

KRYZYS FINANSOWY A POLITYKA WYNAGRADZANIA MENEDŻERÓW

*Piotr Urbanek**

1. Wprowadzenie

Występowanie kryzysów gospodarczych jest immanentną cechą gospodarki rynkowej. W okresach, kiedy skala tych zjawisk osiąga poziom zagrażający stabilności funkcjonowania gospodarek, przejawiając się masowymi bankructwami, dramatycznym spadkiem PKB, wzrostem bezrobocia, pogorszeniem poziomu życia i związanym z tym wzrostem napięć społecznych nasilają się próby wskazania przyczyn i poszukiwania instrumentów przywracających zaufanie i zabezpieczających przed powtórny wystąpieniem takiej sytuacji.

Kryzys finansowy, który rozpoczął się w roku 2007 na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych, w kolejnych latach doprowadził do ogólnoświatowego kryzysu ekonomicznego, którego skutki w sferze realnej są porównywalne z wielkim kryzysem lat 30 ubiegłego wieku. Specyfika obecnego kryzysu polega na tym, iż jego źródła tkwią przede wszystkim w sektorze usług finansowych. Wśród „finansowych” przyczyn kryzysu wymienia się błędy polityki makroekonomicznej, w tym przede wszystkim nadmiernie ekspansywną politykę monetarną w Stanach Zjednoczonych, brak właściwego nadzoru instytucjonalnego nad sektorem finansowym¹, dynamiczny rozwój „innovacji finansowych” – nowych, skomplikowanych, obarczonych wysokim ryzykiem instrumentów finansowych, nieskuteczność działania agencji ratingów kredytowych², dążenie instytucji finansowych, posiadających niską adekwatność kapitałową³ do maksymalizacji wyników krótkookresowych kosztem podejmowania nadmiernego ryzyka i wiele innych. Zjawiska te doprowadziły do ostrej dekonunktury na amerykańskim rynku nieruchomości, kryzysu na rynku kredytów o podwyższonym ryzyku i w dalszej konsekwencji do destabilizacji

* Prof. nadzw. UŁ dr hab., Uniwersytet Łódzki

¹ Alan Greenspan w październiku 2008 roku w czasie przesłuchania przed Komisją Izby Reprezentantów stwierdził, iż „Błędem było założenie, że interes własny organizacji, szczególnie banków, mógł w wystarczający sposób zabezpieczyć ich akcjonariuszy”.

² Agencje ratingowe 90-95% przychodów otrzymują od instytucji, które są przez nie oceniane.

³ Wskaźnik lewarowania w przypadku banków dochodził do 30.

rynków finansowych w Stanach Zjednoczonych i innych wysoko rozwiniętych gospodarek.

Poszukując przyczyn obecnego kryzysu, jednym z obszarów, które w naturalny sposób muszą stać się przedmiotem szczegółowym analiz są mechanizmy nadzoru korporacyjnego⁴. Na znaczenie tych mechanizmów i ich odpowiedzialność za występowanie zjawisk kryzysowych w gospodarce po raz pierwszy zwrócono szerszą uwagę na przełomie wieków w kontekście skandali korporacyjnych, które ujawniły niską skuteczność stosowanych wcześniej mechanizmów nadzoru nad działalnością spółek. Związane to było z oszustwami, nadużyciami, korupcją, oportunistycznym menedżerów. Szczególną falę krytyki wywołały przestępstwa finansowe związane z tzw. „kreatywną rachunkowością”. Obnażyły one niedostateczny nadzór ze strony rad spółek, brak odpowiedzialności zarządów za sprawozdawczość finansową, słabości zabezpieczeń przed zjawiskiem dokonywania uprzywilejowanych transakcji przez członków władz spółek, słabość instytucji audytu finansowego. Skutkiem tych zjawisk był szereg spektakularnych bankructw największych korporacji amerykańskich i towarzyszący temu drastyczny spadek indeksów giełdowych. Spadek społecznego zaufania do korporacji był jedną z przyczyn, które wymusiły konieczność wprowadzania bardziej skutecznych standardów nadzoru.

Wśród obszarów, na których skoncentrowały się prace mające na celu reformę systemu nadzoru nad działalnością spółek znalazły się m.in.: zasady wynagradzania osób zarządzających spółkami, transparentność spółek, odpowiedzialność rad spółek, standardy sprawozdawczości finansowej i audytu finansowego. Nowym elementem regulacyjnego otoczenia spółek publicznych we wszystkich wysoko rozwiniętych krajach stały się kodeksy dobrych praktyk.

Celem artykułu jest ocena, w jakim stopniu zainicjowana na początku obecnego wieku reforma systemu nadzoru korporacyjnego w obszarze polityki wynagradzania kadry menedżerskiej miała wpływ na przebieg obecnego kryzysu finansowego oraz jakie działania zostały lub zostaną podjęte w celu dalszego usprawniania standardów nadzoru.

⁴ W przedstawionym w 2009 roku w Senacie USA projekcie ustawy znalazło się sformułowanie: „...wśród głównych przyczyn obecnego kryzysu finansowego i gospodarczego, który doświadczają Stany Zjednoczone należy wymienić powszechną niewydolność (*widespread failure*) nadzoru korporacyjnego”, por. *Shareholder Bill of Rights Act of 2009*, S. 1074, Sec. 2.

2. Wynagrodzenia osób zarządzających spółkami w epoce postenronowskiej

Jednym z najważniejszych obszarów, na którym skoncentrowano uwagę w reformie systemu nadzoru korporacyjnego z początku wieku była problematyka wynagrodzeń osób zarządzających spółkami. Panowało powszechne przekonanie, iż poziom i dynamika tych wynagrodzeń często nie wykazywały żadnego związku z wynikami ekonomicznymi przedsiębiorstw⁵. Liczne skandale finansowe, szeroko opisywane i komentowane przez media, przedstawiały ponury obraz sytuacji, w której menedżerowie pozbawieni jakiegokolwiek kontroli i nadzoru ze strony właścicieli potrafili osiągać niewiarygodnie wysokie korzyści kosztem spółek i akcjonariuszy.

Podejmowane działania zmierzały w kierunku usprawnienia procedur ustalania wynagrodzeń oraz zwiększenia ich transparentności. Najważniejszym celem, jaki został przyjęty było powiązanie dochodów osiąganych przez menedżerów z wynikami ekonomicznymi spółek. Znaczącym składnikiem wynagrodzeń stały się składniki zmienne, premie i wynagrodzenia odroczone. Istotną rolę w tych procedurach miała odgrywać komisja ds. wynagrodzeń, której najważniejszym zadaniem było określanie zasad zatrudniania i wynagradzania czołowych funkcjonariuszy spółki. Kolejnym elementem reformy był wymóg uzyskania aprobaty akcjonariuszy dla długoterminowych programów motywacyjnych opartych na własności.

W Europie kwestia zasad wynagradzania menedżerów była przedmiotem rekomendacji zawartych przede wszystkim w narodowych wersjach Kodeksów Dobrych Praktyk⁶. W niektórych krajach podlegało to dodatkowo regulacjom prawa spółek i innych aktów normatywnych⁷.

⁵ Prezes Enronu Kenneth Lay w roku 2001, którym doszło do bankructwa spółki otrzymał wynagrodzenie w kwocie 103 mln USD. Zarząd Enronu przed ogłoszeniem upadłości wypłacił sobie premię na łączną sumę 55 mln USD. W ciągu trzech lat poprzedzających serię bankructw 25 korporacji w Stanach Zjednoczonych, ich szefowie uzyskali z tytułu pensji oraz dochodów ze sprzedaży akcji ponad 3 miliardy dolarów.

⁶ P.Urbaneck, *CEOs Remuneration in Corporate Governance Codes in EU Member Countries*, "Comparative Economic Research. Central and Eastern Europe", 2009, No. 1/2.

⁷ Np. w Wielkiej Brytanii jest to Directors' Remuneration Report Regulations 2002 No.1986, Statutory Instruments jako część Company's Act 1985. W Polsce zasady ujawniania informacji o wynagrodzeniach osób zarządzających spółkami są określone m.in. w: Ustawie z dnia 18 marca 2008r. o zmianie ustawy o rachunkowości (Dz.U. 2008 Nr 63, poz. 393), art. 4a oraz w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz. U. 2009 Nr.33, poz.259), § 91.

Polityka wynagradzania kadry zarządzającej spółkami znalazła również odzwierciedlenie w zaleceniach Komisji Europejskiej⁸. W dokumencie przyjętym w roku 2004 nacisk został położony przede wszystkim na transparentność polityki wynagrodzeń. Spółki publiczne powinny ujawniać politykę wynagradzania dyrektorów, w formie odrębnego raportu o wynagrodzeniach dołączonego do rocznego sprawozdania finansowego i zamieszczonego na stronach internetowych spółki. Sprawozdanie to powinno zawierać m.in. wyjaśnienia dotyczące stałych i zmiennych składników wynagrodzeń, informacje na temat kryteriów efektywności od których zależy otrzymywanie opcji na akcje lub zmiennych składników, informacje na temat świadczeń niepieniężnych. Ujawnieniu podlegają również wynagrodzenia indywidualnych dyrektorów, z podziałem na wszystkie składniki uposażeń. Informacje te powinny być zawarte w osobnym raporcie w sprawie wynagrodzeń. Istotną cechą rozwiązań zawartych w propozycjach Komisji Europejskiej jest to, iż nie było tam szczegółowych zaleceń co do procedur ustalania wynagrodzeń. Najważniejszą rekomendacją był postulat dotyczący wynagrodzeń odroczonego. Programy motywowania dyrektorów w formie akcji, opcji na akcje, prawa do zakupu akcji powinny być zatwierdzane przez walne zgromadzenie akcjonariuszy.

W kolejnym zaleceniu z roku 2005 podjęta została kwestia tworzenia w obrębie rady spółki komisji ds. wynagrodzeń⁹. W skład komisji powinni wchodzić wyłącznie dyrektorzy niewykonawczy (w modelu monistycznym). Większość członków komisji powinna być niezależna. Do funkcji komisji należy m.in. przedstawianie propozycji dotyczących zasad wynagradzania osób zarządzających, monitorowanie poziomu i struktury wynagrodzeń kadry kierowniczej wysokiego szczebla, przedstawianie radzie wyboru dotyczących wyboru pomiędzy przyznaniem opcji zapisu na akcje lub opcji zakupu akcji.

Przykładem kraju, w którym zostały wprowadzone bardzo rygorystyczne regulacje odnoszące się do kwestii zasad wynagradzania menedżerów były Stany Zjednoczone. Przepisy odnoszące się do spółek publicznych podlegających regulacjom Komisji Papierów Wartościowych (*Securities Exchange Commission*) zostały zawarte w *Code of Federal Regulations, Regulation S-K*¹⁰. Przepisy te w sposób szczegółowy i jednoznaczny określały

⁸ Zalecenie Komisji z dnia 14 grudnia 2004 r. w sprawie wspierania odpowiedniego systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na giełdzie 2004/913/WE, (Dz.U. U.E. L 385/55).

⁹ Zalecenie Komisji z dnia 15 lutego 2005 roku dotyczące roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej) 2005/162/UE, (Dz.U. U.E. L 52/51).

¹⁰ Code of Federal Regulations, Title 17, Volume 2, Revised as of April 1, 2003, Sec. 229.402 (Item 402), Executive compensation.

tryb, zakres i formę prezentacji informacji na temat wysokości wynagrodzeń najważniejszych funkcjonariuszy spółki. Komisje ds. wynagrodzeń są zobowiązane dostarczać akcjonariuszom roczne raporty zawierające opis zasad wynagradzania czołowych menedżerów, w tym m.in. zasady wynagradzania w oparciu o wyniki spółki, wskaźniki oceny wyników, wykorzystanie długoterminowych komponentów wynagrodzeń. Ujawnieniu podlegają indywidualne wynagrodzenia dyrektora generalnego (CEO) i czterech najwyższych opłacanych menedżerów z podziałem na poszczególne składniki wynagrodzeń. Bardzo ważną kwestią jest forma prezentacji tych informacji. Przyjęto zasadę, iż poszczególne komponenty wynagrodzeń muszą być przedstawione nie w formie opisowej, ale w postaci standardowej tabeli umożliwiającej pełne i porównywalne zestawienie informacji. Wynagrodzenia muszą być ujawniane nie tylko dla poprzedniego roku, ale także dla dwóch wcześniejszych lat. Umożliwia to ocenę tendencji, jakie występują w polityce płacowej spółki. Uzupełnieniem informacji są dodatkowe zestawienia prezentujące w formie tabelarycznej m.in. zasady motywacyjnych programów partycypacji we własności, programy emerytalne, wykresy pokazujące wskaźniki efektywności spółki na tle sektora, w jakim działa.

Kwestią, która wzbudzała bardzo wiele kontrowersji jest wymóg uzyskiwania od akcjonariuszy aprobaty dla długookresowych programów motywowania menedżerów, w tym przede wszystkim opcji zakupu akcji. Od roku 2003 spółki notowane na giełdach NYSE i NASDAQ zostały zobowiązane przedkładać wszystkie programy motywacyjne pod głosowanie akcjonariuszy.

W Stanach Zjednoczonych spółki publiczne muszą powołać komisję ds. wynagrodzeń w całości składającą się z niezależnych dyrektorów¹¹. Zasady funkcjonowania komisji powinny być określone w pisemnym regulaminie. Do najważniejszych zadań komisji należy: przejęcie od rady dyrektorów obowiązków w zakresie zapewnienia odpowiedniego systemu wynagradzania funkcjonariuszy spółki, sporządzenie raportu o wynagrodzeniach zgodnie z obowiązującymi przepisami, ustalenie celów korporacji odnoszących się do wynagrodzenia menedżerów, ocena wyników działania menedżerów w świetle przyjętych celów, ustalenie na tej podstawie wysokości wynagrodzenia, przygotowanie dla rady rekomendacji co do zasad ustalania premii za wyniki i programów motywacyjnych opartych na własności. Określając długoterminowe komponenty wynagrodzeń, komisja powinna brać pod uwagę wyniki finansowe spółki i korzyści akcjonariuszy, wartość podobnych instrumentów

¹¹ Corporate Governance Rule Proposals Reflecting Recommendations from the NYSE, Corporate Accountability and Listing Standards Committee As Approved by the NYSE Board of Directors, August 1, 2002.

motywacyjnych stosowanych w innych porównywalnych spółkach, wysokość wynagrodzeń w poprzednich latach.

3. Kierunki reformy polityki wynagradzania menedżerów

Pomimo szerokiego zakresu zmian, jakimi w ciągu ostatnich lat objęto zasady wynagradzania osób zarządzających spółkami, niewłaściwa polityka wynagradzania została zidentyfikowana jako jeden z kluczowych czynników, który doprowadził do kryzysu finansowego. Zmiany struktury wynagrodzeń w kierunku zwiększania udziału komponentów zmiennych opartych na wynikach (*pay-per-performance*), prowadziły do tworzenia coraz bardziej skomplikowanych, niezrozumiałych, a tym samym bardziej podatnych na manipulacje systemów motywacyjnych. Szczególnej krytyce poddane zostały systemy wynagrodzeń oparte na krótkoterminowych wynikach, nie uwzględniające należycie związanego z nimi ryzyka. Dotyczy to zwłaszcza wynagrodzeń w instytucjach finansowych¹². Zasady wynagradzania kadry zarządzającej w tym sektorze skutkowały przyjmowaniem krótkookresowej perspektywy i mogły skłaniać instytucje do angażowania się w bardzo ryzykowną działalność bez względu na wyniki instytucji w długim okresie. To zaś prowadziło do zagrożenia ich stabilności finansowej. Specyfika wynagradzania osób zarządzających instytucjami finansowymi oraz pracowników podejmujących w nich kluczowe decyzje dotyczące skomplikowanych i ryzykownych operacji przy użyciu nowoczesnych instrumentów finansowych spowodowała konieczność poszukiwania innych procedur ustalania wynagrodzeń¹³.

Widoczne dysfunkcjonalności systemów wynagradzania osób zarządzających korporacjami wykazały potrzebę przeprowadzenia dalszej reformy tych systemów. Poniżej przedstawione zostaną działania podjęte przez Komisję Europejską oraz w Stanach Zjednoczonych.

¹² Badania prowadzone w roku 2006 w bankach europejskich wykazały, że w całkowitym wynagrodzeniu dyrektora generalnego, składnik stały stanowił 24%, premia roczna 36%, komponenty długookresowe 40%; por. G.Kirkpatrick, *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, "Financial Market Trends", Vol. 2009/1, s. 13.

¹³ Cechą odróżniającą instytucje finansowe od innych jednostek jest to, że w tych pierwszych szefowie spółek nie zawsze są na szczycie listy płac.

W kwietniu 2009 roku Komisja Europejska sformułowała kolejne zalecenia w sprawie systemu wynagrodzeń dyrektorów¹⁴. Można wskazać istotną różnicę w stosunku do dokumentu z roku 2004, w którym nacisk został położony przede wszystkim na kwestię transparentności wynagrodzeń. W zaleceniach z roku 2009 pojawiają się przede wszystkim rekomendacje co do procedur ich ustalania. Szczególnie dużo uwagi poświęcono kwestii trybu ustalania zmiennych składników wynagrodzeń, odpraw, wynagrodzeń opartych na akcjach¹⁵. Postuluje się m.in. wstrzymanie wypłaty w sytuacji, kiedy nie zostały spełnione kryteria wynikowe, odraczenia wypłat, zwrotu zmiennych składników wypłaconych na podstawie nieprawdziwych danych, nie wypłacania odprawy z tytułu rozwiązania umowy ze względu na niezadowolające wyniki, odroczenia uprawnień wynikających z przyznanych opcji na akcje lub praw do nabycia akcji co najmniej na trzy lata. Kryteria wynikowe stanowiące podstawę do naliczania wynagrodzeń powinny być związane z tworzeniem długookresowej wartości przedsiębiorstwa. Ponownie pojawiło się zalecenie tworzenia w składzie rady spółki komisji ds. wynagrodzeń.

Szczególną uwagę poświęcono kwestii wynagrodzeń w sektorze usług finansowych¹⁶. Postuluje się, aby polityka wynagrodzeń była spójna z zasadami efektywnego zarządzania ryzykiem. Instytucje finansowe powinny wypracować równowagę między stałymi i zmiennymi składnikami wynagrodzeń. Zmienne składniki powinny być powiązane z wynikami, a większa część wypłat powinna być odroczone, aby uwzględnić horyzont zagrożeń dla wyników, muszą też podlegać w stosownych przypadkach zwrotowi. Kryteria pomiaru wyników powinny nadawać pierwszeństwo wynikom w długim okresie oraz uwzględniać bieżące i przyszłe ryzyko, koszt kapitału i płynność. Jedno z zaleceń dotyczy zasad ustalania wynagrodzeń dla osób fizycznych. Należy brać pod uwagę wyniki konkretnego pracownika i jednostki organizacyjnej oraz ogólne wyniki przedsiębiorstwa finansowego, a także kryteria niefinansowe związane z wewnętrznymi procedurami i standardami dotyczącymi relacji z klientami i inwestorami. Instytucje finansowe powinny ujawniać odpowiednie informacje na temat polityki wynagrodzeń, w tym m.in. na temat powiązań między wynagrodzeniami a wynikami, kryteriów stosowanych przy pomiarze wyników i korekty o ryzyko, kryteriów stanowiących podstawę uprawnień do akcji, opcji na akcje lub zmiennych składników wynagrodzeń.

¹⁴ Zalecenie Komisji z dnia 30 kwietnia 2009 r. uzupełniające zalecenia 2004/913/WE i 2005/162/WE w sprawie systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na rynku regulowanym 2009/385/WE (Dz.U. UE L 120/28).

¹⁵ Ibidem, sekcja II.

¹⁶ Zalecenie Komisji z dnia 30 kwietnia 2009 r. w sprawie polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych 2009/384/WE (Dz.U. UE L 120/22).

Narzędziem transmisji zaleceń Komisji Europejskiej na grunt systemu legislacyjnego państw członkowskich UE powinny być przede wszystkim narodowe kodeksy dobrych praktyk. Regulacje kodeksowe – „miękkiego prawa” – mogą szybciej lub nawet z wyprzedzeniem reagować na zjawiska kryzysowe, ponieważ nie występują tutaj ograniczenia wynikające ze żmudnych i długotrwałych procedur legislacyjnych, charakterystycznych dla „twardego prawa”. Daje to zarazem możliwość łatwiejszej harmonizacji w skali międzynarodowej, ponieważ elastyczność co do sposobu wdrażania tych zasad przez poszczególne kraje ułatwia ich dostosowanie do narodowej tradycji legislacyjnej. Doświadczenia wynikające z implementacji Zaleceń KE z roku 2004 w krajach członkowskich są pozytywne¹⁷. Większość państw wdrożyła wysokie standardy transparentności wynagrodzeń osób zarządzających. Większe zastrzeżenia miały miejsce w przypadku rekomendacji dotyczących bardziej aktywnego uczestniczenia akcjonariuszy w kształtowaniu polityki wynagrodzeń.

Problem polityki wynagradzania osób zarządzających korporacjami został też podjęty w Stanach Zjednoczonych. W roku 2009 przedstawiono wiele inicjatyw ustawodawczych, które miały na celu przeciwdziałanie nagannym praktykom wypłacania sowych wynagrodzeń w spółkach generujących straty i korzystających z pomocy publicznej¹⁸. W proponowanych regulacjach występują różnorodne rozwiązania, które mają usprawnić politykę wynagradzania menedżerów. Proponuje się powołanie niezależnej komisji ds. wynagrodzeń, stanowiska dyrektora ds. ryzyka, określenie przez SEC standardów dla kandydatów na członków rady dyrektorów, głosowania akcjonariuszy n.t. zasad wynagradzania czołowych funkcjonariuszy. W projekcie jednej z ustaw pojawiła się propozycja ograniczenia wysokości najwyższego wynagrodzenia w spółce do 100-krotności przeciętnego wynagrodzenia, jeżeli ponad 60% akcjonariuszy nie zaaprobuje wyższego wynagrodzenia¹⁹.

Zdarzeniem, które wywołało bardzo negatywne reakcje opinii publicznej i polityków była wypłata wysokich premii menedżerom AIG. Wcześniej

¹⁷ *Report on the application by Member States of the EU of the Commission Recommendation on director's remuneration, Commission Staff Working Document, Sec. 2007, 1022.*

¹⁸ Przykładami takich regulacji są: Shareholder Bill of Rights Act of 2009, S.1074; Shareholder Empowered Act of 2009, H.R.2861; Excessive Pay Shareholder Approval Act & Excessive Pay Capped Deduction Act, S.1006&S.1007; Corporate Governance Reform Act of 2009, H.R.3272; End Government Reimbursement of Excessive Executive Disbursements (End GREED) Act, H.R.1575;

¹⁹ W roku 2008 prezes firmy z listy Fortune 500 zarabiał przeciętnie 275 razy tyle co średnia zarobków pracowników firmy. Pół wieku wcześniej rozpiętość zarobków wynosiła 24 razy, por. http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,7485393, Jak_placic_na_ swieczniku_.html; stan na dzień: 4.01.2010.

korporacja ta została objęta federalnym programem *Troubled Asset Relief Program* (TARP)²⁰. Ustawa przyjęta przez Kongres nakłada 90% podatek na premie wypłacane osobom zatrudnionym w podmiotach, które otrzymały pomoc w ramach programu TARP²¹. Dotyczy to wszystkich premii wypłaconych po 31 grudnia 2008 roku. Przepis ten ma zastosowanie wtedy, kiedy łączna kwota premii i innych składników wynagrodzeń przekracza 250 000 \$.

Bardzo ważną inicjatywą legislacyjną, która tworzy nową jakość w relacjach inwestorskich i w obszarze polityki wynagradzania menedżerów w amerykańskich spółkach publicznych jest przedstawiona w Kongresie w sierpniu 2009 roku ustawa zwana „*say-on-pay*”²². Akcjonariusze mają prawo do wydawania niewiążących opinii i głosów na temat wynagrodzeń otrzymywanych przez dyrektora generalnego, dyrektora finansowego i trzech najwyżej opłacanych funkcjonariuszy spółki, ujawnianych w szczegółowym sprawozdaniu o wynagrodzeniach przygotowanym przez radę spółki. Prawo to odnosi się również do odpraw (*golden parachutes*) przysługujących menedżerom, związanych z transakcjami fuzji i przejęć, na skutek których osoby zarządzające tracą zajmowane stanowisko.

W ustawie ponownie poruszona została kwestia powoływania w spółkach komisji ds. wynagrodzeń, w skład których mogą wchodzić tylko niezależni dyrektorzy zewnętrzni²³. Dla potrzeb ustawy kryterium niezależności określono w ten sposób, iż osoba taka nie może pobierać żadnego wynagrodzenia od spółki z wyjątkiem tego, które wynika z funkcji pełnionych w radzie dyrektorów lub komisjach rady dyrektorów. Komisje mają prawo korzystać z porad niezależnych zewnętrznych konsultantów ds. wynagrodzeń. Koszty konsultacji pokrywa spółka.

Inwestorzy instytucjonalni mają obowiązek ujawniać, jak głosowali na walnym zgromadzeniu w sprawie wynagradzania osób zarządzających. Dodatkowe restrykcje zostały nałożone na instytucje finansowe, których aktywa przekraczają 1 mld \$. Tego typu podmioty muszą ujawniać właściwym instytucjom regulacyjnym, czy ich polityka wynagrodzeń jest zgodna z regulacjami rządowymi, odnoszącymi się do praktyk postrzeganych jako ryzykowne dla instytucji finansowych i gospodarki²⁴. Spółkom, które nie zastosują się do tych regulacji grozi wykluczenie z rynku publicznego.

²⁰ Uchwalonego w ramach ustawy Emergency Economic Stabilization Act of 2008, H.R.1424.

²¹ To impose an additional tax on bonuses received from certain TARP recipients, H.R. 1586.

²² Corporate and Financial Institutions Compensation Fairness Act of 2009, H.R.3269, August 3, 2009.

²³ Ibidem, sec. 3.

²⁴ Ibidem, sec. 5.

Opinie na temat tych propozycji są podzielone. Podkreśla się, że nie idą one wystarczająco daleko ze względu na to, iż głos akcjonariuszy nie ma charakteru wiążącego dla rady dyrektorów i odnosi się do wynagrodzeń, które już zostały ustalone. Bardziej skuteczne byłoby nałożenie bezwzględnych restrykcji na wysokość wynagrodzeń. Z drugiej strony pojawiają się głosy, że te zmiany idą za daleko i będą dotyczyć również spółek, co do których nie było zastrzeżeń w kwestii prowadzonej polityki wynagrodzeń. Adaptacja tych regulacji we wszystkich spółkach publicznych może doprowadzić do nadmiernego zawężenia koncepcji „dobre praktyki wynagradzania menedżerów”. Konieczność indywidualnego monitorowania systemów wynagradzania w spółkach przez inwestorów instytucjonalnych byłaby bardzo pracochłonna i kosztowna. W tej sytuacji naturalne będzie poszukiwanie standardowych procedur oceny efektywności tych systemów, które nie będą mogły uwzględniać specyfiki konkretnej spółki. Stąd pojawiają się propozycje ograniczenia listy spółek, które podlegałyby ustawie do 500 największych amerykańskich korporacji²⁵.

Zaletą tych propozycji z pewnością jest to, iż tworzą one kolejną płaszczyznę konstruktywnego dialogu między spółką i radą spółki a akcjonariuszami. Może to skłaniać tych ostatnich do bardziej aktywnego zaangażowania w sprawy spółki, zwiększa przejrzystość informacyjną i z pewnością będzie stanowiło zachętę do tworzenia efektywnych systemów wynagradzania zarządów, skutecznie łączących wysokość wynagrodzeń z wynikami ekonomicznymi.

O skuteczności tych rozwiązań mogą świadczyć doświadczenia spółek brytyjskich, w których są one stosowane od roku 2002²⁶. Badania prowadzone w okresie 2000-2005 nie wykazały wpływu tych regulacji na wysokość i dynamikę wynagrodzeń²⁷. Zarazem jednak udokumentowano rosnącą wrażliwość wynagrodzeń na złe wyniki ekonomiczne, zwłaszcza w spółkach, w których obserwowano zbyt wygórowane wynagrodzenia oraz dużą liczbę przeciwnych głosów. Może to świadczyć o tym, że chęć uniknięcia konfrontacji z akcjonariuszami może skłaniać rady spółek do modyfikowania polityki wynagradzania menedżerów.

Wyniki innych badań wskazują na rosnące zaangażowanie akcjonariuszy w dyskusje na temat tworzenia efektywnych systemów wynagradzania. Badania

²⁵ J.N.Gordon, „Say on Pay”: *Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-In*, Columbia Law School Working Paper, No. 343, August 2009, s. 324-326.

²⁶ Director's Remuneration Report Regulations 2002 No. 1986, Statutory Instruments. W kolejnych latach podobne regulacje zostały przyjęte w Australii, Szwecji, Norwegii, Holandii.

²⁷ F.Fabrizio, D.Maber, *Say on Pay Vote and CEO Compensation: Evidence from the UK*, Working Paper, American Accounting Association, March 2008.

ankietowe na próbie inwestorów instytucjonalnych w najbardziej rozwiniętych krajach pokazało, iż coraz częściej akcjonariusze nie akceptują założeń polityki wynagradzania przyjętej przez rady spółek. W Holandii 63% akcjonariuszy sprzeciwia się wypłatom odpraw przekraczających wysokość rocznego wynagrodzenia. Tylko 23% inwestorów w Wielkiej Brytanii wyraża zgodę na korygowanie kryteriów oceny wyników na skutek zmiany sytuacji rynkowej²⁸. Prawie 60% respondentów uznało za wskazane głosować przeciw propozycjom komisji ds. wynagrodzeń, w sytuacji, kiedy decyzje komisji utrwalają niewłaściwe praktyki wynagradzania menedżerów²⁹. Podobne wnioski wynikają z badań ankietowych prowadzonych przez firmę Deloitte na próbie brytyjskich spółek³⁰. Wprowadzenie regulacji „say-on-pay” zwiększyło aktywne konsultacje o 93%. W wielu przypadkach spółki wprowadziły modyfikacje w polityce wynagrodzeń w reakcji na wątpliwości zgłaszane przez akcjonariuszy lub możliwość negatywnego wyniku głosowania.

O tym, iż decyzje podejmowane przez akcjonariuszy mogą skutecznie oddziaływać na systemy wynagradzania menedżerów świadczą przykłady korporacji, w których wyniki głosowań na walnym zgromadzeniu różniły się od propozycji przedstawionych przez rady spółek i komisje ds. wynagrodzeń. W roku 2008 57.8% akcjonariuszy Philipsa nie poparło przedstawionego przez radę długookresowego programu wynagradzania menedżerów. Zbliżony wynik głosowania wystąpił w roku 2003 w firmie GlaxoSmithKline. W roku 2007 w spółce Ericsson nie uzyskano wymaganego 90% prognozy akceptacji dla podobnego programu³¹.

4. Wnioski

Celem opracowania była ocena wpływu obecnego kryzysu finansowego na funkcjonowanie mechanizmów nadzoru korporacyjnego. Na podstawie przedstawionych rozważań można sformułować wniosek, iż zjawiska kryzysowe, które obserwujemy od roku 2008 nie są dowodem na słabość standardów nadzoru nad działalnością korporacji. Specyfiką kryzysu jest to, że zaczął się on w sektorze finansowym. Jego skutki dla sfery realnej były naturalną konsekwencją ograniczenia źródeł finansowania kapitału obrotowego i inwestycji dla innych sektorów, co przełożyło się na spadek popytu, produkcji,

²⁸ 2008-2009 *RiskMerit Group Policy Survey. Summary of Results*, October 2008, str. 6.

²⁹ *Ibidem*, str. 16.

³⁰ *Report on the Impact of the Directors Remuneration Report Regulations*, A Report for the Department of Trade and Industry, Deloitte, November 2004, s. 11,12.

³¹ J-N. Caprasse, *Executive Remuneration in Europe. Key statistics and shareholders' scrutiny*, RiskMetric Group, Brussel, March 2009.

wzrost bezrobocia. Oceniając odpowiedzialność standardów nadzoru korporacyjnego uwagę należy skoncentrować zatem przede wszystkim na tych mechanizmach, które odnoszą się do procedur stosowanych w odniesieniu do instytucji finansowych. Przedstawione w opracowaniu propozycje reformy polityki wynagradzania menedżerów potwierdzają tę tezę. Restrykcyjne regulacje dotyczą instytucji finansowych.

Kierunki zmian polityki wynagradzania menedżerów będących reakcją na zjawiska kryzysowe są bardzo wyraźne. Reformy z początku wieku kładły nacisk na usprawnienie funkcjonowania rynków pracy menedżerów, przede wszystkim przez zwiększenie transparentności spółek publicznych. Opierało się to na przekonaniu, iż dobrze poinformowani akcjonariusze i rynki kapitałowe potrafią wywrzeć presję na rady spółek, skłaniając je do tworzenia systemów wynagradzania zachowujących właściwe relacje między korzyściami menedżerów a wynikami ekonomicznymi spółek. Doświadczenia związane z obecnym kryzysem finansowym pokazują, iż w wielu przypadkach było to błędne założenie. Okazało się, iż mechanizm rynkowy nie potrafił w sposób skuteczny przeciwdziałać patologiom polityki wynagradzania szefów największych korporacji. Skala tych zjawisk przekroczyła nawet to z czym mieliśmy do czynienia w przypadku Enronu i innych spółek. Podobnie jak wtedy wynika to z niedoskonałości systemu, który umożliwiał stosowanie praktyk nagannych z moralnego punktu widzenia, ale legalnych w świetle istniejących regulacji.

W tej sytuacji celowe było sięgnięcie po komplementarne mechanizmy oddziaływania na politykę płacową spółek. Po pierwsze są to mechanizmy regulacyjne, w których określa się również procedury ustalania wynagrodzeń – kryteria oceny wyników, strukturę i zasady wypłaty wynagrodzeń, warunki otrzymywania odpraw itp. Po drugie są to instrumenty typu „*say-on-pay*”, tworzące nową płaszczyznę dialogu akcjonariuszy i menedżerów, ponieważ okazało się, iż sama wysoka transparentność wynagrodzeń nie gwarantuje jeszcze aktywnego zaangażowania się akcjonariuszy w proces tworzenia systemów wynagradzania menedżerów.

Efektywne systemy wynagradzania osób zarządzających spółkami powinny zapewnić uzyskanie właściwej równowagi między korzyściami menedżerów, akcjonariuszy i innych grup interesariuszy, między krótko- i długookresowymi wynikami ekonomicznymi spółki, między skłonnością do ryzyka i kontrolą ryzyka, między celami jednostkowymi a celami całej organizacji. Brak tej równowagi w wielkich instytucjach finansowych był jednym z najważniejszych czynników, które zostały zidentyfikowane jako przyczyny obecnego kryzysu. Przedstawione w opracowaniu kierunki reformy

systemów wynagrodzeń mają na celu przede wszystkim usunięcie tego rodzaju dysfunkcyjności występujących w sektorze usług finansowych.

Literatura:

1. Caprasse J-N., *Executive Remuneration in Europe. Key statistics and shareholders' scrutiny*, RiskMetric Group, Brussel March 2009;
2. Code of Federal Regulations, April 1, 2003, Sec. 229.402 (Item 402), Executive compensation;
3. Corporate and Financial Institutions Compensation Fairness Act of 2009, H.R.3269, August 3, 2009;
4. Corporate Governance Reform Act of 2009, H.R.3272;
5. Corporate Governance Rule Proposals Reflecting Recommendations from the NYSE, Corporate Accountability and Listing Standards Committee As Approved by the NYSE Board of Directors, August 1, 2002;
6. Directors' Remuneration Report Regulations 2002, Statutory Instrument 2002 No.1986, Company's Act 1985.
7. Emergency Economic Stabilization Act of 2008, H.R.1424;
8. End Government Reimbursement of Excessive Executive Disbursements (End GREED) Act, H.R.1575;
9. Excessive Pay Shareholder Approval Act & Excessive Pay Capped Deduction Act, S.1006&S.1007;
10. Fabrizio F., Maber D., *Say on Pay Vote and CEO Compensation: Evidence from the UK*, Working Paper, American Accounting Association, March 2008;
11. Gordon J.N., „Say on Pay”: *Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-In*, Columbia Law School Working Paper, No. 343, August 2009;
12. Kirkpatrick G., *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, "Financial Market Trends", Vol. 2009/1;
13. *Report on the application by Member States of the EU of the Commission Recommendation on director's remuneration*, Commission Staff Working Document, SEC 2007, 1022;
14. *Report on the Impact of the Directors Remuneration Report Regulations*, A Report for the Department of Trade and Industry, Deloitte, November 2004;
15. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz. U. 2009 Nr.33, poz.259);
16. Shareholder Bill of Rights Act of 2009, S.1074;
17. Shareholder Empowered Act of 2009, H.R.2861;
18. To impose an additional tax on bonuses received from certain TARP recipients, H.R. 1586;

19. Urbanek P., *CEOs Remuneration in Corporate Governance Codes in EU Member Countries*, "Comparative Economic Research. Central and Eastern Europe", 2009, No. ½;
20. Ustawa z dnia 18 marca 2008r. o zmianie ustawy o rachunkowości (Dz.U. 2008 Nr 63, poz. 393);
21. Zalecenie Komisji z dnia 14 grudnia 2004 r. w sprawie wspierania odpowiedniego systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na giełdzie 2004/913/WE, (Dz.U. U.E. L 385/55);
22. Zalecenie Komisji z dnia 15 lutego 2005 roku dotyczące roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej) 2005/162/WE, (Dz.U. U.E. L 52/51);
23. Zalecenie Komisji z dnia 30 kwietnia 2009 r. uzupełniające zalecenia 2004/913/WE i 2005/162/WE w sprawie systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na rynku regulowanym 2009/385/WE, (Dz.U. UE L120/28);
24. Zalecenie Komisji z dnia 30 kwietnia 2009 r. w sprawie polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych 2009/384/WE, (Dz.U. UE L 120/22);
25. *2008-2009 RiskMerit Group Policy Survey. Summary of Results*, NY October 2008.