu jest nieprzekonujący.

Niespełnione nadzieje, brak zainteresowania

Nie sądzę, żeby to właśnie koszty dojazdu i strata czasu były głównym powodem rezygnowania przez drobnych inwestorów z prawa wykonywania głosu na walnych zgromadzeniach. Dlatego też ułatwienie akcjonariuszom polskich spółek udziału w walnych zgromadzeniach za pośrednictwem środków komunikacji elektronicznej nie zwiększy szans na radykalną odbudowę ich chęci do wykonywania przynależnych im praw korporacyjnych.

Jeśli powodem braku aktywności korporacyjnej akcjonariuszy, a zwłaszcza rezygnowania z udziału w walnych zgromadzeniach, miałyby być kwestie kosztów i czasu – to już dawno akcjonariusze wykorzystywaliby możliwości i ułatwienia w dostępie do walnego zgromadzenia drogą elektroniczną. Na polskim rynku już od 2005 r. dostępna jest oferta transmisji internetowych walnych zgromadzeń, pozwalająca na bieżąco obserwować ich przebieg.

Kodeks spółek handlowych

Art. 406⁵. § 1. Statut może dopuszczać udział w walnym zgromadzeniu przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej, co obejmuje w szczególności:

- 1) transmisję obrad walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym,
- 2) dwustronną komunikację w czasie rzeczywistym, w ramach której akcjonariusze mogą wypowiadać się w toku obrad walnego zgromadzenia, przebywając w miejscu innym niż miejsce obrad walnego zgromadzenia,
- 3) wykonywanie osobiście lub przez pełnomocnika prawa głosu przed lub w toku walnego zgromadzenia.

§ 2. W przypadku, gdy statut dopuszcza udział w walnym zgromadzeniu przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej, udział akcjonariuszy w walnym zgromadzeniu może podlegać jedynie wymogom i ograniczeniom, które są niezbędne do identyfikacji akcjonariuszy i zapewnienia bezpieczeństwa komunikacji elektronicznej.

§ 3. Transmisja obrad walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym nie narusza obowiązków informacyjnych określonych w przepisach o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Od tego czasu jednak jedynie najbardziej innowacyjne spółki zamawiają transmisje internetowe własnych walnych zgromadzeń. **Faktyczna liczba transmitowanych walnych zgromadzeń krajowych spółek oscyluje jednak wokół marginalnych wartości: 20-30 transmisji rocznie.** Liczba osób śledzących te transmisje – może z wyjątkiem spółek

budzących przede wszystkim medialne zainteresowanie, jak np. PKN Orlen – jest także niewielka. Z marginalnym zainteresowaniem, a raczej z jego faktycznym brakiem, spotkała się także możliwość głosowania przez internet za pośrednictwem pełnomocnika (vide np. zwyczajne walne zgromadzenie PKN Orlen w 2006 r.).

Nie spełniły się też nadzieje związane z regulacjami zawartymi w dokumencie Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW, obowiązującym od stycznia 2008 r., rekomendującymi jak najszersze użycie komunikacji elektronicznej w kontaktach z inwestorami.

Próżno także szukać narzekania inwestorów na brak transmisji przebiegu walnych zgromadzeń, czy na brak możliwości głosowania online. Problematyka ta jest także praktycznie nieobecna na forach internetowych, czatach, itp. Obficie natomiast reprezentowana jest w sieci problematyka dotycząca różnych aspektów transakcji giełdowych, najnowszych technik interpretacji trendów, itp.

W sumie, z pewnym zażenowaniem trzeba stwierdzić, że **internetowe transmisje walnych zgromadzeń zamawiane są przez spółki raczej z powodów wizerunkowych, czy też w celu formalnego sprostania wymogom dobrych praktyk, niż z powodu rzeczywistego zapotrzebowania ze strony akcjonariuszy.** Pomijam tutaj kwestię innych powodów zaniechania transmisji, jak np. niechęć zarządu do takiego udokumentowania przebiegu zgromadzenia, czy obecność konfliktu w spółce – który mógłby ujawnić się podczas obrad. Są to jednak raczej powody marginesowe.

Błędna diagnoza, iluzoryczne uprawnienia

Dostęp do walnego zgromadzenia poprzez transmisję internetową rzeczywiście pozwala

zaoszczędzić kosztów dojazdu, niemniej także wymaga poświęcenia czasu – jeśli ma to być uważne śledzenie obrad i np. głosowanie przez pełnomocnika. Paradoksalnie, **walne zgromadzenie przeprowadzane z pełnym elektronicznym dostępem akcjonariuszy może wydłużyć czas trwania tego wydarzenia** – o konieczny czas na wypowiedzi akcjonariuszy oraz głosowanie on-line. Pomijam przy tym kwestię ewentualnych nadużyć i obstrukcji, z którymi zawsze trzeba się liczyć, i które dodatkowo mogą ten czas wydłużyć.

Z przedstawionych powyżej powodów, pomiędzy bajki należy włożyć roztaczane niejednokrotnie miraż, jakoby inwestorzy, miło spędzając czas pod palmami lub w domowych pieleszach, będą jednocześnie realizować drogą elektroniczną swoje uprawnienia korporacyjne.

I kwestia podstawowa, o której się chętnie zapomina: **komunikacja elektroniczna, ułatwienie inwestorowi dostępu do obrad walnego zgromadzenia, w żaden sposób nie zlikwidują poczucia braku wpływu na działalność spółki w przypadku posiadania przez akcjonariusza niewielkiej ilości akcji.** Mało tego, w przypadku głosowania taką niewielką ilością akcji, akcjonariusz jeszcze bardziej dotkliwie może uświadomić sobie praktyczny brak wpływu na ważne dla przyszłości spółki kwestie.

Jako praktyk uczestniczący w budowie rynku komunikacji elektronicznej na polskim rynku giełdowym, jestem zwolennikiem szerokiego korzystania przez spółki i akcjonariuszy z komunikacji elektronicznej, jednakże nadzieje na przełomowe znaczenie nowych przepisów na aktywizację akcjonariuszy są pozbawione podstaw. Błędna jest bowiem diagnoza przyczyn słabej aktywności akcjonariuszy – na pewno koszty uczestnictwa w walnym zgromadzeniu nie są miejscem, w którym należy szukać prawdziwych źródeł słabej aktywności korporacyjnej inwestorów.

Uwład instytucji walnego zgromadzenia?

Rozpatrując kwestię instrumentów aktywizacji inwestorów należy zdawać sobie sprawę z pewnej generalnej tendencji: spadku znaczenia walnego zgromadzenia jako płaszczyzny realizacji interesów akcjonariuszy. Wskutek rozwoju komunikacji elektronicznej uczestnictwo w walnym zgromadzeniu, jak i – szerzej – korzystanie z praw korporacyjnych nie są już potrzebne akcjonariuszom do osiągnięcia korzyści inwestycyjnych.

Problem nie tkwi bowiem w barierach i kosztach dostępu do walnego zgromadzenia. Problem w tym, że rozwój technik komunikacyjnych spowodował nie tylko uwład, a przynajmniej spadek, znaczenia walnego zgromadzenia jako platformy realizacji interesów akcjonariuszy, ale i w ogóle drastyczny spadek zainteresowania akcjonariuszy indywidualnych ich prawami korporacyjnymi. Akcjonariusze – przede wszystkim indywidualni, ale nie tylko – zamiast brać udział w walnym zgromadzeniu, realizują praktycznie wszystkie swoje interesy poza, czy też obok walnego zgromadzenia – poprzez zachowania transakcyjne: zakup i sprzedaż akcji.

Walne zgromadzenie, jako zebranie się akcjonariuszy w jednym czasie i miejscu, po to by podjąć najważniejsze decyzje – co do podziału zysku, wypłaty dywidendy, emisji akcji – było potrzebne akcjonariuszom do ochrony ich interesów inwestycyjnych w wieku „pary i elektyczności”, ale nie w dobie szybkiego internetu i mediów elektronicznych.

Globalne trendy ważniejsze niż decyzje WZ

Transakcje internetowe umożliwiają w trybie on-line zarówno zostanie akcjonariuszem, jak i zmianę tego statusu – w zależności od oceny

sytuacji spółki. W ten sposób wszystkie sprawy, które są przedmiotem decyzji walnego zgromadzenia, a zwłaszcza te, które dotyczą korzyści lub obciążeń finansowych, mogą być zdyskontowane odpowiednio wcześniej w cenie akcji.

Również globalizacja rynków finansowych powoduje, iż to globalne trendy zdają się być ważniejszą dominantą decyzji inwestorów niż sytuacja samej spółki czy decyzje jej walnego zgromadzenia. Dominujące zachowania transakcyjne, skutkujące zmianą ceny akcji, są błyskawiczną oceną wszelkich wydarzeń zachodzących w spółce, jak również tych kwestii, które są domeną decyzji walnego zgromadzenia. Mówiąc wprost: **walne zgromadzenia nie są już potrzebne akcjonariuszom do realizacji zwrotu z inwestycji w akcje spółek notowanych na giełdzie.**

Walne zgromadzenie staje się więc formalnym jedynie wydarzeniem, podczas którego jego uczestnicy odgrywają swoje role i podejmują wymagane przez Ksh decyzje, jednak znaczenie i realne skutki tych decyzji dokonały się już wcześniej i znalazły odzwierciedlenie w cenie akcji. Akcjonariusz już nie musi być aktywnym uczestnikiem walnego zgromadzenia żeby dokonał się ekonomiczny sens podejmowanych tam decyzji.

Dr Wojciech Grabiński prowadzi firmę CONTACTOR Corporate Solutions; w latach 2005-2007 był prezesem InfoGiełdy SA (obecnie WSEInfoEngine SA) prekursora komunikacji elektronicznej i transmisji internetowych wydarzeń korporacyjnych.

wojciech.grabinski@gmail.com