

ekspertyzy

4
2022

Jaka była **aktywność OFE na walnych zgromadzeniach** w latach 2018-2021?

Jaką aktywnością na walnych zgromadzeniach wykazały się **trzy największe fundusze**?

Jaki cel miały **wspólne działania funduszy** w latach 2018-2021?

Ile **propozycji uchwał na walnych zgromadzeniach** zgłosiły fundusze emerytalne w latach 2018-2021?

Na czym koncentrowały się **propozycje uchwał**?

Ilu **kandydatów do rad nadzorczych** w latach 2018-2021 zgłosiły fundusze emerytalne?

Co cechowało wspólne działania OFE w zakresie **sprawowania nadzoru korporacyjnego**?

Jakie **inne aktywności** podejmowały fundusze poza działaniami na walnych zgromadzeniach?

ekspert@zo

Główne fakty:

Aktywność większości OFE na walnych zgromadzeniach w latach 2018–2021 **pozostała na wysokim poziomie**

W latach 2018, 2019 i 2020 trzy największe fundusze emerytalne brały udział w **ponad 50% walnych zgromadzeń**

W latach 2018-2021 fundusze kontynuowały wspólne działania mające na celu **budowanie wartości dla członków funduszy**

W latach 2018-2021 fundusze emerytalne zgłosiły **40 propozycji uchwał** na walnych zgromadzeniach

Propozycje uchwał koncentrowały się na **wysokości wypłacanej dywidendy**, wynagrodzeń rady nadzorczej, programach motywacyjnych oraz **wyborze niezależnych członków rad nadzorczych**

W latach 2018-2021 fundusze emerytalne zgłosiły **261 kandydatów do rad nadzorczych**

Działania wspólne OFE w zakresie sprawowania nadzoru korporacyjnego były zawsze podejmowane **z uwzględnieniem innych uczestników rynku kapitałowego**

Fundusze poza działaniami na walnych zgromadzeniach prowadziły też **bezpośrednie rozmowy z zarządami i przedstawicielami akcjonariuszy większościowych** w zakresie dywidendy, programów motywacyjnych, zmian statutu, kapitału docelowego



Wysoka aktywność OFE w nadzorze korporacyjnym spółek portfelowych w latach 2018-2021

Analiza aktywności funduszy emerytalnych na walnych zgromadzeniach spółek portfelowych w okresie 2009-2012 i po zmianach ustawowych w 2014-2015 wykazała, że w obu analizowanych okresach otwarte fundusze emerytalne (OFE) wypełniały swoje obowiązki powiernicze. Ze względu na wpływ OFE na standardy polskiego rynku kapitałowego ważne było sprawdzenie, jak OFE wypełniały swoje obowiązki w zakresie nadzoru właścicielskiego w kolejnych latach. Istotna była też analiza wpływu zmian uwarunkowań rynkowych i prawnych na aktywność nadzorczą otwartych funduszy emerytalnych.



Jak pokazano * największe pod względem aktywów fundusze w latach 2009-2012 brały udział w ponad 50% walnych zgromadzeń, podczas gdy aktywność mniejszych funduszy sprowadzała się do wypełniania kodeksowego zobowiązania udziału w walnych zgromadzeniach tych spółek, w których posiadały ponad 5% głosów w spółce. Najczęstszymi sprawami podnoszonymi przez fundusze były wypłata dywidendy i ustalenie jej wysokości. W spółkach, gdzie OFE miały znaczący udział, proponowały także niezależnych kandydatów do rady nadzorczej.

Pomimo istotnej zmiany otoczenia prawnego w 2014 roku, wpływającego na działalność inwestycyjną i sytuację ekonomiczną towarzystw emerytalnych, w analizowanych dwóch latach bezpośrednio po zmianach ustawowych wykazany został wzrost aktywności funduszy. Dotyczyło to obecności na walnych zgromadzeniach i liczby proponowanych uchwał dotyczących zgłaszanych kandydatów do rad nadzorczych. Zakres aktywności obejmował podobne sprawy jak w latach 2009-2012. Były to: wypłata dywidendy, warunki skupu akcji własnych, wybór niezależnych członków rad nadzorczych i programy motywacyjne.

Reprezentanci funduszy wskazywali również w całym analizowanym okresie 2009-2015 na trudności przy wyborze niezależnych członków rad w spółkach, w których kontrolę właścicielską ma Skarb Państwa. OFE rzadko korzystały też z możliwości głosowania grupami. Fundusze reagowały w sytuacjach kryzysowych podejmując działania w celu wzmocnienia rad nadzorczych, jak też rozliczenia osób odpowiedzialnych za niewystarczający nadzór nad spółkami. Zaprezentowane działania funduszy w okresie 2009-2015 wskazywały, że kluczowy problem ładu korporacyjnego w Polsce odnosi się do relacji pomiędzy strategicznym, a mniejszościowymi akcjonariuszami. Trwałą cechą było zróżnicowanie aktywności w zależności od wielkości funduszu. Pokazano także, że znaczne ograniczenie przychodów towarzystw i konieczność redukcji kosztów nie spowodowało zmniejszenia ilości, jak i intensywności działań nadzorczych.



Andrzej Sołdek „Aktywność otwartych funduszy emerytalnych w nadzorze korporacyjnym”, Studia Prawno-Ekonomiczne tom XCIX, Łódzkie Towarzystwo Naukowe, 2016



W opinii przedstawicieli spółek i ekspertów rynku otwarte fundusze emerytalne przyczyniły się w okresie do 2015 roku do podniesienia standardów korporacyjnych spółek. W kolejnych latach zostały zaprezentowane dwie diagnozy stanu ładu korporacyjnego spółek notowanych na GPW. Pierwsza była przedstawiona w Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego przyjętej przez Radę Ministrów 1 października 2019 roku. Eksperti wskazali w niej, że przestrzeganie standardów ładu korporacyjnego na polskim rynku kapitałowym w dalszym ciągu nie jest zadowalające. Ze względu na duże znaczenie ładu korporacyjnego dla wyceny spółek zaproponowano w strategii działania, aby Giełda Papierów Wartościowych, w większym stopniu niż dotychczas, realizowała swoje uprawnienia określone w Regulaminie Giełdy, polegające na weryfikowaniu oświadczeń spółek giełdowych w sprawie ładu korporacyjnego, jak również nakładaniu kar regulaminowych na emitentów nieprawidłowo wypełniających obowiązki informacyjne wynikające z faktu stosowania standardów Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW.

Drugim rekomendowanym w Strategii działaniem było, aby Skarb Państwa, który kontroluje bezpośrednio i pośrednio około 70% kapitalizacji spółek z indeksu WIG 20 był prekursorem stosowania zasad ładu korporacyjnego w odniesieniu do polskiego rynku kapitałowego. Oczekiwane było podjęcie

przez Rząd działań, aby spółki z udziałem Skarbu Państwa notowane na GPW w jak największym stopniu stosowały zasady ładu korporacyjnego obowiązujące spółki giełdowe.

Drugą diagnozę stanu ładu korporacyjnego postawili uczestnicy rynku kapitałowego w badaniu przeprowadzonym przez CFA Society Poland*. W opinii ankietowanych zasady ładu korporacyjnego w Polsce nie są przestrzegane w zadowalającym stopniu. Warto też zwrócić uwagę że najważniejszymi wskazanymi przez ankietowanych elementami ładu korporacyjnego były: jakość publikowanych przez spółki sprawozdań i materiałów, transakcje z kluczowym akcjonariuszem i podmiotami powiązanymi oraz niezależność członków rady nadzorczej i ich liczebność. Wyniki badania wskazują, że inwestorzy wyrażają sobie opinię o ładzie korporacyjnym w danej spółce głównie na podstawie: sprawozdania finansowego, sprawozdania zarządu i podejścia spółki do akcjonariuszy mniejszościowych.



<https://cfapoland.org/aktualnosci/211,lad-korporacyjny-istotny-dla-profesjonalistow.html>



Badanie pokazało też, że uczestnicy rynku mają ograniczone zaufanie do prawdziwości deklaracji spółek, że stosują one zasady ładu korporacyjnego zgodnie z DPSN2016. Jednocześnie wyniki ankiety wskazują, że gdyby inwestorzy położyli mocniejszy nacisk na włączenie kryteriów niefinansowych, w szczególności kwestii ładu korporacyjnego, do swoich decyzji inwestycyjnych, to stałyby się one ważniejsze także dla zarządów spółek. Komentujący wyniki ankiety A. Nartowski zwrócił uwagę, że spośród 101 ankietowanych zaledwie sześćcioro wnikliwie czyta publikowane wraz z raportem rocznym oświadczenia spółek o stosowaniu ładu korporacyjnego, 39 przegląda je pobieżnie, 35 nie zwraca na nie uwagi*.

Wskazanie nadal niskiego poziomu ładu korporacyjnego mimo docenienia pozytywnego wpływu OFE na standardy polskiego rynku kapitałowego pokazuje, że potrzebna jest kontynuacja zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w obronę interesów mniejszościowych akcjonariuszy i podniesienie standardów ładu korporacyjnego spółek notowanych na polskim rynku.

Warto zauważyć, że uwarunkowania rynkowe nadzoru nad spółkami w latach 2018-2021, pomimo fundamentalnych zmian zasad funkcjonowania OFE w wyniku zmian ustawo-

wych w 2014 roku, nie zmieniły się istotnie. Otwarte fundusze emerytalne pozostały kluczowym inwestorem na polskim rynku kapitałowym. Na koniec 2021 roku miały ponad 15 mln członków i aktywa netto w wysokości prawie 188 mld złotych. Blisko 82% aktywów było ulokowane w akcjach notowanych na GPW**.

Udział OFE w kapitalizacji rynków organizowanych przez GPW w latach 2016-2020 był stabilny i wahał się na poziomie 20%, natomiast udział we free float tych rynków był blisko dwa razy wyższy. Na koniec 2020 roku w 140 spółkach udział OFE przekraczał 10%, z tego w blisko 50 spółkach był on wyższy od 25%. W 20 spółkach o najwyższym udziale OFE w latach 2019-2021 suma głosów przekraczała 37%. Spółkami z udziałem powyżej 50% w były Develia, Ferro, Grupa Kety, Sanok, R8 i Kruk (por. **RYSU-NEK 1**). Trzeba podkreślić, że w kolejnych latach coraz większe znaczenie dla sytuacji płynnościowej funduszy będzie miał suwak, w ramach którego będą przekazywane aktywa roczników, które były akumulowane w długim okresie. Relacja wypracowanej stopy zwrotu i wartości suwaka do aktywów będzie decydowała o wzroście lub spadku zarządzanych aktywów.



<https://www.andrzejnartowski.pl/dobre-praktyki-spolek-notowanych-na-gpw-w-swietle-wynikow-ankiety-cfa/>



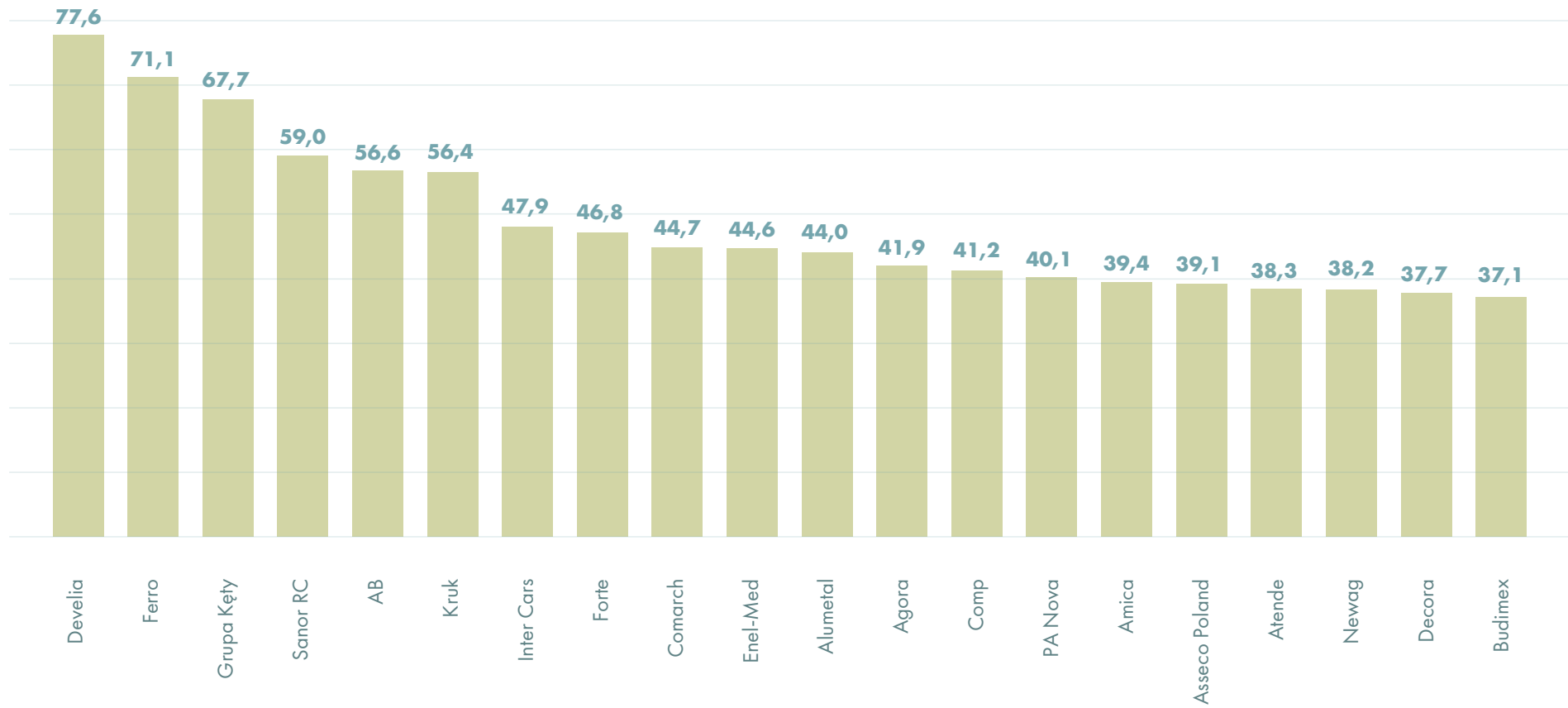
Raport KNF „Dane miesięczne OFE - grudzień 2021 roku”
https://www.knf.gov.pl/?articleId=76935&p_id=18



RYSUNEK 1.

Spółki z największym udziałem OFE w akcjonariacie na koniec 2021 roku.

Źródło: Analizy Online





Również sytuacja finansowa powszechnych towarzystw emerytalnych nie uległa istotnym zmianom. System motywacyjny zależny od relatywnych wyników OFE, który jest finansową motywacją do działań nadzorczych, stanowił w latach 2018-2021 średnio 5,4% ogólnych przychodów towarzystw. Przychody zmieniały się w zależności od koniunktury giełdowej, a koszty całego sektora pozostawały w przedziale 400–500 mln złotych.

W latach 2018-2021 następowała konsolidacja rynku powszechnych towarzystw emerytalnych. 17 listopada 2017 roku zakończył się proces łączenia Aegon OFE z Nordea OFE, a w dniu 19 maja 2018 roku PTE PZU przejęło Pekao OFE. Zakończenie likwidacji Pekao OFE miało miejsce 12 października 2018 roku. Obecnie trwa proces łączenia OFE Allianz i Aviva OFE oraz oczekiwana jest decyzja w sprawie MetLife OFE po transakcji przejęcia działalności spółek MetLife w Polsce przez Grupę Nationale Nederlanden. Proces konsolidacji funduszy emerytalnych powinien wpłynąć na wzrost aktywności funduszy w nadzorze nad spółkami portfelowymi ze względu na obserwowane dużo wyższe korzystanie z praw korporacyjnych wynikających z posiadanych akcji spółek portfelowych przez OFE o wysokim udziale w rynku.

W analizowanym okresie ostatnich czterech lat największe zmiany miały miejsce w uwarunkowaniach prawnych funkcji

nadzoru nad spółkami. Istotny wpływ miały zmiany w dyrektywie 2007/36/WE w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na giełdzie. Nowa dyrektywa wprowadziła mechanizmy mające na celu zwiększenie uprawnień akcjonariuszy mniejszościowych poprzez prawo walnego zgromadzenia do głosowania nad polityką wynagrodzeń członków organów spółki, szerszy obowiązek informacyjny dotyczący istotnych transakcji z podmiotami powiązanymi oraz obowiązek zatwierdzenia tych transakcji przez walne zgromadzenie lub radę nadzorczą. Głównym celem tej dyrektywy było zachęcenie akcjonariuszy spółek publicznych do zaangażowania długoterminowego w sprawy spółki oraz zwiększenie przejrzystości stosunków pomiędzy akcjonariuszami a spółką.

Dodatkowo dyrektywa wprowadziła obowiązek opracowania i upublicznienia polityki zaangażowania w sprawy spółki giełdowej przez podmioty prowadzące działalność w zakresie ubezpieczeń na życie i reasekuracji oraz zarządzające alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Zmiany te powinny wpłynąć na większe zaangażowanie tych inwestorów instytucjonalnych w nadzór korporacyjny i wesprzeć najwyższą do tej pory w grupie inwestorów instytucjonalnych aktywność OFE. Wdrożenie dyrektywy w zakresie obowiązku spółek publicznych dotyczących sporządzenia i przyjęcia



polityki wynagrodzeń oraz sprawozdania o wynagrodzeniach nastąpiło 30 listopada 2019 roku, kiedy to weszła w życie ustawa o zmianie oferty publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw. Zmiana ustawy to ważne narzędzie dla inwestorów instytucjonalnych umożliwiające wpływ akcjonariuszy na wynagrodzenia zarządu i rady nadzorczej oraz ocenę czy praca członków zarządów i rad nadzorczych jest rzeczywiście wyceniana adekwatnie do wyników, a wynagrodzenie jest powiązane ze strategicznymi, długoterminowymi celami spółki.

Niekorzystnie na działania OFE w zakresie nadzoru korporacyjnego wpływały w analizowanym okresie projekty ustawy przekształcenia OFE w prywatne rachunki IKE skierowane do Sejmu w 2017 roku i w 2020 roku. Powodowały one, że obecność OFE w akcjonariacie spółek była postrzegana jako niestabilna struktura własności, która może być związana z przejęciem kontroli przez instytucje zarządzające z dominującym udziałem Skarbu Państwa w akcjonariacie. Jak podkreślali eksperci ważną rolę, jaką odgrywały OFE jako inwestorzy długoterminowi, było umożliwienie spółkom kształtowania stabilnej struktury własnościowej, stanowiącej alternatywę wobec oddania kontroli zagranicznemu inwestorowi branżowemu*.

Analiza wyników ankiet przeprowadzonych w 2020 i 2022 roku wśród członków Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych pokazała, że aktywność większości OFE na walnych zgromadzeniach w latach 2018-2021 pozostała na wysokim poziomie (TABELA 1). W 2018 roku wszystkie trzy największe fundusze brały udział w ponad 50% walnych zgromadzeń. W przypadku PZU OFE było to 65.5%, NN OFE 63% i Avivy OFE 57%. Otwarte fundusze brały też udział w nadzwyczajnych walnych zgromadzeniach spółek, co pokazują statystyki udziału w walnych zgromadzeniach w stosunku do liczby spółek posiadanych w portfelu. Rekordzistą w tym zakresie było NN OFE, które w 2018 uczestniczyło w 249 zgromadzeniach akcjonariuszy przy 192 spółkach w portfelu. Wyższą liczbę udziału w walnych zgromadzeniach od liczby posiadanych spółek w 2018 roku miało też OFE PZU.

W grupie funduszy z mniejszym udziałem w rynku uwagę zwraca istotny wzrost aktywności funduszu Aegon. Jego udział w walnych zgromadzeniach wzrósł z poziomu 2%-4% w latach 2009-2012 do 21% w roku 2018. Obecność na walnych zgromadzeniach PKO OFE wzrosła w stosunku do poprzednich lat o 10 pp. i wyniosła ponad 31,4%. Obecność z poprzedniego okresu na poziomie ponad 30% utrzymały też fundusze Allianz OFE i Metlife OFE. Podobną obecność na walnych zgromadzeniach w stosunku do liczby posiadanych spółek w portfelu, jak w latach 2009-2015, utrzymały



S. Kawalec, R. Gurbiel, M. Kurek, „Skąd się wezmą przyszli czempioni polskiej gospodarki?”, Klub Jagielloński i Capital Strategy 2022



fundusze AXA OFE i Generali OFE. Niską procentową obecność na walnych zgromadzeniach miał Pocztylion OFE, który uczestniczył tylko w nielicznych walnych spółek posiadanych w portfelu.

Fundusze emerytalne w 2018 roku zgłosiły łącznie 9 propozycji uchwał na walnych zgromadzeniach. NN OFE było inicjatorem zwołania trzech walnych zgromadzeń i zaskarżyło cztery uchwały podjęte na walnych zgromadzeniach. Wspólnie z PKO OFE na walnym zgromadzeniu Dębicy zaskarżyły uchwałę o nowej emisji akcji, która miała swój finał w sądzie. Aviva wśród proponowanych projektów ustaw proponowała m.in. zmiany w wynagrodzenia rad nadzorczych. Ważnym elementem aktywności pozostało zgłaszanie niezależnych kandydatów do rad nadzorczych. W 2018 OFE zgłosiły łącznie 63 kandydatów, z czego 48 kandydatów zostało zgłoszonych przez trzy największe fundusze. Warto odnotować, że Aegon OFE, który w poprzednich ankietach nie wykazywał tego rodzaju aktywności, od 2018 roku rozpoczął zgłaszanie kandydatów do rad nadzorczych i kontynuował tę formę zaangażowania w nadzór w latach 2019-2021.

W 2019 roku aktywność OFE na walnych zgromadzeniach w stosunku do posiadanych spółek portfelowych pozostała na zbliżonym poziomie. Wśród rodzajów podejmowanych działań kontynuowane było zwoływanie walnych zgromadzeń przez NN OFE oraz zaskarżanie przez fundusz jednej uchwały WZ. Zwiększyła się do 83 liczba kandydatów zgłoszonych przez OFE do rad nadzorczych przy czym podobnie jak w poprzednich latach było to głównie działanie liderów

rynków posiadających największe procentowe udziały w spółkach. Liczba zgłoszonych kandydatów przez trzy największe fundusze w 2019 roku wyniosła 70.

Największe zaangażowanie w wykonywaniu uprawnień z posiadanych praw z akcji w 2020 roku nadal prezentowały największe fundusze, które były obecne na ponad 50% walnych zgromadzeń. Podane statystyki udziału w walnych zgromadzeniach wskazują, że OFE uczestniczyły też w nadzwyczajnych walnych zgromadzeniach. Na szczególną uwagę zasługuje aktywność PZU OFE, które w latach 2020-2021 miało najwyższy procent obecności na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy spółek portfelowych. W roku 2020 było to blisko 82%. W przypadku tego funduszu liczba obecności w tych latach przekraczała liczbę spółek w portfelu. W rekordowym pod względem obecności na walnych zgromadzeniach 2021 roku przedstawiciele funduszu byli na 133 walnych zgromadzenia przy 108 spółkach w portfelu. Taka aktywność wskazuje na realizowanie przez fundusz reguły uczestniczenia we wszystkich walnych zgromadzeniach spółek, które znajdują się w portfelu funduszu, zapisanej w Zasadach Ładu Korporacyjnego*.



Zasady Ładu korporacyjnego w działalności inwestycyjnej Otwartego Funduszu Emerytalnego PZU „Złota Jesień” <https://www.pzu.pl/dla-ciebie-i-rodziny/inwestycje-i-oszczednosci/emerytura/otwarty-fundusz-emerytalny-ofe/zasady-ladu-korporacyjnego>



W 2020 roku fundusze złożyły 13 projektów uchwał z czego 7 była złożona przez OFE PZU* oraz zgłosiły łącznie 48 kandydatów do rad nadzorczych, z czego 39 były to osoby zgłoszone przez trzy fundusze o największym udziale w rynku. W kolejnym roku OFE złożyły 9 projektów uchwał i zgłosiły 67 kandydatów do rad nadzorczych. Kolejny raz większość kandydatów została zgłoszona przez największe fundusze dysponujące znaczącymi udziałami w największej liczbie spółek. Warto zwrócić uwagę na zgłoszenie kandydata do rady nadzorczej w głosowaniu grupami przez OFE PZU w 2020 roku. W kolejnym roku po jednym kandydacie w głosowaniu grupami zgłosiły PZU OFE, PKO OFE i Generali OFE. Po dwóch kandydatów zgłosiły w ten sposób fundusze Aviva OFE i NN OFE.

Głosowanie grupami wymaga wspólnego działania funduszy na walnym zgromadzeniu i było do tej pory rzadko wykorzystywane przez fundusze. Z reguły ma miejsce w przypadkach w których wybór niezależnych członków rady nadzorczej jest blokowany przez większościowego akcjonariusza. Dobrze to ilustruje przykład wspólnego działania PZU OFE i Aviva OFE w Remaku, gdzie sprawa powołania niezależnego członka rady nadzorczej jest rozstrzygana w sądzie. Warto zauważyć, że głosowanie grupami może być realizowane tylko w tych spółkach, w których łączny udział funduszy przekracza 20% głosów na walnym zgromadzeniu. Wymagany poziom do wykonywania tego uprawnienia OFE posiadały w ostatnich latach w około 50 spół-

kach. Trzeba podkreślić, że zgłoszenie przez fundusze w 2021 roku siedmiu kandydatów w głosowaniu grupami wskazuje, że coraz odważniej korzystają z tego prawa kodeksowego.

Rodzaje proponowanych uchwał w latach 2020-2021 również koncentrowały się na wysokości wypłacanej dywidendy, wynagrodzeń rady nadzorczej, programach motywacyjnych oraz wyborze niezależnych członków rad nadzorczych. Przykładami działań, których celem było zwiększenie wysokości wypłaconej dywidendy w stosunku do propozycji zarządów były aktywności funduszy Metlife OFE, NN OFE i Generali OFE. NN OFE na walnym zgromadzeniu Grupy Kęty w dniu 20 sierpnia 2020 roku zgłosił projekt wypłaty dywidendy dla akcjonariuszy z podziału zysku za rok 2019 oraz dodatkowo z zysku spółki z lat ubiegłych. Uchwałę tę poparło między innymi Aegon OFE.

W kolejnym roku podobną uchwałę NN OFE zaproponowało na walnym zgromadzeniu Netii SA. Z kolei Generali OFE na walnym zgromadzeniu Instal Kraków zgłosiło projekt uchwały o wypłacie wyższej dywidendy za rok 2020 niż



W ankiecie za lata 2018 -2019 OFE PZU nie wskazał liczby złożonych uchwał.



uchwały zakładającej wypłatę dywidendy na walnym zgromadzeniu Skarbiec Holding SA w dniu 29 grudnia 2020 roku w sytuacji, gdy zarząd proponował przeniesienie zysku na kapitał zapasowy. Przykładem aktywności dotyczącej wynagrodzeń członków rad nadzorczych i programów motywacyjnych była propozycja treści uchwały w sprawie ustalenia wynagrodzenia członków rady nadzorczej oraz zmiany warunków proponowanego programu motywacyjnego w spółce złożona przez MetLife OFE na walnym zgromadzeniu COMP SA w dniu 31 sierpnia 2020 roku.

Aegon OFE głosował przeciwko przeniesieniu uprawnień Walnego Zgromadzenia na radę nadzorczą na walnym zgromadzeniu Develii w dniu 8 stycznia 2020 roku. Proponowane zmiany regulaminu rady nadzorczej przносиły ustalanie wynagrodzenia członków rady nadzorczej delegowanych do stałego indywidualnego nadzoru oraz czasowo delegowanych do wykonywania czynności zarządu przez radę nadzorczą. MetLife OFE dwukrotnie na walnych zgromadzeniach SECO/WARWICK SA w dniach 5 czerwca 2020 i 7 października 2021 głosował przeciwko proponowanym programom motywacyjnym w spółce. NN OFE na walnym zgromadzeniu Polwaxu w dniu 15 czerwca 2021 roku zgłosił dodanie do porządku obrad walnego zgromadzenia punkt w sprawie określenia wynagrodzenia członków rady nadzorczej poprzez przyznanie dodatkowego wynagrodzenia członkom komitetu audytu.

Fundusze były aktywne w sprawie uchwał dotyczących kapitału docelowego. Fundusz Metlife głosował przeciw podwyższeniu kapitału zakładowego spółek w ramach kapitału docelowego wraz z pozbawieniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy na walnych zgromadzeniach spółek Atal SA i MLP Group. W przypadku nabywania przez spółki akcji własnych na ZWZ COMP SA w dniu 31 sierpnia 2020 roku zaproponował zmianę warunków, a w przypadku spółki Benefit Systems na ZWZ 25 czerwca 2021 w sprawie upoważnienia zarządu do nabycia w imieniu i na rzecz spółki akcji własnych głosował przeciw. Ochronę interesów akcjonariuszy mniejszościowych miało też na celu zgłoszenie projektu uchwały w sprawie upoważnienia do nabycia akcji własnych w Arterii w 2020 roku. Projekt uchwały dotyczący podwyższenia kapitału zakładowego Quercus TFI, jako alternatywny do proponowanego przez zarząd spółki, zgłosił na walnym zgromadzeniu w dniu 31 sierpnia 2020 roku NN OFE. Innym przykładem działań było skierowanie przez NN OFE na walnym zgromadzeniu Masterpharmu 18 pytań dotyczących inwestycji w akcje CD Projektu i Mercatora, których wartość istotnie spadła w stosunku do cen zakupu. Fundusz pytał między innymi: czy statut spółki poprowadzenie spekulacyjnej działalności inwestycyjnej, czy spółka posiadała komitet inwestycyjny, czy prezes był jedyną osobą odpowiedzialną za dokonywanie inwestycji pozwalając na



prowadzenie spekulacyjnej działalności inwestycyjnej, czy spółka posiadała komitet inwestycyjny, czy prezes był jedyną osobą odpowiedzialną za dokonywanie inwestycji*.

OFE zaczęły też wykorzystywać nowe narzędzie, jakim była możliwość wpływu na ustalanie polityki wynagrodzeń. Przykładem takich działań jest głosowanie przez MetLife OFE przeciwko przyjęciu uchwały ZWZ CD Projekt w dniu 28 lipca 2020 roku w sprawie polityki wynagrodzeń członków zarządu i członków rady nadzorczej spółki. Podobnie rok później fundusz na NWZ ONDE głosował przeciw polityce wynagrodzeń. Aegon OFE na walnym zgromadzeniu Ten Square Games 20 maja 2020 roku głosował przeciwko przyjęciu polityki wynagrodzeń członków zarządu i rady nadzorczej, która przewidywała dla członków zarządu prawo do nagrody (premii uznaniowej), której przyznanie i wysokość nie była zależna od spełnienia celów zarządczych. W kolejnym roku fundusz na walnym zgromadzeniu Oponeo 11 lutego 2021 roku, zgłosił projekt uchwały, która ograniczała maksymalną łączną wysokość premii uznaniowych w stosunku do propozycji zarządu.

Fundusze kontynuowały w latach 2018-2021 wspólne działania mające na celu budowanie wartości dla członków funduszy. Korzystając z doświadczeń pierwszych wspólnych działań w 2015 roku, w odpowiedzi na wezwania na akcje spółek GCH i ACE zakończone podniesieniem cen o 20%, wypracowany

został standard postępowania funduszy. Był on realizowany w przy wezwaniach na akcje spółek portfelowych, w których ceny w opinii zarządzających funduszami nie odzwierciedlały prawidłowo wartości fundamentalnej spółek. W latach 2018-2021 fundusze zawarły szereg takich porozumień.

Aegon OFE, Aviva NN i PZU oświadczyły o braku zamiaru odpowiadania na zapisywanie się na akcje Tarczyński SA. W 2019 PKO OFE wspólnie z OFE PZU wydały komunikat o nieodpowiadaniu na wezwanie na akcje Orzeł Biały. MetLife OFE w 2020 roku nie wziął udziału w wezwaniu na akcje spółek GTC, Forte i Radpol. W przypadku wezwania na akcje GTC cena w wezwaniu w wyniku działań funduszy została podniesiona z 6,89 do 8,76 złotych, a w wezwaniu na akcje Radpolu z 1,32 na 3 złote. Podobnie w kolejnym roku MetLife OFE oraz PKO OFE kontrolujące łącznie około 17% głosów na walnym zgromadzeniu ogłosiły, że cena po 176 złotych za akcje ZPUE nie odzwierciedla wartości godziwej i w związku z tym fundusze nie sprzedadzą akcji w wezwaniu. W reakcji na działania OFE wzywający podniósł cenę do 205,19 złotych za akcję. Generali OFE dwukrotnie oświad-



Gazeta Giełdy Parkiet „Master Pharm: Padają pytania o inwestycje” 20.07.2021, <https://www.parkiet.com/medycyna-i-zdrowie/art19493131-master-pharm-padaja-pytania-o-inwestycje>



czało o nieodpowiadaniu na wezwanie do zapisywania się na sprzedaż akcji Polenergii. Cena w pierwotnym wezwaniu wynosiła 47 złotych i w drugim wezwaniu została podniesiona do 63 złotych. Kolejnym udanym wspólnym działaniem było porozumienie NN OFE i PZU OFE wraz z funduszami inwestycyjnymi reprezentowanymi przez Allianz TFI o niezbywaniu akcji spółki PGS Software SA po cenie niższej niż 18 złotych za jedną akcję. Cena w wezwaniu została podniesiona z poziomu 15,75 złotych na żądane przez fundusze 18 złotych.

Opisane działania OFE pozwalały pozostałym akcjonariuszom odnieść korzyści ze wzrostu cen w wezwaniu bez ponoszenia kosztów. Działania wspólne OFE były podejmowane zawsze z uwzględnieniem innych uczestników rynku kapitałowego. Wskazuje na to między innymi treść porozumienia w sprawie odpowiedzi na wezwanie na akcje Otmuchowa, w którym wskazano, że zbycie akcji będzie możliwe po satysfakcjonującej cenie w ramach wezwania na sprzedaż 100 proc akcji skierowanego do wszystkich akcjonariuszy lub bezwarunkowej oferty zakupu akcji do wszystkich akcjonariuszy obejmującej wszystkie akcje posiadane przez pozostałych akcjonariuszy.

Warto też podkreślić, że wspólne działania były podejmowane pomimo różnych względnych pozycji spółek w portfelach funduszy i różnych korzyści, jakie odnosili uczestnicy porozumień

ze wzrostu ceny w wezwaniu. Warto też zwrócić uwagę, że w przypadku porozumienia funduszy w reakcji na wezwanie do sprzedaży akcji ZPC Otmuchów fundusze PZU OFE, PZU DFE, PKO OFE i PKO DFE zawarły porozumienie, w ramach którego zobowiązały się prowadzić wspólnie, w sposób trwały, politykę wobec ZPC Otmuchowa, w szczególności poprzez formułowanie wspólnych żądań zwołania walnego zgromadzenia, a także poprzez uczestniczenie w walnych zgromadzeniach oraz zgodne głosowanie na walnych zgromadzeniach spółki w zakresie powoływania lub odwoływania członków organów spółki bądź udzielania im absolutorium.

Trzeba też wskazać, że fundusze poza działaniami na walnych zgromadzeniach prowadzą też bezpośrednie rozmowy z zarządami i przedstawicielami akcjonariuszy większościowych w zakresie dywidendy, programów motywacyjnych, zmian statutu, kapitału docelowego. Uczestniczą też w różnych inicjatywach, które mają za zadanie poprawę ładu korporacyjnego spółek notowanych na GPW. Jednym z przykładów jest udział Aegon PTE w inicjatywie 30% Club Poland promującej różnorodność w biznesie. Przedstawiciele funduszy uczestniczyli w konsultacjach zmian Kodeksu Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych przeprowadzonych przez IGTE.



Siła oddziaływania funduszy na zarządy i inwestorów strategicznych zależy od współpracy funduszy przy wykonywaniu prawa głosu. W działaniach wspólnych funduszy nadal pozostaje nierozstrzygnięta sprawa ujawnienia informacji cenotwórczych i działania w porozumieniu. Koszty wszystkich działań związanych z aktywnymi działaniami pokrywane są przez towarzystwo, a nie tak jak w krajach rozwiniętych przez fundusze, których członkowie korzystają z tych działań.

Inwestorzy instytucjonalni, w tym OFE, będą mogli w swoich kolejnych działaniach wykorzystać obowiązujące od lipca 2021 roku Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW. Niewątpliwym ułatwieniem dla inwestorów jest wprowadzony równoległe z nowymi zasadami skaner do oświadczeń spółek o stosowaniu dobrych praktyk. Aktywności funduszy w wypełnianiu obowiązków powierniczych powinna sprzyjać konsolidacja na rynku funduszy oraz ustawowy obowiązek publikacji polityki zaangażowania przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych i zakłady ubezpieczeń.

Andrzej Sołdek

o
o
D



TABELA 1.
Aktywność OFE na walnych zgromadzeniach w latach 2018-2021

Źródło: Opracowanie własne na podstawie ankiet przeprowadzonych wśród członków IGTE w roku 2020 i 2022.

2018	Aegon	Allianz	Aviva	UNIQA*	Generali	Metlife	NN	PKO BP	Pocztylion	PZU
Udział w rynku OFE na koniec 2018 r. (aktywa)	8.7%	4.5%	21.9%	6.4%	5.0%	7.9%	25.3%	4.5%	1.8%	14.1%
Liczba spółek GPW w portfelu w 2018 r.	135	73	182	98	70–80	95	192	112	136	125
W ilu WZA/NWZA w 2018 r. brało udział OFE?	28	20	147	13	19	28	249	47	4	131
% obecności na WZA	21%	27%	57%	b/d	b/d	27%	63%	ponad 31,4%	3%	65,5
Propozycje Uchwał zgłoszone przez OFE	1	1	b/d	b/d	b/d	1	4	2	b/d	b/d
Ilu kandydatów do rad nadzorczych zostało zgłoszonych przez OFE?	4	3	15	b/d	0	6	22	2	b/d	11
2019										
Udział w rynku OFE na koniec 2019 r. (aktywa)	8.6%	4.6%	21.8%	6.3%	5.0%	7.8%	25.6%	4.5%	1.8%	14.0%
Liczba spółek GPW w portfelu w 2019 r.	123	68	152	94	70–80	94	178	112	129	115
W ilu WZA/NWZA w 2019 r. brało udział OFE?	19	20	103	13	14	31	207	44	6	119
% obecności na WZA	15%	29%	52%	b/d	b/d	28%	63%	ponad 33,6%	5%	60,7
Propozycje Uchwał zgłoszone przez OFE	–	0	b/d	b/d	b/d	b/d	5	4	b/d	b/d
Ilu kandydatów do rad nadzorczych zostało zgłoszonych przez OFE?	2	3	16	1	0	5	39	2	b/d	15



2020	Aegon	Allianz	Aviva	UNIQA*	Generali	Metlife	NN	PKO BP	Pocztynion	PZU
Udział w rynku OFE na koniec 2020 r. (aktywa)	8.7%	4.6%	21.8%	6.4%	4.9%	7.7%	26.1%	4.4%	1.8%	13.7%
Liczba spółek GPW w portfelu w 2020 r.	116	83	116	93	137	96	174	99	b/d	111
W ilu WZA/NWZA w 2020 r. brało udział OFE?	15	7	87	17	13	21	170	15	b/d	119
% obecności na WZA	13%	b/d	b/d	b/d	poniżej 10%	20%	62,5%	13%	b/d	68,0
Propozycje Uchwał zgłoszone przez OFE	0	b/d	1	b/d	1	2	2	b/d	b/d	7
Ilu kandydatów do rad nadzorczych zostało zgłoszonych przez OFE?	2	b/d	8	b/d	b/d	4	18	3	b/d	12
Liczba kandydatów do rad nadzorczych zgłoszonych przez OFE w głosowaniu grupami:	0	b/d	0	b/d	b/d	b/d	0	b/d	b/d	1
2021										
Udział w rynku OFE na koniec 2021 r. (aktywa)	8.7%	4.6%	21.7%	6.3%	5.0%	7.5%	26.2%	4.5%	1.7%	13.7%
Liczba spółek GPW w portfelu w 2021 r.	110	90	117	97	146	99	167	96	b/d	108
W ilu WZA/NWZA w 2021 r. brało udział OFE?	14	9	97	10	13	17	156	11	b/d	133
% obecności na WZA	13%	b/d	b/d	b/d	poniżej 10%	16%	60.46	10%	b/d	81,6%
Propozycje Uchwał zgłoszone przez OFE	1	b/d		b/d	1	0	5	b/d	b/d	2
Ilu kandydatów do rad nadzorczych zostało zgłoszonych przez OFE?	1	b/d	9	b/d	1	4	24	1	b/d	20
Liczba kandydatów do rad nadzorczych zgłoszonych przez OFE w głosowaniu grupami:	0	b/d	2	b/d	1	b/d	2	1	b/d	1



Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych to założona w 1999 roku organizacja samorządu gospodarczego reprezentująca branżę Powszechnych Towarzystw Emerytalnych, instytucji zarządzających Otwartymi Funduszami Emerytalnymi oraz Dobrowolnymi Funduszami Emerytalnymi. Izba zrzesza 9 towarzystw reprezentujących interesy około 15 mln swoich klientów. Członkowie Izby zarządzają aktywami o wartości około 160 mld złotych, które inwestują głównie w polską gospodarkę. IGTE prowadzi działania wspierające tworzenie legislacji sprzyjającej efektywnemu systemowi emerytalnemu, rozwija wiedzę ekspercką w zakresie zabezpieczenia emerytalnego i rynku kapitałowego, buduje relacje z interesariuszami, przekazuje wyniki swoich prac opinii społecznej oraz podejmuje inicjatywy edukacyjne.

1999
rok założenia

9
towarzystw

ok. 15 mln
klientów

ok. 160 mld zł
aktywów