

Andrzej SOŁDEK*

AKTYWNOŚĆ OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH W NADZORZE KORPORACYJNYM

(Streszczenie)

Celem artykułu było zaprezentowanie jak OFE wykonują funkcje nadzorcze w spółkach portfelowych, dokonanie analizy uwarunkowań tej działalności oraz ocena jakości wykonywanego nadzoru. Przedmiotem analizy była aktywność funduszy emerytalnych na walnych zgromadzeniach spółek portfelowych w okresie 2009–2012 i po zmianach ustawowych 2014–2015.

Analiza uwarunkowań prawnych i motywacji do zaangażowania się w nadzór wskazuje, że limity inwestycyjne nie powinny stanowić bariery dla aktywności funduszy, natomiast największego zaangażowania należy oczekiwać w stosunku do spółek, które mają największy wpływ na relatywne wyniki funduszy.

Otrzymane rezultaty pokazują, że w obu analizowanych okresach największe fundusze wypełniały swoje obowiązki powiernicze. Pomimo istotnej zmiany otoczenia prawnego wpływającego na działalność inwestycyjną i sytuację ekonomiczną towarzystw emerytalnych, wykazano wzrost aktywności funduszy w okresie po zmianach ustawowych. W obu okresach różny był poziom aktywności poszczególnych funduszy i zakres interwencji w różnych spółkach portfelowych. W artykule zaprezentowano autorski pomysł aktywistycznego funduszu inwestycyjnego jako wspólnej platformy dla OFE do działań aktywistycznych i dzielenia ich kosztów.

Słowa kluczowe: fundusze emerytalne; zaangażowanie akcjonariuszy; ład korporacyjny; inwestorzy instytucjonalni

Klasyfikacja JEL: G23

1. Wstęp

Fundusze emerytalne w Polsce, w wyniku reformy emerytalnej, stały się głównym podmiotem instytucjonalnym na rynku. W związku z tym oczekiwania ze strony

* Prezes Zarządu, Powszechnie Towarzystwo Emerytalne PZU SA (do 16.06.2016 r.); e-mail: a.soldek@pnet.pl

regulatorów, nadzorców i klientów dotyczące wzmocnienia nadzoru w spółkach giełdowych kierowane były do zarządzających funduszami¹.

Celem artykułu jest zaprezentowanie jak OFE wykonują funkcje nadzorcze w spółkach portfelowych, dokonanie analizy uwarunkowań tej działalności oraz ocena jakości wykonywanego nadzoru. Punktem wyjścia jest analiza motywacji i barier. Służy ona pogłębieniu diagnozy² pozwalającej na lepsze zrozumienie mechanizmów, którymi kierują się zarządzający OFE, jak również pozwala właściwie określić oczekiwania co do skali i jakości nadzoru korporacyjnego wykonywanego przez OFE.

Pierwszym obszarem analizy były uwarunkowania regulacyjne i kodeksowe. Następnie zbadano główny zakres aktywności właścicielskiej funduszy, obejmujący: głosowanie na walnych zgromadzeniach, proponowanie projektów uchwał i zgłaszanie kandydatów do rad nadzorczych. Zakres czasowy badania obejmujący lata 2009–2015 podzielono na dwa podokresy, ze względu na istotny wpływ zmian regulacyjnych na funkcjonowanie OFE i podmiotów zarządzających funduszami po 2012 roku. Dokonując oceny zaangażowania funduszy w nadzór korporacyjny, odniesiono się do stanowisk prezentowanych w literaturze i raportach rynkowych. Wartością dodaną jest natomiast uwzględnienie w tej ocenie najnowszych wyników badań na temat efektywności nadzoru i wpływu zmian ustawowych na funkcjonowanie OFE.

2. Uwarunkowania rynkowe wykonywania funkcji nadzorczych przez OFE

Zaangażowanie akcjonariuszy definiowane³ jest jako aktywne kontrolowanie spółek, angażowanie się w dialog z organami spółki, wykonywanie praw akcjonariuszy, w tym prawa głosu, a także współpraca z innymi akcjonariuszami w razie konieczności zmiany sposobu zarządzania spółką, w którą dokonali oni inwestycji, kierując się interesem budowania jej wartości w długim okresie. Nie-wykorzystywanie wartościowego prawa głosu z akcji, które mogłoby przynieść

¹ Fundusze inwestycyjne pełnią ograniczoną rolę w nadzorze korporacyjnym polskich spółek publicznych, **A. Adamska, P. Urbanek**, *Fundusze inwestycyjne w nadzorze korporacyjnym w polskich spółkach publicznych*, Gospodarka Narodowa 2014/2(270), s. 99.

² **A. Kerner, E. Andrew, E. Reinhardt**, *Wpływ polityki inwestycyjnej OFE na ład korporacyjny w Polsce*, Sprawne Państwo program Ernst & Young, Warszawa 2010.

³ **Zielona Księga**, *Unijne ramy ładu korporacyjnego*, Bruksela, KOM (2011)164, s. 12.

korzyści funduszowi może, w pewnych okolicznościach, stanowić zaniedbanie prawnego i powierniczego obowiązku wobec klientów⁴.

Polski rynek kapitałowy charakteryzuje się wysoką koncentracją własności i kontroli⁵. Jego specyfiką jest też duży udział podmiotów sektora publicznego we własności spółek oraz wysoki poziom zaangażowania inwestorów zagranicznych. Wysoka koncentracja własności i kontroli może prowadzić do występowania rozbieżności interesów dominujących właścicieli i akcjonariuszy mniejszościowych.

Fundusze emerytalne, po zmianach ustawowych w 2014 roku, pozostały liczącym się investorem na polskim rynku. Według danych KNF⁶, na koniec września 2015 roku udział OFE w kapitalizacji GPW kształtował się na poziomie 9,8%, a w akcjach w wolnym obiegu (*free float*) wyniósł 15,1%. Działania OFE wobec spółek portfelowych koncentrują się na akcjach polskich spółek. Przy odniesieniu aktywów OFE do kapitalizacji tych spółek wskaźniki udziału w kapitalizacji i we *free float* wynosiły odpowiednio 18,9% oraz 39,7%. Na koniec 2015 roku OFE posiadały łącznie pakiet akcji dający im udział w głosach powyżej 30% w ponad 40 spółkach. W 9 spółkach wspólnie przekraczały 50%. Największy udział, wynoszący powyżej 70%, fundusze posiadały w spółkach: Elektrobudowa, Kęty i Magellan.

Otwarte fundusze emerytalne są stabilnymi, długoterminowymi inwestorami⁷. Do czasu zmian ustawowych w 2014 roku miały komfortową sytuację płynnościową dzięki stałemu, przewidywalnemu dopływowi nowych składek. Fundusze emerytalne wyróżniały się długim terminem utrzymywania akcji w portfelu⁸.

⁴ **CFA Institute**, *Code of Ethics and Standards of Professional Conduct*, <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2014.n4.1>; stan na: 14.03.2016 r., s. 85.

⁵ Dobrze to ilustruje wartość mediany udziału jednego największego akcjonariusza na poziomie 37,2%, która była wyższa od mediany udziału pięciu największych akcjonariuszy na rynku niemieckim 37%. **A. Adamska**, *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2013, s. 68.

⁶ **Urząd Komisji Nadzoru Finansowego**, *Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych w okresie 28.09.2012–30.09.2015*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2015, s. 44.

⁷ Jako ograniczenie aktywnego zaangażowania w nadzór korporacyjny inwestorów instytucjonalnych wymienia się krótki horyzont decyzji inwestycyjnych. **A. Ang**, *Asset Management a systematic approach to factor investing*, Oxford University Press 2014, s. 492.

⁸ Poziom rotacji portfela OFE wyniósł w 2012 roku 13%. **GPW**, *Stanowisko Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA wobec rekomendowanych zmian w systemie emerytalnym przedstawionych przez Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej oraz Ministerstwo Finansów w dokumencie „Przeгляд funkcjonowanie systemu emerytalnego. Bezpieczeństwo dzięki zrównoważeniu”*, GPW, Warszawa 2013, s. 2.

Przedstawiciele spółek giełdowych i eksperci rynkowi⁹ podkreślali rolę OFE jako stabilnego inwestora, który w krótkich okresach słabszych wyników nie „głosuje nogami”, wyprzedając posiadane akcje spółek. Doceniono też, że OFE wsparły ryzykowne działania polskich przedsiębiorców, którzy bez kapitału alokowanego przez fundusze nie mieliby takich możliwości rozwoju.

3. Czynniki prawne wpływające na wykonywanie funkcji nadzorczych przez OFE

Na wykonywanie funkcji nadzorczych przez OFE w spółkach wpływają regulacje dotyczące działalności inwestycyjnej¹⁰, przepisy o spółkach kapitałowych i rynku kapitałowym. System limitów koncentracji i zaangażowania w akcje jednego emitenta¹¹ wskazuje, że intencją regulatora było wypełnianie przez OFE roli inwestora pasywnego, nieposiadającego wpływu na działalność operacyjną spółek. Drugim celem wprowadzonych limitów było ograniczenie wpływu pojedynczych inwestycji na wyniki funduszy poprzez odpowiednią dywersyfikację portfela. Limity maksymalnego zaangażowania i koncentracji nie powinny stanowić bariery dla aktywności funduszy w nadzorowaniu spółek¹². Akcjonariusze mają szereg praw kodeksowych pozwalających na wypełnianie nadzoru korporacyjnego¹³. Ułatwienia w wykonywaniu prawa głosu wprowadziła zmiana kodeksu spółek handlowych, która weszła w życie 3 sierpnia 2009 roku. Kluczową zmianą było

⁹ Wypowiedzi Prezesów LPP, Bogdanki, Aliora i Asseco w artykule: **M. Wąsowski**, *Twoje buty, ubrania, może bank? OFE stoją za najlepszymi polskimi firmami*, <http://natemat.pl/66347,twoje-buty-ubrania-moze-bank-ofe-stoja-za-najlepszymi-polskimi-firmami>; stan na: 15.02.2016 r.

¹⁰ Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. z 2016 r., poz. 291).

¹¹ Maksymalny udział w kapitale jednej spółki został wyznaczony w ustawie na 20% (takiego ograniczenia nie mają fundusze inwestycyjne). W spółkach, w których udział głosów przekracza 10%, fundusz nie może mieć więcej niż 2% aktywów. Suma udziałów spółek, w których fundusz ma powyżej 10% głosów, nie może być wyższa niż 10% aktywów netto funduszu.

¹² Maksymalny limit 20% udziału w głosach ogranicza udział małych i średnich spółek w portfelach funduszy emerytalnych zarządzających wysokimi aktywami i przez to zmniejsza ich znaczenie dla wyniku i motywację ekonomiczną do nadzoru właścicielskiego.

¹³ Akcjonariusze reprezentujący co najmniej 5% kapitału mają prawo żądania zwołania WZA i umieszczenia określonych spraw w porządku obrad. Każdy z akcjonariuszy może podczas WZA zgłaszać projekty uchwał dotyczące spraw wprowadzonych do porządku obrad. Ważnym uprawnieniem jest możliwość zgłaszania i głosowania za wyborem członków rady nadzorczej. Akcjonariusze reprezentujący co najmniej jedną piątą kapitału zakładowego spółki mogą żądać umieszczenia w porządku obrad wyboru członków rady nadzorczej w drodze głosowania grupami.

zniesienie blokowania akcji na rachunku papierów wartościowych na potrzeby uczestnictwa w walnym zgromadzeniu i wprowadzenie tzw. dnia referencyjnego (*record date*), w którym ustala się akcjonariuszy uprawnionych do wzięcia udziału w walnym zgromadzeniu.

Na wypełnianie funkcji nadzoru właścicielskiego, poza przepisami prawnymi, wpływają też tzw. „miękkie regulacje”. Zalicza się do nich zasady ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych, w których KNF wymaga aktywnego wykonywania uprawnień z aktywów nabytych na ryzyko klienta¹⁴. Wszystkie fundusze zadeklarowały przestrzeganie zasad dotyczących wykonywania uprawnień z nabytych aktywów¹⁵. Zasady uzależniają poziom zaangażowania w nadzór właścicielski od wagi danej inwestycji w funduszu. W przypadku, gdy wymaga tego ochrona interesów klienta, zasada proporcjonalności nie powinna być stosowana. Wypełnianie zobowiązań deklarowanych przez fundusze będzie przedmiotem oceny w rocznych analizach ryzyka¹⁶. Wsparciem dla funduszy emerytalnych w wypełnianiu nadzoru nad spółkami portfelowymi są giełdowe zasady ładu korporacyjnego. Nowy zbiór zasad dostosowuje je do aktualnych realiów rynkowych i regulacji europejskich¹⁷.

Zadaniem wspólnego kodeksu dobrych praktyk podpisanego przez fundusze emerytalne i część funduszy inwestycyjnych było ułatwienie dialogu i współpracy z uczestnikami rynku kapitałowego. Motywacją do jego powstania była potrzeba wprowadzenia standardów w relacjach funduszy z emitentami i dla wspólnych działań inwestorów na rozwijającym się rynku¹⁸. Główne obszary, na jakie wpłynął kodeks, to: wykonywanie prawa głosu na walnych zgromadzeniach, wybór niezależnych członków rad nadzorczych i programy motywacyjne dla kadry zarządzającej spółkami.

Fundusze¹⁹, które opublikowały własne dobre praktyki jako motywacje do działań w zakresie nadzoru, wskazywały na ciężący na nich obowiązek powier-

¹⁴ **KNF**, *Zasady ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych*, https://www.knf.gov.pl/Images/Zasady_ladu_korporacyjnego_22072014_tcm75-38575.pdf; stan na: 15.03.2016 r.

¹⁵ Stanowiska funduszy zostały sprawdzone w deklaracjach o stosowaniu Zasad ładu korporacyjnego publikowanych na stronach internetowych funduszy.

¹⁶ Otrzymana ocena jest jednym z kryteriów umożliwiających podjęcie decyzji o wypłacie dywidendy.

¹⁷ **GPW**, *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016*, www.gpw.pl/lad_korporacyjny; stan na: 16.03.2016 r.

¹⁸ **Rynek Usług Bankowych**, *Grupa trzymająca giełdę?*, http://www.expander.pl/aktualnosci/rynek_uslug_bankowych/420,wiadomosc.html; stan na: 15.02.2016 r., s. 4.

¹⁹ Aviva zmieniła dokument w 2011 r., Metlife w 2015 r. i PZU w 2016 r. W 2014 r. strategię wykonywania prawa głosu z instrumentów finansowych wchodzących w skład portfeli przedstawił Allianz.

niczy i kierowanie się interesem ich członków. Wyrażały one przekonanie, że stosowanie najwyższej jakości praktyk w zakresie ładu korporacyjnego zwiększa wartość przedsiębiorstw i jest korzystne dla akcjonariuszy. Traktowały też nadzór nad spółkami jako integralną część procesu inwestycyjnego oraz przewidywały szerokie spektrum form aktywności nadzoru właścicielskiego, jednakże bez angażowania się zarządzających funduszami w operacyjną działalność przedsiębiorstw.

Na podstawie analizy dokumentów opisujących wprowadzone w Polsce przez fundusze emerytalne standardy nadzoru korporacyjnego można stwierdzić, że nie odbiegają one znacząco od standardów obowiązujących w krajach, gdzie aktywność funduszy jest największa²⁰.

4. Motywacja do wykonywania funkcji nadzorczych przez OFE

Zgodnie z obowiązującym prawem²¹, przedmiotem działalności funduszu emerytalnego jest gromadzenie środków pieniężnych i ich lokowanie. Wyłącznie towarzystwo emerytalne (PTE) jest uprawnione do zarządzania funduszem i tylko w ramach inwestycji poza granicami kraju może powierzyć zarządzanie aktywami uprawnionym zagranicznym podmiotom. Fundusz lokuje swoje aktywa zgodnie z przepisami ustawy, dążąc do osiągnięcia maksymalnego bezpieczeństwa i rentowności dokonywanych lokat²². Zarządzający funduszami mają motywację do zaangażowania się w nadzór korporacyjny, jeżeli są przekonani, że wpływa to na wzrost wartości spółek i jeśli są wynagradzani za osiąganie lepszych wyników inwestycyjnych²³. Elementem wynagrodzenia zależnym od osiągniętych

²⁰ A. Słomka-Golębiewska, *Aktywizm inwestorów instytucjonalnych – dobra praktyka w Polsce?*, Master of Business Administration 2010/3(104), Wydawnictwo Akademii Leona Koźmińskiego, s. 63.

²¹ Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji...

²² Należy zwrócić uwagę, że tak zdefiniowany cel jest niewłaściwie sformułowany, ponieważ na rynku występuje pozytywna korelacja między oczekiwaną stopą zwrotu a wynagradzaniem czynnikami ryzyka, poza anomaliami rynkowymi jak np. spółki o niskiej zmienności.

²³ Najnowsze badania wskazują na pozytywne relacje między aktywnością funduszy a wynikami nadzorowanych spółek i realizowanymi stopami zwrotu – G. Keating, A. Koutsoukis, *Building investment strategies based on good corporate governance w: How Corporate Governance Matters*, Credit Suisse Research Institute, Switzerland 2016, <https://yoursri.com/media-new/download/credit-suisse-how-corporate-governance-matters.pdf>; stan na: 15.03.2016 r., s. 12. Kolejnym dowodem są wyniki funduszy aktywistycznych, które pokonują globalny indeks funduszy hedgingowych: Hindocha Raj, *Shareholder Activism: Battle for the Boardroom*, Deutsche Bank Research, May 2014, s. 5.

przez fundusz wyników inwestycyjnych jest rachunek premiiowy²⁴. Punktem odniesienia dla oceny wyników, od którego zależy wysokość wynagrodzenia, są wyniki inwestycyjne pozostałych OFE²⁵. Zmiany ustawowe w 2014 roku zwiększyły znaczenie rachunku premiiowego w systemie wynagradzania towarzystw emerytalnych²⁶. Znaczenie innych elementów wynagrodzenia towarzystwa jest umiarkowane. Konkurowanie przez fundusze wynikami inwestycyjnymi nie przekładało się na wzrost liczby członków i aktywów, zarówno w czasie gdy akwizycja członków była dozwolona²⁷, jak i począwszy od 2012 roku, odkąd klienci samodzielnie decydują o dokonaniu zmiany funduszu²⁸. Aktywność funduszy w nadzorze korporacyjnym nie jest kryterium brany pod uwagę przez klientów przy wyborze funduszy²⁹.

Fundusze traktowały zaangażowanie w nadzór korporacyjny jako jeden z elementów procesu inwestycyjnego³⁰. Zarządzający funduszem decydują o działaniach nadzorczych³¹. Kierują się oni uwarunkowaniami inwestycyjnymi

²⁴ Rachunek premiiowy stanowi 10% opłaty za zarządzanie. Zasady kalkulacji wynagrodzenia w art. 181–182 Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji...

²⁵ Pomimo że w ustawie wprowadzono benchmark zewnętrzny (suma składowych 80% WIG + 20% WIBOR + 50 bp.) wyniki w relacji do benchmarku nie mają wpływu na wynagrodzenie towarzystwa. Rola benchmarku jest informacyjna i pozwala na porównanie efektywności zarządzającego do rynków, na których inwestuje.

²⁶ Ustawa z 2014 roku wprowadziła dobrowolność składki i obniżyła opłatę od składki z 3,5% do 1,75%. W pierwszym okienku transferowym w 2014 roku 15% członków OFE zadeklarowało dalsze przekazywanie składki do funduszy.

²⁷ Mimo że członkowie deklarowali, iż głównym czynnikiem zmiany funduszu są wyniki inwestycyjne, to analiza danych o zmianie funduszy wskazuje na brak silnej zależności między wynikami inwestycyjnymi i transferami członków.

²⁸ W latach 2013–2015 według danych KNF średnio na zmianę funduszu decydowało się 15 tys. klientów rocznie czyli 0,1% wszystkich klientów OFE.

²⁹ Liczba wejść na stronę PTE PZU, na której publikowane są wyniki głosowania funduszu na walnych zgromadzeniach jest bardzo niska.

³⁰ Zgodnie z dobrymi praktykami ogłoszonymi przez fundusze Aviva, PZU, Metlife.

³¹ Wyniki ankiety UNFE wskazywały, że w większości towarzystw decyzje o nadzorze właścicielskim są podejmowane przez zarząd: *Nadzór właścicielski OFE wobec spółek będących przedmiotem inwestycji funduszy*, Biuletyn Miesięczny Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych 2003/9, s. 3. Kodeks dobrych praktyk OFE PZU wskazuje, że decyzje o sposobie głosowania na walnych zgromadzeniach podejmują zarządzający lub zarząd towarzystwa: **PTE PZU SA**, *Zasady ładu korporacyjnego w działalności inwestycyjnej Otwartego Funduszu Emerytalnego PZU „Złota Jesień” oraz Dobrowolnego Funduszu Emerytalnego PZU*, <https://www.pzu.pl/grupa-pzu/pte-pzu/inwestycje-ofe>; stan na: 16.03.2016 r.

danej spółki, a nie tylko standardami ładu korporacyjnego³². Znają też strategię, plany rozwojowe oraz są w kontakcie z kierownictwem spółki.

Fundusze, konkurując między sobą, mogą wybierać inne niż aktywność właścicielska elementy procesu inwestycyjnego. Na podstawie przekonania o własnych przewagach konkurencyjnych mogą także wybrać alokację aktywów i/lub selekcję spółek.

Kolejnym czynnikiem wpływającym na decyzje o zaangażowaniu się w nadzór korporacyjny są ponoszone przez towarzystwo emerytalne koszty działań nadzorczych. Aktywny nadzór właścicielski wymaga alokowania dodatkowego czasu i zasobów osobowych. Przeprowadzenie restrukturyzacji i zmian w spółce wymaga posiadania w zespole inwestycyjnym osób o kompetencjach typowych dla zespołów zarządzających *private equity*. Wysoki nakład pracy powoduje, że aktywnie nadzorowana może być jedynie ograniczona liczba inwestycji³³.

Fundusze, oprócz motywacji ekonomicznej, muszą się kierować odpowiedzialnością powierniczą za powierzone przez klientów środki. Kodeksy dobrych praktyk³⁴ zobowiązują fundusze do stawiania interesu klienta na pierwszym miejscu i działania z należytą starannością. W przypadku polskich funduszy odpowiedzialność za niedochowanie najwyższej staranności zawodowej jest zapisana w ustawie³⁵. Większą aktywność funduszy, wynikającą z obowiązku powierniczego, może wymusić wzrost skłonności klientów lub ich reprezentantów do publicznej krytyki działań funduszy lub sądowego dochodzenia za poniesione szkody³⁶.

Przedstawiona analiza motywacji do zaangażowania się w nadzór właścicielski pokazuje, że należy oczekiwać zróżnicowanego poziomu aktywności w odniesieniu do poszczególnych spółek. Fundusze będą się różniły między sobą zakresem i stopniem aktywności. Konstrukcja wynagrodzenia powoduje,

³² Rekomendacje oparte na standardach wydają wyspecjalizowane podmioty, jak np. ISS.

³³ Ciekawa jest dyskusja o kosztach nadzoru w debacie nad kosztami funduszy aktywnych i pasywnych: **S. Johnson**, *Compulsory stewardship moves closer*, Financial Times, 27 April 2015. Koszt rynkowy to cena za takie usługi świadczone np. przez Hermes EOS – Services, www.hermes-investment.com/stewardship/hermes-eos-services; stan na: 15.03.2016 r.

³⁴ Opisane kodeksy poszczególnych funduszy, wspólny kodeks, zasady etyki zarządzających. **CFA Institute**, *Code of Ethics and Standards of Professional Conduct*, <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2014.n6.1>; stan na: 14.03.2016 r.

³⁵ Zgodnie z ustawą PTE zobowiązane jest do ochrony interesów członków funduszy i ponosi wobec uczestników odpowiedzialność odszkodowawczą za niedochowanie najwyższej staranności zawodowej przy zarządzaniu funduszem.

³⁶ Na świecie rośnie liczba pozwów klientów wobec funduszy emerytalnych, np. w sprawie piramidy finansowej Bernarda Madoffa.

że polskie fundusze są motywowane do angażowania się w te spółki, które w największym stopniu wpływają na relatywny wynik funduszu w stosunku do konkurencji, czyli najbardziej przeważone w stosunku do portfela OFE³⁷ i w których udział w głosach daje możliwość wywierania wpływu na spółkę. Należy oczekiwać umiarkowanej liczby działań proaktywnych, z góry zaplanowanych, podobnych do działań funduszy aktywistycznych³⁸. Takie działania mogą mieć miejsce w sytuacji, gdy kurs spółki, która ma duży wpływ na wynik funduszu, zachowuje się dużo gorzej niż rynek. Przeważać będą jednak działania funduszy wynikające z obowiązku powierniczego w reakcji na złe zarządzanie, brak właściwego nadzoru czy obniżające wartość spółki działania zarządów lub inwestorów strategicznych. Dla części funduszy bariera kosztowa może powodować, że będą się one ograniczały do nadzoru spółek, w których mają ponad 5% głosów.

5. Aktywność funduszy emerytalnych

Aktywność OFE została zbadana w dwóch podokresach: 2009–2012 i 2014–2015. Wybór takiego czasu badania podyktowany był chęcią przeanalizowania, jak zmiany ustawowe wpłynęły na zakres, skalę i jakość zaangażowania funduszy w nadzór korporacyjny.

Badanie w pierwszym okresie dotyczyło 13 z 14 funkcjonujących funduszy³⁹. W latach 2014–2015 analizowana była aktywność 11 funduszy⁴⁰. Dane na temat liczby spółek znajdujących się w portfelach funduszy i wielkości zarządzanych aktywów pochodziły z upublicznianych na stronach internetowych rocznych struktur portfeli OFE.

³⁷ Na koniec 2014 roku każdy fundusz miał nie więcej niż 5 spółek przeważonych o więcej niż 1 pp. w stosunku do portfela wszystkich OFE. Portfel OFE jest sumą wszystkich portfeli akcyjnych funduszy.

³⁸ Strategia funduszy aktywistycznych *equity* polega na nabywaniu udziałów w spółkach z zaplanowanym z góry przeprowadzeniem aktywnych zmian. Fundusze dążą do zmiany sposobu funkcjonowania spółki, w którą inwestują, stosując presję, używają kampanii medialnych jako środków nacisku. **M. Weigarten, D.E. Rosewater**, *The era of activism*, w: *Activist Investing. An annual review of trends in shareholder activism*, Activist Insight 2015, http://www.shareholderforum.com/access/Library/20150130_ActivistInsight-SRZ.pdf; stan na: 15.03.2016 r., s. 5.

³⁹ Brak danych Funduszu Dom, który w 2009 roku miał 1% udział w rynku.

⁴⁰ Bankowy przejął zarządzanie Polsatem; brak danych dla funduszu Aegon – nie jest on członkiem IGTE, która udostępniła autorowi zebrane (niepublikowane) dane, dotyczące aktywności funduszy zarządzanych przez PTE zrzeszone w Izbie.

TABELA 1: Aktywność funduszy emerytalnych na walnych zgromadzeniach w okresie 2009–2012

Fundusz	Aviva	NN	PZU Złota Jesień	Met-Life	AXA	Generali	Aegon	Nordea	Allianz	PKO Bankowy	Pocztylion	Pekao Pioneer	Polsat
Udział w rynku OFE na koniec 2009 r. (aktywa)	25%	24%	14%	8%	5%	4%	4%	4%	3%	3%	2%	2%	1%
Ile razy było na WZA w 2009 r.	72	104	82	30	5	5	4	2	0	1	1	12	2
W ilu było spółkach w 2009 r.	45	70	52	21	4	5	3	2	0	1	1	5	1
Liczba spółek GPW w portfelu	102	111	74	76	103	84	84	93	76	113	104	104	65
% obecności na WZA	44%	63%	70%	28%	4%	6%	4%	2%	0%	1%	1%	5%	2%
Ile razy było na WZA w 2010 r.	142	113	80	47	4	7	3	12	6	3	1	13	5
W ilu było spółkach w 2010 r.	86	73	48	31	3	7	3	9	6	3	1	8	3
Liczba spółek GPW w portfelu	129	136	90	79	105	88	95	101	87	113	157	111	63
% obecności na WZA	67%	54%	53%	39%	3%	8%	3%	9%	7%	3%	1%	7%	5%
Ile razy było na WZA w 2011 r.	154	150	83	40	9	10	3	13	7	8	2	6	3
W ilu było spółkach w 2011 r.	93	100	52	26	5	9	3	10	7	8	1	3	2
Liczba spółek GPW w portfelu	142	167	113	96	109	101	124	100	88	133	177	110	68
% obecności na WZA	65%	60%	46%	27%	5%	9%	2%	10%	8%	6%	1%	3%	3%
Ile razy było na WZA w I poł. 2012 r.	112	93	72	38	2	7	3	13	12	5	bd.	3	3
W ilu było spółkach w I poł. 2012 r.	84	82	60	28	2	7	3	10	11	5	bd.	3	3
Liczba spółek GPW w portfelu	143	180	124	106	114	95	140	100	83	106	188	115	62
% obecności na WZA	59%	46%	48%	26%	2%	7%	2%	10%	13%	5%	bd.	3%	5%

Źródło: oprac. własne na podstawie: **K. Ostrowska**, *OFE aktywne na WZA*, Rzeczpospolita, artykuł/925821, <http://mojaemerytura rp.pl/artykul/925821.html>; stan na: 14.03.2016 r. oraz struktur rocznych portfeli OFE za lata 2008–2012.

W tabeli 1 przedstawiono, ile razy reprezentanci funduszu byli obecni na walnym zgromadzeniu w danym roku i w ilu spółkach⁴¹. Podana liczba polskich spółek w portfelu na początku analizowanego roku służy do wyznaczenia, w jakim procencie spółek całego portfela reprezentanci funduszu byli obecni na walnych zgromadzeniach⁴².

Zebrane dane pokazują, że w okresie 2009–2012, wraz ze wzrostem wartości aktywów, liczby spółek i udziałów funduszy w kapitale spółek, rosła aktywność funduszy na walnych zgromadzeniach. Dwa największe fundusze⁴³ uczestniczyły w każdym z badanych lat w przynajmniej połowie walnych zgromadzeń polskich spółek posiadanych w portfelu. Dodatkowo w każdym roku brały one udział w kilku walnych zgromadzeniach tych samych spółek⁴⁴. Aktywność trzeciego pod względem aktywów OFE PZU była zbliżona do liderów rynku. Metlife uczestniczył średnio w walnym zgromadzeniu co trzeciej spółki z portfela. Od 2010 roku widoczne też było znaczne zwiększenie aktywności funduszy: Generali, Nordea i Allianz, które były obecne na walnych zgromadzeniach średnio co dziesiątej spółki. Aktywność pozostałych funduszy sprowadzała się do wypełnienia ustawowego zobowiązania udziału w walnych zgromadzeniach tych spółek, w których posiadały ponad 5%.

Odnotowano liczne przykłady aktywności przejawiane przez reprezentantów funduszy na walnych zgromadzeniach⁴⁵. Jako najczęściej podnoszoną sprawę wskazywano wypłatę dywidendy albo ustalenie jej wysokości. Często reprezentanci składali też własne propozycje uchwał lub starali się zgłaszać uwagi do propozycji zarządów, gdy odbiegały one od standardów ładu korporacyjnego.

W spółkach, gdzie OFE miały znaczący udział, proponowali także niezależnych kandydatów do rady nadzorczej. Reprezentanci funduszy wskazywali ponadto na trudności przy wyborze niezależnych członków rad w spółkach,

⁴¹ **K. Ostrowska**, *OFE aktywne na WZA*, Rzeczpospolita, artykuł/925821, <http://mojaemerytura.pl/artku/925821.html>; stan na: 14.03.2016 r.

⁴² W tabelach 1 i 2 pokazano liczbę polskich spółek z pominięciem inwestycji zagranicznych, ponieważ OFE rzadko biorą udział w walnych zgromadzeniach spółek zagranicznych, a liczba spółek zagranicznych istotnie wzrosła w okresie 2014–2015.

⁴³ NN, Aviva posiadające blisko 50% aktywów całego rynku.

⁴⁴ Na nadzwyczajnych walnych z reguły podejmowane są strategiczne decyzje dotyczące m.in. podniesienia kapitału, przejęć, fuzji, aportów, sprzedaży majątku.

⁴⁵ **K. Ostrowska**, *OFE aktywne...*

w których kontrolę właścicielską ma Skarb Państwa⁴⁶. W całym analizowanym okresie OFE rzadko korzystały z możliwości głosowania grupami⁴⁷.

Fundusze reagowały w sytuacjach kryzysowych, podejmując działania w celu wzmocnienia rad nadzorczych, jak też rozliczenia osób odpowiedzialnych za niewystarczający nadzór⁴⁸ nad spółkami.

Na działalność funduszy w okresie ostatnich lat istotny wpływ miały zmiany otoczenia prawnego⁴⁹. Do kluczowych zmian, będących konsekwencją nowych regulacji, należy zaliczyć zmianę profilu inwestycyjnego funduszy – ze stabilnego wzrostu na fundusz akcyjny. W portfelach istotnie wzrósł udział inwestycji zagranicznych. Zmieniła się też sytuacja płynnościowa. Zniesienie gwarancji minimalnej wymaganej stopy zwrotu wpłynęło na zwiększenie zróżnicowania portfeli⁵⁰.

Opisane zmiany, oprócz zmian na politykę inwestycyjną i strukturę portfeli, miały też duży wpływ na sytuację ekonomiczną towarzystw emerytalnych. Ich przychody spadły w ciągu ostatnich pięciu lat o 51%, a redukcja kosztów zarządzania wyniosła 30%.

Zaprezentowane w tabeli 2 dane pokazują wzrost aktywności funduszy w porównaniu do lat 2009–2012. Każdy z trzech największych funduszy w ostatnich dwóch latach uczestniczył w ponad 100 walnych zgromadzeniach spółek. W 2015 roku NN wziął udział w 240 walnych na 230 spółek znajdujących się w portfelu⁵¹. Fundusze z pierwszej trójki mają bardzo wysokie wskaźniki uczestnictwa w relacji do liczby posiadanych spółek. Podobną aktywność, jak w okresie przed zmianami, utrzymywały: Metlife, Generali, Nordea i Allianz.

⁴⁶ **Eadem**, *Więcej OFE w spółkach*, Rzeczpospolita, artykuł/275802, <https://www.archiwum.rp.pl/artykul/850862-Wiecej-OFE-w-spolkach.htm>; stan na: 30.06.2016 r.

⁴⁷ Przykładem takiego działania jest wniosek o zwołanie NWZA Zetkamy z porządkiem obrad zawierającym wybór Rady Nadzorczej w drodze głosowania oddzielnymi grupami, złożony przez fundusze emerytalne NN, PZU, Generali i Nordea wraz z funduszami inwestycyjnymi. Była to reakcja funduszy na odwołanie w grudniu przez akcjonariuszy kontrolujących spółkę niezależnego członka rady zgłoszonego i wybranego do rady we wrześniu 2015 roku. **Zetkama**, *Raport bieżący*, 2016/3.

⁴⁸ W artykułach wymienione są przykłady działań funduszy w przypadku strat spółek budowlanych przy realizacji kontraktów drogowych i strat na spekulacyjnych transakcjach opcjami walutowymi. **K. Ostrowska**, *OFE aktywne...*, **eadem**, *Więcej OFE...*

⁴⁹ **A. Soldek**, *Polityka inwestycyjna OFE po zmianach ustawowych*, w: **F. Chybalski**, **E. Marcinkiewicz** (red.), *Współczesne problemy systemów emerytalnych. Wybrane zagadnienia*, Monografie Politechniki Łódzkiej, Wydawnictwo Politechniki Łódzkiej, Łódź 2015, s. 152 i 155.

⁵⁰ *Ibidem*, s. 163.

⁵¹ Oznacza to, że fundusz brał udział w ciągu roku kilka razy w walnych zgromadzeniach tej samej spółki.

TABELA 2: Aktywność funduszy na walnych zgromadzeniach spółek w latach 2014–2015

Fundusz	NN	Aviva	PZU Złota Jesień	Me- tLife	AXA	Gene- rali	Nordea	PKO Bankowy	Allianz	Aegon	Pocz- tylion	Pekao Pioneer
Udział w rynku OFE na koniec 2015 r. (aktywa)	24%	22%	13%	8%	6%	5%	5%	5%	5%	4%	2%	1%
Liczba spółek GPW w portfelu w 2014 r.	210	157	134	114	107	81	116	123	96	98	193	133
W ilu WZA brał udział OFE	114	127	96	60	6	14	12	23	29	bd.	1	bd.
% obecności na WZA	54%	81%	72%	53%	6%	17%	10%	18,6%	30%	bd.	0,5%	bd.
Propozycje Uchwał	3	0	3	1	bd.	1	1	0	0	bd.	0	bd.
Kandydaci do Rad Nadzorczych	18	15	14	8	bd.	3	0	0	3	bd.	1	bd.
Liczba spółek GPW w portfelu w 2015 r.	230	162	132	99	99	77	125	121	86	104	188	148
W ilu WZA/NWZA brał udział OFE	240	136	138	27	8	13	17	26	16	bd.	1	bd.
% obecności na WZA	104%	84%	105%	27%	8%	17%	14%	21%	19%	bd.	1%	bd.
Propozycje Uchwał	10 z czego 5 zostało przyjętych	5 z czego 4 zostały przyjęte	7	5	0	3	0	0	1	bd.	0	bd.
Kandydaci do Rad Nadzorczych	23 z czego 20 zostało powołanych	24 z czego 23 zostało powołanych	12	9	1	1	2	0	0	bd.	0	bd.

Źródło: oprac. własne na podstawie: **M. Pawlak**, *Na sali zapadła cisza*, Bloomberg Businessweek Polska, 28.07.2014 r., s. 41 oraz danych zgromadzonych przez ICTE (niepublikowanych).

Każdy z dwójki liderów rynku zgłosił 20 kandydatów do rad nadzorczych i po kilka własnych projektów uchwał. Trzeba przy tym podkreślić, że nie wszystkie działania OFE są objęte obowiązkami informacyjnymi lub są widoczne podczas zgromadzeń akcjonariuszy. W wielu przypadkach OFE podejmowały działania jeszcze przed walnym zgromadzeniem. W sytuacjach, kiedy proponowane uchwały nie były w pełni zgodne ze standardami ładu korporacyjnego, fundusze emerytalne przekazywały swoje uwagi spółce. W wielu przypadkach zarządy spółek lub główni akcjonariusze korygowali zgłoszone projekty uchwał jeszcze przed walnym zgromadzeniem i były one później akceptowane podczas obrad zgromadzenia akcjonariuszy.

Uczestnictwo funduszy na walnych zgromadzeniach i zgłaszanie kandydatów na niezależnych członków rad nadzorczych wskazują, że opisane zmiany o fundamentalnym znaczeniu dla funduszy nie zmieniły ich podejścia do nadzoru nad spółkami. Zarządzający towarzystwami, obniżając koszty dla neutralizacji znacznego spadku przychodów, nie zdecydowali się na rezygnację z funkcji nadzoru korporacyjnego i związanych z tym kosztów. Zakres aktywności obejmował podobne sprawy jak w poprzednim analizowanym okresie. Były to: wypłata dywidendy, warunki skupu akcji własnych, wybór niezależnych członków rad nadzorczych i programy motywacyjne⁵².

Nowym wyzwaniem dla polskich funduszy jest nadzór nad spółkami notowanymi na innych rynkach⁵³.

Siła oddziaływania funduszy na zarządy i inwestorów strategicznych zależy od współpracy funduszy przy wykonywaniu prawa głosu. Ostrożność funduszy przy wspólnych działaniach wynika z obawy zgłoszenia pod ich adresem zarzutu o działanie w porozumieniu i konsekwencji z tym związanych⁵⁴. Ważnym pozytywnym krokiem w wyjaśnieniu wątpliwości interpretacyjnych był wyrok

⁵² Przykładem takich działań jest wniosek OFE PZU o zwiększenie wypłaty dywidendy o prawie 50% podczas WZA Netii w lipcu 2015 r., który został poparty przez innych akcjonariuszy. Podobny wniosek o wypłatę 1,8 mln zł dywidendy fundusz złożył w spółce MFO SA w maju 2015 r. OFE PZU zgłosił też propozycję zmian w radzie nadzorczej spółki Trakcja SA, a rekomendowany kandydat zyskał poparcie akcjonariuszy. W 2015 r. 23 członków rad nadzorczych pełni funkcję z rekomendacji OFE PZU. Fundusz brał aktywny udział w konstrukcji programów opcji managerskich.

⁵³ W przypadku akcji zagranicznych fundusze mają mniejszą możliwość skutecznego wykonywania czynności nadzoru właścicielskiego. Spółki zagraniczne raportują według innych niż polskie standardy, mniejsza jest wiarygodność publikowanych informacji i raportów (np. spółek chińskich notowanych na GPW).

⁵⁴ Zidentyfikowane problemy to obowiązek ogłoszenia wezwania w przypadku przekroczenia progu 33% przez fundusze działające w porozumieniu i obowiązek dokonania zawiadomienia,

sądu uznający, że takie same głosowanie na walnym zgromadzeniu podobnych podmiotów nie jest wystarczającym dowodem na ich działanie w porozumieniu⁵⁵.

Pomimo tych ograniczeń, OFE podejmowały wspólne działania, chociaż robiły to rzadko. Najbardziej spektakularnym pierwszym sukcesem OFE była „batalia” koalicji funduszy emerytalnych i inwestycyjnych posiadających ponad 20% głosów w Stomilu Olsztyn z akcjonariuszem większościowym Michelin⁵⁶.

Liczba wspólnych działań funduszy wzrosła w 2015 roku. Była to reakcja funduszy na coraz bardziej liczne wezwania na akcje spółek notowanych na GPW przez inwestorów branżowych lub fundusze *private equity*. Zwiększone zainteresowanie przejmowaniem spółek notowanych na GPW wynikało z obniżenia się wycen na warszawskim parkiecie w stosunku do zagranicznych giełd z powodu zniknięcia tzw. premii OFE⁵⁷. W opinii zarządzających funduszami, oferowane ceny w wezwaniach, nie odzwierciedlały prawidłowo wartości fundamentalnej spółek. Najbardziej charakterystycznymi przypadkami były wezwania na akcje spółek GCH i ACE⁵⁸. Warto podkreślić, że w obu przypadkach fundusze dzia-

w którym muszą zostać ujawnione szczegóły dotyczące stanu posiadania akcji danej spółki w portfelu funduszy, a to mogłoby być uznane za naruszenie tajemnicy zawodowej.

⁵⁵ Zdaniem sądu akcjonariusze spółki, reprezentujący tę samą kategorię inwestorów finansowych, do optymalizacji zarządzania, podjęli zbieżne lub podobne decyzje w zakresie głosowania w sprawach przedstawionych na walnym i okoliczności nie wskazują na istnienie porozumienia między tymi akcjonariuszami. Źródło: Raport bieżący 2014/82 PZ CORMAY SA oddalenie wniosku o zabezpieczenie powództwa Pana Tomasza Tuory przeciwko Spółce dotyczącego zaskarżenia uchwał NWZ.

⁵⁶ Akcjonariusze mniejszościowi zarzucali dominującemu wyprowadzanie wartości poza spółkę poprzez stosowanie cen transferowych. Akcjonariusz strategiczny próbował blokować wykonywanie prawa głosu przez koalicję akcjonariuszy na podstawie przepisów dotyczących działania w porozumieniu. Zaoferowana cena w wezwaniu w opinii inwestorów odzwierciedlała premię za przejęcie kontroli.

⁵⁷ Premia w wycenie spółek przypisywana funkcjonowaniu OFE w: **A. Soldek**, *Alokacja aktywów otwartych funduszy emerytalnych po reformie – wpływ na wysokość emerytur i rynek kapitałowy w Polsce oraz rekomendowany model*, w: **M. Szczepański** (red.), *Ekonomiczne i społeczne aspekty reform emerytalnych – Polska i Świat*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2012, s. 105–106.

⁵⁸ Cztery OFE (Nordea, Aviva, ING i PZU) zawarły umowę w celu uzyskania wyższej ceny w wezwaniu w związku z planowanym wycofaniem akcji GCH z obrotu giełdowego. Przepisy nie regulowały precyzyjnie zasad wycofania akcji z obrotu giełdowego w przypadku spółki zagranicznej notowanej tylko na GPW. Negocjacje z głównym akcjonariuszem GCH doprowadziły do podwyższenia ceny w wezwaniu o 19,25%. W przypadku wezwania na akcje spółki ACE te same fundusze przekazały wzywającemu stanowisko, nie zamierzając odpowiedzieć na wezwanie po cenie zaproponowanej w wezwaniu. W wyniku odbytych spotkań z przedstawicielami wzywającego cena akcji została podniesiona o 20%.

łały wspólnie, mimo że miały różne względne pozycje w stosunku do średniej w obu spółkach⁵⁹. Współpraca pozwoliła zmniejszyć koszty prawne związane ze wspólnymi działaniami. Pozostali akcjonariusze obu spółek odnieśli korzyści ze wzrostu cen w wezwaniach bez ponoszenia kosztów. Podstawową motywacją dla wspólnych działań w obu przypadkach było wypełnienie obowiązku powierniczego. Dodatkowym efektem było ustalenie nowego standardu dla wycofywania z giełdy spółek zagranicznych, co poprawiło w perspektywie pozycję negocjacyjną funduszy w podobnych przypadkach.

Niejasność przepisów dotyczących działania w porozumieniu może być przyczyną, że w Polsce nie rozwinęły się fundusze aktywistyczne, które wprowadziły nową jakość w działaniach nadzorczych, głównie w Stanach Zjednoczonych. Działania funduszy aktywistycznych polegają na łączeniu posiadanych głosów w spółce z innymi inwestorami instytucjonalnymi. Wspólne działania OFE z modelem podobnym do funduszy aktywistycznych i jednocześnie rozwiązującym problem wysokich kosztów takich działań dla pojedynczego funduszu, mogłyby być realizowane przez aktywistyczny fundusz inwestycyjny zamknięty. Fundusze emerytalne obejmowałyby certyfikaty takiego funduszu w zamian za aport lub gotówkę. Jako aport wnoszone byłyby akcje tych spółek, w przypadku których aktywne zarządzanie pozwoliłoby istotnie zwiększyć ich wartość. Fundusz FIZ zarządzany byłby przez zespół specjalistów z doświadczeniem w restrukturyzacji i zmianie strategii firm. W skład komitetu inwestycyjnego wchodziłoby przedstawiciele funduszy posiadających certyfikaty FIZ. Komitet inwestycyjny byłby ciałem doradczym opiniującym planowane inwestycje funduszu, jednak z prawem weta w przypadku wnoszenia aportem akcji spółek, których jeszcze nie ma w portfelu. W takim rozwiązaniu koszty zespołu zarządzającego i procesu restrukturyzacji spółek byłyby dzielone między funduszami. Uczestnictwo w tym rozwiązaniu byłoby dla funduszy dobrowolne. Warunkiem powstania byłoby zainteresowanie kilku funduszy z zaangażowaniem pozwalającym na pokrycie kosztów zarządzania funduszem z pobieranych opłat⁶⁰. Proponowane rozwiązanie ma kilka zalet. Po pierwsze, jest korzystniejsze niż inwestowanie pojedynczych funduszy w fundusze aktywistyczne, gdyż rozkłada koszty działań aktywistycznych i zmniejsza możliwość „jazdy na gapię”. Ograniczona liczba podmiotów na rynku realizujących taką strategię stwarza szansę na uzyskanie

⁵⁹ Na koniec grudnia 2014 r. Nordea była najsilniej przeważonym funduszem w akcjach GCH z podmiotów, które zawarły umowę, pozostałe fundusze miały pozycje neutralne. W przypadku ACE niedoważoną pozycję do średniej miał PZU, pozostałe fundusze były lekko przeważone.

⁶⁰ Zgodnie z obecnymi regulacjami od aktywów zainwestowanych w fundusze inwestycyjne towarzystwa emerytalne nie pobierają opłaty za zarządzanie.

premieri pierwszeństwa. Przy zmniejszających się przychodach towarzystw emerytalnych nie należy się spodziewać, że będą one rozszerzały zespoły zarządzających o pracowników dedykowanych do aktywnego zaangażowania w zmiany ładu korporacyjnego i działalności spółek.

6. Zakończenie

Przedstawiona analiza uwarunkowań i działań polskich funduszy emerytalnych pozwala ocenić, że największe fundusze wypełniają swoje podstawowe zobowiązania powiernicze.

W opinii przedstawicieli spółek i ekspertów rynku OFE podniosły standardy korporacyjne spółek⁶¹. Zaprezentowane działania funduszy wskazują, że kluczowy problem ładu korporacyjnego w Polsce odnosi się do relacji pomiędzy strategicznym, a mniejszościowymi akcjonariuszami. Pozostali mniejszościowi akcjonariusze traktują fundusze emerytalne jako sojuszników i oczekują, że w przypadku konfliktu z większościowym akcjonariuszem lub słabych wyników, fundusze nie będą „głosowały nogami”. Aktywność funduszy w zakresie ładu korporacyjnego jest doceniana przez inwestorów zagranicznych realizujących transakcje na GPW. Trwałą cechą jest zróżnicowanie aktywności między funduszami i zakres interwencji w różnych spółkach. Pokazano, że znaczne ograniczenie przychodów towarzystw i konieczność redukcji kosztów nie spowodowały zmniejszenia ilości, jak i intensywności działań nadzorczych⁶². Wskazano przy tym na bariery, jakimi są niejasne, zdaniem niektórych uczestników rynku, regulacje w zakresie działania w porozumieniu, kwestia nadzoru nad spółkami zagranicznymi i wysokie koszty aktywnego nadzoru. Przedstawiono autorski zarys koncepcji wspólnego funduszu aktywistycznego jako rozwiązania, które pozwoliłoby podejmować proaktywne trwałe działania, z jednoczesnym dzieleniem ponoszonych kosztów. Część ekspertów wskazywała, że prywatne fundusze emerytalne w Polsce angażowały się w ograniczone spektrum działań nadzorczych nad spółkami portfelowymi⁶³.

⁶¹ Wypowiedz Prezesa Almy cytowana w: **M. Wąsowski**, *Twoje buty...*, opinie ekspertów: **Capital Strategy**, *Wpływ OFE na rynek kapitałowy i rozwój gospodarki*, Warszawa, 27 sierpnia 2013 r., s. 20, http://www.capitalstrategy.pl/wp-content/uploads/2013/12/Capital_Strategy-2013-08-27_OFE_a_rynek_kapita%C5%82owy_i_rozw%C3%B3j_gospodarki.pdf; stan na: 30.06.2016 r.

⁶² W związku ze wzrostem liczby wycofywanych spółek z GPW nastąpił wzrost działań obronnych i wspólnych.

⁶³ **A. Słomka-Gołąbiewska**, *Znaczenie OFE w gospodarce transformującej się: perspektywa ładu korporacyjnego*, w: **B. Borkowska** (red), *25 lat gospodarki rynkowej w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2014, s. 88.

W odróżnieniu od praktyk inwestorów instytucjonalnych w krajach wysoko rozwiniętych, żaden z funduszy emerytalnych w Polsce nie traktował krytyki publicznej, opracowywania czarnych list czy też postępowania sądowego, jako narzędzi do poprawy standardów ładu korporacyjnego. Najbardziej krytyczna była opinia, że fundusze emerytalne nie odegrały dużej roli ze względu na obowiązującą infrastrukturę regulacyjną⁶⁴. Większość postulowanych przez autorów zmian wprowadzono w życie w 2014 roku. Szansą poprawienia otoczenia prawnego na sprzyjające zaangażowaniu inwestorów jest projektowana zmiana dyrektywy⁶⁵.

Bibliografia

Akty prawne:

Komisja Europejska, *Wniosek Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie zmiany dyrektywy 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania oraz zmiany dyrektywy 2013/34/UE w zakresie określonych elementów oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego*, Bruksela 2014.

Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. z 2016 r., poz. 291).

Opracowania:

Adamska Agata, Urbanek Piotr, *Fundusze inwestycyjne w nadzorze korporacyjnym w polskich spółkach publicznych*, Gospodarka Narodowa 2014/2(270), s. 81–102.

Adamska Agata, *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2013.

Ang Andrew, *Asset Management a systematic approach to factor investing*, Oxford University Press 2014.

Hindocha Raj, *Shareholder Activism: Battle for the Boardroom*, Deutsche Bank Research, May 2014.

Johnson Steve, *Compulsory stewardship moves closer*, Financial Times, 27 April 2015, s. 12.

Kerner Andrew, Reinhardt Eric, *Wpływ polityki inwestycyjnej OFE na ład korporacyjny w Polsce*, Sprawne Państwo program Ernst & Young, Warszawa 2010.

Keating Giles, Koutsoukis Antonios, *Building investment strategies based on good corporate governance*, w: *How Corporate Governance Matters*, Credit Suisse Research Institute, Switzerland, 2016, s. 12–17, <https://yoursri.com/media-new/download/credit-suisse-how-corporate-governance-matters.pdf>; stan na: 15.03.2016 r.

⁶⁴ **A. Kerner, E. Andrew, E. Reinhardt**, *Wpływ polityki inwestycyjnej OFE...*, s. 45.

⁶⁵ **Komisja Europejska**, *Wniosek Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie zmiany dyrektywy 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania oraz zmiany dyrektywy 2013/34/UE w zakresie określonych elementów oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego*, Bruksela 2014.

Nadzór właścicielski OFE wobec spółek będących przedmiotem inwestycji funduszy, Biuletyn Miesięczny Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych 2003/9, s. 3–5.

Nartowski Andrzej, *Corporate Governance and Pension Funds in Poland*, w: *Opportunities and challenges for individually – funded systems in a globalised world*, Presentations given at the International Seminar “Opportunities and Challenges for Individually-Funded Systems in a Globalised World”, organized by FIAP, on May 31 and June 1, 2012, in Mexico, International Federation of Pension Fund Administrators (FIAP), Chile 2012, s. 81–89.

Ostrowska Katarzyna, *Więcej OFE w spółkach*, Rzeczpospolita, artykuł/275802, <https://www.archiwum.rp.pl/artukul/850862-Wiecej-OFE-w-spolkach.html>; stan na: 14.03.2016 r.

Ostrowska Katarzyna, *OFE aktywne na WZA*, Rzeczpospolita, artykuł/925821, <http://mojaemerytura.rp.pl/artukul/925821.html>; stan na: 14.03.2016 r.

Pawlak Mateusz, *Na sali zapadła cisza*, Bloomberg Businessweek Polska, 28.07.2014 r., s. 40–42.

Pawlak Mateusz, *Warto było powalczyć o standardy*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 10.06.2015 r., nr 128, s. 6.

Rynek Usług Bankowych, *Grupa trzymająca giełdę?*, www.expander.pl/aktualności/rynek_uslug_bankowych/420; stan na: 15.03.2016 r.

Słomka-Gołębiowska Agnieszka, Krystiańczuk Kinga, *Głosowanie na Walnych Zgromadzeniach Akcjonariuszy jako instrument ładu korporacyjnego w rękach OFE: Analiza przypadku AVIVA OFE*, *Studia Prawno-Ekonomiczne* 2014/91(2), s. 361–376.

Słomka-Gołębiowska Agnieszka, *Aktywizm inwestorów instytucjonalnych – dobra praktyka w Polsce?*, *Master of Business Administration* 2010/3(104), Wydawnictwo Akademii Leona Koźmińskiego, s. 49–64.

Słomka-Gołębiowska Agnieszka, *Znaczenie OFE w gospodarce transformującej się: perspektywa ładu korporacyjnego*, w: Bożena Borkowska (red.), *25 lat gospodarki rynkowej w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2014, s. 76–89.

Soldek Andrzej, *Polityka inwestycyjna OFE po zmianach ustawowych*, w: Filip Chybalski, Edyta Marcinkiewicz (red.), *Współczesne problemy systemów emerytalnych Wybrane zagadnienia*, Monografie Politechniki Łódzkiej, Wydawnictwo Politechniki Łódzkiej, Łódź 2015, s. 151–169.

Soldek Andrzej, *Alokacja aktywów otwartych funduszy emerytalnych po reformie – wpływ na wysokość emerytur i rynek kapitałowy w Polsce oraz rekomendowany model*, w: Marek Szczepański (red.), *Ekonomiczne i społeczne aspekty reform emerytalnych – Polska i Świat*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2012, s. 95–113.

Wąsowski Michał, *Twoje buty, ubrania, może bank? OFE stoją za najlepszymi polskimi firmami*, [Natemat.pl](http://natemat.pl/66347,twoje-buty-ubrania-moze-bank-ofe-stoja-za-najlepszymi-polskimi-firmami), <http://natemat.pl/66347,twoje-buty-ubrania-moze-bank-ofe-stoja-za-najlepszymi-polskimi-firmami>; stan na 15.02.2016 r.

Weigarten Marc, Rosewater David E., *The era of activism*, w: *Activist Investing. An annual review of trends in shareholder activism*, Activist Insight 2015, http://www.shareholderforum.com/access/Library/20150130_ActivistInsight-SRZ.pdf; stan na: 15.03.2016 r., s. 5.

Dokumenty:

Allianz Polska PTE, *Strategia wykonywania prawa głosu z instrumentów finansowych wchodzących w skład portfeli*, https://serwis.allianz.pl/files/Procedura_wykonywanie_glosu_www.pdf; stan na 14.03.2016 r.

AVIVA PTE, *Standardy Ładu Korporacyjnego*, https://www.aviva.pl/_files/Standardy_ladu_korporacyjnego.pdf; stan na: 15.03.2016 r.

- Capital Strategy**, *Wpływ OFE na rynek kapitałowy i rozwój gospodarki*, http://www.efcongress.com/sites/default/files/kawalec-przezencja_dla_ekf_-_2013-06-26.pdf; stan na: 10.02.2016 r.
- CFA Institute**, *Code of Ethics and Standards of Professional Conduct* <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2014.n4.1>; stan na: 14.03.2016 r.
- GPW**, *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016*, www.gpw.pl/lad_korporacyjny; stan na: 16.03.2016 r.
- GPW**, *Stanowisko Gieldy Papierów Wartościowych w Warszawie SA wobec rekomendowanych zmian w systemie emerytalnym przedstawionych przez Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej oraz Ministerstwo Finansów w dokumencie Przegląd funkcjonowanie systemu emerytalnego. Bezpieczeństwo dzięki zrównoważeni*, GPW, Warszawa 2013.
- KNF**, *Zasady ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych*, https://www.knf.gov.pl/Images/Zasady_ladu_korporacyjnego_22072014_tcm75-38575.pdf; stan na: 15.03.2016 r.
- MetLife PTE SA**, *Zasady nadzoru właścicielskiego*, https://www.metlife.pl/pl/assets/pdf/pte_dokumenty/lad_korporacyjny_pte/zasady_nadzoru_wlascicielskiego_w_dzialalnosci_inwestycyjnej_metlife_ofe.pdf; stan na: 14.03.2016 r.
- NN OFE**, *Zasady Ładu Korporacyjnego*, Warszawa, luty 2016, <https://www.nn.pl/documents/10181/13176/Zasady+%C5%81adu+Korporacyjnego+Nationale-Nederlanden+OFE+i+Nationale-Nederlanden+DFE/0442a57d-5882-4ab4-8871-b74184072f14>; stan na: 14.03.2016 r.
- PTE PZU SA**, *Zasady ładu korporacyjnego w działalności inwestycyjnej Otwartego Funduszu Emerytalnego PZU „Złota Jesień” oraz Dobrowolnego Funduszu Emerytalnego PZU*, <https://www.pzu.pl/grupa-pzu/pte-pzu/inwestycje-ofe>; stan na: 16.03.2016 r.
- Urząd Komisji Nadzoru Finansowego**, *Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych w okresie 28.09.2012–30.09.2015*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2015.
- Zielona Księga**, *Unijne ramy ładu korporacyjnego*, Bruksela, KOM (2011)164.

Strony internetowe:

- Hermes EOS – Services**, www.hermes-investment.com/stewardship/hermes-eos-services; stan na 14.03.2016 r.

Andrzej SOŁDEK

OPEN-END PENSION FUNDS ENGAGEMENT IN CORPORATE GOVERNANCE

(Summary)

The aim of this article was to portray how open-end pension funds (OEFs) perform oversight functions in their portfolio companies, to analyze the determinants pertaining to this activity and to assess the quality of their oversight. This analysis covers the activity exhibited by pension funds at the shareholder meetings of portfolio companies from 2009 to 2012 and following statutory amendments in 2014 and 2015.

This analysis of the legal determinants and of the incentives to be engaged in oversight indicates that investment limits should not form an obstacle to pension funds' activity; however, one should

anticipate more extensive engagement in companies that exert the greatest impact on the pension funds' relative performance.

The findings demonstrate that in both periods under analysis the largest pension funds have discharged their fiduciary duties. Despite significant modification to the legal environment affecting the investment activity and economic position of pension fund companies, pension funds have been found to be more active in the period following the changes to the law. The level of activity and the extent of intervention in the various portfolio companies varied in these two periods. This article depicts the author's proprietary concept for an activist closed end investment fund as a shared platform for OFEs to take activist measures and share the costs incurred in this process.

Keywords: pension funds; shareholder engagement; corporate governance; institutional investors