

ekspertyzy

15
2023

Co pokazała
**analiza zaangażowania
OFE w nadzorze
korporacyjnym**
w 2022 roku?

Co wyróżnia **OFE**
jako inwestorów?

W jakim procencie walnych
zgromadzeń brały udział
**trzy największe
fundusze emerytalne?**

Ile propozycji uchwał
na walnych zgromadzeniach
zgłosiły **OFE?**

Na czym koncentrowały się **propozycje
funduszy emerytalnych?**

Ilu **kandydatów do rad
nadzorczych** zgłosiły **OFE?**

Co stanowi **główny problem
ładu korporacyjnego**
na polskim rynku kapitałowym?

Co zmieni się w zakresie
nadzoru korporacyjnego OFE?

ekspert@zo

Główne fakty:

Analiza zaangażowania OFE w nadzorze korporacyjnym roku w 2022 roku pokazała **utrzymanie jej na wysokim poziomie przez liderów rynku** i jednocześnie niższą aktywność mniejszych funduszy.

OFE są inwestorem o potencjalnie **największym wpływie na spółki**, w które zainwestowane są składki oszczędzających na emeryturę.

W 2022 roku **trzy największe fundusze emerytalne brały udział średnio w 73% walnych zgromadzeń.**

W 2022 roku **fundusze emerytalne zgłosiły 9 propozycji uchwał** na walnych zgromadzeniach.

Fundusze emerytalne koncentrowały się w swoich propozycjach na **zwiększaniu poziomu dywidendy, programach motywacyjnych i polityce wynagrodzeń.**

W 2022 roku **fundusze emerytalne zgłosiły 53 kandydatów do rad nadzorczych.**

Podjęte działania OFE w 2022 roku wskazują, że **kluczowym problemem ładu korporacyjnego na polskim rynku pozostaje relacja pomiędzy strategicznym, a mniejszościowymi akcjonariuszami.**

Postępować będzie proces zastępowania **aktywnych w nadzorze właścicielskim długoterminowych inwestorów, jakim były OFE**, przez inne podmioty.



Wysoka jakość zaangażowania OFE w nadzór nad spółkami portfelowymi

Otwarte fundusze emerytalne pozostają kluczowym inwestorem na polskim rynku kapitałowym. Na koniec 2022 roku funkcjonowało na rynku emerytalnym 10 OFE zarządzanych przez 9 PTE, które posiadały łącznie 14,9 mln członków i 156,4 mld zł aktywów. Realizowana przez nie strategia funduszu akcji powoduje, że pomimo systematycznego wzrostu udziału akcji zagranicznych, 79,3% portfeli OFE było zainwestowane w akcje notowane na GPW. Wartość 123,4 mld zł zainwestowanych w te spółki powoduje, że OFE pozostają największym inwestorem instytucjonalnym na polskim rynku.

Wartość tych aktywów w relacji do kapitalizacji, wartości free float i obrotów GPW powoduje, że OFE są inwestorem o potencjalnie największym wpływie na spółki, w które zainwestowane są składki oszczędzających na emeryturę.

Należy podkreślić, że rok 2022 był szczególny dla rynków kapitałowych. Agresywna i globalna reakcja banków centralnych na zjawiska inflacyjne w postaci serii podwyżek stóp procentowych przy niekorzystnych trendach na rynku surowców i trwającej agresji Rosji w Ukrainie wywołały jednoczesny spadek cen akcji i obligacji na rynkach kapitałowych. Obniżenie wycen tych dwóch klas aktywów w tym samym roku w historii rynków było zjawiskiem niezwykle rzadkim. Średnia stopa zwrotu wypracowana przez OFE w takich warunkach rynkowych była ujemna i wyniosła -14,76%.

Eksperti i uczestnicy rynku kapitałowego wskazali, że przestrzeganie standardów ładu korporacyjnego na polskim rynku, pomimo pozytywnego wpływu OFE w ostatniej dekadzie, w dalszym ciągu jest niezadawalające¹.

Wszystkie powyżej wymienione czynniki powodują, że aktywności OFE w pełnieniu nadzoru korporacyjnego pozostają ważną i aktualną kwestią. Dlatego celem artykułu

jest zaprezentowanie, jak OFE wykonywały funkcje nadzorcze w spółkach portfelowych w tym szczególnym 2022 roku. Dodatkowo ważne są także dokonanie analizy uwarunkowań tej działalności OFE oraz ocena jakości wykonywanego nadzoru.



Wartością dodaną przeprowadzonej analizy jest możliwość porównania aktywności OFE w nadzorze nad spółkami portfelowymi do wyników badań ich działań nadzorczych w latach 2009-2015 oraz 2018-2021, które były zrealizowane na podstawie ankiet wypełnianych przez PTE zrzeszone w IGTE.

Nowością w bieżącym badaniu jest analiza motywacji do zaangażowania w nadzór korporacyjny oraz ocena procesu sprawowania nadzoru dokonana po raz pierwszy na podstawie bezpośrednich deklaracji PTE. Dodatkowo wykonano porównania sposobu, w jaki OFE realizują nadzór nad spółkami portfelowymi notowanymi na warszawskim parkiecie do wykonywania prawa głosu przez inwestorów zagranicznych i kluczowych zarządzających aktywami w odniesieniu do spółek z ich globalnych portfeli.

We wcześniejszych badaniach motywacja do działań OFE w zakresie nadzoru nad spółkami portfelowymi była wykazana na podstawie analizy czynników determinujących tę aktywność. Pokazano, że motywacją do tych działań jest odpowiedzialność powiernicza wobec klientów, natomiast ekonomiczną motywacją stanowi wynagrodzenie zmienne.

1. Zob. Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego i badanie na temat ładu korporacyjnego przeprowadzone przez CFA Society Poland.

Konstrukcja tego wynagrodzenia powoduje, że polskie fundusze są motywowane do angażowania się w te spółki, które w największym stopniu wpływają na relatywny wynik funduszu w stosunku do konkurencji oraz w tych spółkach, gdzie udział w głosach daje możliwość wywierania na nią wpływu.

Analiza odpowiedzi na pytanie o motywacje do podejmowania działań z zakresu nadzoru nad spółkami portfelowymi w ankiecie za rok 2022 dała następujące wyniki. Sześć funduszy wskazało, że motywacją jest pozytywny wpływ na wartość inwestycji dla członków funduszu, natomiast dwa fundusze wskazały ochronę interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Dodatkowo jako motywację fundusze wskazywały poprawę transparentności i efektywność obrotu giełdowego, podniesienie jakości spółek notowanych na rynku kapitałowym w Polsce. Jeden z funduszy wskazał też poprawę efektywności działania spółek.

Kolejnym nowym elementem w badaniu była analiza, jak realizowany jest proces nadzoru nad spółkami przez PTE. Zgodnie ze wskazaniami w ankiecie decyzje w większości towarzystw przygotowywane są przez zarządzających i następnie akceptowane przez zarządy towarzystw. W niektórych podmiotach w procesie decyzyjnym uczestniczą też Komitety Inwestycyjne i kierujący biurami inwestycji. W PTE, poza jednym towarzystwem, które wykazało dedykowaną część etatu dla procesu nadzoru, funkcja ta nie jest wydzielona jako odrębna forma działalności i nie

ma alokacji zasobów do tej działalności. W systemach wynagradzania osób podejmujących decyzje w sprawie nadzoru nad spółkami portfelowymi żadnego PTE nie są uwzględnione kryteria odnoszące się do realizacji funkcji nadzorczej. Tylko jedno towarzystwo wskazało w ankiecie, że mierzone są efekty i skuteczność zrealizowanych działań. Te odpowiedzi w połączeniu ze wskazanym celem działań nadzorczych, jako wzrostu wartości spółek oraz zaangażowaniem do tych funkcji zarządzających, może oznaczać, że efektywność działań nadzorczych może być rozliczna w innych mechanizmach oceny i nagród, obejmujących na przykład cały proces zarządzania aktywami. Warte zauważenia jest także to, że w przeciwieństwie do podmiotów zarządzających aktywami na innych rynkach, OFE nie korzystały z doradcy akcjonariusza do spraw głosowania (art. 4 § 1 pkt 16 Kodeksu spółek handlowych).

Analiza odpowiedzi na pytania o sposobie realizacji funkcji nadzorczej wskazuje, że jest to element procesu inwestycyjnego. To zarządzający funduszami rekomendują działania nadzorcze, które są zatwierdzane przez zarządy towarzystw. Przy ich wypracowywaniu kierują się uwarunkowaniami danej spółki, które dobrze znają i monitorują na bieżąco. Znają strategię spółki, są w stanie ocenić wpływ proponowanych inicjatyw zarządu lub innych akcjonariuszy na wartość spółki. Mają też kontakt z kierownictwem spółki.



W zagranicznych funduszach o sposobie głosowania funduszy zwykle decydują osoby dedykowane do tej działalności, a nie zarządzający. Z reguły są to zespoły nieliczne w stosunku do liczby spółek znajdujących się w portfelach zarządzanych przez te instytucje. Sposób głosowania często opiera się o rekomendacje doradcy akcjonariusza do spraw głosowania, formułowane na podstawie standardów ładu korporacyjnego. Przykładami sposobu realizowania funkcji nadzorczych w powyżej opisany sposób są głosowania na WZA spółek notowanych na GPW znajdujących się w portfelach tych instytucji. Prawo głosu w ich imieniu jest realizowane przez instytucje wykonujące usługi powiernicze dla funduszu, a instrukcje do głosowania bazują na rekomendacjach doradców.

Realizacja procesu nadzoru właścicielskiego przez OFE jako element procesu inwestycyjnego daje szansę na wypełnianie tej funkcji z wysoką jakością.

Wśród głównych czynników wpływających na wykonywanie nadzoru właścicielskiego przez OFE w 2022 roku należy wskazać, podobnie jak w poprzednich latach, postępującą konsolidację, sytuację finansową PTE i płynnościową funduszy oraz zmiany w Kodeksie spółek handlowych.

W 2022 realizowane były dwa procesy konsolidacyjne, których zwieńczenie w postaci połączenia funduszy miało miejsce w 2023 roku. W grudniu 2022 roku doszło do

połączenia Aviva PTE i PTE Allianz Polska S.A, a połączenie zarządzanych przez te podmioty otwartych funduszy emerytalnych nastąpiło w maju 2023 roku. Komisja Nadzoru Finansowego zezwoliła na przejęcie przez Generali PTE S.A. zarządzania NNLife OFE, które miało miejsce 1 lutego 2023 roku, a 21 lipca 2023 roku nastąpiło przejęcie NNLife OFE przez Generali OFE. Tym samym fundusz Generali przejął zarządzanie dawnym funduszem Metlife OFE. Efekt konsolidacji może powodować dwie przeciwstawne tendencje. Z jednej strony obserwowane większe korzystanie z praw korporacyjnych przez OFE o wysokim udziale w rynku pozwala oczekiwać wzrostu aktywności funduszy w nadzorze nad spółkami. Z drugiej strony koncentracja aktywów powoduje, że z radaru zarządzających spadają mniejsze spółki, które ze względu na limity regulacyjne będą miały mniejszy wpływ na wyniki funduszu o wyższych aktywach.

Trzeba też wskazać na systematyczny z roku na rok wpływ suwaka na sytuację płynnościową funduszy. Należy się spodziewać, że konieczność upłynnienia aktywów wraz z rosnącymi transferami w ramach suwaka będzie zwiększała skłonność funduszy do odpowiadania na wezwania do sprzedaży akcji i postępować będzie proces zastępowania aktywnych w nadzorze właścicielskim długoterminowych inwestorów, jakim były OFE, przez inne podmioty.



Sytuacja finansowa, która jak pokazano w poprzednich analizach, nie miała istotnego wpływu na realizowanie nadzoru właścicielskiego, nie była elementem sprzyjającym wykonywaniu tej funkcji ze względu na trudny rok na rynku. Konsekwencją spadku wartości zarządzanych aktywów był spadek przychodów z tytułu zarządzania OFE i DFE o 6,8% oraz spadek o 54,7% wynagrodzenia o charakterze premiovym za osiągnięte wyniki zarządzania aktywami OFE. Ten drugi składnik przychodów jest szczególnie ważny z punktu widzenia analizy wykonywania funkcji nadzorczej przez OFE, ponieważ jest głównym motywatorem ekonomicznym dla tych działań.

Potencjalnie korzystnie na wykonywanie funkcji nadzorczej przez OFE mogą wpływać zmiany Kodeksu spółek handlowych. Wprowadzone zmiany przepisów pozwolą profesjonalnym radom nadzorczym realizować swoje funkcje bardziej aktywnie na podstawie pełniejszych informacji o spółce. W znowelizowanym kodeksie między innymi nałożono na zarząd obowiązek udzielenia radzie nadzorczej, bez dodatkowego wezwania, szeregu informacji oraz uregulowano funkcję doradcy rady. Są to więc narzędzia, które przy właściwym skomponowaniu rady nadzorczej mogą wpłynąć na poprawę nadzoru nad spółkami. Kluczowy do osiągnięcia tego celu będzie więc wybór do rad niezależnych, zaangażowanych i profesjonalnych kandydatów. Jest to obszar, w którym OFE we wszystkich analizowanych wcześniej okresach były aktywne.

Analiza zaangażowania OFE w nadzorce korporacyjnym roku w 2022 pokazała utrzymanie jej na wysokim poziomie przez liderów rynku i jednocześnie niższą niż w poprzednim okresie aktywność mniejszych funduszy (**TABELA 1**). Zakres podejmowanych działań koncentrował się na podobnych sprawach, jak we wcześniej analizowanych okresach. Były to: wypłata dywidendy i ustalenie jej wysokości, zgłaszanie niezależnych kandydatów do rad nadzorczych, programy motywacyjne, polityka i wysokość wynagrodzeń w organach spółek. Deklaracje i podejmowane działania OFE w 2022 roku wskazują, że kluczowym problemem ładu korporacyjnego na polskim rynku pozostaje relacja pomiędzy strategicznym, a mniejszościowymi akcjonariuszami.

Liderem pod względem udziału na WZA i NWZA pozostawały największe fundusze. OFE PZU wziął udział w 88% łącznych WZA i NWZA, a w przypadku nadzwyczajnych walnych był prawie na wszystkich zgromadzeniach. PTE PZU realizowało regułę uczestniczenia pełnomocnika towarzystwa we wszystkich walnych zgromadzeniach spółek portfelowych, zgodnie z upublicznionymi zasadami ładu korporacyjnego, które są bardziej wymagające, niż kodeksy obowiązujące całą branżę. NN OFE wzięło udział w 71% zwyczajnych i nadzwyczajnych WZA i 67% tych drugich. Wyższą frekwencję na nadzwyczajnych walnych zgromadzeniach w 2022 roku miała większość funduszy. Trzeba podkreślić, że to



TABELA 1

Aktywność OFE w nadzorze korporacyjnym w 2022 roku.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie ankiet wypełnionych przez członków IGTE.

Elementy aktywności funduszy	Aegon	Allianz	Aviva	NN Life	NN OFE	Generali	PKO BP	PZU	UNIQA
Udział w rynku OFE na koniec roku w %:	8.6%	4.8%	21.3%	7.6%	26.5%	5.1%	4.5%	13.6%	6.3%
Wartość aktywów na koniec roku (w mld zł)	13.4	7.5	33.2	11.8	41.5	7.9	7.1	21.2	9.9
Liczba spółek GPW w portfelu:	109	67	109	121	147	144	97-101	104	98
Liczba WZA/NWZA w których brało udział OFE:	26	17	113	24	192	15	23	153	18
W jakim procencie WZA/NWZA (łącznie) OFE brało udział:	23.9%	14.5%	59.6%	Poniżej 15%	70.84%	Poniżej 10%	18%	88%	18.4%
W jakim procencie NWZA OFE brało udział:	11.9%	18.3%	61%	bd	66.93%	Poniżej 5%	30%	95%	bd
Liczba propozycji uchwał zgłoszonych przez OFE:	0	0	1	1	6	0	1	1	bd
Liczba kandydatów do rad nadzorczych zgłoszonych przez OFE:	2	1	13	5	18	1	1	12	bd
Liczba kandydatów, którzy zostali wybrani:	2	1	11	5	17	1	1	bd	bd
Liczba kandydatów do rad nadzorczych zgłoszonych przez OFE w głosowaniu grupami:	0	0	0	0	0	1	0	12	bd
Liczba kandydatów, którzy zostali wybrani:	0	0	0	0	0	1	0	0	bd

nadzwyczajne walne są organizowane dla przeprowadzenia istotnych spraw mających wpływ na wycenę spółki, takich jak na przykład emisja akcji, program motywacyjny, połączenie lub przejęcie innej spółki, zbycie lub nabycie znaczących aktywów. Niższą frekwencją od najaktywniejszych funduszy miał wicelider rynku pod względem aktywów fundusz Aviva OFE. W przypadku tego funduszu było to odpowiednio 60 i 61%. W porównaniu do poprzednich lat zmniejszyła się aktywność funduszu NN Life OFE. Podlegający konsolidacji fundusz uczestniczył w ok. 15% WZA spółek portfelowych. Podobną obecność na WZA i NWZA miał Allianz OFE, odpowiednio 15 i 18%. Wokół tego poziomu oscylowała frekwencja na walnych pozostałych funduszy. Wyższą obecność miały fundusze Aegon i PKO BP, które odpowiednio były na 24 i 18% walnych łącznie oraz 12 i 30% NWZA, a niższą Generali OFE, które było obecne na mniej niż odpowiednio 10 i 5% walnych zgromadzeń.

Liderem podejmowanych działań w 2022 roku było towarzystwo zarządzające funduszem o największych aktywach. NN OFE zgłosił 6 propozycji uchwał, czyli miał aktywność większą niż wszystkie pozostałe fundusze łącznie. Zgłosił też największą liczbę kandydatów do RN, tj. 18, z czego poza jednym przypadkiem wszyscy zostali wybrani. Aviva OFE zgłosiła 13 kandydatów i wybranych zostało 11 kandydatów. Trzeba podkreślić, że PTE wykazały się wysoką skutecznością w wyborach do rad nadzorczych zgłaszanych kandydatów. Członkami rad nadzorczych zostało 12 osób zgłoszonych przez OFE PZU, w przypadku NN Life OFE było

to 5 kandydatów. Po jednym kandydacie zgłoszonym przez Generali OFE i PKO BP trafiło do nadzorowania spółek.




Trzeba zauważyć również, że fundusze rzadziej niż w poprzednich trzech latach sięgały po głosowanie grupami przy wyborze członków do rad nadzorczych. Na NWZA spółki Enel-Med 20 stycznia 2022 roku funduszom Generali i PZU udało się powołać do rady nadzorczej w drodze głosowania grupami zaproponowanych przez fundusze kandydatów.

Zarządzający, podobnie jak w poprzednich okresach, koncentrowali się w swoich propozycjach na zwiększaniu poziomu dywidendy, programach motywacyjnych, polityce wynagrodzeń. Przykładami aktywności w zakresie wypłaty dywidendy i ustalenia jej wysokości były działania podjęte przez NN Life OFE, który prowadził negocjacje z zarządem/właścicielem spółki Comarch o wysokości dywidendy. NN OFE zgłosił projekty uchwały wypłaty dywidendy w Lotosie. Fundusz wnioskował o zwołanie NWZA Torpolu z projektem uchwały w sprawie utworzenia kapitału rezerwowego z przeznaczeniem na wypłatę dywidendy specjalnej. Uzasadnił propozycję wypłaty dywidendy w proponowanej wysokości między innymi brakiem negatywnego wpływu na zdolności spółki do pozyskiwania finansowania oraz skutecznego realizowania kolejnych kontraktów.

Należy podkreślić też duże zaangażowanie funduszu Aegon OFE, który wyróżniał się też w poprzednim badaniem

okresie. W 2022 roku przedstawiciele funduszu głosowali przeciw niekorzystnym propozycjom, które w opinii PTE negatywnie wpływały na wartość posiadanych przez fundusz spółek. Dlatego pełnomocnicy funduszu głosowali przeciw uchwałom o programach motywacyjnych w Sanoku i CD Projekcie oraz zmianom w zakresie podwyższenia kapitału zakładowego w spółkach Ciech, Amrest, MLP, Izoblok, Kernel i CD Projekt. Fundusz głosował też przeciwko nagrodom dla członków RN i niekorzystnym zmianom w statucie spółki Ciech, skróceniu okresu wymaganego na zwołanie WZA w Amreście, niekorzystnym zmianom w regulaminie WZA Kęt, niekorzystnemu skupowi akcji w spółce Sanok. Kolejnymi przykładami, gdzie fundusz głosował przeciw, były projekty uchwały w spółce 11 Bit umożliwiające podejmowanie decyzji przez RN w sprawach nie objętych porządkiem obrad, a także projekt uchwał o ograniczeniu praw akcjonariuszy na WZ Ferro. Fundusz głosował też przeciwko przejściu uchwały o ograniczaniu dostępu do informacji przez członków RN AB.PL i mechanizmom zapobiegającym przejściu spółki Kruk.

Innymi przykładami aktywności OFE na walnych zgromadzeniach było zgłoszenie przez NN Life OFE projektu uchwały określającej poziom wynagrodzenia członków RN na walnym zgromadzeniu Benefit SA. Z kolei PKO Bankowy głosował przeciw zmianie wynagrodzeń członków RN danej kadencji na czerwcowym WZA Ferro w 2022 roku. NN OFE zgłosił projekt uchwały w sprawie zmiany polityki wynagrodzeń osób zarządzających i nadzorujących na czerwcowym WZA i grudniowym NWZA Ferro oraz projekt

uchwały w sprawie zatwierdzenia w spółce regulaminu RN. Fundusz wnosił projekty uchwał dotyczące wynagrodzenia RN w Develii oraz wykorzystał zmiany KSH nadające nowe uprawnienia RN i zaproponował projekt uchwały w sprawie zmiany statutu nadającego RN uprawnienie powołania doradcy rady nadzorczej, o którym mowa w art. 382¹ KSH. 

Przedstawiona analiza aktywności funduszy w 2022 roku pokazała utrzymywanie się zróżnicowania aktywności między funduszami i zakresu interwencji w spółkach, przy czym wyższa aktywność jest pozytywnie skorelowana z wielkością zarządzanych aktywów przez fundusz.

Trzeba podkreślić, że fundusze podejmowały aktywność także poza WZA. Nadal, tak jak w poprzednich okresach, były skuteczne w ochronie inwestorów mniejszościowych w sytuacjach wezwań na akcje spółki, gdy w ich ocenie proponowana cena w wezwaniu nie odpowiadała wartości godziwej. Przykładem takiego działania było wystosowanie trzykrotnie pisma do zarządu Develii z informacją, że fundusze nie zgadzają się na cenę podaną w wezwaniu i oświadczenie o nieodpowiadaniu na wezwanie. W tym przypadku była to inicjatywa NN OFE, Avivy OFE, NN Life OFE i PZU OFE. Cena w wezwaniu wynosiła 3,34 PLN, a następnie była podniesiona odpowiednio do 3,90 PLN/akcję i 4,15 PLN/akcję, jednak po tej podwyższonej cenie fundusze też nie odpowiedziały i wezwanie nie doszło do skutku.

Trzeba zauważyć, że większość towarzystw nadal nie podejmowała działań wobec spółek, które nie spełniały zasad wynikających z Kodeksu Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW, pomimo funkcjonowania w 2022 roku uruchomionego przez GPW narzędzia do analizy oświadczeń w zakresie spełniania dobrych praktyk przez spółki.

Dużym kontrastem w stosunku do działań funduszy zagranicznych był brak zgłaszanych przez OFE propozycji w zakresie spraw środowiskowych i społecznych.

Na świecie obserwujemy przesunięcie aktywności inwestorów instytucjonalnych ze spraw związanych z ładem korporacyjnym, jak wybór niezależnych członków rad nadzorczych, programy motywacyjne, czy polityka wynagrodzeń na zagadnienia związane z ESG. Trzeba przede wszystkim zauważyć, że OFE nie są objęte zakresem podmiotowym *Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 roku w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych*. Dodatkowo należy wskazać na stanowisko UKNF, w którego ocenie dopuszczalne jest dobrowolne stosowanie przez OFE kryteriów ESG, o ile nie będzie to pozostawać w sprzeczności z naczelną regułą inwestycyjną wyrażoną w art. 139 ust. 1 Ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych.

Kolejnym ważnym tematem powiązanim z ESG, w zakresie którego obserwowana jest wysoka aktywność zagranicznych inwestorów instytucjonalnych przy niskim zaintereso-

waniu polskich funduszy jest różnorodność we władzach spółek. Pomimo diagnozy wskazującej na niski poziom nominacji kobiet na członków rad nadzorczych na polskim rynku można wskazać pojedynczą inicjatywę funduszu Aegon OFE, który w spółce Amica podejmował działania mające na celu zwiększenie udziału kobiet w Radzie Nadzorczej. Fundusz ten jest też członkiem 30% Club Poland.

Analiza deklaracji PTE zaprezentowanych w ankietach pokazała oczekiwanie towarzystw, że dotychczasowy zakres aktywności będzie dominujący także w przyszłości. Wskazywały też, że kluczowe pozostaną ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych, wybór niezależnych członków do RN, programy motywacyjne oraz polityka wynagradzania. Jako główne zadania dla funduszy wskazywane było zwiększenie równowagi na poziomie rad nadzorczych pomiędzy przedstawicielami zgłaszanymi przez głównego akcjonariusza vs akcjonariusze mniejszościowi, zwiększenie udziału niezależnych członków w radach nadzorczych spółek portfelowych, zapobieganie niekorzystnym zmianom w statutach spółek portfelowych, które mogłyby ograniczać uprawnienia akcjonariuszy mniejszościowych, wdrażanie transparentnych programów motywacyjnych łącznych interes kadry menedżerskiej z interesem akcjonariuszy w oparciu o kreowanie wartości spółek. W opinii PTE aktywność w zakresie ESG będzie rosła głównie za sprawą wdrażania przez akcjonariuszy inwestorów instytucjonalnych odpowiednich polityk.



Zebrane dane na podstawie ankiet wypełnionych przez PTE zrzeszonych w IGTE w kolejnych edycjach dały możliwość porównania aktywności OFE w nadzorze nad spółkami portfelowymi w latach 2009-2012, 2014-2015, 2018-2021 i w ostatnim objętym badaniem 2022 roku (**TABELA 2**).

W okresie ponad dziesięciu lat, przy zmieniających się uwarunkowaniach rynkowych i regulacyjnych wykonywania funkcji nadzorczych, OFE utrzymały wysoką aktywność w zakresie wykonywania praw wynikających z posiadanego prawa głosu. Należy szczególnie podkreślić, że istotna zmiana sytuacji finansowej PTE polegająca na dużym zmniejszeniu ich przychodów w następstwie zmian ustawowych z 2014 roku nie spowodowała decyzji towarzystw o oszczędnościach kosztowych związanych z nadzorem korporacyjnym nad spółkami portfelowymi. Pomimo niższej motywacji ekonomicznej zaangażowanie największych funduszy w kontrolę nad spółkami pozostawało na wysokim poziomie w całym okresie objętym badaniem.

Aktywność funduszy o niższych aktywach od liderów rynku koncentrowała się na spółkach w których udział funduszu w kapitale był na poziomie blisko pięciu lub więcej procent. Utrzymywanie wysokiej aktywności w nadzorze korporacyjnym przez fundusze w całym analizowanym okresie pomimo opisanych zmian w uwarunkowaniach tej działalności wskazuje na wypełnianie tej roli jako obowiązku powierniczego wobec klientów, których aktywami zarządzają towarzystwa emerytalne. Należy przy tym podkreślić, że w całym okresie objętym badaniem obowiązywały regulacje



TABELA 2

Średnia frekwencja OFE na WZA i NWZA spółek portfelowych w latach 2009–2022.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie ankiet wypełnionych przez członków IGTE.



Elementy aktywności funduszy	Rok										
	2009	2010	2011	I poł. 2012	2014*	2015	2018	2019	2020	2021	2022
Średni % udział w WZA/NWZA trzech największych funduszy	92%	94%	91%	63%	72%	98%	105%	96%	93%	100%	73%
Średni % udział w WZA/NWZA pozostałych funduszy	3%	12%	10%	10%	23%	15%	23%	22%	14%	12%	17%

* dane za 2014 dotyczą tylko WZA

zgodnie z którymi koszty działań związanych z aktywnymi działaniami w zakresie nadzoru nad spółkami pokrywane są przez towarzystwo, a nie, jak na rozwiniętych rynkach, są one kosztami funduszu.

W całym badanym okresie występowała duża różnica w zakresie obecności na walnych zgromadzeniach spółek portfelowych reprezentantów największych funduszy i funduszy o mniejszych aktywach. Pierwsza grupa zarządzających był obecna z reguły na ponad 90% walnych zgromadzeń spółek, które mają w portfolio i poziom ten był stabilny we wszystkich latach objętych analizą. Wyjątkiem były lata 2012, 2014 oraz 2022. W przypadku pierwszych dwóch wynikało to z nieporównywalności danych zgromadzonych dla tych lat. W wynikach frekwencji za 2012 rok nie zostały uwzględnione obecności na nadzwyczajnych zgromadzeniach w drugiej połowie roku, a dla 2014 otrzymane dane dotyczyły obecności tylko na zwyczajnych walnych zgromadzeniach. Niższa frekwencja za rok 2022 wynikała z mniejszej aktywności funduszu Aviva, który był wtedy w procesie konsolidacji. W przypadku funduszy zarządzających niższymi aktywami frekwencja na walnych była w przedziale od 3 do 23% i charakteryzowała się większą zmiennością niż w przypadku liderów rynku.

W zakresie zgłaszanych projektów uchwał na walnych zgromadzeniach i kandydatów do rad nadzorczych również występowała istotna różnica w aktywności funduszy zależna od poziomu zarządzanych aktywów (**TABELA 3**).



TABELA 3

Aktywność OFE na WZA i NWZA w latach 2014–2022.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie ankiet wypełnionych przez członków IGTE.



Elementy aktywności funduszy	Rok						
	2014	2015	2018	2019	2020	2021	2022
Liczba propozycji uchwał zgłoszonych przez trzy największe fundusze	6	22	4	5	10	7	6
Liczba propozycji uchwał zgłoszonych przez pozostałe fundusze	3	9	5	4	3	2	3
Liczba zgłoszonych kandydatów do RN przez trzy największe fundusze	47	59	48	70	38	53	43
Liczba zgłoszonych kandydatów do RN przez pozostałe fundusze	15	13	15	12	9	7	10

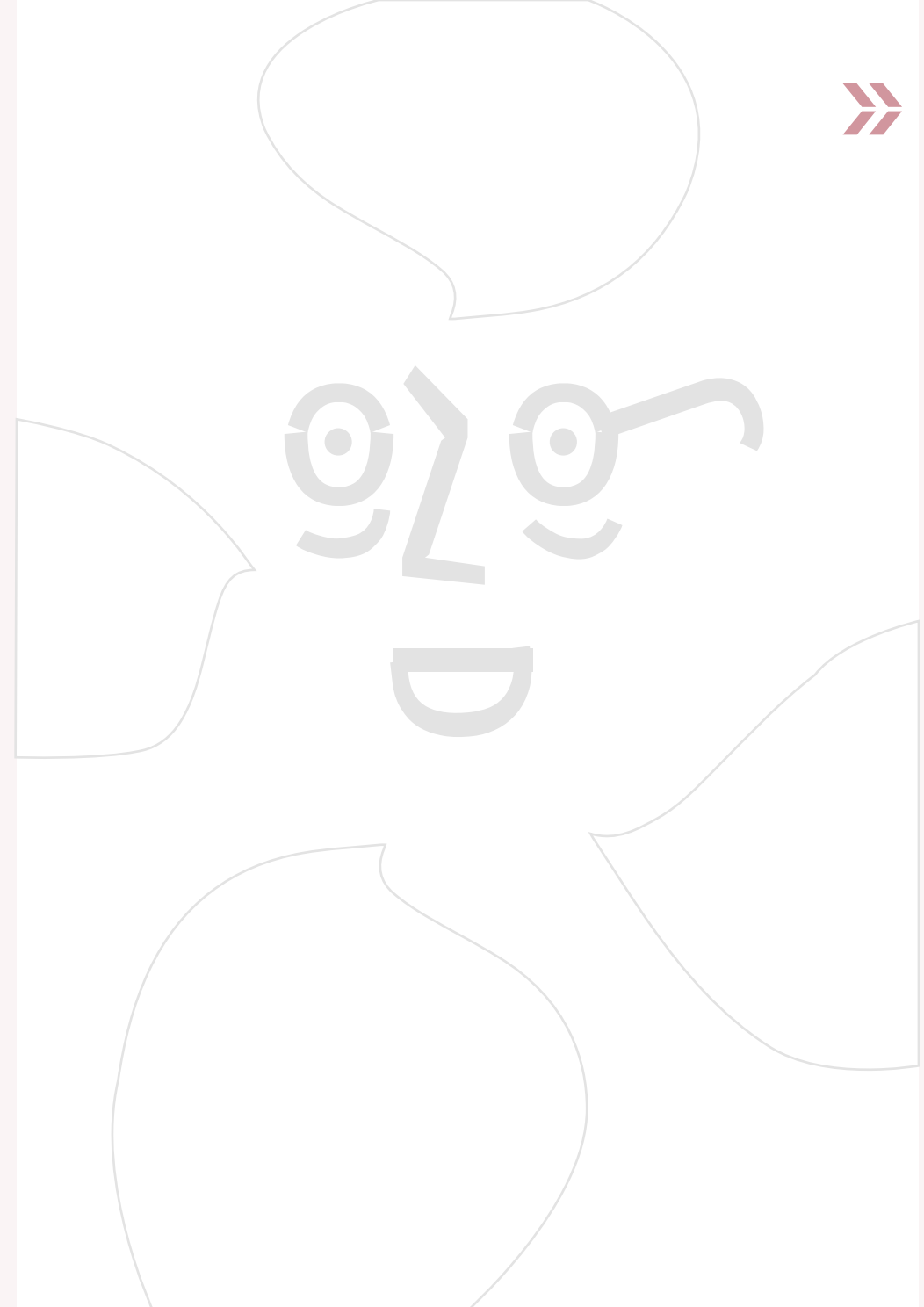


Można też zauważyć, że w zakresie liczby propozycji uchwał i kandydatów występowała większa zmienność niż w przypadku obecności na walnych zgromadzeniach i dotyczyła obu grup funduszy. W okresie 2014–2015 i 2018–2022 największe fundusze zgłosiły w tych latach od 38 do 70 kandydatów do rad nadzorczych, fundusze o mniejszych aktywach od 7 do 15 kandydatów. Liczba proponowanych kandydatów do RN przez obie grupy funduszy w całym okresie objętym analizą pokazuje na duże znaczenie tego elementu dla kontroli właścicielskiej realizowanej przez fundusze.

Analiza ponad dziesięciu lat aktywności funduszy pokazuje, że OFE, pomimo zmiany uwarunkowań rynkowych i regulacyjnych, pozostały najaktywniejszym inwestorem instytucjonalnym utrzymującym wysokie zaangażowanie w nadzorze korporacyjnym w całym badanym okresie.

Jednocześnie przedstawiony wpływ suwaka w kolejnych latach stawia pytanie o to, kto przejmie rolę OFE w zakresie nadzoru. Oczekuje się, że napływ funduszy do PPK pozwoli na bilansowanie na rynku kapitałowym odpływów z OFE związanych z suwakiem. Dla funkcjonowania standardów rynkowych w zakresie *corporate governance* ważne jest, żeby instytucje zarządzające PPK, podobnie jak OFE, aktywnie korzystały z prawa głosu i wpływały na podniesienie poziomu ładu korporacyjnego w spółkach notowanych na GPW.

dr Andrzej Sołdek





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 7 towarzystw reprezentujących interesy około 15 mln swoich klientów. Członkowie Izby zarządzają aktywami o wartości około 190 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

7
towarzystw

ok. 15 mln
klientów

ok. 180 mld zł
aktywów