

OFE w nadzorze nad
spółkami portfelowymi
– *raport IGTE z działań
w 2023 roku. Znaczenie
aktywności dla uczestników
funduszy i interesariuszy
rynku kapitałowego.*

dr Andrzej Sołdek | KNoP SGH

Spis rzeczy

Komentarze / 4

Główne fakty / 8

Specyfika polskiego rynku kapitałowego i ograniczenia
nadzoru korporacyjnego / 11

Nowa edycja badania nadzoru korporacyjnego OFE / 14

Uwarunkowania rynkowe i regulacyjne w 2023 roku / 15

Aktywność Funduszy w 2023 roku / 20

Działania OFE w spółkach z udziałem Skarbu Państwa / 26

Działalność edukacyjna i komunikacja / 29

Planowane działania / 31



Komentarze


Małgorzata RUSEWICZ

prezes IGTE

Sektor Otwartych Funduszy Emerytalnych wyróżnia się na tle innych inwestorów instytucjonalnych lokujących kapitał w spółkach notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.




OFE są kluczowym graczem pod względem wartości zainwestowanego kapitału, a kapitał ten ma ponadto szczególny charakter – jest długoterminowy i co bardzo ważne, krajowy.



Jednak to, co można uznać za unikatowe, to fakt, że fundusze emerytalne sprawują systemowy nadzór korporacyjny nad spółkami portfelowymi. W ramach swoich instytucjonalnych i realnych możliwości, dbają o jakość decyzji podejmowanych w spółkach, co ma pozytywny wpływ nie tylko na praktyki rynkowe, ale przede wszystkim na interes członków OFE, mierzony także stopami zwrotu.

Chcemy, by nasze działania corporate governance spełniały najwyższe standardy międzynarodowe i służyły w kolejnych latach, jako wzór do naśladowania. Regularnie prowadzimy badania naszej aktywności w tym zakresie i publikujemy ich wyniki. Zapraszam do lektury najnowszego raportu. Mamy nadzieję, że będzie stanowił inspirację dla pozostałych uczestników rynku. ■





Komentarze

Zbigniew ŚWIĄTEK

prezes zarządu PTE Allianz Polska SA

Nadzór korporacyjny nad spółkami portfelowymi traktujemy jako jeden z kluczowych elementów procesu inwestycyjnego, kierując się najlepszymi standardami.



Jego celem jest ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych, a długookresowo – budowanie wartości dla członków funduszu.



Nadzór realizujemy przede wszystkim poprzez aktywny udział w WZA. W głosowaniach przeciwstawiamy się projektom uchwał, które mogą naruszać interesy członków funduszy. Zgłaszamy kandydatów na niezależnych członków rad nadzorczych, których zawsze dobieramy tak, aby wnosili do spółki wartość. OFE Allianz jest także aktywny poza WZA, np. w sytuacjach wezwań, gdy proponowana cena w ocenie zarządzających nie odpowiada cenie godziwej.

Aktywny nadzór korporacyjny jest dla nas nie tylko elementem budowania wartości inwestycji dla członków naszego funduszu, ale również elementem promowania odpowiednich standardów nadzoru korporacyjnego, co przyczynia się do rozwoju rynku kapitałowego w Polsce. ■





Komentarze

Szymon Ożóg

prezes zarządu Nationale-Nederlanden PTE SA

Nadzór korporacyjny stanowi część naszego procesu inwestycyjnego. Ponad 20 lat temu oparliśmy relacje ze spółkami o własny kodeks dobrych praktyk wzorowany na światowych standardach.



Jesteśmy na każdym WZ, jeśli interes akcjonariuszy może być zagrożony lub na którym warto wypowiedzieć się w głosowaniu w sprawach istotnych dla ładu korporacyjnego lub dla wartości rynkowej spółki.

Prowadzimy dialog ze spółkami w sprawach strategicznych, to część codziennej pracy zarządzających, którzy odpowiadają za dobór lokat do portfeli, a ponadto reprezentują fundusze w relacjach ze spółkami. Zarządzający specjalizują się w określonych branżach, dlatego są wymagającymi partnerami dla zarządów i członków rad nadzorczych. Ich praca bardziej po części przypomina rolę dyrektorów z firm private equity zorientowanych na długoterminową budowę wartości. Za takie podejście otrzymaliśmy w zeszłym roku nagrodę dla najlepszego funduszu emerytalnego w Europie Środkowo-Wschodniej od Investment & Pensions Europe.



Kładziemy ogromny nacisk na niezależny, uczciwy, zaangażowany i profesjonalny nadzór. Dobrze skomponowana rada nadzorcza pełni w imieniu inwestorów instytucjonalnych funkcje właściciela, eliminując praktycznie problem agencji. W przeszłości bywało, że kwestionowano taką rolę OFE. Po latach łatwo wykazać, że spółki z dominującym udziałem inwestorów instytucjonalnych, w tym głównie OFE, od lat należą do liderów wzrostów na GPW. Jest to najlepszy dowód, że kapitalizm powierniczy, oparty o transparentne i uczciwe zasady, może odgrywać dużą rolę także w Polsce. ■




Komentarze

Artur PAŹDZIOR


członek zarządu PTE PZU SA

Ład korporacyjny stanowi system ram kształtujących i integrujących wszystkie obszary zarządzania każdej dużej organizacji.


Ten system zasad, praktyk i procedur tworzy platformę interakcji interesariuszy podmiotów publicznych, wpływając w istotny sposób na rozwój tych organizacji oraz poszanowanie praw i interesów poszczególnych interesariuszy.



Z perspektywy PTE PZU SA kluczowym elementem ładu korporacyjnego spółek portfelowych jest efektywny system zarządczy spółki, pozwalający na transparentne raportowanie i komunikowanie wyników finansowych, umożliwiający identyfikację charakteru ryzyka, efektywności oraz przejrzystości prowadzonej działalności. Właściwie funkcjonujący system ładu korporacyjnego powinien uwzględniać prawa różnych interesariuszy, w tym akcjonariuszy mniejszościowych, którzy poprzez głosowanie zwykłe lub grupami mogą mieć wpływ na skład rad nadzorczych.



Niestety, nie we wszystkich spółkach publicznych notowanych na GPW funkcjonuje sprawny ład korporacyjny i nie w każdej z nich respektowane są wszystkie prawa i przywileje różnych grup interesariuszy. Problem poszanowania interesów akcjonariuszy mniejszościowych nie jest wyzwaniem wyłącznie rynku polskiego. Identyfikujemy incydenty związane z corporate governance również w spółkach podlegających przepisom zagranicznym ze względu na kraj domicylu lub notowań.



Równocześnie zauważamy i doceniamy zmiany legislacyjne w UE i Polsce mające na celu poprawę zasad ładu korporacyjnego poprzez wzmocnienie roli rad nadzorczych spółek publicznych oraz ich niezależnych członków. ■



Główne fakty

1

Wielu ekspertów przyczynę dyskonta w wycenie polskich spółek przypisuje do niskiego poziomu ładu korporacyjnego na naszym rynku.

2

Niskie wyceny powodują brak zainteresowania spółek pozyskiwaniem kapitału na rynku publicznym i sprzedażą akcji przez założycieli spółek, fundusze *private equity* lub VC, co przekłada się na niską liczbę debiutów, a jednocześnie skłania część akcjonariuszy już notowanych spółek do wezwań na sprzedaż akcji i wycofywanie spółek z obrotu.

3

Wyniki jakie osiągają fundusze są wprost zależne od funkcjonowania rynku kapitałowego, stanu ładu korporacyjnego przekładającego się na wyceny spółek i realizowane stopy zwrotu.

4

Podkreślanym przez wielu ekspertów problemem polskiego rynku jest słaba egzekucja stosowania zasad ładu korporacyjnego, przy czym obowiązujące zasady są uważane za bliskie najwyższym standardom i uwzględniające jednocześnie specyfikę lokalnego rynku.

5

W Polsce najbardziej aktywnymi podmiotami w nadzorze nad spółki portfelowymi były i nadal są otwarte fundusze emerytalne.

6

W przypadku OFE to zarządzający funduszami znający strategię spółki rekomendują działania nadzorcze, które są zatwierdzane przez zarządy towarzystw.

7

OFE nie prowadzą działań proaktywnych, z góry zaplanowanych, podobnych do działań funduszy aktywistycznych, które dążą do zmiany funkcjonowania spółek używając między innymi kampanii medialnych i presji publicznej do osiągnięcia zamierzonego celu.

8

Motywacją działań nadzorczych OFE jest pozytywny wpływ na wartość inwestycji dla członków funduszu, ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych, poprawa transparentności i efektywność obrotu giełdowego, podniesienie jakości spółek notowanych na rynku kapitałowym w Polsce czy poprawa efektywności działania spółek.





9

OFE poprzez wspólne działania aktywnie domagały się podnoszenia wycen w wezwaniach ogłoszonych przez dominujących akcjonariuszy i skutecznie broniły interesu ich członków.

10

Zarządzający w 2023 roku zgodnie z deklaracjami w poprzednich edycjach badań przeprowadzonych przez IGTE oraz podobnie do działań podejmowanych w poprzednich latach koncentrowali się na propozycjach podziału wypracowanych zysków przez spółki, wyborze niezależnych członków do RN, programach motywacyjnych oraz polityce wynagrodzeń.

11

Najwyższą aktywność miały trzy największe pod względem zarządzanych aktywów fundusze.

12

Liderem obecności był OFE PZU, który wziął udział w 88% łącznych WZA i NWZA, a w przypadku nadzwyczajnych walnych był na 94% wszystkich zgromadzeń.

13

NN OFE wzięło udział w 79% zwyczajnych i nadzwyczajnych WZA i 85% tych drugich.

14

Allianz OFE, po procesie połączenia z funduszem Avvia, miał trzecią aktywność w gronie liderów i był obecny na 68% zgromadzeń spółek portfelowych.

15

Wyższą frekwencję na walnych zgromadzeniach w 2023 roku miała większość funduszy.


16

Aktywność funduszy na nadzwyczajnych walnych, które organizowane są dla przeprowadzenia istotnych spraw mających wpływ na wycenę spółki, takich jak np. emisja akcji, program motywacyjny, połączenie lub przejęcie innej spółki, zbycie lub nabycie znaczących aktywów, również była wyższa.

17

W 2023 fundusze zgłosiły łącznie 20 kandydatów do rad nadzorczych i w większości były to działania skuteczne, bowiem 17 członków zostało powołanych w skład organów nadzorczych spółek.

18



NN OFE zgłosił w 2023 roku 5 propozycji uchwał na WZA, OFE PZU 4, 3 projekty zgłosił fundusz Vienna OFE, 2 projekty fundusz Allianz i 1 projekt fundusz PKO BP Bankowy.

19

Fundusze w 2023 roku były również aktywne w najważniejszych obszarach swoich działań nadzorczych prowadząc je poza obradami akcjonariuszy. Z reprezentantami spółek konsultowały projekty programów motywacyjnych. Działania te były skuteczne w większości przypadków i poprawione programy, spełniające kryteria oczekiwane przez fundusze, zostały uchwalone przy poparciu funduszy w głosowaniu.

20

Pomimo zmieniających się uwarunkowań rynkowych i regulacyjnych OFE utrzymały wysoką aktywność w zakresie wykonywania praw wynikających z posiadanego prawa głosu. W całym okresie objętym badaniem, obowiązywały przepisy, 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 lub finansowane są przez właściciela aktywów.

21

W 2023 roku, podobnie jak w deklaracjach w poprzednich latach, fundusze ujawniły, że nie planują działań odbiegających istotnie od praktyki lat ubiegłych.

22

PTE dobrze identyfikują problem z zakresu *corporate governance* w spółkach z udziałem Skarbu Państwa.

23

Jako najistotniejszy wskazywano, że spółki te mogą realizować zadania związane z polityką gospodarczą państwa, co nie zawsze będzie zbieżne z interesem akcjonariuszy mniejszościowych.

24

Zarządy i rady nadzorcze spółek z udziałem Skarbu Państwa dobierane są z reguły z klucza politycznego, co nie zawsze idzie w parze z pozyskaniem do organów osób o jak najwyższych i dobrze dopasowanych kompetencjach.

25

Analiza aktywności nadzorczych w spółkach z udziałem Skarbu Państwa pokazała, że fundusze w 2023 roku nie podejmowały działań nadzorczych, poza obecnością na WZA/NWZA w tych spółkach. O ile były aktywne w zakresie zgłaszania niezależnych kandydatów do rad nadzorczych, propozycji dotyczących wypłaty zysku czy programów motywacyjnych w spółkach prywatnych, to w stosunku do spółek z udziałem Skarbu Państwa nie wykazały w ankiecie działań z wyjątkiem zgłoszenia jednego kandydata do rady nadzorczej GPW.

Specyfika polskiego rynku kapitałowego i ograniczenia nadzoru korporacyjnego

ROK 2023 BYŁ BARDZO SATYSFAKCUJĄCY pod względem wyników z inwestycji dla uczestników polskiego rynku kapitałowego. Wzrosły wszystkie klasy aktywów w które mogą inwestować OFE, co przełożyło się na imponującą średnią stopę zwrotu funduszy 35,6% i wzrost aktywów netto o 52,4 mld do ponad 208 mld złotych. Trzeba jednak zauważyć, że poza dobrymi wynikami w 2023 roku, w dłuższej perspektywie polski rynek, na którym OFE inwestują ponad 80% aktywów, notował relatywnie niższe stopy zwrotu w porównaniu do innych giełd, w tym przede wszystkim rynków rozwiniętych. W ciągu ostatnich 10 lat indeks szerokiego rynku WIG urósł o ponad 60%, natomiast amerykański S&P 500 zanotował w tym czasie wzrost o 160%. Niższe są także wskaźniki wyceny w stosunku do konkurencyjnych rynków, jak P/E (cena/zysk), czy wskaźnik Shiller-CAPE, porównujący wyceny do średnich zysków. Dodatkowo najgorszy relatywny wynik notował indeks WIG 20 skupiający największe spółki.

Kolejnym czynnikiem wpływającymi na gorsze wyniki w długim okresie WIG-u 20 jest jego struktura sektorowa.

Problemem polskiego rynku kapitałowego są więc niskie stopy zwrotu, które przypisywane są różnym czynnikom fundamentalnym. Zalicza się do nich gorsze relatywne zachowanie rynków rozwijających się w ostatniej dekadzie w stosunku do rynków rozwiniętych, sytuację geopolityczną, nieatrakcyjne inwestycyjnie branże, których reprezentacji są notowani na warszawskim parkiecie. Słabsze wyniki warszawskiej giełdy przypisywane są też ograniczeniu roli otwartych funduszy emerytalnych (OFE). W fazie dynamicznej akumulacji aktywów, OFE powodowały premię w wycenie polskiego rynku, natomiast istotna zmiana zasad funkcjonowania po roku 2014 ograniczyła wpływ OFE. Wraz z innymi strukturalnymi czynnikami spowodowało to niższe wyceny spółek niż na konkurencyjnych rynkach.

Wielu ekspertów przyczynę dyskonta w wycenie polskich spółek przypisuje do niskiego poziomu ładu korporacyjnego (ang. *corporate governance*) na naszym rynku. Jeszcze większe dyskonto i wynikające z tego niższe stopy zwrotu w ostatnich dziesięciu latach, w porównaniu do szerokiego rynku, notował indeks blue chipów WIG 20. W odróżnieniu od indeksu WIG jest on zdominowany przez spółki kontrolowane przez państwo. Zdaniem ekspertów we wszystkich spółkach z udziałem Skarbu Państwa były realizowane działania, które nie uwzględniały poszanowania interesów mniejszościowych akcjonariuszy.

Eksperci rynkowi wskazywali na działania niezwiązane z działalnością podstawową spółek, motywowane czynnikami politycznymi, a nie ekonomicznymi, brak stabilności w zarządzaniu przez częste zmiany w zarządach i radach

nadzorczych oraz niereprezentatywność składów RN bez udziału mniejszościowych akcjonariuszy, jako istotne przyczyny gorszego zachowania spółek z udziałem Skarbu Państwa zarówno w stosunku do innych giełd, jak i prywatnych podmiotów na polskim rynku. Kolejnym czynnikiem wpływającymi na gorsze wyniki w długim okresie WIG-u 20 jest jego struktura sektorowa. Spółki wchodzące w jego skład to reprezentanci głównie sektorów cyklicznych, takich jak firmy energetyczne, paliwowe lub górnicze, czy sektora bankowego notującego niskie stopy zwrotu globalnie ze względu na środowisko niskich stóp procentowych po kryzysie finansowym w 2008 roku.

Niskie wyceny powodują brak zainteresowania spółek pozyskiwaniem kapitału na rynku publicznym i sprzedają akcje przez założycieli spółek, fundusze *private equity* lub VC, co przekłada się na niską liczbę debiutów, a jednocześnie skłania część akcjonariuszy już notowanych spółek do wezwań na sprzedaż akcji i wycofywanie spółek z obrotu. Dlatego w ostatnich kilku latach mieliśmy większą liczbę wycofań niż wchodzących spółek na warszawski parkiet i zmniejszającą się liczbę notowanych spółek.

Na rynkach zagranicznych w poprawę sposobu zarządzania i nadzoru angażują się inwestorzy instytucjonalni. Najbardziej aktywne są fundusze aktywistyczne, które mimo posiadanych niewielkich pakietów akcji, przekonują innych inwestorów instytucjonalnych do działań mających na celu podniesienie efektywności funkcjonowania spółek.

W Polsce najbardziej aktywnymi podmiotami w nadzorze nad spółki portfelowymi były otwarte fundusze emerytalne. Wykazało to cykliczne badanie aktywności OFE w nadzorze nad spółkami portfelowymi realizowane od 2009 roku na podstawie ankiet wypełnianych przez Powszechne Towarzystwa

Emerytalne (PTE) zrzeszone w Izbie Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych (IGTE). Pozwoliły one ocenić rolę funduszy w nadzorze korporacyjnym przy zmieniających się uwarunkowaniach prawnych i rynkowych. Analiza zaangażowania OFE w nadzorze korporacyjnym pokazała wysoką aktywność liderów rynku i niższą mniejszych funduszy. Zakres podejmowanych działań koncentrował się wypłacie

Na rynkach zagranicznych w poprawę sposobu zarządzania i nadzoru angażują się inwestorzy instytucjonalni.

dywidendy i ustaleniu jej wysokości, zgłaszaniu niezależnych kandydatów do rad nadzorczych, programach motywacyjnych. Trzeba podkreślić, że ta aktywność została utrzymana mimo istotnych zmian w funkcjonowaniu OFE, zmniejszeniu skali przychodów i zyskowności powszechnych towarzystw emerytalnych. Wcześniejsze badania wykazały też, że sposób realizacji funkcji nadzorczej, jako elementu procesu inwestycyjnego OFE, daje szansę na wysoką jakość działań funduszy w stosunku do spółek i wyróżnia je pozytywnie w stosunku do wykonywania głosu przez podmioty zagraniczne.

W przypadku OFE to zarządzający funduszami, znający strategię spółki, rekomendują działania nadzorcze, które są zatwierdzane przez zarządy towarzystw. Zarządzający są w stanie prawidłowo ocenić wpływ proponowanych

inicjatyw zarządu lub innych akcjonariuszy na wartość spółki. W podmiotach zagranicznych sposób głosowania najczęściej opiera się na rekomendacjach doradcy do spraw głosowania wypracowywanych w oparciu o standardy rynkowe. Jednocześnie należy podkreślić, że OFE nie prowadzą działań proaktywnych, z góry zaplanowanych, podobnych do działań funduszy aktywistycznych, które dążą do zmiany funkcjonowania spółek używając między innymi kampanii medialnych i presji publicznej do osiągnięcia zamierzonego celu. Jest w tym względzie istotna luka i niewykorzystany potencjał do podniesienia ładu korporacyjnego na polskim rynku.

Poprawa ładu korporacyjnego ma przełożenie na wyceny spółek i zaufanie inwestorów do rynku. W kapitalizmie powierniczym, w którym w strukturze kapitału dominują inwestorzy instytucjonalni, działania tych podmiotów poprzez zaangażowanie w nadzór korporacyjny jest ważnym czynnikiem zwiększenia wartości spółek dla wszystkich interesariuszy. Takie działania są wspierane przez regulacje, które wymagają wykonywania praw wynikających z posiadanych akcji w spółkach portfelowych inwestorów instytucjonalnych. Włączają się w to nadzorcy, tak jak w Polsce KNF, wymagający stosowania dobrych praktyk przez instytucje nadzorowane, a także giełdy, poprzez wyznaczanie standardów określonych w dobrych praktykach spółek notowanych.

Z perspektywy członków funduszy emerytalnych zaangażowanie OFE w nadzór korporacyjny jest też istotne. Wyniki jakie osiągają fundusze są wprost zależne od funkcjonowania rynku kapitałowego, stanu ładu korporacyjnego

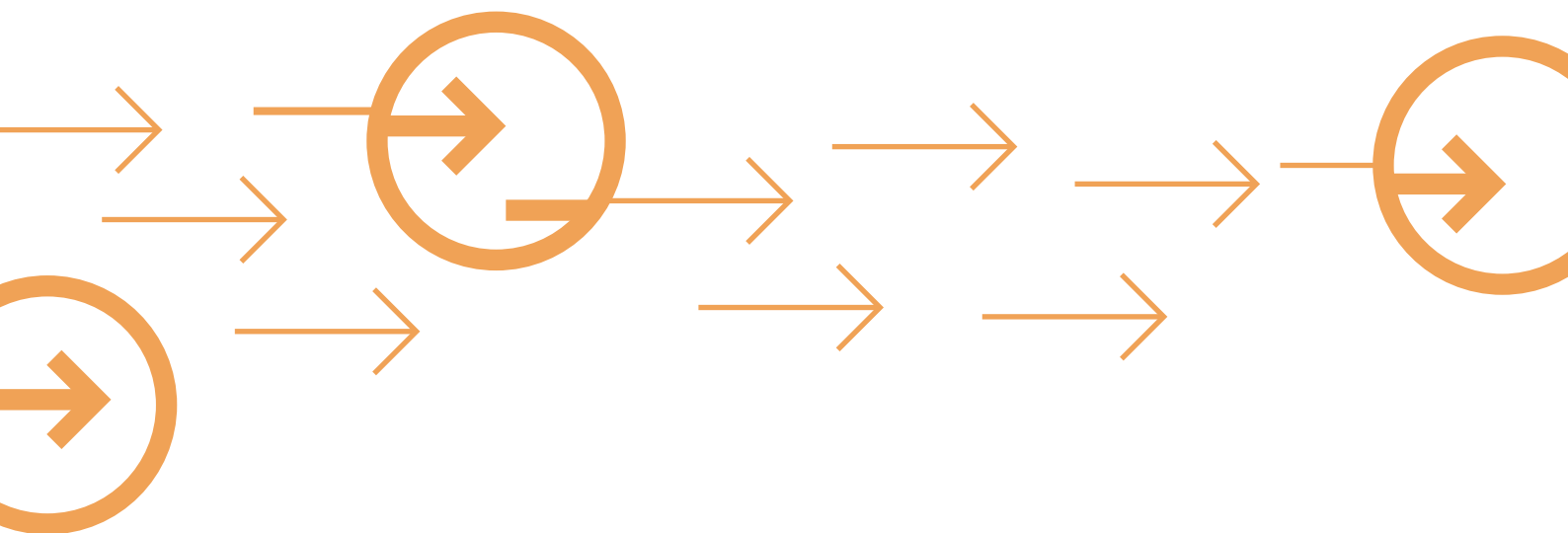
Poprawa ładu korporacyjnego ma przełożenie na wyceny spółek i zaufanie inwestorów do rynku.

przekładającego się na wyceny spółek i realizowane stopy zwrotu. Skuteczne mechanizmy nadzoru to budowanie przewagi konkurencyjnej, która warunkuje dopływ kapitału na krajowe rynki kapitałowe. Rynek poprzez efektywną alokację kapitału w gospodarce ma też pośredni wpływ na wzrost PKB i wyższe emerytury, zarówno w kapitałowej, jak i bazowej części systemu emerytalnego.

W kapitalizmie powierniczym, w którym w strukturze kapitału dominują inwestorzy instytucjonalni, działania tych podmiotów poprzez zaangażowanie w nadzór korporacyjny jest ważnym czynnikiem zwiększenia wartości spółek dla wszystkich interesariuszy.

ZE WZGLĘDU NA ZNACZENIE AKTYWNOŚCI OFE W NADZORZE nad spółkami portfelowymi dla uczestników funduszy i interesariuszy rynku kapitałowego przeprowadzono kolejne cykliczne badanie zrealizowanych aktywności OFE w 2023 roku. Zebrano ankiety od wszystkich siedmiu powszechnych towarzystw emerytalnych zrzeszonych w IGTE. Przeanalizowano czynniki, które w przyszłości mogą determinować te działania funduszy oraz zweryfikowano, czy zaszły zmiany w sposobie realizowania tej funkcji. Jak pokazują badania zaangażowania inwestorów w aktywność nadzorczą na różnych rynkach kluczowe znaczenie dla realizacji tych działań ma motywacja. Dlatego w bieżącej ankiecie ponownie zadano pytanie o główną motywację do podejmowania działań z zakresu nadzoru nad spółkami portfelowymi oraz o przebieg procesu, w ramach którego są one wykonywane.

Ze względu na znaczenie spółek z udziałem Skarbu Państwa na warszawskiej giełdzie i zidentyfikowany problem z przestrzeganiem przez te spółki zasad *corporate governance* po raz pierwszy zapytano o aktywność OFE w odniesieniu do tych podmiotów. Kolejnym nowym obszarem analizy w bieżącym badaniu było sprawdzenie, jak OFE prowadzą komunikację i edukację uczestników funduszy. Dodano ważne pytanie, czy członkowie interesują się tym, jak fundusze wykonują prawo głosu z posiadanych akcji i czy w przyszłości można oczekiwać presji ze strony klientów na zaangażowanie się OFE w nadzór nad spółkami portfelowymi. Po raz pierwszy w badaniu za rok 2023 został przeanalizowany także kolejny czynnik, który może wpłynąć na wykonywanie nadzoru właścicielskiego przez OFE związany z sukcesywnym wzrostem w kolejnych latach wielkości aktywów przekazywanych przez OFE do ZUS w ramach suwaka bezpieczeństwa.



W 2023 ROKU MIAŁO MIEJSCE KILKA WAŻNYCH ZDARZEŃ dotyczących ładu korporacyjnego. OECD¹ opublikowało aktualizację zasad dobrych praktyk stanowiący istotny punkt odniesienia dla krajowych kodeksów. Rozszerzenie zasad dotyczyło głównie zrównoważonego rozwoju, ochrony praw inwestorów indywidualnych oraz praw inwestujących w obligacje korporacyjne.

1. OECD (2023), G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>.

Podkreślanym przez wielu ekspertów problemem polskiego rynku jest słaba egzekucja stosowania zasad ładu korporacyjnego, przy czym obowiązujące zasady są uważane za bliskie najwyższym standardom i uwzględniające jednocześnie specyfikę lokalnego rynku. Brakuje aktywistycznych funduszy i podmiotu, który weryfikowałby, na ile deklaracje spółek ze stosowania dobrych praktyk pokrywają się z rzeczywistością. Dlatego zadanie, żeby GPW w większym stopniu korzystała z uprawnień określonych w Regulaminie Giełdy dotyczących egzekwowania od spółek giełdowych przestrzegania zasad ładu korporacyjnego, wpisano w Strategię Rozwoju Rynku Kapitałowego (SRRK).

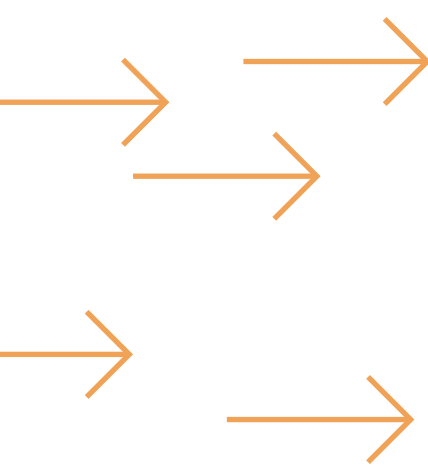
W 2023 nastąpiło rozliczenie wdrożenia zadań ze SRRK. Uznano że zrealizowano to zadanie poprzez aktualizację Dobrych Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2021 (DPSN 2021), uruchomienie Skanera Dobrych Praktyk, prezentującego w przejrzystej formie stan stosowania zasad ładu korporacyjnego przez poszczególne spółki notowane na giełdzie oraz zaangażowanie w działania edukacyjne. Należy podkreślić, że były to ważne inicjatywy, szczególnie aktualizacja dobrych praktyk DPSN2021, jednak nie były to wprost działania realizujące zadanie zapisane w Strategii. Zrealizowane przez GPW inicjatywy to wciąż bardziej narzędzie do wykorzystania przez aktywnych inwestorów, a nie rzeczywista poprawa ładu korporacyjnego.

Polski rynek kapitałowy zareagował wzrostem po wyborach parlamentarnych, wyrażając oczekiwanie nie tylko na pozytywny wpływ pozyskania funduszy z Unii Europejskiej na wycenę notowa-

Polski rynek kapitałowy zareagował wzrostem po wyborach parlamentarnych, wyrażając oczekiwanie nie tylko na pozytywny wpływ pozyskania funduszy z Unii Europejskiej na wycenę notowanych spółek, ale też na poprawę poziomu respektowania praw mniejszościowych akcjonariuszy i poprawę sposobu zarządzania spółkami.

nych spółek, ale też na poprawę poziomu respektowania praw mniejszościowych akcjonariuszy i poprawę sposobu zarządzania spółkami. Analitycy domów maklerskich raportowali zainteresowanie inwestorów zagranicznych polskimi aktywami związane z oczekiwanym podniesieniem standardów *corporate governance*. Zostało też zgłoszonych wiele inicjatyw wskazujących na potrzebne zmiany i prezentujących planowane działania. Do takich inicjatyw można zaliczyć propozycje zmian w regulacjach wpływających na zasady ładu korporacyjnego zgłoszone przez Stowarzyszenie Niezależnych Członków Rad Nadzorczych oraz powołanie przez EKF Akademii *Corporate Governance*. W Ministerstwie Aktywów Państwowych powołano zespół do spraw opracowania Kodeksu Dobrych Praktyk Nadzoru Właścicielskiego, którego zadaniem będzie opracowanie rekomendacji mających przyczynić się do profesjonalizacji nadzoru.

Do egzekwowania przestrzegania zasad ładu korporacyjnego potrzebna jest aktywność inwestorów, a dla niej z kolei kluczowa jest motywacja do takich działań. Jak pokazały wcześniejsze badania, OFE wskazywały obowiązek powierniczy, jaki mają podmioty zarządzające aktywami funduszy. Dodatkowo podnoszono, że **motywacją jest pozytywny wpływ na wartość inwestycji dla członków funduszu, ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych, poprawa transparentności i efektywność obrotu giełdowego, podniesienie jakości spółek notowanych na rynku kapitałowym w Polsce, czy poprawa efektywności działania spółek.**



Percepcja jakości rynku przez inwestorów krajowych i zagranicznych przekłada się na poziom wycen rynkowych oraz płynność spółek, co w konsekwencji działa na korzyść uczestników funduszu.

Te deklaracje zostały podtrzymane w odpowiedzi na pytanie o motywację postawione w ankiecie za 2023 rok. Jak zaznaczył jeden z podmiotów, *fundusz ten dba o najlepsze standardy ładu korporacyjnego, postrzegając to jako swój obowiązek powierniczy. Stoi on na stanowisku, że działanie według najlepszych standardów władztwa korporacyjnego przez największych inwestorów instytucjonalnych na GPW jest istotnym czynnikiem jakości tego rynku. Percepcja jakości rynku przez inwestorów krajowych i zagranicznych przekłada się na poziom wycen rynkowych oraz płynność spółek, co w konsekwencji działa na korzyść uczestników funduszu.* Inne podmioty wskazały dbałość o długoterminową wartość inwestycji, czy ochronę interesu akciona-

riuszy mniejszościowych, jako kluczową motywację dla nich do aktywności w nadzorze nad spółkami portfelowymi.

W odniesieniu do motywacji ekonomicznej bardzo ważne jest wykazanie zależności między aktywnością w nadzorze i stopami zwrotu. O ile w literaturze jest to temat dalej szeroko komentowany i nie ma jednoznacznego wskazania, to wyniki analizy zachowania indeksu publikowanego przez Goldman Sachs, a mierzącego wynik inwestycyjny z hipotetycznej inwestycji takiej samej kwoty w akcje wszystkich spółek, wobec których podjęte zostały działania funduszy aktywistycznych, jest ważnym argumentem dla zwolenników pozytywnego wpływu ładu korporacyjnego na wartość spółki. W długim okresie monitorowania wynik tego indeksu jest lepszy niż indeksu szerokiego rynku. Jednocześnie podkreślana jest specyfika rozkładu stóp zwrotu spółek wchodzących w skład indeksu. Okazuje się, że jest ona zbliżona do rozkładu typowego dla funduszy VC, gdzie mała liczba spółek osiąga bardzo dobre stopy zwrotu, a duża grupa spółek ma te wyniki słabe.

Wyniki te pokazują, że działania aktywistyczne nie we wszystkich przypadkach zwiększają wartość spółek, ale tam gdzie się to udaje, stopa zwrotu jest duża i pozwala osiągnąć premie na poziomie całego portfela inwestycji. Przekonanie o pozytywnej zależności między aktywnym nadzorem i wartością spółek oraz świadomość, że te działania są związane z ponoszeniem kosztów przez aktywne podmioty, dobrze ilustruje decyzja japońskiego funduszu emerytalnego (Japan's Government Pension Investment Fund), który zdecydował się wypłacać dodatkowe wynagrodzenie dla firm zarządzających aktywami funduszu w przypadku realizowania funkcji aktywnego nadzoru nad spółkami portfelowymi. Jest też kolejnym argumentem świadczącym za znaczeniem motywacji ekonomicznej dla podmiotów, które mają się zaangażować w nadzór nad spółkami. Decyzja tego funduszu, występującego jako właściciel aktywów, pokazuje świadomość takich podmiotów, że instytucje zarządzające aktywami pasywnie mają mniejszą motywację do realizowania nadzoru nad spółkami portfelowymi i do podjęcia takich działań potrzebna jest motywacja ekonomiczna.

Ważnym czynnikiem, który może wpłynąć na politykę inwestycyjną OFE i wielkość zarządzanych aktywów w najbliższych latach jest sukcesywny wzrost wielkości aktywów przekazywanych przez OFE do ZUS w ramach suwaka bezpieczeństwa. Ze względu na potencjalny istotny wpływ tego czynnika na wykonywanie przez OFE funkcji nadzoru nad spółkami portfelowymi poproszono PTE o wyrażenie opinii w tym zakresie w bieżącej ankiecie. W najbliższych latach w związku z osiaganiem przez członków o najdłuższym okresie składkowania okresu 10 lat przed emeryturą skala suwaka będzie rosła. Szacuje się, że wielkość aktywów przekazywanych rocznie będzie rosła z 5 do 7,5 mld zł rocznie, co stanowi od 2,5 do 3,6% aktywów zgromadzonych przez OFE na koniec 2023 roku.

Do tej pory wysoki poziom dywidend w odniesieniu do kapitalizacji spółek, wyróżniający polski rynek, istotnie zmniejszył negatywny wpływ odpływu aktywów z powodu suwaka. Należy oczekiwać, że zwiększone zapotrzebowanie na obsłużenie suwaka przez fundusze będzie wymagało większej płynności, akumulowania gotówki, co może powodować preferencję zwiększenia alokacji w akcje zagraniczne, zamiast inwestycji w akcje polskich podmiotów i niepłynnych obligacji korporacyjnych. Porównanie struktur alokacji wskazuje, że w 2023 roku fundusze w niewielkim stopniu obniżyły udział akcji

spółek notowanych na innych rynkach niż warszawski do 9,3% z 9,5% oraz zredukowały udział gotówki o 1,1 punktu procentowego z 3,3%, jaki miały na koniec 2022 roku. Występowanie suwaka może zmobilizować też fundusze do zintensyfikowania inicjatyw oddziaływania na spółki, żeby zmaksymalizować ich wartość przy wychodzeniu z inwestycji w celu pozyskania środków na pokrycie wypłat związanych z suwakiem. Innym możliwym wpływem suwaka na politykę inwestycyjną OFE może być preferowanie wypłaty dywidendy.

Z drugiej strony spółki wiedząc, że będzie trudniej pozyskiwać kapitał na rynku z silną presją podażową mogą być zainteresowane kumulacją kapitału i nie być chętne wypłatom wypracowanego zysku. Konieczność obsłużenia rosnących zobowiązań wynikających z suwaka może też wpłynąć na większą skłonność zarządzających do akceptowania ofert skupu akcji i wycofania z giełdy spółek przez dominujących akcjonariuszy. Do tej pory, jak pokazały wcześniejsze badania prowadzone przez IGTE, **OFE poprzez wspólne działania aktywnie domagały się podnoszenia wycen w wezwaniach ogłaszanych przez dominujących akcjonariuszy i skutecznie broniły interesu ich członków.** Opinie przedstawicieli PTE wyrażone w ankiecie wskazują jednoznacznie, że konieczność kumulacji środków na wypłaty związane z suwakiem nie wpłynie na funkcje nadzorczą realizowaną wobec spółek portfelowych.

Jak podkreślano, wpływ suwaka w najbliższych latach jeszcze nie będzie odczuwalny dla portfeli ze względu na znaczący udział płynnych aktywów, który mityguje to ryzyko w średnim terminie. Potwierdza tę opinię stanowisko kolejnego PTE, które podkreśliło, że *w najbliższych latach coroczny wzrost odpływów z tytułu suwaka nie będzie miał wpływu na aktywne oddziaływanie na spółki.* Zgodnie z szacunkami towarzystwa dopiero w 2028 roku saldo odpływów (suwak pomniejszony o wpływające składki) przekroczy 3% aktywów netto. Efekt ten będzie mitygowany napływami z tytułu dywidend i odsetek, a saldo przepływów pieniężnych (odpływy netto skorygowane o dywidendy i odsetki) przekroczy 1% aktywów netto funduszu. Podobnie zauważa inne towarzystwo podkreślając, że *biorąc pod uwagę otrzymywane dywidendy oraz zaangażowanie w płynne akcje notowane na rynkach zagranicznych ryzyko ograniczenia aktywnego oddziaływania na spółki jest mocno oddalone w czasie.*

Jak podkreślano, wpływ suwaka w najbliższych latach jeszcze nie będzie odczuwalny dla portfeli ze względu na znaczący udział płynnych aktywów, który mityguje to ryzyko w średnim terminie.

Towarzystwa były też zgodne na temat wpływu suwaka na preferowanie wypłaty wyższej dywidendy przez spółki. Jak podkreślały w odpowiedziach, głównym kryterium decyzji o dywidendzie jest sytuacja spółki, a nie perspektywa portfelowa. Dywidendy lub skupy akcji będą preferowane tylko wtedy, gdy spółka nie posiada atrakcyjnych planów inwestycyjnych. Jak zaznaczył jeden z funduszy *na tym etapie w ocenie preferencji do wypłaty dywidend kieruje się on jedynie oceną potrzeb kapitałowych spółek.* Stoi on na stanowisku, że *spółki powinny zarządzać w kapitałem w sposób zdyscyplinowany*

i dystrybuować nadwyżki, zwłaszcza w sytuacjach, kiedy spółki nie posiadają zdolności do generowania ponadprzeciętnych zwrotów z kapitału.

Z innych czynników, gdzie oczekiwano zmian w oddziaływaniu na aktywność funduszu w sprawach nadzoru nad spółkami był trend uwzględniania czynników ESG w decyzjach inwestycyjnych inwestorów instytucjonalnych. Spodziewano się, że trend ESG przyczyni się do wzrostu aktywności w zakresie nadzoru właścicielskiego. Paradoksalnie w Europie, gdzie był on najbardziej popularny i aktywa funduszy deklarujących uwzględnianie czynników ESG stanowią już ponad połowę zarządzanych aktywów spowodował, że wśród zgłaszanych przez podmioty instytucjonalne spraw na walnych zgromadzeniach dominują zagadnienia środowiskowe i społeczne kosztem spraw z obszaru ładu korporacyjnego.

Prowadzone badania ankietowe wśród klientów polskich funduszy inwestycyjnych pokazują, że nie ma presji ze strony klientów na uwzględnianie czynników ESG w procesie inwestycyjnym.

Należy podkreślić, że OFE nie są aktywne w zakresie zgłaszania tych zagadnień do spółek. Jedynym przypadkiem były rozmowy jednego funduszu ze spółką PGE, w których fundusz prowadził rozmowy w kwestii przyspieszenia realizacji strategii dekarbonizacji. Należy zauważyć, że OFE nie są objęte zakresem podmiotowym rozporządzenia², a w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych i zgodnie ze stanowiskiem UKNF dopuszczalne jest dobrowolne stosowanie przez OFE kryteriów ESG, o ile nie będzie to pozostawać w sprzeczności z naczelną regułą inwestycyjną wyrażoną w ustawie o OFE. Dodatkowo prowadzone badania ankietowe wśród klientów polskich funduszy inwestycyjnych pokazują, że nie ma presji ze strony klientów na uwzględnianie czynników ESG w procesie inwestycyjnym.

2. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych

PRZY ANALIZIE DZIAŁAŃ OFE W 2023 ROKU WYRAŹNIE ZAZNACZYŁ SIĘ wpływ postępującej z roku na rok konsolidacji. Liczba podmiotów uczestniczących w ankiecie w minionym roku spadła do 7 funduszy. Analiza odpowiedzi w ankiecie pokazuje, że aktywność funduszu po połączeniu jest realizowana tak jak to robił do tej pory większy z łączących się podmiotów. Konsolidacja w obrębie mniejszych podmiotów i zarządzanie przez nie większymi aktywami nie spowodowała wyższej aktywności mimo zaobserwowanej w badaniach zależności aktywności w nadzorze i poziomu zarządzanych aktywów.

Analiza zaangażowania OFE w nadzorze korporacyjnym roku w 2023 pokazała, że najwyższą aktywność utrzymały trzy największe towarzystwa (Tabela 1). **Zarządzający w 2023 roku zgodnie z deklaracjami w poprzednich edycjach badań przeprowadzonych przez IGTE oraz podobnie do działań podejmowanych w poprzednich latach koncentrowali się na propozycjach podziału wypracowanych zysków przez spółki, wyborze niezależnych członków do rad nadzorczych, programach motywacyjnych oraz polityce wynagrodzeń.**

Pod względem udziału na WZA i NWZA utrzymało się duże zróżnicowanie między funduszami. **Najwyższą aktywność miały trzy największe pod względem zarządzanych aktywów fundusze.** Podobnie jak w poprzednim roku, tak i w 2023, liderem obecności był OFE PZU, który wziął udział w **88% łącznych WZA i NWZA**, a w przypadku nadzwyczajnych walnych był na **94% wszystkich zgromadzeń**. NN OFE wzięło udział w **79% zwyczajnych i nadzwyczajnych WZA i 85% tych drugich**. Drugi pod względem aktywów fundusz na rynku Allianz OFE, po procesie połączenia z funduszem Aviva, miał trzecią aktywność w gronie liderów i był obecny na **68% wszystkich zgromadzeń spółek portfelowych oraz 65% nadzwyczajnych WZA**.

Należy podkreślić, że wyższą frekwencję na walnych zgromadzeniach w 2023 roku miała większość funduszy. Ważna jest też wyższa aktywność funduszy na nadzwyczajnych walnych, które organizowane są dla przeprowadzenia istotnych spraw mających wpływ na wycenę spółki, takich jak np. emisja akcji, program motywacyjny, połączenie lub przejęcie innej spółki, zbycie lub nabycie znaczących aktywów. Cztery fundusze o mniejszych aktywach uczestniczyły w mniej niż co trzecim WZA i NWZA.

Na liczbę zgłaszanych kandydatów, co stanowi jeden z głównych obszarów aktywności nadzorczej OFE, w 2023 roku wpływ miała nowelizacja KSH. W jej wyniku wydłużone zostały kadencje rad nadzorczych o rok i zmniejszyła się istotnie liczba spółek w których w 2023 roku powinni być wybrani członkowie. Spowodowało to istotny spadek liczby zgłoszonych kandydatów do rad nadzorczych przez wszystkie fundusze. **W 2023 fundusze zgłosiły łącznie 20 kandydatów do rad nadzorczych i warto podkreślić, że w większości były to**

działania skuteczne, bowiem 17 członków zostało powołanych w skład organów nadzorczych spółek. Fundusze zgłosiły też w 2023 roku 2 kandydatów w drodze głosowania grupami, ale w tym przypadku były to działania nieukończony sukcesem. Najbardziej aktywny pod względem zgłaszanych propozycji uchwał w 2023 roku był największy fundusz. NN OFE zgłosił w 2023 roku 5 propozycji uchwał na WZA. O jeden mniej projekt zgłosił OFE PZU, 3 projekty zgłosił fundusz Vienna OFE, 2 projekty fundusz Allianz i 1 projekt fundusz PKO BP Bankowy.

Tabela 1. Aktywność OFE w nadzorze korporacyjnym w 2023 roku.

Elementy aktywności funduszy	Fundusz						
	Vienna	Allianz	NN	Generali	PKO BP	PZU	UNIQA
Udział w rynku OFE na koniec roku w %:	8,6	25,7	27,0	12,8	4,6	13,3	6,3
Wartość aktywów na koniec roku (w mld zł)	17,9	53,5	56	26,7	9,6	27,6	13,1
Liczba spółek GPW w portfelu:	110	118	146	157	97	100	93
Liczba WZA/NWZA w których brało udział OFE:	19	121	190	47	14	129	17
W jakim procencie WZA/NWZA (łącznie) OFE brało udział (%)	17,3	68	79	Poniżej 30%	11,0	88	22,6
W jakim procencie NWZA OFE brało udział (%)	10	65	85	Poniżej 30%	11,0	94,0	bd
Liczba propozycji uchwał zgłoszonych przez OFE:	3	2	5	0	1	4	bd
Liczba kandydatów do rad nadzorczych zgłoszonych przez OFE:	0	5	9	2	1	3	bd
a. Liczba kandydatów, którzy zostali wybrani	0	5	6	2	1	3	bd
Liczba kandydatów do rad nadzorczych zgłoszonych przez OFE w głosowaniu grupami:	1	0	1	0	0	0	bd
a. Liczba kandydatów, którzy zostali wybrani:	0	0	0	0	0	0	bd

Przykładami działań podejmowanych przez fundusze w zakresie podziału zysków była propozycja NN OFE zwiększenia dywidendy w spółce Benefit Systems S.A. Fundusz zaproponował wypłatę całości zysku wypracowanego w poprzednim roku obrotowym oraz dodatkowej wypłaty z kapitału zapasowego proponując podwyższenie wypłacanej dywidendy z 41 złotych deklarowanych przez spółkę do 70 złotych. Z kolei w Spółce AC projekt uchwały dotyczący wypłaty dywidendy złożył fundusz PZU.

Największy fundusz był też aktywny w zakresie propozycji zmian w programach motywacyjnych. W Develii towarzystwo złożyło wniosek o rozszerzenie porządku obrad o punkt dotyczący zmiany uchwały dotyczącej wprowadzenia programu motywacyjnego. Dotyczy ona zmian w zakresie rezygnacji z uwzględnienia kryterium rynkowego za lata 2022-2024. W tym obszarze ak-

tywne były też inne fundusze. W Kętach w sprawie programu motywacyjnego projekt zgłosił fundusz PZU, a w spółkach CD Projekt i Creepy Jar fundusz Vienna głosował przeciw zaproponowanemu programowi motywacyjnemu. PKO BP Bankowy OFE dwukrotnie głosował przeciw podziałowi zysku zaproponowanego przez zarządy w Dębicy i AC SA.

PKO Bankowy też dwukrotnie wstrzymywał się w głosowaniach dotyczących polityki wynagrodzeń. Dotyczyło to głosowania w sprawie wyrażenia opinii o sprawozdaniu o wynagrodzeniach członków zarządu oraz członków rady nadzorczej MCI oraz zmiany polityki wynagrodzeń członków zarządu i rady nadzorczej spółki Instal Kraków.

Fundusze były też aktywne w głosowaniach dotyczących ważnych spraw w spółkach. PKO Bankowy OFE głosował przeciwko podniesieniu kapitału bez prawa poboru w przypadku Captor i Pure Biologic, a w spółce Libet głosował przeciw powołaniu niektórych członków rady nadzorczej. Z kolei fundusz Vienna głosował przeciwko podwyższeniu kapitału w spółkach Ciech, CD Projekt i Creepy Jar, a w spółkach Ciech, Creepy Jar nie akceptował zmian w statutach tych spółek.

W 2023 roku ważnym wydarzeniem było działanie związane z planem wycofania spółki Kernel z warszawskiego parkietu. Duże kontrowersje wywołała szczególnie emisja akcji w ramach docelowego kapitału, gdzie duża w relacji do liczby akcji nowa emisja została w większości objęta przez większościowego akcjonariusza po cenie istotnie odbiegającej od ceny rynkowej. Dopro-

wadziło to do istotnego rozwodnienia pozostałych akcjonariuszy. Komitet ds. Ładu Korporacyjnego wydał stanowisko w sprawie naruszenia zasady 4.13 Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2021. W ocenie komitetu przeprowadzone przez Kernel Holding S.A. podwyższenie kapitału z wyłączeniem prawa poboru zasługuje także na jednoznaczne napiętnowanie z tego powodu, że wskutek złamania przedmiotowej zasady DPSN doszło do naruszenia fundamentalnych reguł, na jakich zbudowany jest rynek kapitałowy.

Należy też podkreślić, że w opublikowanych przez największe fundusze indywidualnych kodeksach ładu korporacyjnego deklarują one, że będą głosowały z zasady przeciwko kapitałowi docelowemu. W związku z planowanym wycofaniem się spółki z giełdy przy braku poszanowania prawa polskiego oraz praw akcjonariuszy fundusze NN OFE, PZU OFE, Uniqa OFE, PKO BP Bankowy OFE, Aegon OFE (obecnie Vienna OFE), Allianz

Fundusze były też aktywne w głosowaniach dotyczących ważnych spraw w spółkach.

W opublikowanych przez największe fundusze indywidualnych kodeksach ładu korporacyjnego deklarują one, że będą głosowały z zasady przeciwko kapitałowi docelowemu.

OFE, OFE Pocztylion zawarły wraz z funduszami inwestycyjnymi porozumienie akcjonariuszy w celu prowadzenia trwałej polityki i głosowania na walnym zgromadzeniu.

Działania funduszy na walnym zgromadzeniu nie były skuteczne ze względu na status Kernela, jako spółki luksemburskiej i zgodnie z prawem luksemburskim organem podejmującym decyzje o wycofaniu z giełdy jest rada dyrektorów, a nie WZA. Warto podkreślić, że w 2023 roku fundusze realizowały wspólnie, oprócz działań wobec Kernela, szereg innych działań. NN OFE, Drugi Allianz OFE, Allianz OFE, PZU OFE, Aegon OFE, Generali OFE, NN Life OFE (obecnie Generali OFE) zawarły porozumienie w związku z rozszerzeniem porządku obrad walnego zgromadzenia w celu ustalenia liczebności rady nadzorczej oraz wyboru członka rady nadzorczej w głosowaniu grupami i następnie delegowania do czynności nadzorczych w spółce Ciech.

Działania OFE miały umożliwić nadzór nad spółką w momencie, gdy większościowy akcjonariusz planował i podejmował próby skupienia akcji i wycofania spółki z giełdy. I chociaż samo działanie w sprawie powołania członka rady nadzorczej okazało się nieskuteczne ze względu na zapisy statutu, to ostatecznie w wyniku wspólnych działań funduszy wzywający podniósł cenę akcji w wezwaniu i wypłacił dywidendę, co fundusze uznały za satysfakcjonującą wycenę.

Wspólne działania fundusze podjęły też wobec spółki Dębica S.A. Fundusze emerytalne NN OFE i PKO BP Bankowy OFE wraz z funduszami inwestycyjnymi zawarły porozumienie akcjonariuszy w sprawie prowadzenia trwałej polityki wobec spółki wobec naruszania interesów akcjonariuszy mniejszościowych. W opinii funduszy umowy sprzedaży większości produkowanych przez spółkę opon do podmiotów z Grupy Goodyear z niską marżą uzasadnia możliwość naruszenia zasady ceny rynkowej i w konsekwencji skutkować może uzyskiwaniem przez spółkę zysku niższego niż możliwy do uzyskania, w razie gdyby sprzedaż realizowana była na zasadach rynkowych. Dodatkowo według funduszy zawieranie i warunki umów pożyczek, na mocy których spółka udostępnia spółce powiązanej środki pieniężne na warunkach, które odbiegać mogą od rynkowych.

Fundusze zarzucały też spółce, że istotna część zysku wypracowywanego corocznie przez spółkę przeznaczana jest na kapitał zapasowy, z którego to kapitału środki są przeznaczane na udzielanie pożyczek. W wyniku podjętych działań udało się funduszom rozszerzyć porządek obrad walnego zgromadzenia o punkty w sprawie podjęcia uchwał o podziale zysku za 2022 rok poprzez przeznaczenie całości zysku na dywidendę, w sprawie upoważnienia zarządu do przeprowadzenia skupu akcji własnych spółki, w sprawie utworzenia kapitału rezerwowego na sfinansowanie nabycia akcji własnych, w sprawie wypłaty dywidendy specjalnej oraz w sprawie wyboru rewidenta do spraw szczególnych w celu zbadania na koszt spółki, określonych zagadnień związanych z prowadzeniem spraw spółki. Ostatecznie sukcesem funduszy było powołanie rewidenta ds. szczególnych.

Fundusze w 2023 roku były również aktywne w najważniejszych obszarach swoich działań nadzorczych prowadząc je poza obradami akcjonariuszy. Z reprezentantami spółek konsultowały projekty programów motywacyjnych. Jeden z funduszy prowadził negocjacje w tym zakresie w spółkach Molecure S.A., CD Project S.A., Sanok Rubber Company S.A., ML System S.A., Grupa

Kęty S.A. oraz Decora. Działania te były skuteczne w większości przypadków i poprawione programy, spełniające kryteria oczekiwane przez fundusze, zostały uchwalone przy poparciu funduszy w głosowaniu. Tylko w dwóch przypadkach spółek ML System i Dekora nie udało się przekonać spółek do zmiany proponowanych warunków programów motywacyjnych. Również inny fundusz negocjował niezależnie zmiany proponowanych warunków programów motywacyjnych w Kętach i Sanoku. W ankiecie fundusze wskazywały też inne inicjatywy służące poprawie ładu korporacyjnego w Polsce. Było to między innymi uczestnictwo funduszy w grupie roboczej opracowującej projekt Kodeksu Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych. Jeden z funduszy brał też udział w inicjatywie 30% Club Poland promującej różnorodność w biznesie.

Dzięki cykliczności badań zaangażowania OFE w nadzór korporacyjny na podstawie ankiet wypełnionych przez PTE zrzeszonych w IGTE możliwe jest porównanie aktywności OFE w nadzorze nad spółkami portfelowymi w 2023 roku do wyników badań prowadzonych od 2009 roku (Tabela 2).

Pomimo zmieniających się uwarunkowań rynkowych i regulacyjnych OFE utrzymały wysoką aktywność w zakresie wykonywania praw wynikających z posiadanego prawa głosu. W całym okresie objętym badaniem, obowiązywały przepisy, 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 lub finansowane są przez właściciela aktywów, jak ma to miejsce w pokazanym przykładzie japońskiego funduszu emerytalnego.

W ankiecie fundusze wskazywały też inne inicjatywy służące poprawie ładu korporacyjnego w Polsce. Było to między innymi uczestnictwo funduszy w grupie roboczej opracowującej projekt Kodeksu Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych.

Tabela 2. Średnia frekwencja OFE na WZA i NWZA spółek portfelowych w latach 2009-2023.

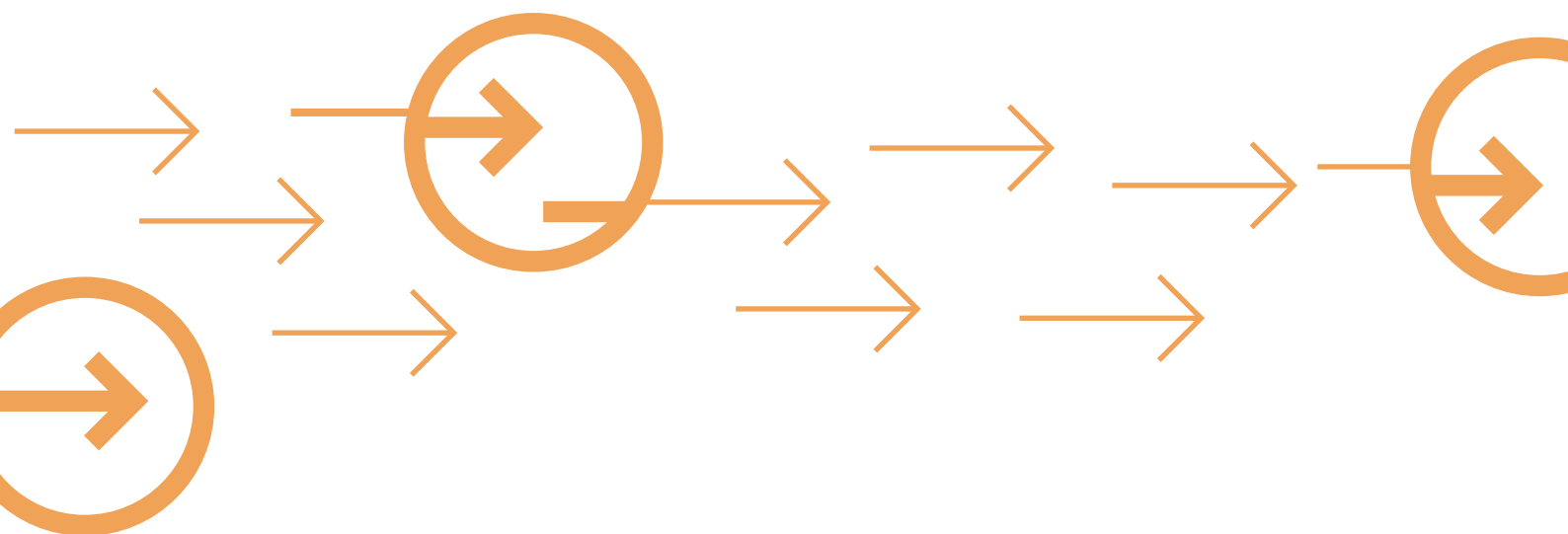
Elementy aktywności funduszy	2009	2010	2011	2012 I poł.	2014*	2015	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Średni % udziału w WZA/NWZA 3 największych funduszy	92%	94%	91%	63%	72%	98%	105%	96%	93%	100%	73%	78%
Średni % udziału w WZA/NWZA pozostałych funduszy	3%	12%	10%	10%	23%	15%	23%	22%	14%	12%	17%	20%

W 2023 roku, pomimo sfinalizowania do tego czasu licznych połączeń funduszy i zmniejszeniu się ich łącznej liczby do ośmiu, nadal utrzymywała się duża różnica w zakresie obecności na walnych zgromadzeniach spółek portfelowych reprezentantów największych funduszy i funduszy o mniejszych aktywach. 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 2014-2023.

Elementy aktywności funduszy	2014	2015	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Liczba propozycji uchwał zgłoszonych przez 3 największe fundusze	6	22	4	5	10	7	6	11
Liczba propozycji uchwał zgłoszonych przez pozostałe fundusze	3	9	5	4	3	2	3	4
Liczba zgłoszonych kandydatów do RN przez 3 największe fundusze	47	59	48	70	38	53	43	17
Liczba zgłoszonych kandydatów do RN przez pozostałe fundusze	15	13	15	12	9	7	10	3

Zmniejszenie w 2023 liczby zgłaszanych kandydatów do rad nadzorczych w obu grupach funduszy, jak pokazano wcześniej, wynikało nie z niższej aktywności funduszy, ale wpływu nowelizacji Kodeksu spółek handlowych na długość kadencji zarządów spółek.



SPÓŁKI SKARBU PAŃSTWA DOMINUJĄ w kapitalizacji i obrotach na GPW, chociaż trzeba zauważyć, że ich udział w najważniejszym indeksie spadł i zmniejszył się z 63% w 2019 roku do 52% na koniec 2022 roku. Jednocześnie eksperci oceniają, że poziom ładu korporacyjnego tych spółek jest bardzo niski i jest jedną z przyczyn obniżonej wyceny tych spółek i niskich stóp zwrotu. Oczekiwanie poprawy tej sytuacji znalazło odzwierciedlenie w wyznaczonym zadaniu w Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego podjęcie przez rząd działań zmierzających do tego, aby spółki z udziałem Skarbu Państwa notowane na GPW w jak największym stopniu stosowały zasady ładu korporacyjnego obowiązujące spółki giełdowe, zawarte w dokumencie Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016.

Przy rozliczeniu realizacji zadań ze strategii pokazano, że zgodnie z deklaracjami spółek przekazanymi przez emitentów na dzień 4 sierpnia 2023 roku średni ogólny współczynnik comply dla spółek z udziałem Skarbu Państwa wchodzących w skład indeksu WIG 20 jest nieznacznie wyższy niż dla pozostałych spółek z tej grupy. W porównaniu do pozostałych emitentów z indeksu WIG 20, współczynnik comply dla spółek z udziałem Skarbu Państwa był wyższy od współczynnika dla pozostałych spółek z indeksu w przypadku 17 zasad, z kolei niższy w przypadku 13. W odniesieniu do 33 zasad współczynnik stosowania dla obu analizowanych grup spółek z WIG 20 jest równy, przy czym dla 32 zasad wynosi 100%. Uznanie tego zadania za częściowo wykonane w rozliczeniu SRRK nie znalazło akceptacji ekspertów, którzy wskazywali rozbieżność deklaracji spółek z oceną inwestorów odzwierciedloną m.in. w niższej wycenie spółek na polskim rynku. Dlatego ciekawym zadaniem realizowanym po raz pierwszy w cyklu badań aktywności OFE w nadzorze korporacyjnym, było przebadanie działań nadzorczych OFE w odniesieniu do spółek z udziałem Skarbu Państwa.

Spółki Skarbu Państwa dominują w kapitalizacji i obrotach na GPW, chociaż trzeba zauważyć, że ich udział w najważniejszym indeksie spadł i zmniejszył się z 63% w 2019 roku do 52% na koniec 2022 roku.

Jak pokazały odpowiedzi w ankiecie, PTE dobrze identyfikują problem z zakresem *corporate governance* w spółkach z udziałem Skarbu Państwa i to postrzeganie jest zbieżne między podmiotami. Jako najistotniejszy wskazywano, że spółki te mogą realizować zadania związane z polityką gospodarczą

państwa, co nie zawsze będzie zbieżne z interesem akcjonariuszy mniejszościowych. Kolejny podmiot podkreślał, że dla niego kluczowe jest respektowanie praw inwestorów finansowych w procesie kształtowania składów rad nadzorczych adekwatnie do posiadanego przez nich udziału w kapitale akcyjnym i wskazał też, że w tym zakresie oczekiwano zmian. Inne towarzystwo jako najistotniejszy problem wskazało dominację rad nadzorczych przez osoby desygnowane przez Skarb Państwa i brak odzwierciedlenia struktury akcjonariatu na poziomie rad nadzorczych. Podkreśliło też, że realizowane cele nie zawsze zbieżne są z interesem akcjonariuszy mniejszościowych, a zarządy i rady nadzorcze spółek z udziałem Skarbu Państwa dobierane są z reguły z klucza politycznego, co nie zawsze idzie w parze z pozyskaniem do organów osób o jak najwyższych i dobrze dopasowanych kompetencjach. Problemem jest także relatywnie wysoka rotacja na stanowiskach w zarządach. Podobną opinię wyrażał kolejny uczestnik ankiety IGTE, który wskazał na brak reprezentacji członków rad nadzorczych rekomendowanych przez inwestorów mniejszościowych, przez co nie jest prawidłowo odzwierciedlona struktura akcjonariatu. W opinii kolejnego towarzystwa jako największy problem ładu korporacyjnego ponownie wskazano zbyt częste zmiany członków rad nadzorczych.

Analiza aktywności nadzorczych w spółkach z udziałem Skarbu Państwa pokazała, że fundusze w 2023 roku nie podejmowały działań nadzorczych, poza obecnością na WZA/NWZA w tych spółkach. O ile były aktywne w zakresie zgłaszania niezależnych kandydatów do rad nadzorczych, propozycji

Problemem jest także relatywnie wysoka rotacja na stanowiskach w zarządach.

dotyczących wypłaty zysku czy programów motywacyjnych w spółkach prywatnych, to w stosunku do spółek z udziałem Skarbu Państwa nie wykazały w ankiecie działań z wyjątkiem zgłoszenia jednego kandydata do rady nadzorczej GPW.

Jest to bardzo zastanawiający wynik i może on świadczyć, że fundusze nie wierzą w powodzenie takich działań. Może to potwierdzać wskazana przez jeden z funduszy uwaga, że fundusze są z reguły udziałowcem mniejszościowym więc wszelka aktywność wymaga zgody wiodącego akcjonariusza. Zastanawiające jest też niekorzystanie przez fundusze z prawa wyboru członków rad nadzorczych w drodze głosowania grupami przy jednoczesnym powtarzającym się w ich wskazaniach jako największego problemu z zakresu *corporate governance* w tych spółkach braku odzwierciedlenia struktury akcjonariatu.

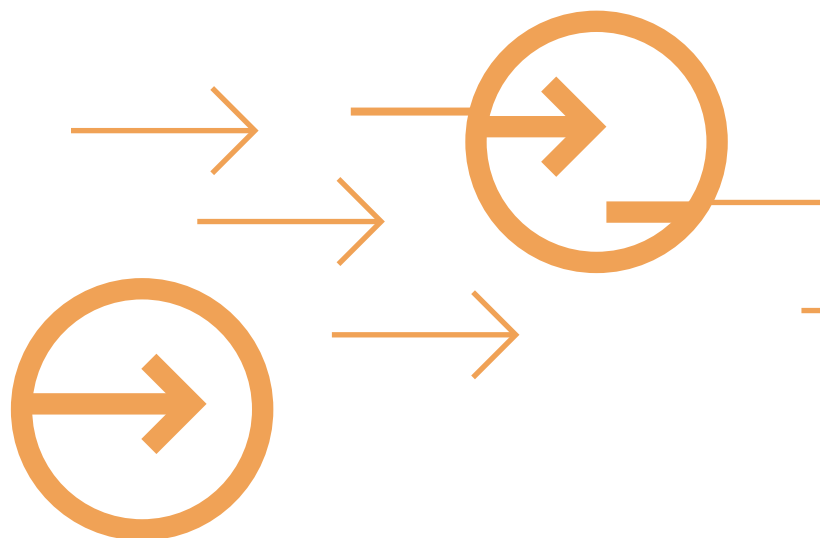
Jeden z funduszy podkreślał, że administracja rządowa nie wykazuje chęci do uwzględnienia doświadczeń inwestorów instytucjonalnych, w szczególności funduszy emerytalnych w zakresie kształtowania ładu korporacyjnego w tych spółkach, mimo wysokiego udziału OFE w akcjonariacie. Dlatego być może szansą na poprawę w tym zakresie będą rozmowy z Ministerstwem Aktywów Państwowych prowadzone zarówno przez IGTE, jak i fundusze oraz powołanie w ramach Ministerstwa zespołu do spraw opracowania Kodeksu Dobrych Praktyk Nadzoru Właścicielskiego.

Interesujące były również udzielone odpowiedzi na pytanie, jakie metody oddziaływania na spółki z udziałem Skarbu Państwa są najskuteczniejsze: czy są to bezpośrednio rozmowy z zarządem, czy projekty uchwał zgłaszane na

WZA, czy może wybór członków rad nadzorczych w drodze głosowania grupami. W odpowiedzi jedno towarzystwo wskazało, że w jego opinii skuteczny jest dialog z przedstawicielami zarządów tych spółek podczas tradycyjnych spotkań z inwestorami. Jest wówczas okazja do pokazania perspektywy rynku kapitałowego, co może mieć pewien wpływ na sposób sprawowania zarządu. Inny podmiot przedstawił obie metody, czyli przedstawianie projektów uchwał na WZ i rozmowy z przedstawicielami rady nadzorczej lub zarządów jako najskuteczniejsze. Bardziej sceptyczna była odpowiedź kolejnego funduszu, który podkreślał, że należy zgłaszać odpowiednie uchwały, chociażby w zakresie zarządzania kapitałem, chociaż zwykle jest to nieskuteczne.

Jeden z funduszy podkreślał, że administracja rządowa nie wykazuje chęci do uwzględnienia doświadczeń inwestorów instytucjonalnych, w szczególności funduszy emerytalnych w zakresie kształtowania ładu korporacyjnego w tych spółkach, mimo wysokiego udziału OFE w akcjonariacie.

Ważne odpowiedzi padły także na pytanie o to, jakie zmiany w zakresie *corporate governance* w spółkach z udziałem Skarbu Państwa byłyby najbardziej oczekiwane przez fundusze. Kilukrotnie zostało powtórzone oczekiwanie dopuszczenia inwestorów instytucjonalnych do sprawowania władztwa korporacyjnego poprzez możliwość rekomendowania kandydatów do rad nadzorczych w proporcji do posiadanych udziałów, którzy nie byłiby co do zasady odrzucani przez Skarb Państwa. Zdecydowanie poprawiłoby to ład korporacyjny oraz pozytywnie przełożyło się na kreację wartości spółek poprzez zwiększenie niezależności i kompetencji biznesowych rad nadzorczych.



KOLEJNYM NOWYM ELEMENTEM ANKIETY w 2023 roku były pytania o działania edukacyjne i komunikację z uczestnikami funduszy. Zapytano fundusze, czy prowadzi edukację swoich członków, czy informują ich o podejmowanych działaniach wobec spółek portfelowych poza obowiązkowym informowaniem na stronie internetowej o sposobie głosowania na WZA. Zapytano też w ankiecie, czy towarzystwa obserwują zainteresowanie członków funduszy publikacją wyników głosowania oraz prowadzoną komunikację z członkami.

Towarzystwa podkreślały w ankiecie, że w zakresie edukacji opierają się przede wszystkim na aktywności IGTE. Należy zauważyć, że IGTE jest wyróżniającym się pod tym względem stowarzyszeniem na polskim rynku. Jak podkreśla Małgorzata Rusewicz, prezes IGTE, izba od wielu lat realizuje inicjatywy edukacyjne skierowane do różnych grup odbiorców.

Dobre zarządzanie swoimi finansami wpływa na poprawę jakości życia i wzrost płynącej z niego satysfakcji. Z tego względu uważamy, że warto dzielić się wiedzą, którą posiadamy. Umiejętne wykorzystanie swoich finansów w cyklu życia nie jest intuicyjne i dlatego edukujemy w zakresie finansów osobistych oraz przygotowania emerytalnego.

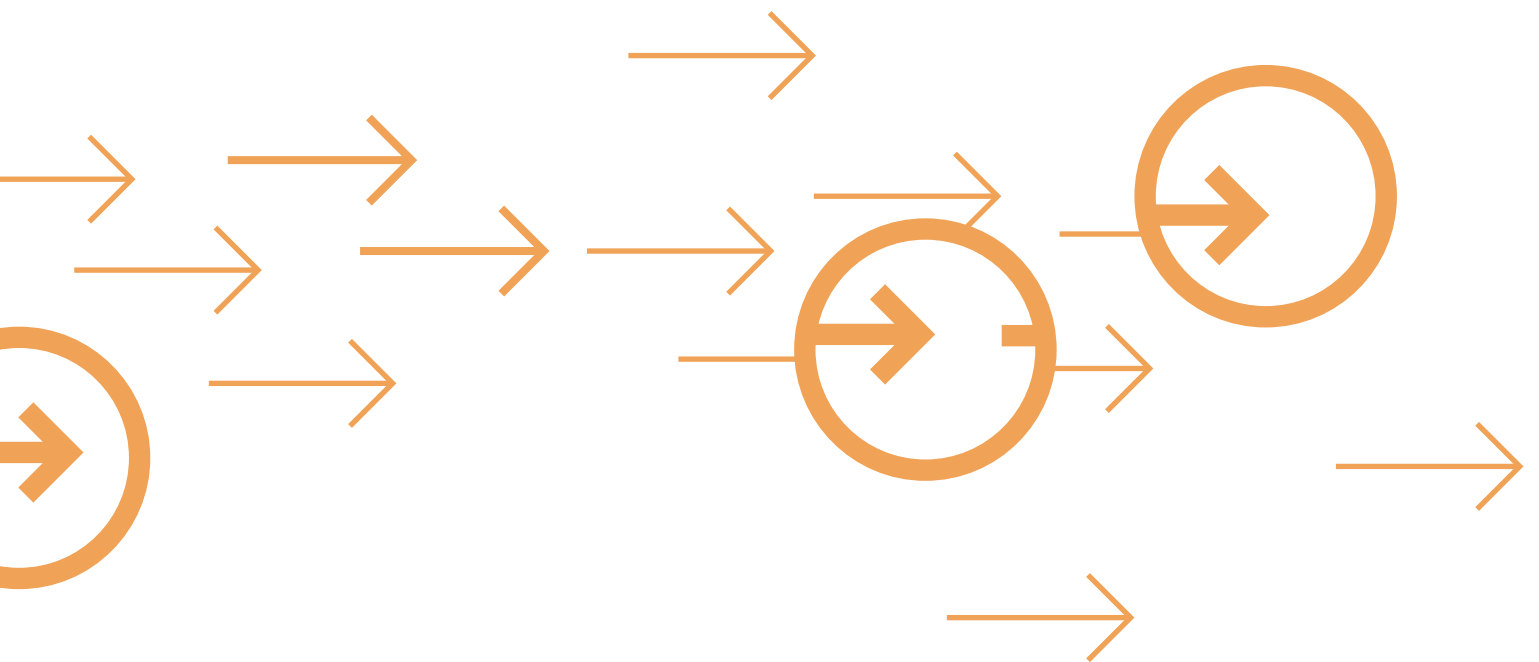
Prezes IGTE wskazała na prowadzone obecnie trzy projekty edukacyjne. Zadbane Finanse to e-learningowy kurs finansów osobistych skierowany jest do osób młodych, zwłaszcza studentów i wchodzących na rynek pracy. Treści edukacyjne prezentowane są w formie nagrań wideo z wykorzystaniem animacji i infografik. Tematyka obejmuje następujące zagadnienia: jak myśleć o finansach, jak dbać o dochody, jak pilnować wydatków i oszczędzać oraz jak inwestować, by stworzyć znaczące zasoby. Kurs przygotowany został wspólnie z CFA Society Poland.

Zadbana Przyszłość to cykl rozmów z ekspertami w formie podcastów wideo na temat niefinansowego i finansowego przygotowania do emerytury. Wywiady dotyczą m.in. takich zagadnień, jak mity emerytalne, jakość życia na emeryturze, kondycja powszechnego systemu emerytalnego, psychologia oszczędzania, ryzyko w finansach, czy narzędzia efektywnego pomnażania oszczędności. Projekt prowadzony jest wspólnie z Tomaszem Jaroszkiem, blogerem i edukatorem finansowym.

Przewodnik emerytalny to elektroniczna publikacja, która zawiera kompendium wiedzy nt. przygotowania do życia na emeryturze. Wydawnictwo opracowane we współpracy z ekspertami z różnych dziedzin wyjaśnia kwestie finansowe, jak również niefinansowe tego procesu. Napisane jest przystępnym językiem, a liczne grafiki ułatwiają zrozumienie tematu. Pozwala

osobom pomiędzy 20 a 50 rokiem życia odnaleźć konkretne dane, które umożliwiają im ocenę swojej sytuacji w perspektywie emerytalnej.

Dodatkowo niektóre fundusze zamieszczają materiały edukacyjne lub prowadzą bloga na swoich stronach internetowych. W komunikacji z członkami w większości ograniczają się do obowiązkowej komunikacji i nie wysyłają dodatkowych informacji. Jeden z funduszy podkreślał znaczenie upubliczniania informacji o zawieranych porozumieniach i działaniach związanych z ogłaszaniem wezwaniami na akcje przez dominujących akcjonariuszy. Tylko jeden z funduszy zaobserwował jednostkowe zainteresowanie sposobem głosowania w sprawie wypłat dywidend.





Planowane działania

TRZEBA PODKREŚLIĆ, ŻE W 2023 roku, podobnie jak w deklaracjach w poprzednich latach, fundusze ujawniły, że nie planują działań odbiegających istotnie od praktyki lat ubiegłych. Podkreśliły, że będą nadal koncentrować się na działaniach dotyczących wspierania rozwiązań zgodnych z Dobrymi Praktykami Spółek Notowanych na GPW, kształtowania polityk wynagrodzeń, w tym programów motywacyjnych, dyscypliny w zarządzaniu kapitałem oraz niezależnego i profesjonalnego nadzoru nad spółkami. Wskazuje to, że ochrona akcjonariuszy mniejszościowych będzie nadal dla funduszy tematem dominującym.

Jednocześnie fundusze oczekują poprawy respektowania przez dominujących akcjonariuszy prawa mniejszości do wyboru wskazanych przez nich niezależnych członków rad nadzorczych. W ankiecie w 2023 roku po raz kolejny fundusze podkreślały, że nadzór właścicielski jest ważnym elementem budującym wartość spółek portfelowych, który jest i będzie istotnym elementem polityki inwestycyjnej funduszy, niezależnie od ewentualnych kolejnych zmian w funkcjonowaniu OFE.

Badanie „OFE w nadzorze nad spółkami portfelowymi” zostało przeprowadzone przez dr Andrzeja Sołdka i Izbę Gospodarczą Towarzystw Emerytalnych wśród członków izby w kwietniu 2024 roku.

WARSZAWA, 22 MAJA 2024 ROKU



Na okładce wykorzystano fragment obrazu Petrusa Christusa *A Goldsmith in his Shop* (1449).

Źródło:
www.images.metmuseum.org
Domena publiczna.

Nadzór to dodatkowe spojrzenie z boku. To perspektywa pozwalająca ocenić prawidłowy przebieg procesu. To wyraz dbałości o wysokie standardy.

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 14,5 mln swoich klientów. Członkowie Izby zarządzają aktywami o wartości ponad dwustu miliardów 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.



WWW
www.igte.pl

Na naszej stronie odnajdzie Państwo całość ekspertyzy i wszystkie wydawnictwa IGTE



Youtube
www.youtube.com/IGTE

Wszystkie debaty, w których braliśmy udział lub które inspirowaliśmy, obejrzyjcie na naszym kanale



X
https://x.com/_IGTE

Najświeższe newsy komunikujemy najpierw na X.



Facebook
www.facebook.com/IGTE

Naszą bieżącą działalność najwygodniej obserwować na FB



LinkedIn
www.linkedin.com/company/igte/

Tutaj kontaktujemy się ze środowiskiem profesjonalistów