

DEBATA

W polityce dywidendowej najlepszy jest złoty środek

Podział zysku między potrzebami spółek i budżetu powinien być procesem usystematyzowanym i transparentnym

W tym roku, podobnie jak w latach ubiegłych, mamy do czynienia z wypłatami wysokich dywidend przez największe spółki z udziałem Skarbu Państwa. Gros tych środków trafia do budżetu. Czy ta sytuacja nie budzi panów niepokoju? Czy rzeczywiście dywidenda powinna służyć łataniu budżetowej dziury, a nie rozwojowi spółek?

Tadeusz Aziewicz: Najlepszym lekarstwem na rozwiązanie problemu optymalnego poziomu dywidendy w spółkach jest oczywiście prywatyzacja. Prywatny właściciel najlepiej wie, jak zrównoważyć interes własny i spółki w długim okresie. Jeżeli jednak godzimy się z tym, że nie wszystkie firmy w realnej perspektywie będą poddane prywatyzacji, musimy przede wszystkim doskonaląc nadzór właścicielski nad spółkami Skarbu Państwa, który w efekcie powinien funkcjonować w sposób zbliżony do sektora prywatnego. Taką koncepcję przedstawiła w poprzedniej kadencji Rada Gospodarcza działająca przy prezesie Rady Ministrów. Jestem przekonany, że warto wrócić do tych rozwiązań.

Sytuacje poszczególnych spółek są różne i nie ma jednego klucza, w oparciu o który można wyznaczyć optymalny poziom dywidendy. Takie propozycje dla każdej z nich powinny przygotowane silne, niezależne rady nadzorcze, których podstawowym celem powinien być wzrost wartości spółki. Rozwiązania systemowe przygotowane przez Radę Gospodarczą dają szansę na realną poprawę sytuacji.

Andrzej S. Nartowski: Żaden system nie jest potrzebny. Problemem jest brak polityki dywidendowej w spółkach. Nie wiadomo, co się w tym zakresie wydarzy na 2-3 lata naprzód. Jak zostaną podzielone zyski; ile trafi do akcjonariuszy, ile na inwestycje czy skup akcji itd. A tu decydujący głos powinno mieć walne zgromadzenie akcjonariuszy (WZA), które po wysłuchaniu rekomendacji zarządu i opinii rady nadzorczej, mając odpowiednią wiedzę, decyduje, ile np. KGHM Polska Miedź potrzebuje na inwestycje w Chile, i m.in. to bierze pod uwagę przy podziale zysku. Ściąganie większości zysku do budżetu - w postaci dywidendy - jest polityką krótkowzroczną, często ignorującą opinię zarządu. Chciałbym jednak pochwalić, iż wyrażnie poparli się profesjonalizm tak zarządów, jak i RN. Co z tego, skoro Skarb Państwa, mając czasami jedynie 30 proc. głosów na WZA, przegłosuje to, co zechce...



Udział w debacie wzięli: Tadeusz Aziewicz, poseł i przewodniczący Komisji Skarbu Państwa, dr Jerzy Kalinowski, partner w KPMG, Konrad Konarski, wspólnik w Baker & McKenzie, Andrzej S. Nartowski, prezes Polskiego Instytutu Dyrektorów. Debatę prowadził Marcin Piasecki, wydawca Dziennika Gazety Prawnej

Brak polityki dywidendowej to nie jest problem tego roku. A do tego doszedł nam teraz kryzys. Państwo potrzebuje pieniędzy...

Jerzy Kalinowski: Wiele krajów w UE nadal posiada strategiczne pakiety akcji w spółkach z sektorów usług finansowych, transportu lotniczego, energetycznych, telekomunikacyjnych czy nawet w mediach. Tam też istnieje problem podejścia do dywidendy w takich spółkach, który nabrał szczególnego znaczenia teraz w okresie kryzysu finansowego, gdy zmniejszyły się dochody budżetowe. Jak państwo powinno się zachować wobec kontrolowanych przez niego spółek? Uważam, że konieczne jest tu wyważenie interesów spółki przez jej interesariuszy, biorąc pod uwagę dążenie do maksymalizacji wartości firmy, a z drugiej strony interesy państwa zarówno w zakresie jego potrzeb budżetowych, jak i realizacji celów strategicznych, jak np. utrzymanie zapasu gazu czy ropy.

Akcjonariusze spółek publicznych - fundusze czy osoby prywatne - dążą do pomnożenia zainwestowanego kapitału - czy to poprzez wzrost ich wartości, czy też wypłacając dywidendę. Z ich punktu widzenia najważniejsza jest przyszłość spółki i analiza jej potrzeb w zakresie strategii i rozwoju, polityki przychów, potrzeb inwestycyjnych czy obsługi zadłużenia. Dopiero mając pełną wiedzę, można podejmować decyzję co do podziału zysku. Takiego podejścia brakuje w przypadku niektórych polskich spółek, stąd inwestorzy nie mają wiedzy, jak będzie wyglądać polityka dywidendowa w perspektywie 3-5 lat.

Konrad Konarski: Zgadzam się z tezą, że w spółkach SP jest problem z dywidendą. Po pierwsze, szkoda, że w wielu wypadkach potrzeby budżetu biorą górę nad potrzebami spółek i pieniądze wypracowane przez firmę zamiast na ekspansję idą do budżetu na zaspokajanie bieżących potrzeb. Po drugie, zły jest brak przewidywalności zachowania SP. Zbyt często dopiero na walnym SP oznajmia swoje stanowisko w sprawie dywidendy. Oczywiście wypłata dywidendy nie jest niczym złym i nie można winić SP, że domaga się udziału w zyskach. Sąd Najwyższy w swoim niedawnym orzeczeniu stwierdził wręcz, że wypłata dywidendy jest obowiązkiem spółki. W USA już prawie 100 lat temu sądy identycznie orzekły w sporze, jaki toczyli Henry Ford i jego ówczesni wspólnicy, bracia Dodge. Henry Ford zablokował wypłatę dywidendy ze swojej firmy, wiedząc, że bracia zamierzają sfinansować z niej założenie własnej fabryki. Sąd orzekł wówczas, iż spółka nie może bez powodu wstrzymać wypłaty zysków. Powtarzam jednak, że problemem w Polsce nie jest domaganie się przez SP dywidendy, ale relacja tych wypłat do sytuacji finansowej spółki i brak przewidywalności.

Tadeusz Aziewicz: Nie zgadzam się z tezą, że duże spółki Skarbu Państwa nie mają strategii lub że nie są w stanie zbudować polityki dotyczącej wypłat dywidendy. W zarządach kluczowych spółek w zdecydowanej większości mamy już bardzo profesjonalnych menedżerów. Problemem jest krótka odległość pomiędzy właścicielem, który musi pozyskiwać środki na działalność publiczną,

a organami spółek, głównie radami nadzorczymi, w których często zasiadają urzędnicy średniego i niskiego szczebla delegowani przez odpowiednie ministerstwa.

Jerzy Kalinowski: Grzechem części polskich przedsiębiorstw jest ograniczenie strategii do określenia kierunków rozwojowych - brakuje głębszych analiz rynkowych, ekonomicznych czy aspektów ryzyka, odpowiadających na pytanie - dokąd i w jaki sposób dana spółka chce podążać. Jeśli chodzi o nadzór właścicielski nad spółkami strategicznymi nie należącymi do państwa, podobna mi się system funkcjonujący w Szwecji, gdzie obowiązuje specjalny kodeks spółek nadzoru właścicielskiego, obejmujący również politykę dywidendową.

Andrzej S. Nartowski: Polski Instytut Dyrektorów promował podobny model, o jakim mówił dr Kalinowski, w formule Krajowego Funduszu Majątkowego, który miałby coś do powiedzenia odnośnie do strategii wybranych spółek. A odnosząc się do opinii pana posła Aziewicza, uważam, że urzędnicy tacy są jak bardziej kompetentni, a do tego bardziej niezależni w swoich decyzjach niż urzędnicy wysokiego szczebla.

Tadeusz Aziewicz: Nie chcę podważać ich kompetencji, ale wątpię we wspomnianą niezależność. Urzędnicy, szczególnie ci niższego szczebla, z oczywistych względów nie podejmują samodzielnie strategicznych decyzji. Są raczej pasem transmisyjnym pomiędzy spółkami a ministerstwami. Trudno się dziwić, że w najważniejszych sprawach pytają o zdanie swoich zwierzchników.

Jerzy Kalinowski: Inwestor w takich spółkach jak np. PKO BP, PGNiG czy PGE zaakceptuje decyzje odnośnie do podziału zysku, pod warunkiem że będzie znał założenia długoterminowej polityki dywidendowej oraz strategię firmy. Dobrze byłoby stworzyć dobre praktyki, które określałyby zasady ustalania dywidendy w taki sposób, żeby decyzja o jej wysokości była przewidywalna, transparentna i podejmowana na podstawie znanych wcześniej przesłanek.

Na najbliższym Europejskim Kongresie Finansowym planowana jest specjalna sesja dotycząca dobrych praktyk dla strategicznych spółek Skarbu Państwa.

Konrad Konarski: Niezależna i kompetentna rada nadzorcza to najlepsze lekarstwo na niemal wszystkie bóleczki w zakresie corporate governance. Ale praktyka pokazuje, że jest to postulat, jeżeli nawet nie utopijny, to do zrealizowania w dłuższym okresie. Na razie mamy sytuację, gdy wiele resortów traktuje wpływy w spółkach Skarbu Państwa jako swoiste lenno i zdecydowanie woli je ściśle kontrolować, niż oddawać niezależnym ekspertom. Kodeks dobrych praktyk dywidendy można opracować i zastosować w krótkim czasie.

Uregulowanie prawne sprawy dywidendy byłoby dobrym rozwiązaniem, ale w dobie upolitycznienia wszystkich dziedzin życia, skąd mamy pewność, że kolejne ekipy polityczne nie zmieniałyby dobrych zapisów na takie, które będą im odpowiadały?

Andrzej S. Nartowski: Dobre praktyki kodeksowe dywi-



Więcej informacji na ten temat uzyskują Państwo podczas Europejskiego Kongresu Finansowego

dendy to nie byłby dokument stworzony przez parlamentarną legislację, tylko reguły postępowania czy zalecenia, co do których umawiają się uczestnicy rynku. Zatem nie podlegałyby, tak jak ustawy, wpływowi politycznym. Stworzmy taki dokument podobny do kodeksu dobrych praktyk spółek notowanych na GPW. PID chętnie weźmie w tym udział.

Tadeusz Aziewicz: Jestem przekonany, że kluczem do transparentności i przewidywalności zachowań spółek kontrolowanych przez SP jest stworzenie odpowiedniego dystansu pomiędzy właścicielem a zarządami spółek, połączone z wprowadzeniem rozwiązań instytucjonalnych wymuszających niezależność i profesjonalizm głównych decydentów.

Jerzy Kalinowski: Aby stworzyć dokument na miarę akceptowanego powszechnie kodeksu, warto również wysłuchać głosu mniejszościowych akcjonariuszy. W przygotowane takich rekomendacji trzeba też zaangażować media, które mogą wspomóc proces promocji kodeksu. Prace przygotowawcze należy również skorelować z odpowiednimi działaniami rządu, który jest przecieci strategicznym akcjonariuszem w tych spółkach.

Jak zdaniem panów powinna wyglądać polityka dywidendowa spółek w 2014 roku? Czy do tego czasu coś może zmienić się na lepsze?

Tadeusz Aziewicz: Trzeba nadal wyważać interesy poszczególnych spółek i Skarbu Państwa. Najlepszy jest złoty środek. Zaslągamy budżet dywidendy, ale nie zarzynając kury, która znosi złote jaja.

Andrzej S. Nartowski: Tak w tym roku, jak i w przyszłym najważniejsze będą uchwały walnych zgromadzeń spółek. To ono decyduje, na co i w jakiej wysokości rozdysponowywane są wypracowane zyski.

Jerzy Kalinowski: Po pierwsze, proces podziału zysków powinien nabierać transparentności. Po drugie, wskazane jest, by kluczowe decyzje w tym zakresie były rynkowo wcześniej komunikowane. Byłoby to wyrazem dobrej woli zarówno zarządu, jak i właścicieli, czyli w szczególności państwa.

Konrad Konarski: Sezon walnych właśnie mija. Mamy więc cały rok, by coś zmienić. Dyskusja na ten temat będzie prowadzona na Europejskim Kongresie Finansowym już w czerwcu.

Debatę prowadził Marcin Piasecki