

Agata ADAMSKA\*  
Piotr URBANEK\*\*

## Fundusze inwestycyjne w nadzorze korporacyjnym w polskich spółkach publicznych

---

**Streszczenie:** Celem artykułu była ocena roli, jaką pełnią towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI) jako akcjonariusze w spółkach notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie na koniec 2006 r., 2008 r. i 2010 r. Przedmiotem analizy były udziały TFI w kapitale spółek publicznych, ich pozycja w stosunku do największych akcjonariuszy, charakterystyka spółek publicznych, których akcje znajdują się w portfelach funduszy inwestycyjnych, ze względu na ich wielkość i typ akcjonariusza dominującego oraz wynikające z tego implikacje dla takich aspektów funkcjonowania spółek, jak polityka kadrowa, wyniki ekonomiczne, zmiany w składzie akcjonariatu.

Otrzymane rezultaty pokazują na ograniczoną rolę, jaką mogą pełnić fundusze inwestycyjne w procesach nadzoru korporacyjnego w polskich spółkach publicznych. Wynika to przede wszystkim z relatywnie niewielkiej skali zaangażowania kapitałowego funduszy. To, że spółki, w których akcjonariacie występują fundusze inwestycyjne, charakteryzują się na ogół bardziej korzystnymi standardami nadzoru korporacyjnego może wynikać z przewagi TFI w stosunku do innych akcjonariuszy, jeśli chodzi o ocenę spółek portfelowych. Prowadzi to do selekcji lepszych spółek do portfeli i może oznaczać, że TFI stają się beneficjentami lepszych procedur nadzorczych stosowanych przez akcjonariuszy większościowych, legitymizując tylko swoją obecnością w akcjonariacie wysoką jakość tych procedur.

**Słowa kluczowe:** nadzór korporacyjny, fundusze inwestycyjne, spółki publiczne

**Kody JEL:** G23 i G32

---

Artykuł nadesłany 30 września 2013 r., zaakceptowany 12 lutego 2014 r.

---

\* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji; e-mail: agata.adamska@sgh.waw.pl

\*\* Uniwersytet Łódzki, Katedra Ekonomii Instytucjonalnej; e-mail: piotrur@uni.lodz.pl

## Wprowadzenie

Zmiany w strukturze własności korporacji obserwowane w rozwiniętych gospodarkach wskazują na postępującą ewolucję relacji inwestorskich i stosunków własnościowych w spółkach kapitałowych. Można wyróżnić trzy etapy tego procesu, nazywane kapitalizmem przedsiębiorców, kapitalizmem menedżerów i kapitalizmem powierniczym [Lis, Sterniczuk 2005, s. 204]. Najważniejszą cechą kapitalizmu powierniczego, który – jak przyjmuje się umownie – zaczął dominować od lat 80. ubiegłego wieku, jest rosnące znaczenie inwestorów instytucjonalnych na międzynarodowych rynkach finansowych. Tę kategorię inwestorów najczęściej określa się jako podmioty, które inwestują na rynku kapitałowym środki zebrane od osób fizycznych i przedsiębiorstw niefinansowych.

Usytuowanie inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności korporacji nakłada na te instytucje rolę, która z perspektywy teorii agencji może być określona, jako „agent pierwszego poziomu” (*first-tier set of agent*) [Campbell 2010, s. 37]. Oczekuje się od nich przyjęcia aktywnej postawy akcjonariuszy zainteresowanych i mających możliwości efektywnego monitorowania kierownictw spółek oraz działania w imieniu innych akcjonariuszy. Skuteczne wypełnianie tak określonych funkcji powierniczych jest postrzegane jako jeden z kluczowych czynników warunkujących wysoką efektywność nadzoru nad działalnością spółek. Doświadczenia obecnego kryzysu finansowego pokazują, że inwestorzy instytucjonalni nie w pełni sprostali tego rodzaju oczekiwaniom. Wynikało to z ich zbyt pasywnych postaw w procesach nadzoru nad spółkami lub odwrotnie – z zachęcania zarządów spółek do stosowania nadmiernie ryzykownych strategii biznesowych [Barker 2011, s. 144–145].

Udział inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek publicznych na polskim rynku kapitałowym jest mniejszy niż w takich krajach jak Stany Zjednoczone czy Wielka Brytania. Ich rola w procesach nadzoru korporacyjnego nie wynika jednak tylko ze skali zaangażowania kapitałowego w spółkach publicznych. Jedną z cech polskiego rynku kapitałowego jest wysoka koncentracja własności i kontroli, charakterystyczna dla zamkniętego modelu kontroli korporacji. Może to prowadzić do występowania rozbieżności interesów dominujących właścicieli i akcjonariuszy mniejszościowych, co stwarza zagrożenie w postaci nieefektywnej eksploatacji i redystrybucji zasobów spółek przez inwestorów większościowych. W tym kontekście interesujące wydaje się wskazanie znaczenia funduszy inwestycyjnych w strukturze akcjonariatu polskich spółek publicznych.

Celem artykułu jest ocena roli, jaką pełnią towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI) jako akcjonariusze w spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Przedmiotem analizy były udziały TFI w kapitale spółek publicznych, ich pozycja w stosunku do największych akcjonariuszy, charakterystyka spółek publicznych, których akcje znajdują się w portfelach funduszy inwestycyjnych, ze względu na ich wielkość i typ akcjonariusza dominującego oraz wynikające z tego implikacje dla takich aspektów funkcjo-

nowania spółek, jak polityka kadrowa, wyniki ekonomiczne, zmiany w składzie akcjonariatu.

### **Uwarunkowania udziału inwestorów instytucjonalnych w nadzorze korporacyjnym**

Od wielu lat prowadzone są debaty na temat funkcji, jakie powinni pełnić inwestorzy instytucjonalni, w tym fundusze zbiorowego inwestowania, w procesach nadzoru nad działalnością korporacji. Przyczynkiem do tego rodzaju rozważań jest rosnący udział inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek publicznych. Dotyczy to zarówno krajów wysoko rozwiniętych, jak i rynków wschodzących. W Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii w rękach inwestorów instytucjonalnych znajduje się ponad 40% akcji spółek publicznych, w Niemczech ponad 10% [Adamska 2013, s. 57–63]. Również w krajach przechodzących procesy transformacji gospodarczej obserwuje się podobne zjawiska. Wynika to przede wszystkim z procesów prywatyzacji oraz reform systemów ubezpieczeń społecznych.

Pojęcie „inwestorzy instytucjonalni” jest niejednoznaczne. W najszerszym ujęciu są to wszystkie podmioty operujące na rynku kapitałowym, które nie są inwestorami indywidualnymi. W tym sensie kategoria inwestorów instytucjonalnych będzie obejmowała zarówno instytucje finansowe, jak i Skarb Państwa czy przedsiębiorców – tak np. u Dziawgo [2011, s. 41]. W nieco węższym ujęciu z grona inwestorów instytucjonalnych wykluczani są przedsiębiorcy oraz podmioty sektora publicznego. Najwęższe spojrzenie ogranicza kategorię inwestorów instytucjonalnych wyłącznie do podmiotów, które inwestują na rynku kapitałowym środki zebrane od osób fizycznych i przedsiębiorstw niefinansowych. W tym ujęciu najczęściej wymienia się wśród inwestorów instytucjonalnych trzy podstawowe grupy: fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne i towarzystwa ubezpieczeniowe [Sławiński 2006]. W ramach takiego podejścia można więc utożsamić inwestorów instytucjonalnych z inwestorami finansowymi, którzy działają w imieniu beneficjentów, takich jak indywidualni oszczędzający lub członkowie funduszy emerytalnych. W tak wąskim ujęciu pojęcie „inwestorzy instytucjonalni” jest stosowane w niniejszym artykule.

Sposób funkcjonowania mechanizmów nadzoru korporacyjnego jest w różnych krajach uwarunkowany czynnikami ekonomicznymi, prawnymi, kulturowymi, politycznymi, społecznymi występującymi w różnych gospodarkach narodowych. Szczególne znaczenie ma tutaj rodzaj akcjonariuszy działających na rynkach kapitałowych, struktura własności i kontroli spółek publicznych, stopień rozwoju rynku kapitałowego, otoczenie regulacyjne. Tego typu zjawiska decydują m.in. o najważniejszych zadaniach, jakie stoją przez instytucjami nadzoru. W przypadku rynków charakteryzujących się otwartym systemem kontroli nad korporacją chodzi o konflikt między silnymi menedżerami i słabymi, rozproszonymi akcjonariuszami. W przypadku spółek działających w ramach zamkniętego systemu kontroli jest to konflikt między dominującymi

akcjonariuszami, często zaangażowanymi bezpośrednio w procesy zarządzania spółkami, a inwestorami mniejszościowymi. Tego typu czynniki mają oczywiście wpływ na sposób funkcjonowania inwestorów instytucjonalnych i rolę, jaką pełnią w procesach nadzoru w poszczególnych krajach. Zarazem podkreśla się, że postępująca integracja światowych rynków finansowych, czego przejawem jest między innymi swobodny przepływ kapitałów, może prowadzić do konwergencji praktyk nadzorczych stosowanych przez tę grupę inwestorów.

Istnieją dwa podstawowe sposoby zaangażowania inwestorów instytucjonalnych, zwłaszcza funduszy inwestycyjnych, w nadzór korporacyjny. Umownie można je określić strategiami głosu i wyjścia. Są one związane z funkcjonowaniem dwóch mechanizmów nadzoru: wewnętrznych (instytucjonalnych) i zewnętrznych (rynkowych). Istotą tego pierwszego mechanizmu jest aktywne uczestnictwo inwestorów w procesach monitoringu i kontroli decyzji zarządów spółek. Drugi mechanizm polega na decyzjach związanych z kapitałowym wejściem lub wyjściem ze spółki publicznej, co może mieć istotny wpływ na funkcjonowanie rynku kontroli korporacji.

Można wskazać wiele form bezpośredniego zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór korporacyjny. Niektóre z nich wynikają z praw korporacyjnych przysługujących wszystkim akcjonariuszom. Zgodnie z *Kodeksem spółek handlowych* to m.in. prawo żądania udzielenia przez zarząd informacji dotyczących spółki, prawo żądania umieszczenia określonych spraw w porządku obrad najbliższego walnego zgromadzenia akcjonariuszy, prawo do wzięcia udziału w walnym zgromadzeniu, prawo do żądania wyboru rady nadzorczej spółki w drodze głosowania oddzielnymi grupami, prawo do głosowania (współdecydowania), prawo zaskarżania uchwał walnego zgromadzenia (powództwo o stwierdzenie nieważności albo o uchylenie uchwały). Są również takie formy aktywności, które wychodzą poza ramy legislacyjne, ale dają możliwość wywierania skutecznej presji na osoby zarządzające spółkami. Zaliczyć do nich można bezpośrednio negocjacje z kierownictwem, komunikowanie się z radą spółki, przekazywanie opinii za pośrednictwem mediów, formowanie koalicji z innymi grupami akcjonariuszy. Tego typu aktywność inwestorów instytucjonalnych obniża koszty monitoringu dla innych akcjonariuszy i prowadzi do realizacji celów stawianych przez inwestorów indywidualnych – maksymalizacji stopy zwrotu z inwestycji [Graves i Waddock 1990].

Obecność inwestorów instytucjonalnych w spółce może wywierać wpływ na politykę wynagradzania menedżerów. Badania empiryczne wskazują na dwa aspekty tego wpływu [Hartzell i Starks 2003]. Po pierwsze, w spółkach z większym udziałem tego typu inwestorów we własności występuje silniejszy związek między wynagrodzeniami i wynikami ekonomicznymi (*pay-per-performance*). Po drugie, wskaźniki koncentracji własności tych inwestorów są ujemnie skorelowane z poziomem wynagrodzenia czołowych menedżerów. Tego typu relacje mogą być bezpośrednim skutkiem aktywnego monitoringu prowadzonego przez inwestorów. Można też wskazać pośrednią metodę oddziaływania inwestorów instytucjonalnych na politykę wynagradzania. Rady spółek są skłonne

wdrażać efektywne systemy wynagradzania kadry menedżerskiej, zakładając, że jest to jeden z czynników świadczących o wysokich standardach nadzoru korporacyjnego. To zaś może przyciągać do spółek fundusze inwestycyjne, których obecność w akcjonariacie jest pozytywnie odbierana przez innych akcjonariuszy i rynek kapitałowy.

O roli, jaką przypisuje się inwestorom instytucjonalnym w polityce wynagradzania kadry menedżerskiej, świadczą inicjatywy legislacyjne określane terminem „*say-on-pay*”. Istotą tych rozwiązań jest to, że tworzą one płaszczyznę konstruktywnego dialogu między spółką i radą spółki a akcjonariuszami, którzy obok prawa do wydawania niewiążących opinii mają możliwość głosowania nad przyjęciem planów wynagrodzeń czołowych menedżerów spółki [Urbanek 2010, s. 91]. W przypadku funduszy zbiorowego inwestowania głosowanie takie jest obowiązkowe, muszą one także ujawniać sposób głosowania. Nakłada to na nie oczywiście obowiązek monitorowania polityki wynagradzania.

Inwestorzy instytucjonalni mogą również oddziaływać na drugi obszar polityki kadrowej spółek, który jest związany z decyzjami dotyczącymi odwoływania i powoływania członków naczelnego kierownictwa korporacji. Wynika to z występowania swoistego sprzężenia zwrotnego. Stabilność posad zajmowanych przez osoby zarządzające spółkami zależy m.in. od ocen dokonywanych przez inwestorów instytucjonalnych, opartych na wynikach osiągniętych z utrzymywanych portfeli aktywów. Jednocześnie oceny inwestorów dokonywane przez indywidualnych klientów, którzy powierzyli im swoje środki, zależą od zdolności funduszy do kreowania ponadprzeciętnych wyników operacyjnych, co warunkuje osiągnięcie wymaganej zyskowności inwestycji [Prahalač 1993, s. 42]. Badania empiryczne wykazują, że w okresach poprzedzających wymuszoną wymianę naczelnego kierownictwa korporacji zarówno kapitałowe zaangażowanie, jak i liczba inwestorów instytucjonalnych zmniejszają się [Parrino, Sias i Starks 2003, s. 2]. Jest to tłumaczone pogarszającymi się wynikami ekonomicznymi, które zazwyczaj poprzedzają radykalne ruchy kadrowe w spółkach, lepszym dostępem do informacji, co umożliwia wcześniejszą antycypację takich sytuacji, i przekonaniem, że tego typu decyzje podejmowane przez rady spółek mogą być zbyt kosztowne. Z drugiej strony istnieją przesłanki wskazujące, że to wyjście inwestora ze spółki może skłaniać rady spółek do wymiany kadry kierowniczej.

Pośrednią formą sprawowania przez inwestorów instytucjonalnych kontroli nad spółką jest zakup lub sprzedaż jej akcji. Tego rodzaju decyzje mogą stanowić swoisty barometr dla innych akcjonariuszy, w tym przede wszystkim akcjonariuszy indywidualnych. Obecność lub wyjście inwestora instytucjonalnego ze spółki jest odbierane jako informacja na temat kondycji finansowej spółki i jej perspektyw rozwojowych. Jest to też ważny sygnał wysyłany do kierownictwa spółki. Sprzedaż znaczących pakietów akcji może bezpośrednio wpływać na wartość aktywów będących w posiadaniu menedżerów oraz ich dochody z tytułu programów partycypacji we własności, a pośrednio na ich pozycję i reputację na rynku pracy menedżerów. Odwrotnych efektów należy

oczekiwać w sytuacji kapitałowego wejścia inwestora do spółki. W tej sytuacji osobom zarządzającym może zależeć na zapewnieniu spółce właściwej struktury właścicielskiej, która będzie dobrze postrzegana przez rynek kapitałowy.

Mimo wielu argumentów świadczących o możliwościach aktywnego zaangażowania się inwestorów instytucjonalnych w nadzór korporacyjny, trudno wskazać jednoznaczne dowody, że przekłada się to na wyższą jakość standardów nadzoru i daje efekty w postaci wzrostu długookresowej efektywności korporacji. Wynika to między innymi z barier, na jakie napotykają inwestorzy instytucjonalni w procesie nadzoru nad spółkami. Pierwsza jest związana z horyzontem czasowym kapitałowego zaangażowania w spółkę. Działając pod ciągłą presją raportowania bieżących wyników na zarządzanych portfelach aktywów, w okresach kwartalnych lub rocznych [Graves i Waddock 1990], nie mogą sobie pozwolić na angażowanie się w przedsięwzięcia przynoszące wyniki długookresowe. Ta presja może być przenoszona na zarządy spółek, które pod jej wpływem wykazują nadmiernie krótkookresową orientację przy formułowaniu strategii.

Ograniczenie aktywnego udziału funduszy zbiorowego inwestowania w nadzorze korporacyjnym wynika również z konieczności utrzymywania płynności portfela aktywów. Zbytne zaangażowanie w nadzór tworzy wysokie koszty alternatywne z punktu widzenia utraconej płynności. Łatwiej i bezpieczniej jest wyjść ze spółki, niż podejmować długookresowe działania naprawcze. Jest to często obserwowane w praktyce zachowanie inwestorów, określane terminem „*Wall Street Rule*”. Nie należy oczekiwać, że inwestorzy będą skłonni utrzymać swoje aktywa w spółkach mających problemy i dodatkowo ponosić koszty monitorowania działalności zarządów takich spółek, zwłaszcza wtedy, kiedy szanse na skuteczną interwencję są niewielkie [Short i Keasy 1997].

Kolejna bariera ograniczająca skuteczność nadzoru sprawowanego przez inwestorów nad zarządami spółek wynika z występowania regulacji prawnych, które mogą zmniejszać stopień zaangażowania inwestorów w proces kontroli korporacji [David i Kochar 1996]. Tego typu przepisy obowiązują m.in. w Stanach Zjednoczonych, gdzie otwarte fundusze inwestycyjne nie mogą wchodzić w posiadanie pakietów akcji indywidualnej spółki przekraczających 10% jej kapitału akcyjnego<sup>1</sup> [Jeżak 2010]. Fundusze inwestycyjne tworzą zdywersyfikowane portfele aktywów, obejmujące akcje setek spółek. Ogrom informacji, które należałoby przetworzyć, stanowi kolejną barierę w sprawowaniu nadzoru korporacyjnego przez inwestorów instytucjonalnych w spółkach portfelowych [Baker 2011, s. 151–152].

---

<sup>1</sup> Podobne ograniczenie przyjęto w polskim prawie. Art. 104 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. 2004 Nr 146, poz. 1546) zawiera zakaz nabywania papierów wartościowych dających więcej niż 10% głosów w którymkolwiek organie emitenta. Co więcej, papiery wartościowe nabyte przez różne otwarte fundusze inwestycyjne zarządzane przez jedno TFI są traktowane jako jeden pakiet i pozwalają na łączne wykonywanie do 10% ogólnej liczby głosów.

Można spotkać się również z opiniami, że bardziej aktywne zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w tworzenie polityki wynagradzania czołowych menedżerów w rozumieniu regulacji typu „say-on-pay” może być problematyczne [Sheehan 2011]. Adaptacja tych regulacji we wszystkich spółkach publicznych może doprowadzić do nadmiernego zawężenia koncepcji „dobre praktyki wynagradzania menedżerów”. Konieczność indywidualnego monitorowania systemów wynagradzania w spółkach przez inwestorów instytucjonalnych byłaby bardzo pracochłonna i kosztowna. W tej sytuacji naturalne będzie poszukiwanie standardowych procedur oceny efektywności tych systemów, które nie będą mogły uwzględniać specyfiki konkretnej spółki. Stąd pojawiają się propozycje ograniczenia listy spółek, które podlegałyby ustawie, do 500 największych amerykańskich korporacji [Gordon 2009, s. 324–326].

Ograniczeniom podlega też pośrednia forma sprawowania kontroli nad spółką, jaką jest zakup lub sprzedaż jej akcji. W przypadku inwestorów instytucjonalnych skala tego rodzaju transakcji może prowadzić do wysokich kosztów i ryzyka poniesienia strat ze względu na efekty podażowo-popytowe.

### **Ekonomiczne i prawne uwarunkowania wykonywania funkcji nadzorczych przez TFI w Polsce**

Fundusze inwestycyjne należą do grupy inwestorów, która charakteryzuje się najsilniejszą presją na krótkoterminowe wyniki. Jest to rezultat ciągłego porównywania wyników między funduszami oraz w odniesieniu do przyjętych benchmarków, co stanowi podstawę oceny funduszy. Specyfika funduszy inwestycyjnych jako inwestorów wpływa na ich działania jako akcjonariuszy – krótki horyzont inwestycyjny nie sprzyja zaangażowaniu w sprawy spółek i budowaniu długotrwałych relacji, a w połączeniu z profilem ryzyka skłania raczej do realizowania strategii wyjścia niż strategii głosu.

Zgodnie z obowiązującym prawem<sup>2</sup> fundusz inwestycyjny to osoba prawna, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych publicznie. Organem funduszu inwestycyjnego jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych (TFI), które zarządza funduszem i reprezentuje go w stosunkach z osobami trzecimi, przy czym zarówno TFI, jak i fundusz są odrębnymi osobami prawnymi. Konsekwencje takiego uregulowania stosunków między obydwojma podmiotami są zauważalne m.in. w sposobie sprawowania funkcji właścicielskich w spółkach, których akcje są przedmiotem inwestycji funduszu. Akcjonariuszem jest wprawdzie fundusz, jednak w stosunkach ze spółką reprezentuje go TFI, przy czym TFI nie działa jak pełnomocnik funduszu, a więc nie jest w żaden sposób związany jakimikolwiek jego instrukcjami. Z prawnego punktu widzenia zatem jeden podmiot podejmuje decy-

<sup>2</sup> Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. z 2004 r. Nr 146, poz. 1546).

zje, np. głosując w określony sposób na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, a drugi ponosi ekonomiczne konsekwencje tych decyzji.

Towarzystwo funduszy inwestycyjnych może tworzyć wiele funduszy, zróżnicowanych zarówno pod względem rodzaju, konstrukcji, jak i typu. Ustawa o funduszach inwestycyjnych z 2004 r. dopuszcza tworzenie trzech rodzajów funduszy inwestycyjnych: otwartych (FIO), specjalistycznych otwartych (SFIO) oraz zamkniętych (FIZ). Każdy z trzech rodzajów funduszy może zostać utworzony jako modelowy lub w formie konstrukcji szczególnej. Ustawa dopuszcza pod tym względem tworzenie funduszy:

- z różnymi kategoriami jednostek uczestnictwa,
- z wydzielonymi subfunduszami,
- podstawowego wraz z funduszami powiązanymi.

Ustawodawca sformułował wymóg, że każdy fundusz musi mieć w statucie określone szczegółowo zasady polityki inwestycyjnej, obejmujące:

- typy i rodzaje instrumentów będących przedmiotem lokat,
- kryteria doboru lokat,
- zasady dywersyfikacji i limity inwestycyjne,
- dopuszczalną wysokość zadłużenia funduszu.

Ramowy zakres elementów polityki inwestycyjnej wyznacza ustawa dla każdego rodzaju funduszu z osobna. Zostały one ukształtowane tak, aby FIO i SFIO zachowywały jak największą dywersyfikację i płynność lokat, a FIZ miały najszerzy katalog możliwości inwestycyjnych oraz najwyższy dopuszczalny poziom lewarowania.

Zróżnicowanie funduszy inwestycyjnych, obok rodzaju i konstrukcji, może obejmować także różne ich typy pod względem przedmiotu inwestycji. Ustawodawca skonkretyzował wymagania jedynie odnośnie do czterech szczególnych typów funduszy inwestycyjnych, pozostawiając ukształtowanie formy podstawowych typów funduszy praktyce rynkowej. W szczególny sposób potraktowane zostały: fundusz rynku pieniężnego, sekurytyzacyjny, aktywów niepublicznych i portfelowy. Dla każdego z nich określono odmienne bądź dodatkowe rozwiązania, adekwatne dla danego typu i rodzaju funduszu.

Zdecydowana większość typów funduszy może inwestować w akcje spółek publicznych. Jeżeli jedno TFI utworzy wiele funduszy i subfunduszy, a każdy z nich prowadzi odrębną politykę inwestycyjną, może dojść do sytuacji, w której w portfelach tych funduszy znajdują się niezależnie od siebie akcje tej samej spółki. Wówczas są one traktowane łącznie jak jeden pakiet, co po przekroczeniu określonych ustawowo progów notyfikacji<sup>3</sup> stwarza dla TFI obowiązki informacyjne.

Prawo pozytywne nie stanowi jedyne źródła norm w obszarze *corporate governance*. Ważną rolę w tym zakresie odgrywają także unormowania zawarte w różnego rodzaju kodeksach dobrych praktyk, należących do tzw. *soft law*.

<sup>3</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2005 r., Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.).



Mają one charakter dobrowolnie przyjętych reguł postępowania, dotyczących określonej kategorii podmiotów. W 2006 r. uchwalono *Kodeks dobrych praktyk inwestorów instytucjonalnych* [2006], który ma być „pomocny w zdefiniowaniu zasad, reguł i poziomu należytej staranności w relacjach pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi, ich klientami i emitentami instrumentów finansowych”. W odniesieniu do tego kodeksu przyjęto rozwiązanie zwyczajowo stosowane w przypadku tego typu dokumentów, opierające się na zasadzie „zastosuj bądź wyjaśnij” (*comply or explain*), co oznacza dobrowolność przyjęcia całości bądź części zapisów z koniecznością złożenia wyjaśnień dotyczących przyczyn nieuwzględniania regulacji, które nie zostały przyjęte.

Wpływ stosowania tego kodeksu na sprawowanie funkcji właścicielskich przez fundusze inwestycyjne jest istotny, ponieważ dużo zapisów poświęcono w nim relacjom z emitentami akcji. Przede wszystkim stwierdzono, że „dążyć należy do tego, aby emitenci i inwestorzy instytucjonalni stosowali zasady nadzoru korporacyjnego”<sup>4</sup>. Podkreślono więc rolę przedsięwzięć zbiorowego inwestowania w umacnianiu ładu korporacyjnego na rynku kapitałowym. Ponadto w kodeksie znajduje się szereg zapisów szczegółowych dotyczących walnego zgromadzenia akcjonariuszy, w tym zalecenie brania udziału w każdym zgromadzeniu, zwłaszcza w przypadku posiadania pakietu akcji równego co najmniej 5% głosów (pkt. 7.1, 8.1). Co więcej, wprowadzono zasadę przedstawiania, na żądanie klienta, uzasadnienia decyzji o nieuczestniczeniu w WZA (pkt 9.1). Uregulowano też zasady ogólne dotyczące głosowania w sprawie niektórych uchwał podejmowanych przez WZA (np. programów motywacyjnych dla zarządu czy mechanizmów obrony przed przejęciami).

W kodeksie dopuszczono także wymianę opinii i uzgodnienia stanowisk między inwestorami instytucjonalnymi przed walnym zgromadzeniem akcjonariuszy spółki, nie uruchamiające procedury porozumienia, regulowanej przepisami powszechnymi (pkt. 11.1–18 i 12.1–3). Ponadto określono, że „inwestorzy instytucjonalni za naturalne i logiczne uznają możliwość bezpośredniego kontaktu swoich przedstawicieli z przedstawicielami zarządu i rady nadzorczej spółki portfelowej” (pkt 29.1). Jako przeciwagę do tego postanowienia w kodeksie umieszczono też zapis, że inwestorzy instytucjonalni „w razie uzyskania istotnych informacji nie powinni ich wykorzystywać ani ujawniać” (pkt 28.2).

*Kodeks dobrych praktyk inwestorów instytucjonalnych* może więc prowadzić do istotnej modyfikacji sposobu wykonywania uprawnień właścicielskich przez fundusze inwestycyjne, o ile jego postanowienia zostaną przez nie przyjęte. Tymczasem z informacji zawartych na stronie [www.IZFA](http://www.IZFA) wynika, że w okresie od chwili uchwalenia do 1 stycznia 2008 r. kodeks przyjęło zaledwie 12 TFI, z czego część z wyłączeniami dotyczącymi właśnie relacji z emitentami. Tak więc faktyczny zakres oddziaływania kodeksu jest znacznie mniejszy, niż można byłoby się tego spodziewać.

<sup>4</sup> Ibidem, pkt 1.2.

Oprócz zbiorowych kodeksów dobrych praktyk niektóre TFI przyjmują własne kodeksy (np. *Kodeks etyki KBC TFI S.A.*). Zakres ich oddziaływania na postępowanie w kwestii wykonywania uprawnień własnościowych przez fundusze ogranicza się jednak do unifikacji postępowania w ramach jednego TFI.

### **Charakterystyka badanej próby**

Badania dotyczą udziału TFI w akcjonariacie spółek publicznych notowanych na koniec roku 2006, 2008 i 2010 na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Pod uwagę wzięto Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych i spółki zarejestrowane w Polsce. Wybór takiego czasu badania podyktowany był z jednej strony chęcią objęcia ich zasięgiem stosunkowo długiego okresu, z drugiej zaś uniknięto bezpośredniego wpływu załamania rynku spowodowanego kryzysem finansowym z przełomu lat 2007 i 2008 na analizowane zmienne. Dane na temat liczby akcji spółek znajdujących się w portfelach funduszy i subfunduszy zarządzanych przez każde z Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych pochodziły z rocznych sprawozdań finansowych tych funduszy i subfunduszy, a zostały zebrane przez Ipopema Securities S.A. Dane dotyczące liczby wyemitowanych akcji, wartości rynkowej i księgowej oraz poziomów wskaźników rynkowych dla każdej ze spółek zostały zaczerpnięte z Ceduły Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie – nr 250(3457) z 2006 r., 251(3961) z 2008 r. oraz nr 252(4465) z 2010 r. Informacje na temat stóp zwrotu pochodziły z Roczników Giełdy z lat 2007, 2009 i 2011. Źródłem informacji na temat akcjonariatu, osób zarządzających oraz wyników finansowych polskich spółek publicznych były raporty okresowe oraz bieżące spółek giełdowych, publikowane w ramach systemu ESPI. Korzystano również z serwisów internetowych Bankier.pl oraz bazy danych Notoria Serwis.

W okresach objętych badaniem występowały istotne różnice, jeśli chodzi o koniunkturę gospodarczą i poziom indeksów giełdowych. Rok 2006 to okres hossy na rynku kapitałowym. Stopy zwrotu w indeksów WIG i WIG20 wyniosły odpowiednio 41,60% i 23,75%. Rok 2008 to z kolei okres bessy. Na koniec roku 2008 dwa najważniejsze indeksy giełdowe odnotowały straty –51,07% (WIG) oraz –48,21% (WIG20). Ostatni rok analizy charakteryzują niewielkie wzrosty indeksów giełdowych – WIG wzrósł o 18,71% a WIG20 o 14,88%, jednak nadal ich wartości pozostawały poniżej poziomów z końca 2006 r. Badanie udziałów funduszy inwestycyjnych w spółkach giełdowych w tak różnych okresach może dostarczyć interesujących wyników, jeśli chodzi o wpływ sytuacji gospodarczej na strategie inwestycyjne funduszy i ich zaangażowanie w nadzór korporacyjny.

### **Udziały TFI w kapitale spółek publicznych**

Analiza całkowitego udziału TFI w kapitale własnym polskich spółek publicznych w latach 2006–2010 wskazuje na nieznaczny wzrost ich

zaangażowania (tab. 1). Na koniec roku 2006 mediana łącznego udziału TFI wynosiła ponad 6,67%, a maksymalny udział w kapitale ponad 42%, w 2010 r. wielkości te wyniosły odpowiednio 7,69% i 64,4%. Podobną tendencję można zauważyć, analizując pozycję zajmowaną w spółkach przez TFI o największym udziale w kapitale danej spółki. W kolejnych latach ich przeciętne udziały rosły nieznacznie, natomiast maksymalny udział pierwszego TFI zwiększył się dwukrotnie – z niespełna 17% do ponad 41%.

**Tabela 1. Udziały TFI w kapitale własnym spółek (%)**

	2006 r.	2008 r.	2010 r.
TFI łącznie			
Średnia	8,93	9,77	10,21
Mediana	6,67	7,48	7,69
Max	42,16	64,10	64,41
TFI o największym udziale w kapitale danej spółki			
Średnia	3,98	4,87	4,99
Mediana	3,10	3,79	3,82
Max	16,61	29,53	41,34

Źródło: Opracowanie własne.

Porównując otrzymane wyniki ze wskaźnikami koncentracji własności polskich spółek giełdowych, można zauważyć dwie tendencje. Z jednej strony pozycja największych akcjonariuszy spółek jest bardzo stabilna – mediana ich udziału we własności mieści się na przestrzeni lat 2006–2010 w przedziale 35–38% [Urbanek 2011, s. 226]. Z drugiej strony, pozycja funduszy inwestycyjnych jako akcjonariuszy spółek publicznych w stosunku do właścicieli największego pakietu akcji uległa pewnemu wzmocnieniu.

Kolejnym parametrem, który charakteryzuje rolę funduszy inwestycyjnych w procesach nadzoru korporacyjnego, jest liczba TFI w akcjonariacie spółek (tab. 2). Zakładając zbieżność celów tego rodzaju inwestorów instytucjonalnych, można przyjąć, iż mniejsza ich liczba ułatwia wypracowanie wspólnej strategii postępowania wobec spółki, chociaż duże znaczenie ma też struktura i łączna wielkość udziałów TFI. We wszystkich badanych latach struktura spółek pod względem liczby zaangażowanych w nie funduszy była dość stabilna. Wzrósł udział spółek, w których fundusze inwestycyjne nie mają żadnych udziałów (o 1 pkt proc.) oraz spółek, w których akcjonariuszami jest równocześnie więcej niż 15 funduszy (o ponad 4 pkt. proc.). Natomiast nieznacznie zmalał udział spółek, których akcje ma 1–5 albo 6–15 TFI. Ta zmiana struktury związana była m.in. ze wzrostem liczby samych TFI inwestujących w akcje polskich spółek (choć z początkowych 21 zostało w 2008 r. tylko 18, to w 2010 r. ich liczba zwiększyła się do 25).

**Tabela 2. Liczba TFI w akcjonariacie spółek (liczba i % spółek)**

Liczba TFI w spółce	2006 r.	2008 r.	2010 r.
0	44 16,5%	57 16,5%	66 17,7%
1-5	104 39,1%	131 37,7%	134 36,0%
6-15	101 37,8%	137 39,6%	133 35,8%
Powyżej 15	18 6,7%	21 6,1%	39 10,5%

Źródło: Opracowanie własne.

W warunkach zamkniętego systemu kontroli nad spółkami istotnym parametrem charakteryzującym zakres kontroli sprawowanej przez największych akcjonariuszy jest relacja udziału we własności największego akcjonariusza i akcjonariuszy mniejszościowych. Porównanie łącznych udziałów TFI w poszczególnych spółkach z udziałami właściciela największego pakietu akcji (tab. 3) prowadzi do wniosku, że inwestorzy instytucjonalni nie dążą do osiągnięcia pozycji dominującej w spółkach, bowiem tylko w mniej niż 15% spółek ich łączne udziały były większe lub równe udziałom największego akcjonariusza notyfikowanego. Przeciętna relacja udziałów TFI do udziału największego akcjonariusza wynosi 40–45%, natomiast mediana to tylko 15–16%. Wielkości charakteryzujące średnie rynkowe są dość stabilne w czasie, co oznacza, że kryzys nie przyniósł daleko idących zmian w zakresie budowania portfela przez TFI.

**Tabela 3. Relacja całkowitych udziałów TFI w kapitale własnym do udziału największego akcjonariusza**

		2006 r.*	2008 r.	2010 r.
Σ TFI ≥ udział 1 akcjonariusza	liczba spółek	27	37	37
	udział spółek w populacji	10,11%	14,6%	11,2%
Σ TFI < udział 1 akcjonariusza	liczba spółek	234	216	290
	udział spółek w populacji	87,64%	85,4%	88,7%
Relacja łącznych udziałów TFI do udziału największego akcjonariusza				
Średnia		0,40	0,45	0,40
Mediana		0,16	0,15	0,16
Max		3,04	5,60	6,59

\* W 6 spółkach odnotowano 100% *free float*.

Źródło: Opracowanie własne.

## Charakterystyka publicznych spółek portfelowych

Charakterystyka spółek, w których udziały mają fundusze inwestycyjne, może wskazać kryteria, jakimi kierują się fundusze przy tworzeniu swoich portfeli. W literaturze podkreśla się, że celem funduszy często są spółki będące w złej kondycji finansowej, co daje szansę na osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu w przyszłości [Scatina 2001]. Innymi cechami spółek, które wydają się być ważne dla funduszy, są wielkość oraz skład akcjonariatu [Smith 1996]. Bardziej atrakcyjne są duże spółki, w których udziały mają inni inwestorzy instytucjonalni i jednocześnie własność insiderów jest niewielka. Duże rozmiary spółki zapewniają większą płynność obrotu akcjami, natomiast właściwa struktura akcjonariatu daje większe możliwości przeforsowania własnych pomysłów.

Analiza spółek została przeprowadzona na podstawie takich cech, jak wielkość oraz typ największego akcjonariusza. Dla potrzeb oceny relacji między wielkością spółki a zaangażowaniem kapitałowym TFI spółki zostały podzielone na kwartyły według rosnącego poziomu kapitalizacji i wartości księgowej. Dla każdego kwartyłu wyznaczony został średni udział TFI w kapitale własnym, udział pierwszego TFI oraz liczba TFI (tab. 4).

**Tabela 4. Zaangażowanie TFI w spółkach według kwartyli kapitalizacji i wartości księgowej**

		Kwartył				Ogółem
		1 (spółki bardzo małe)	2 (spółki małe)	3 (spółki średnie)	4 (spółki duże)	
<b>Średnie udziały wszystkich TFI w kapitale własnym spółek</b>						
2006 r.	kapitalizacja	3,79%	10,27%	12,62%	8,96%	8,93%
	wartość księgowa	4,53%	10,74%	10,81%	9,58%	
2008 r.	kapitalizacja	4,92%	10,99%	12,34%	10,81%	9,77%
	wartość księgowa	6,67%	8,92%	13,27%	10,20%	
2010 r.	kapitalizacja	4,55%	13,19%	13,60%	9,52%	10,21%
	wartość księgowa	6,23%	11,87%	13,35%	9,42%	
<b>Średnie udziały pierwszego TFI w kapitale własnym spółek</b>						
2006 r.	kapitalizacja	2,45%	4,68%	5,34%	3,43%	3,94%
	wartość księgowa	2,54%	4,87%	4,72%	3,77%	
2008 r.	kapitalizacja	3,16%	5,69%	5,65%	4,94%	4,87%
	wartość księgowa	3,92%	4,37%	6,28%	4,88%	
2010 r.	kapitalizacja	2,87%	6,42%	6,00%	4,68%	4,99%
	wartość księgowa	3,71%	5,70%	5,79%	4,77%	
<b>Średnia liczba TFI w spółce</b>						
2006 r.	kapitalizacja	1,23	3,81	6,51	11,42	5,76
	wartość księgowa	1,74	4,18	5,82	11,22	
2008 r.	kapitalizacja	1,64	3,13	5,18	10,84	5,19
	wartość księgowa	1,70	3,05	5,48	10,56	
2010 r.	kapitalizacja	1,30	3,87	7,14	13,15	6,37
	wartość księgowa	1,58	4,16	6,81	12,91	

Źródło: Opracowanie własne.

Dane zawarte w tabeli 4 wskazują, że im większa jest spółka, tym więcej funduszy ma jej akcje w swoim portfelu. Jednak łączne zaangażowanie TFI w spółki rośnie wraz z wielkością podmiotu tylko do pewnego poziomu – w największych spółkach (ostatni kwartył) udziały TFI są średnio dość niskie. Wynika to z dywersyfikacji portfela inwestycji przez poszczególne fundusze. Ten wniosek potwierdza również niższe niż w mniejszych podmiotach średnie zaangażowanie w pojedynczą dużą spółkę funduszu o największym udziale w jej kapitale własnym.

Kolejny obszar analizy dotyczy udziału TFI w kapitale spółek charakteryzujących się odmiennym typem właściciela największego pakietu akcji. W tym celu wyróżniono następujące kategorie inwestorów:

- 1) indywidualni – członkowie zarządu (w obecnej i poprzedniej kadencji),
- 2) indywidualni – członkowie rady nadzorczej (w obecnej i poprzedniej kadencji),
- 3) indywidualni – pozostałe osoby fizyczne,
- 4) zagraniczni branżowi,
- 5) krajowi branżowi,
- 6) TFI,
- 7) podmioty państwowe; Skarbu Państwa oraz jednostki powiązane z sektorem publicznym (podmioty komunalne, NFOŚNiGW),
- 8) inni instytucjonalni – Otwarte Fundusze Emerytalne, firmy zarządzające aktywami, towarzystwa ubezpieczeniowe, Narodowe Fundusze Inwestycyjne,
- 9) pozostali.

Rozkłady wielkości udziałów TFI w spółkach z uwzględnieniem typu akcjonariusza posiadającego największy pakiet akcji w kolejnych latach nie wskazują znaczących różnic, co pozwala stwierdzić występowanie pewnych tendencji w polityce inwestycyjnej funduszy (tab. 5). Fundusze chętniej angażują swoje środki w spółki o silnym ośrodku zarządzania – mają wyższą niż przeciętna reprezentację w spółkach, w których największy pakiet akcji należy do osób zarządzających, a także w takich podmiotach, gdzie występuje krajowy inwestor branżowy. Nieco mniejsze średnie zaangażowanie TFI w spółki z udziałem zagranicznych inwestorów branżowych, w których również występuje silny ośrodek władzy, spowodowane jest w dużej mierze wysokim stopniem koncentracji własności tych spółek i mniejszą dostępnością ich akcji.

Z kolei przeciętnie wysokie udziały TFI w spółkach, w których największy akcjonariusz należy do grupy innych instytucjonalnych lub samych TFI, wynika z podobnego sposobu oceny projektów inwestycyjnych przez instytucje finansowe, chociaż w tym ostatnim przypadku należy pamiętać o autokorelacji danych (jeśli największym akcjonariuszem jest jedno TFI, to rośnie prawdopodobieństwo, że suma udziałów wszystkich TFI w danej spółce będzie wysoka).

W pozostałych kategoriach spółek, wyodrębnionych na podstawie typu pierwszego akcjonariusza, zaangażowanie TFI jest mniejsze. Nie ma jednak takiego typu spółek, w których TFI by nie było w ogóle, co wynika zarówno

z konieczności dywersyfikacji portfeli przy ograniczonej populacji spółek, jak i z selektywności portfeli poszczególnych funduszy.

**Tabela 5. Typ pierwszego akcjonariusza a udziały TFI w kapitale własnym spółek (liczba spółek)**

Typ pierwszego akcjonariusza	2008 r.					2010 r.				
	udziały TFI w kapitale własnym spółek (kwartyle)				ogółem	udziały TFI w kapitale własnym spółek (kwartyle)				ogółem
	znikome lub brak (1)	małe (2)	średnie (3)	duże (4)		znikome lub brak (1)	małe (2)	średnie (3)	duże (4)	
Członkowie zarządu	7	14	8	20	49	21	14	21	21	77
Członkowie rady nadzorczej	10	12	9	3	34	9	10	12	6	37
Pozostali indywidualni	1	1	5	3	10	6	3	11	5	25
Zagraniczni branżowi	4	11	11	3	29	6	11	10	4	31
Krajowi branżowi	7	6	5	13	31	12	11	10	12	45
TFI	1	4	3	11	19	4	7	4	8	23
Podmioty państwowe	1	2	4	2	9	2	6	2	1	11
Inni instytucjonalni	2	4	2	11	19	3	2	3	16	24
Pozostali	4	4	5	3	16	13	6	4	8	31

Źródło: Opracowanie własne.

## Udziały TFI w spółkach publicznych a polityka kadrowa

Polityka kadrowa jest jednym z najważniejszych narzędzi nadzoru korporacyjnego. Od tego, kogo rada powoła na stanowisko prezesa zarządu i jaki będzie skład zarządu, w dużym stopniu zależą wyniki osiągane przez spółki. Wyniki badań przeprowadzonych na próbie polskich spółek publicznych wskazują, że pozycja zajmowana przez osoby zarządzające spółkami nie jest stabilna [Urbanek 2010]. Zmiany na stanowisku prezesa występują stosunkowo często, szczególnie jeżeli brany jest pod uwagę okres dłuższy niż jeden rok. Okazuje się, iż udział TFI w strukturach własnościowo-kontrolnych spółek jest czynnikiem bardziej stabilizującym skład zarządu niż wpływającym na większą fluktuację naczelną kadry kierowniczej (tab. 6). Zmiany na stanowisku prezesa zarządu oraz innych członków zarządu relatywnie częściej występowały w spółkach z mniejszym zaangażowaniem funduszy inwestycyjnych.

**Tabela 6. Częstość zmian składu zarządu w spółkach z uwzględnieniem zaangażowania TFI w kapitale własnym**

	Udziały TFI w kapitale własnym spółek (kwartyle)				Ogółem
	znikome lub brak (1)	małe (2)	średnie (3)	duże (4)	
2008 r.					
Częstość zmiany na stanowisku prezesa	0,27	0,18	0,11	0,20	0,19
Średni wskaźnik fluktuacji członków zarządu	1,38	1,20	1,16	1,20	1,23
2010 r.					
Częstość zmiany na stanowisku prezesa	0,29	0,13	0,20	0,13	0,18
Średni wskaźnik fluktuacji członków zarządu	1,27	1,17	1,16	1,18	1,19

Źródło: Opracowanie własne.

### Udziały TFI a wyniki finansowe spółek

Kolejna z badanych relacji dotyczy związku między zaangażowaniem funduszy inwestycyjnych a wynikami ekonomicznymi spółek. Zależność ta może być postrzegana zarówno przez pryzmat wyboru spółek portfelowych na podstawie osiągniętych przez nie wyników, jak i z punktu widzenia wpływu funduszy na wyniki spółek poprzez sprawowanie efektywnego nadzoru nad ich działalnością. Za miary wyników ekonomicznych przyjęto roczne wskaźniki stóp zwrotu z akcji (jako podejście rynkowe) oraz ROE (jako podejście fundamentalne). Porównywano przeciętny poziom tych wskaźników dla kwartyli według udziału TFI w kapitale własnym dla dwóch okresów: roku, na koniec którego określono udział funduszu, oraz następnego roku (tab. 7).

**Tabela 7. Mediana stopy zwrotu z akcji i ROE dla grup spółek wyodrębnionych ze względu na udział TFI w kapitale własnym**

	Udziały TFI w kapitale własnym spółek (kwartyle)				Ogółem
	znikome lub brak (1)	małe (2)	średnie (3)	duże (4)	
Stopa zwrotu z akcji w 2008	-66,34	-59,78	-66,41	-59,47	-62,27
ROE w 2008	1,87	6,38	7,56	7,41	6,32
Stopa zwrotu z akcji w 2009	24,04	54,76	37,56	39,92	37,85
ROE w 2009	1,28	4,74	7,29	6,73	5,61
Stopa zwrotu z akcji w 2010	-8,33	4,36	17,27	17,11	8,65
ROE w 2010	1,40	7,45	5,31	10,38	6,57
Stopa zwrotu z akcji w 2011	-41,47	-31,08	-35,64	-41,37	-38,89
ROE w 2011	4,85	6,86	8,28	9,57	7,06

Źródło: Opracowanie własne.



Wyniki obliczeń zawarte w tabeli 7 wskazują na to, że zarządzający funduszami dobrze rozpoznają spółki pod względem fundamentalnej efektywności – zazwyczaj większe jest zaangażowanie TFI w spółki o wyższych wartościach ROE, i to nie tylko w roku inwestycji, ale i w następnym. Zależność między zaangażowaniem funduszy a stopą zwrotu z akcji nie ma już tak jednoznacznego przebiegu. O ile można mówić o pewnej współzależności wielkości udziałów TFI i wysokości stóp zwrotu z akcji w przypadku zysków, o tyle w przypadku ujemnych stóp zwrotu dla żadnego z badanych okresów nie stwierdzono zależności między zaangażowaniem funduszy a wynikami rynkowymi spółek. Na podstawie zaprezentowanych danych trudno jednak o ocenę wpływu obecności funduszy w akcjonariacie spółek na ich wyniki.

### Udziały TFI a zmiany własności w spółkach publicznych

Badania empiryczne prowadzone na próbach polskich spółek publicznych wskazują na występowanie stabilnych struktur własnościowo-kontrolnych. Wynika to z zamkniętego modelu kontroli nad spółkami na polskim rynku kapitałowym, który charakteryzuje się wysoką koncentracją własności i kontroli. Do zmian wśród największych akcjonariuszy dochodzi relatywnie rzadko, a transakcje fuzji i przejęć najczęściej mają charakter przyjazny lub neutralny. Może to wskazywać na ograniczone znaczenie rynku kontroli korporacji jako zewnętrznego mechanizmu nadzoru nad działalnością spółek.

Wydaje się, że ważnym czynnikiem, który może mieć wpływ na uaktywnienie rynkowego mechanizmu kontroli, jest obecność w akcjonariacie polskich spółek publicznych inwestorów instytucjonalnych, w tym funduszy inwestycyjnych. Ich zablokowana własność może stanowić znaczącą opozycję w stosunku do dominujących akcjonariuszy zainteresowanych utrzymaniem w spółce *status quo*. Świadczy o tym kilka przykładów spektakularnych przejęć, jakie miały miejsce na polskiej giełdzie w ostatnich latach.

Na potrzeby oceny tego zjawiska dokonano analizy zaangażowania funduszy inwestycyjnych w spółkach, w których doszło do zmiany właścicieli pierwszego, pierwszego i drugiego oraz trzech największych pakietów akcji. W tym celu policzono średnie prawdopodobieństwo zmiany dla czterech grup spółek wyodrębnionych ze względu na udział TFI w kapitale własnym (tab. 8)<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Na potrzeby analizy przyjęto, iż w spółkach, w których doszło do zmiany właścicieli trzech największych pakietów akcji, prawdopodobieństwo wynosi 1, dla pozostałych spółek 0.

**Tabela 8. Prawdopodobieństwo zmiany na stanowisku właścicieli trzech pierwszych pakietów akcji dla grup spółek wyodrębnionych ze względu na udział TFI w kapitale własnym**

	Udziały TFI w kapitale własnym spółek (kwartyle)				Ogółem
	znikome lub brak (1)	małe (2)	średnie (3)	duże (4)	
<b>Rok 2008</b>					
Zmiana właściciela 1. pakietu w 2008 r.	0,35	0,29	0,03	0,31	0,24
Zmiana właściciela 1. i 2. pakietu w 2008 r.	0,29	0,24	0,02	0,21	0,19
Zmiana właściciela 1., 2. i 3. pakietu w 2008 r.	0,23	0,14	0,02	0,13	0,12
<b>Rok 2010</b>					
Zmiana właściciela 1. pakietu w 2010 r.	0,23	0,16	0,22	0,25	0,22
Zmiana właściciela 1. i 2. pakietu w 2010 r.	0,21	0,10	0,16	0,23	0,18
Zmiana właściciela 1., 2. i 3. pakietu w 2010 r.	0,16	0,10	0,11	0,17	0,14

Źródło: Opracowanie własne.

Otrzymane rezultaty nie wskazują na to, że większa obecność funduszy inwestycyjnych w spółce wpływa istotnie na większe prawdopodobieństwo zmian struktur własnościowo-kontrolnych. W roku 2008 zależność ta ma nawet odwrotny charakter. Relatywnie częściej do zmiany właścicieli największych pakietów dochodziło w spółkach, w których TFI mają najmniejsze udziały. W tej grupie spółek zmiana właściciela pierwszego pakietu akcji nastąpiła w 35% spółek, w grupie trzeciej – o średnim zaangażowaniu kapitałowym TFI – do zmiany właściciela pierwszego pakietu doszło tylko w 3% spółek. Podobne wyniki wystąpiły dla zmian właścicieli pierwszego i drugiego oraz pierwszego, drugiego i trzeciego pakietu akcji. W roku 2010 otrzymano identyczne rezultaty dla grup spółek o najmniejszym i największym zaangażowaniu TFI.

Na podstawie otrzymanych wyników nie można formułować jednoznacznych wniosków o braku wpływu funduszy inwestycyjnych na przebieg i częstotliwość procesów fuzji i przejęć na polskim rynku kapitałowym. Ich postawa może mieć istotne znaczenie w sytuacji, kiedy dochodzi do próby wrogiego przejęcia. Tymczasem w spółkach publicznych w większość przypadków zmiany właścicieli największych pakietów akcji mają charakter przyjazny lub neutralny, co oznacza, że obecność w akcjonariacie inwestorów instytucjonalnych nie musi decydować o tym, czy dochodzi do transakcji, czy też nie.

### Zakończenie

Znaczący udział inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie jest uznawany za cechę świadczącą o wysokiej jakości struktur własnościowo-kontrolnych

spółek publicznych. Wynika to przede wszystkim z oczekiwań, jakie są formułowane w stosunku do tego typu inwestorów jeśli chodzi o ich zaangażowanie w procesy nadzoru korporacyjnego. W artykule podjęta została próba weryfikacji tej tezy. W tym celu dokonano oceny roli, jaką pełnią towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI) jako akcjonariusze w spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Otrzymane rezultaty pokazują, że fundusze inwestycyjne mogą pełnić ograniczoną rolę w procesach nadzoru korporacyjnego w polskich spółkach publicznych. Wynika to przede wszystkim z relatywnie niewielkiej skali zaangażowania kapitałowego funduszy. Wzrost tego zjawiska, który jest obserwowany w spółkach publicznych na świecie, w Polsce nie występuje. W badanych latach utrzymuje się stabilne zaangażowanie zarówno na poziomie całego rynku, jak i poszczególnych spółek. W warunkach zamkniętego systemu kontroli nad spółkami, który jest charakterystyczny dla polskiego rynku kapitałowego, nawet zablokowana własność funduszy rzadko może stanowić przeciwwagę dla siły głosu dominującego akcjonariusza.

Analiza spółek, w których fundusze inwestycyjne mają relatywnie znaczące udziały, również nie daje podstaw do formułowania jednoznacznych wniosków o pozytywnym wpływie funduszy na nadzór korporacyjny. Fundusze chętniej angażują się kapitałowo w spółki o silnym ośrodku zarządzania – mają wyższą niż przeciętna reprezentację w spółkach, w których największy pakiet akcji należy do osób zarządzających, a także w takich podmiotach, gdzie występuje krajowy inwestor branżowy. Udział TFI w strukturach własnościowo-kontrolnych spółek jest raczej czynnikiem stabilizującym skład zarządu niż wpływającym na większą fluktuację naczelnego kadry kierowniczej. Wyniki finansowe spółek, w które zaangażowane są TFI, są lepsze niż pozostałych spółek. Większa obecność funduszy inwestycyjnych w spółce nie wpływa istotnie na wzrost prawdopodobieństwa zmiany właścicieli największych pakietów akcji.

Otwarte pozostaje pytanie, co jest przyczyną tego, iż spółki, w których akcjonariacie występują fundusze inwestycyjne, charakteryzują się na ogół bardziej korzystnymi standardami nadzoru korporacyjnego. Może to być efektem stosowania strategii głosu, aktywnego zaangażowania się funduszy w procesy monitorowania i motywowania kadry kierowniczej spółek, co świadczyłoby o pozytywnym wpływie funduszy na procesy nadzoru korporacyjnego. Wydaje się jednak, że bardziej prawdopodobna jest inna interpretacja. Fundusze mają przewagę w stosunku do innych akcjonariuszy, przede wszystkim indywidualnych, jeśli chodzi o ocenę istniejących w spółkach standardów nadzoru korporacyjnego. Potrafią wykorzystać tę przewagę na etapie selekcji lepszych spółek do swoich portfeli. To może zatem oznaczać, że stają się beneficjentami lepszych procedur nadzorczych stosowanych przez akcjonariuszy większościowych, legitymizując tylko swoją obecnością w akcjonariacie wysoką jakość tych procedur. Ten brak zaangażowania TFI w sprawy spółek i budowania długotrwałych relacji właścicielskich może oznaczać, że podstawową strategią stosowaną przez fundusze inwestycyjne na polskim rynku kapitałowym jest strategia wyjścia.

## Bibliografia

- Adamska A. [2013], *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.
- Barker R. [2011], *Ownership structure and shareholder engagement: reflections on the role of institutional shareholders in the financial crisis*, w: *Corporate Governance and the Global Financial Crisis. International Perspective*, eds. W. Sun, J. Steward, D. Pollard, Cambridge University Press.
- Campbell K. [2010], *Corporate Governance after the Financial Crisis Institutional Investors and the Stewardship Function*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego” nr 2/1, s. 33–54.
- David P., Kochhar R. [1996], *Barriers to Effective Corporate Governance by Institutional Investors: Implications for Theory and Practice*, „European Management Journal” Vol. 14, No 5.
- Dziawgo D. [2011], *Relacje inwestorskie. Ewolucja – funkcjonowanie – wyzwania*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa.
- Gordon J.N. [2009], *“Say on Pay”: Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-In*, „Columbia Law School Working Paper” No. 343, August.
- Graves S., Waddock S. [1990], *Institutional ownership and control: implication for long-term corporate strategy*, „Academy of Management Executive” Vol. 4, No. 1.
- Hartzel, J. Starks, L. [2003], *Institutional investors and executive compensation*, „The Journal of Finance” No. 58 [6], s. 2351–2374.
- Jeżak J. [2010], *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa.
- [IZFA], *Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych*, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, [www.izfa.pl](http://www.izfa.pl)
- Kodeks dobrych praktyk inwestorów instytucjonalnych*, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami oraz Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych, Warszawa 24.X.2006 r., Preambuła.
- Lis K.A., Sterniczuk H. [2005], *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Parrino R., Sias R.W., Starks L.T. [2003], *Voting with their feet: Institutional ownership changes around forced CEO turnover*, „Journal of Financial Economics” No. 68.
- Prahalad C.K. [1993], *Corporate Governance or Corporate Value Added?: Rethinking the Primacy of Shareholder Value*, „Journal of Applied Corporate Finance” May.
- Scatina M. [2001], *Institutional Investors, Corporate Governance and Pension Funds*, „Working Paper” 13/01, Centre for Research on Pensions and Welfare Policies.
- Sheehan K. [2011], *Great Expectations: Institutional Investors, Executive Remuneration, and “Say on Pay”*, w: *Corporate Governance Failures. The Role of Institutional Investors in the Global Financial Crisis*, eds. J.P. Hawley, S.J. Kamath, and T. Williams, University of Pennsylvania Press, Philadelphia.
- Short H., Keasy K. [1997], *Institutional Shareholders and Corporate Governance in the United Kingdom*, w: *Corporate Governance. Economic, Management, and Financial Issues*, eds. K. Keasey, S. Thompson, M. Wright, Oxford University Press.

- Sławiński A. [2006], *Rola inwestorów instytucjonalnych, banków i funduszy arbitrażowych w rozwoju globalnego rynku finansowego*, Referat na konferencję „Współczesne problemy finansów międzynarodowych” Kolegium Gospodarki Światowej SGH, 17 listopada 2006 r., <http://www.nbp.pl/publikacje/wyklady/slawnski112006.pdf>.
- Smith M., [1996], *Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS*, „Journal of Finance” No. 51, s. 227–252.
- Urbanek P. [2010], *Kryzys finansowy a polityka wynagradzania menedżerów*, w: *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, red. P. Urbanek, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego.
- Urbanek P. [2010], *Rotacje zarządów polskich spółek publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, „Gospodarka Narodowa” nr 1.
- Urbanek P. [2011], *Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli na przykładzie polskich spółek publicznych*, „Zeszyty Naukowe” nr 9, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Kraków.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2005 r., Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. z 2004 r., Nr 146, poz. 1546).

---

**THE ROLE OF MUTUAL FUNDS IN CORPORATE GOVERNANCE  
PROCESSES AMONG LISTED COMPANIES IN POLAND****S u m m a r y**

The article evaluates the role of mutual funds as shareholders in companies listed on the Warsaw Stock Exchange as of the end of 2006, 2008 and 2010. The authors examine the involvement of mutual funds in the stock of publicly traded companies as well as the position of these funds compared to that of the largest shareholders. The authors also investigate the characteristic features of publicly traded companies whose shares are part of mutual fund portfolios. These companies are analyzed taking into account the status of the leading shareholder and various aspects of company operations such as human resources policy, business performance and changes to the ownership structure.

The authors conclude that that mutual funds play a limited role in corporate governance processes in publicly traded companies in Poland. This is primarily due to the relatively low financial involvement of the funds. Companies whose shareholders include mutual funds usually meet higher standards in terms of corporate governance than other businesses. This may stem from the fact that mutual funds are capable of selecting better companies for their portfolios than other shareholders, Adamska and Urbanek say.

**Keywords:** corporate governance, investment funds, publicly traded companies

**JEL classification codes:** G23, G32

---