

# PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

# RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 352

## 25 lat gospodarki rynkowej w Polsce

Redaktor naukowy  
Bożena Borkowska



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2014

Redaktor Wydawnictwa: Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny i korektor: Barbara Łopusiewicz

Łamanie: Beata Mazur

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja współfinansowana z budżetu województwa dolnośląskiego



**DOLNY  
ŚLĄSK**

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

[www.ibuk.pl](http://www.ibuk.pl), [www.ebscohost.com](http://www.ebscohost.com),

w Dolnośląskiej Bibliotece Cyfrowej [www.dbc.wroc.pl](http://www.dbc.wroc.pl),

The Central and Eastern European Online Library [www.ceeol.com](http://www.ceeol.com),

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

[http://kangur.uek.krakow.pl/bazy\\_ae/bazekon/nowy/index.php](http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php)

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa

[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2014

**ISSN 1899-3192**

**ISBN 978-83-7695-426-4**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk i oprawa:

EXPOL, P. Rybiński, J. Dąbek, sp.j.

ul. Brzeska 4, 87-800 Włocławek

## Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	7
<b>Bożena Klimczak:</b> Napięcie między wolnością i odpowiedzialnością w okresie transformacji systemowej w Polsce .....	11
<b>Sławomir Czech:</b> Czy model szwedzki był realną alternatywą dla polskiej transformacji? .....	24
<b>Mikołaj Klimczak:</b> Powstawanie i rozwój instytucji ochrony konkurencji w Polsce w okresie transformacji .....	34
<b>Danuta Kopycińska:</b> Cienie transformacji – popegeerowskie bezrobocie. Przypadek zachodniopomorskiego rynku pracy .....	45
<b>Anna Ząbkowicz:</b> Nowe grupy interesu w branży ubezpieczeń na starość i rynek otwartych funduszy emerytalnych w Polsce (OFE) .....	60
<b>Agnieszka Słomka-Golebiowska:</b> Znaczenie OFE w gospodarce transformującej się: perspektywa ładu korporacyjnego .....	76
<b>Rafał Jakubowski:</b> The „maturation” of markets during the economic transition – the case of housing markets in Poland after 1989 .....	91
<b>Marcin Kępa:</b> Kształtowanie się instytucji zamówień publicznych w Polsce: centralne planowanie <i>versus</i> konkurencyjne rynki .....	103
<b>Maciej Miszewski:</b> Fundamenty współczesnej gospodarki rynkowej a rzeczywistość – refleksja krytyczna .....	113

## Summaries

<b>Bożena Klimczak:</b> The tension between freedom and responsibility in the period of system transformation in Poland .....	22
<b>Sławomir Czech:</b> Was the Swedish model ever a viable alternative for the Polish transition? .....	33
<b>Mikołaj Klimczak:</b> Creation and the development of competition protection institutions in Poland in transition .....	44
<b>Danuta Kopycińska:</b> Cons of transformation – the post-PGR unemployment. The case of West Pomeranian labour market .....	59
<b>Anna Ząbkowicz:</b> New interest groups in the old-age-pension industry and the market of open pension funds in Poland (OFEs) .....	75
<b>Agnieszka Słomka-Golebiowska:</b> The role of private pension funds in a transition economy: corporate governance perspective .....	90

<b>Rafał Jakubowski:</b> “Dojrzewanie” rynków podczas transformacji gospodarczej – przypadek rynku mieszkaniowego w Polsce po 1989 roku .....	101
<b>Marcin Kępa:</b> Shaping of public orders in Poland: central planning vs. competitive markets.....	112
<b>Maciej Miszewski:</b> Fundamentals of present market economy vs. reality – critical reflexion .....	127

**Agnieszka Słomka-Golebiowska**

Szkoła Główna Handlowa

e-mail: agnieszka.golebiowska@sgh.waw.pl

---

## **ZNACZENIE OFE W GOSPODARCE TRANSFORMUJĄCEJ SIĘ: PERSPEKTYWA ŁADU KORPORACYJNEGO**

---

**Streszczenie:** Celem opracowania jest sprawdzenie, czy OFE jako znaczący akcjonariusze, najczęściej mniejszościowi, spółek giełdowych angażują się w ład korporacyjny. W szczególności zostanie zbadane, jakie są ich preferencje co do formy aktywności korporacyjnej. Analiza empiryczna została przeprowadzona na podstawie informacji zebranych podczas badania kwestionariuszowego przeprowadzonego w latach 2012-2013 wśród prezesów lub/i członków zarządu ds. inwestycji PTE. Wyniki pokazują, że zarządzający OFE sięgali dotychczas po ograniczone spektrum działań nadzorczych nad spółkami portfelowymi. Przedkładali kontakty bezpośrednie z zarządem lub w dalszym kroku z radą nadzorczą nad korzystanie z prawa głosu na WZA. Raczej nie podejmowali takich działań, jak: opracowywanie czarnych list, pisanie listów do regulatora lub udział w organizacjach promujących dobre praktyki ładu korporacyjnego, które nie wiążą się z ponoszeniem wysokich kosztów nadzoru nad spółkami portfelowymi.

**Słowa kluczowe:** ład korporacyjny, prywatne fundusze emerytalne, aktywność korporacyjna akcjonariuszy.

DOI: 10.15611/pn.2014.352.06

### **1. Wstęp**

Reforma systemu emerytalnego w Polsce była jedną z najbardziej kompleksowych przemian instytucjonalnych w procesie transformacji z gospodarki centralnie sterowanej do gospodarki rynkowej. W latach 90. system repartycyjny był wykorzystywany do ograniczenia wysokich kosztów społecznych transformacji systemowej. W efekcie od 1989 do 1998 roku wydatki państwa na różnego rodzaju świadczenia emerytalne i rentowe wzrosły ponad dwukrotnie w stosunku do PKB, z poziomu 6,5 do 17%. Stabilność polityki makroekonomicznej, jak również dynamika wzrostu gospodarczego została zagrożona przez presję wywieraną na budżet państwa przez nadmiernie wysokie wydatki socjalne. Istotnym zagrożeniem były przywileje emerytalne dla licznych grup zawodowych, osób zatrudnionych w szczególnych warunkach.

kach oraz osób niepełnosprawnych. W następstwie zbyt hojnego systemu wydatki na cele społeczne wielu państw Europy Środkowo-Wschodniej, w tym Węgier i Polski, przekraczały średnie krajów UE. Towarzyszyło temu zjawisko starzenia się społeczeństwa, będące efektem zwiększania się długości życia wraz ze zmniejszaniem się liczby urodzeń. W konsekwencji większe obciążenie jest nakładane na mniejszą grupę pracujących.

W Polsce, jak również w innych gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej ze względu na presję budżetową oraz demograficzną nastąpiła zmiana z tradycyjnego systemu repartycyjnego na system wielofilarowy – mieszany, obejmujący filar kapitałowy. W roku 1999 wprowadzono powszechny system emerytalny oparty na obowiązkowej składce zdefiniowanej<sup>1</sup>. Jego częścią był system kapitałowy, na który obecnie składa się 14 otwartych funduszy emerytalnych, które zarządzały na koniec 2013 ponad 290 miliardami PLN [KNF 2014].

Przemiana ta miała służyć osiągnięciu trzech celów. Po pierwsze, reforma systemu emerytalnego dążyła do redukcji lub eliminacji „długu emerytalnego” systemu repartycyjnego. Nie chciano dopuścić do sytuacji, w której wartość emerytur dzisiejszych emerytów przez resztę ich życia nie ma pokrycia w aktywach państwowych, w związku z czym może się pogorszyć w miarę starzenia się populacji. Po drugie, zmiana systemu emerytalnego miała wpłynąć na rozwój rynków finansowych. W szczególności instytucje rynku kapitałowego musiały zostać stworzone od podstaw w krajach transformacji, a reforma emerytalna miała zwiększyć ich rolę we wzroście gospodarczym. Po 25 latach transformacji można stwierdzić, że obowiązkowy filar kapitałowy zwiększył łączne oszczędności oraz płynność rynku kapitałowego. Wydaje się, że giełda może przeciwważyć zmniejszające się łączne oszczędności związane ze starzeniem się społeczeństwa.

Rosnąca aktywność funduszy emerytalnych na giełdzie w Warszawie zachęca do podjęcia się analizy dotyczącej ich roli w ładzie korporacyjnym. Zwłaszcza że ich zaangażowanie w akcje spółek notowanych na giełdzie w Warszawie jest stabilne w długim okresie, co jest bardzo korzystne w okresie spowolnienia gospodarczego. W czasie ostatniego kryzysu finansowego, 2008-2009, otwarte fundusze emerytalne stały się nabywcami akcji netto, dostarczając funduszy na rozwój rynku kapitałowego [NBP 2010]. W Polsce rola inwestorów instytucjonalnych w ładzie korporacyjnym nie stanowiła dotychczas przedmiotu badań empirycznych [Jeżak 2010].

W literaturze przedmiotu wyróżnia się trzy strategie, jakie fundusze emerytalne mogą obierać w stosunku do spółek portfelowych, które nie dostarczają spodziewa-

---

<sup>1</sup> Reforma systemu emerytalnego polegająca na wskazaniu wielkości odprowadzanych składek bez określania wysokości przyszłego świadczenia emerytalnego uzależnionego od liczby przepracowanych lat. Jest ona odpowiedzią na problemy pojawiające się wraz ze starzejącym się społeczeństwem.

System emerytalny oparty na zdefiniowanej składce emerytalnej wprowadzono głównie w krajach Ameryki Łacińskiej oraz Europy Środkowo-Wschodniej. W krajach Europy Zachodniej, Ameryki Północnej, Azji Pacyfiku oraz Brazylii funkcjonują głównie pracownicze plany emerytalne. W niektórych krajach udział w nich jest dobrowolny, m.in. w USA i w Wielkiej Brytanii, a w innych jest obowiązkowy, m.in. w Australii czy Holandii.

nych zwrotów z poniesionych inwestycji. Pierwsza polega na wycofaniu się z inwestycji i sprzedaży akcji spółki tzw. opcja wyjścia. W ramach drugiej strategii akcjonariusz decyduje się na utrzymanie akcji i niepodejmowanie żadnych działań. Wreszcie może nie pozbywać się akcji spółki i podjąć działania nadzorcze, które będą wyrazem jego niezadowolenia z osiągniętych przez spółkę wyników [Hirschman 1971]. Im większe środki zainwestowane na giełdzie, tym większe bodźce mają fundusze emerytalne do aktywnego zaangażowania się w ład korporacyjny. Duże inwestycje uzasadniają poniesienie koniecznych kosztów nadzoru działań kadry zarządzającej spółek portfelowych. Ponadto im większa konkurencja pomiędzy funduszami emerytalnymi, tym większa presja na ich wyniki, w tym na rezultaty generowane przez spółki portfelowe.

Celem pracy jest sprawdzenie, czy otwarte fundusze emerytalne w Polsce angażują się w ład korporacyjny. W szczególności zbadano, jakie są ich preferencje co do formy aktywności korporacyjnej. Analiza empiryczna została przeprowadzona na podstawie informacji zebranych podczas badania jakościowego przeprowadzonego w latach 2012-2013 wśród prezesów lub/i członków zarządu ds. inwestycji PTE.

## 2. Hipotezy badawcze

Z powodu rygorystycznych wymogów regulacyjnych znacząca część aktywów prywatnych funduszy emerytalnych jest ulokowana w akcje spółek notowanych na giełdzie w Warszawie. Inwestycje otwartych funduszy emerytalnych w 2012 roku stanowiły ponad 11% kapitalizacji giełdy. Kerner i Reinhardt [2010] pokazują, że udziały kapitałowe poszczególnych funduszy emerytalnych, wyrażone jako procent całkowitej kapitalizacji rynku akcji, w roku 2006 były wyższe niż udział największego funduszu emerytalnego w USA – CalPERS – w kapitalizacji rynku amerykańskiego. Największe prywatne fundusze emerytalne w Polsce – Aviva, ING i PZU – mają wyższe udziały w akcjonariacie poszczególnych spółek giełdowych niż CalPERS w poszczególnych amerykańskich spółkach publicznych. To sugeruje, że największe polskie fundusze mają wystarczające pakiety akcji, aby zaangażować się w ład korporacyjny spółek portfelowych, por. [Jajuga i in. 2011].

W większości spółek giełdowych fundusze emerytalne są akcjonariuszami mniejszościowymi. Załedwie w kilku przypadkach, m.in. takich jak Cersanit, Polimex, Kęty, Bogdanka oraz Assecco, łącznie sprawują kontrolę nad spółkami portfelowymi. W Polsce, podobnie jak w innych krajach Europy kontynentalnej, struktura własności spółek giełdowych jest silnie skoncentrowana. W konsekwencji główny konflikt interesów ujawnia się pomiędzy akcjonariuszem większościowym a mniejszością w spółce [Berglof, Pajuste 2003]. Zewnętrzne mechanizmy ładu korporacyjnego, takie jak wrogie przejęcia, są raczej nieskuteczne z powodu mało płynnego rynku kapitałowego. Jest to zgodne z poglądem, że skuteczny ład korporacyjny może być stworzony poprzez skoncentrowaną strukturę własności w przypadku niedostatecznych ram prawnych lub słabo rozwiniętego rynku kapitałowego [Shleifer,

Vishny 1997]. Akcjonariusz większościowy posiada odpowiednie bodźce, aby efektywnie śledzić działania kadry zarządzającej, ale może naruszać prawa akcjonariuszy mniejszościowych. Ochrona ich praw stanowi najważniejsze wyzwanie dla ładu korporacyjnego w Polsce.

Rola OFE w ładzie korporacyjnym spółek portfelowych zależy od szeregu uwarunkowań instytucjonalnych, w tym w szczególności prawnych. Regulacje dotyczące ładu korporacyjnego, a więc i praw akcjonariuszy, obowiązujące również OFE, znajdują się w Kodeksie spółek handlowych, w Ustawie o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych oraz Ustawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Dodatkowe prawa i obowiązki OFE jako akcjonariuszy spółek giełdowych określone są w Dobrych Praktykach w spółkach notowanych na GPW.

Otwarte Fundusze Emerytalne podlegają również przepisom prawnym, określającym ich funkcjonowanie, które w pewnym stopniu determinują ich rolę w ładzie korporacyjnym spółek portfelowych. Zgodnie z obowiązującymi regulacjami są tworzone i administrowane wyłącznie przez Powszechnie Towarzystwa Emerytalne – PTE (PTE przyjmują formę spółki akcyjnej z kapitałem akcyjnym wynoszącym minimalnie 5 mln euro), które mogą zarządzać tylko jednym OFE. Otwarty fundusz emerytalny inwestuje w dostępne na rynku instrumenty finansowe. Rodzaj inwestycji oraz maksymalny procentowy udział danej kategorii lokat regulują przepisy prawne. Ograniczenia te mają na celu zminimalizowanie ryzyka inwestycyjnego dzięki dywersyfikacji poniesionych inwestycji. Do 1 maja 2011 roku fundusze emerytalne mogły inwestować w akcje maksymalnie do 40%. Nowelizacja ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z marca 2011 roku zwiększyła limity lokat funduszu emerytalnego w akcje, który ma rosnąć stopniowo co rok o 2,5 punktu procentowego do 2014 roku, a następnie o 2 punkty procentowe do 2034 roku. W 2012 roku maksymalny stopień zaangażowania funduszu emerytalnego w akcje wynosił 45%. Co więcej, OFE nie mogą inwestować więcej niż 5% wartości swoich wszystkich aktywów w papiery wartościowe wyemitowane przez jednego emitenta. Tym samym fundusze emerytalne w podmiotach, w których posiadają swoje udziały, są najczęściej akcjonariuszami mniejszościowymi.

Aby chronić interesy akcjonariuszy mniejszościowych oraz umożliwić im współdecydowanie o istotnych dla spółki zagadnieniach, na przestrzeni ostatnich lat doszło do znaczących zmian w obowiązujących przepisach prawnych. Jedną z najważniejszych była nowelizacja Kodeksu spółek handlowych, związana z wdrożeniem Dyrektywy Komisji Europejskiej z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym. Przede wszystkim akcjonariuszom zapewniono przejrzysty i większy dostęp do informacji, wprowadzono możliwość głosowania elektronicznego na walnych zgromadzeniach, zmieniono zasady powoływania pełnomocników, zakazano blokowania akcji, wprowadzając dzień rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu czy ograniczono liczbę formalności obowiązujących przy wskazaniu pośrednika. Ponadto akcjonariuszom reprezentującym co najmniej 1/20 kapitału zakładowego umożliwiono wprowadzenie własnych spraw do ustalonego porządku obrad.



Za zaangażowaniem funduszy emerytalnych w ład korporacyjny przemawia nie tylko ich znaczący udział w kapitalizacji giełdy, ale także w obrotach giełdowych, który wynosił w 2012 roku około 20% [GPW 2014]. W efekcie, obok funduszy inwestycyjnych, OFE należą do najbardziej aktywnych uczestników giełdy w Warszawie. W ślad za tym – zdaniem wielu badaczy – powinno pójść ich zaangażowanie w aktywny nadzór nad spółkami z ich portfela, aby zapewnić sobie jak najwyższy zwrot z inwestycji. Aktywność funduszy emerytalnych w obszarze ładu korporacyjnego oznacza: korzystanie z prawa głosu na walnych zgromadzeniach, utrzymywanie kontaktu z członkami organów spółek portfelowych, promowanie dobrych praktyk oraz lobbowanie za regulacjami czy samoregulacjami dotyczącymi zasad ładu korporacyjnego.

Udział w głosowaniu na walnym zgromadzeniu określa się w literaturze przedmiotu jako bezpośrednią i główną formę aktywności korporacyjnej. Prawo do głosowania jest podstawowym przywilejem wynikającym z posiadania akcji spółki i fundamentalnym elementem kontroli nad nią. Część akcjonariuszy bierze bezpośredni udział w głosowaniach, część głosuje za pośrednictwem pełnomocnika. Udział w walnym zgromadzeniu wiąże się jeszcze z innymi możliwościami nadzoru korporacyjnego, takimi jak: zadawanie pytań czy prezentowanie własnych uchwał.

Korzystanie przez inwestorów instytucjonalnych z prawa głosu na walnych zgromadzeniach jako instrumentu dyscyplinowania kadry zarządzającej spółek portfelowych jest mało zbadane [Słomka-Gołębiowska 2014]. Dostępne analizy empiryczne odnoszą się niemal wyłącznie do Stanów Zjednoczonych, gdzie sprawdzano, jak częstotliwość i charakter składanych przez fundusze emerytalne projektów uchwał na walne zgromadzenie wpływa na rezultaty z działalności spółek portfelowych. Wahal [1996] nie potwierdza na podstawie analizy danych o dziewięciu największych amerykańskich publicznych funduszach emerytalnych, że przedkładanie przez nich projektów uchwał na walne zgromadzenie jest związane z lepszymi wynikami spółki czy jej większą wartością dla akcjonariuszy. Podobne wnioski płyną z analiz empirycznych przeprowadzonych przez Del Guercio i Hawkinsa [1999] na podstawie danych z pięciu publicznych funduszy emerytalnych. W badaniu uwzględniającym okres 1987-1993 zweryfikowano propozycje uchwał zgłaszanych przez przedstawicieli funduszy na walne zgromadzenia akcjonariuszy. Jak pokazują zebrane przez nich dane, w dłuższym okresie działalność funduszy nie znajduje odzwierciedlenia w wyższej stopie zwrotu wypracowywanej przez fundusz ani też nie zwiększa wartości spółki z punktu widzenia akcjonariuszy. Hann [2002], na podstawie danych o podmiotach, których udziały są w posiadaniu pięciu publicznych amerykańskich funduszy emerytalnych, stwierdza, że cechy spółek portfelowych decydują o tym, czy aktywność korporacyjna funduszy emerytalnych daje korzystne dla wszystkich akcjonariuszy zmiany w ładzie korporacyjnym. Co więcej, typ funduszu emerytalnego może mieć znaczenie dla ich aktywności w obszarze ładu korporacyjnego spółek portfelowych. Woidtke [2002] pokazuje, że wyniki spółek mierzone wartością  $q$  Tobina są pozytywnie zależne od obecności w strukturze własności pry-

watnych funduszy emerytalnych i negatywnie, jeśli akcje są w posiadaniu pracowniczych funduszy emerytalnych. Ostatnie badania przeprowadzone przez Giannetti i Laevena [2009] na próbie szwedzkich spółek giełdowych potwierdzają, że wycena spółki jest wyższa, jeśli jej akcje znajdują się w posiadaniu publicznych oraz dużych niezależnych funduszy emerytalnych. Z analizy przypadku jednego z największych funduszy emerytalnych CalPERS przeprowadzonego przez Choi i Fisha [2007] wynika, że fundusze emerytalne na przestrzeni ostatnich lat o wiele chętniej angażują się w działania z zakresu ładu korporacyjnego. Mallin [2012] doszła do podobnych wniosków, analizując sposób głosowania na walnych zgromadzeniach dwóch największych brytyjskich funduszy emerytalnych. Uznają one możliwość zabierania głosu na walnych zgromadzeniach jako główne narzędzie niedopuszczające do naruszania praw mniejszości przez akcjonariusza większościowego. Najczęściej ich aktywność dotyczyła pozycji związanych z odwołaniem i wyborem nowych członków rad dyrektorów, ustalenia wysokości ich wynagrodzenia oraz decyzji związanych ze zmianami struktury własnościowej.

W niniejszym badaniu podjęto próbę weryfikacji hipotezy, że zmiany prawne w Polsce wprowadzone w KSH w roku 2009 wskutek harmonizacji polskich przepisów prawnych z Dyrektywą 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11.7.2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym sprawiły, że fundusze emerytalne są bardziej skłonne do korzystania z prawa głosu. Nie muszą wybierać pomiędzy płynnością ich środków lokowanych w akcjach spółek a kontrolą nad nimi. Mogą angażować się w ład korporacyjny pośrednio poprzez zapewnienie udziału w pracach rady nadzorczej niezależnym członkom, dbającym o interesy spółki i wszystkich akcjonariuszy. Zostanie również sprawdzone, czy fundusze emerytalne angażują się w procesy związane z nominowaniem kandydatów na członków rady nadzorczej celem wywierania wpływu na działalność spółki portfelowej.

Fundusze emerytalne mogą i powinny promować dobre praktyki ładu korporacyjnego, które przyczyniają się do poprawy wyników spółek oraz podwyższenia ich wartości dla akcjonariuszy [Black 1992, Klapper, Love 2004]. W zasadzie jest to ich obowiązek wobec beneficjentów otwartych funduszy emerytalnych. W tym celu mogą opracowywać czarne listy, udzielać się w organizacjach upowszechniających dobre praktyki ładu korporacyjnego, kontaktować się z członkami organów spółek, pisać listy do regulatora i prowadzić działania przyciągające uwagę mass mediów do różnych zagadnień związanych z ładem korporacyjnym. Charakter takich działań jest dobrowolny, a nie określony przez przepisy prawne. W niniejszym badaniu poddano weryfikacji hipotezę, że fundusze emerytalne angażują się w szerokie spektrum działań promujących ład korporacyjny jako najbardziej znaczący akcjonariusze mniejszościowi spółek giełdowych.

Czarne listy są materiałem opracowywanym najczęściej przez inwestorów instytucjonalnych, w których wskazują spółki osiągające słabe wyniki ekonomiczne czy mające problemy z ładem korporacyjnym. Szum medialny towarzyszący im przy-

czynia się do spadku kursów akcji, co dyscyplinuje kadre zarządzającą do większych wysiłków na rzecz maksymalizacji wartości spółki dla akcjonariuszy, a nawet może być bodźcem do zmiany składu rady dyrektorów czy zarządu [Pinto 2006, s. 16]. Zwykle na czarnych listach wymieniane są spółki, których wyniki są niższe od indeksów publikowanych przez takie instytucje, jak Standard and Poor's, a które nie odpowiadają na zapytania inwestorów instytucjonalnych lub nie biorą pod uwagę ich rekomendacji. Za przykład może posłużyć kalifornijski fundusz emerytalny CalPERS, który na podstawie corocznych wyników finansowych oraz analiz praktyk nadzoru korporacyjnego około 1200 spółek ze swojego portfela tworzy listę 20-25 podmiotów. Przedstawiciele funduszu kontaktują się z radą dyrektorów, aby wspólnie poprawić sytuację spółki. W wyniku tych działań część podmiotów wprowadza niezbędne zmiany, a pozostałe [5-10] trafiają na czarną listę, która jest ogólnie dostępna. Mimo umieszczenia ich na liście, CalPERS jeszcze bardziej angażuje się w ich nadzorowanie i współpracę z kadrami zarządzającą, celem poprawy ich sytuacji ekonomicznej [Słomka-Gołębiowska 2010].

W ostatnich latach na popularności zyskały formalne i nieformalne kontakty inwestorów instytucjonalnych z członkami kadry zarządzającej spółek portfelowych. Coraz więcej spółek publicznych na całym świecie organizuje, przynajmniej raz w roku, spotkania z inwestorami, na które zapraszanych jest około 30 największych akcjonariuszy i 10 najlepszych brokerów. Dotyczą one najważniejszych spraw spółki, np.: strategii, sposobów osiągnięcia celów strategicznych, jakości pracy kadry zarządzającej, struktury kapitału, polityki wypłacania dywidend oraz przejęć. Po spotkaniu dobrą praktyką jest upewnienie się w rozmowie telefonicznej, że wszystkie najważniejsze sprawy zostały poruszone. Radzie dyrektorów zależy, aby inwestorzy instytucjonalni, którzy należą do największych akcjonariuszy spółek brytyjskich, mieli poczucie zrozumienia sytuacji biznesowej spółki i jej strategii [Mallin 2006, s. 83].

### **3. Metodologia i próba badawcza**

Badanie jest oparte na jakościowej analizie danych, które zostały zebrane podczas wywiadów prowadzonych z prezesami lub członkami zarządów ds. inwestycji Powszecznych Towarzystw Emerytalnych. Grupa respondentów była jednorodna. Nie występowały czynniki instytucjonalne, takie jak różnice w regulacji, konkurencji na rynku i strukturze wynagradzania członków kadry zarządzającej funduszami, które by mogły wpływać na zmienność ich odpowiedzi na pytania dotyczące aktywności w obszarze ładu korporacyjnego.

Podstawę przeprowadzonych wywiadów stanowił kwestionariusz, który składał się z 62 rozbudowanych pytań. Pytania były podzielone na trzy części, które dotyczyły następujących zagadnień: korzystania z prawa głosu na walnych zgromadzeniach spółek portfelowych, procedur wyboru członków rady nadzorczej spółek portfelowych oraz pozostałych form zaangażowania w ład korporacyjny, które

bezpośrednio nie wynikają z przepisów prawa i mają charakter dobrowolny, takich jak: kontakty z członkami organów spółek portfelowych, opracowywanie czarnych list, pisanie listów do regulatora czy zainteresowanie mass mediów sprawami ładu korporacyjnego. Kwestionariusz pozwala uzyskać informacje na temat postaw i poziomu zaangażowania prywatnych funduszy emerytalnych w nadzorowanie spółek portfelowych. W trakcie wywiadów respondenci zostali poproszeni o wskazanie głównych powodów, dla których przedkładają pewne formy aktywności w obszarze ładu korporacyjnego nad inne.

Kwestionariusz został przekazany do prezesów wszystkich 14 funduszy drogą elektroniczną. Następnie jeszcze raz wystąpiono z prośbą, drogą telefoniczną, o spotkanie celem zrealizowania badania kwestionariuszowego. W efekcie udało się przeprowadzić wywiady z 13 spośród 14 prezesów lub członków zarządu do spraw inwestycyjnych Powszechnych Towarzystw Emerytalnych, które zarządzają prywatnymi funduszami emerytalnymi w Polsce. Rozmowy odbyły się w od czerwca do grudnia 2012 roku. Trwały przeciętnie ok. 90 minut. Gromadzenie danych zostało przerwane na początku 2013 roku, aby uniknąć różnic w odpowiedziach wynikających z rozwoju rynku i presji politycznej związanej z reformą systemu emerytalnego.

#### 4. Wyniki badania

Tabela 1 prezentuje, jakie formy aktywności w obszarze ładu korporacyjnego przedkładają otwarte fundusze emerytalne nad inne. Aby określić ich preferencje, każdy z członków zarządu PTE, z którym przeprowadzono wywiad, został poproszony o przypisanie cyfr od 1 do 9 działaniom, jakie podejmował w ciągu trzech ostatnich lat w odniesieniu do spółek portfelowych niespełniających oczekiwań zarządzających OFE. Im niższa cyfra, tym bardziej fundusz skłonny jest do podjęcia wskaza-

**Tabela 1.** Preferencje OFE wobec aktywności w obszarze ładu korporacyjnego spółek portfelowych

Formy aktywności OFE w ładzie korporacyjnym spółek portfelowych	Średnia	Mediana
Kontakt i dyskusja z zarządem	1.4	1
Kontakt i dyskusja z członkami rady nadzorczej	2.0	2
Sprzedaż akcji	2.5	2
Przedłożenie projektu uchwały na WZA	3.5	4
Głosowanie przeciwko uchwałom przedłożonym przez zarząd	3.8	4
Krytyka na WZA	3.9	4
Naciski na radę nadzorczą w celu zmiany składu zarządu	4.8	7
Publiczna krytyka zarządu	5.5	8
Spór sądowy	6.4	9

Źródło: opracowanie własne.

nego działania. Na podstawie odpowiedzi respondentów skonstruowano indeks aktywności OFE w ładzie korporacyjnym. Tabela 1 pokazuje średnią i medianę wartości indeksu.

Zarządzający OFE podkreślali, że najchętniej w razie niezadowolających wyników finansowych spółki portfelowej byli skłonni głosować nogami, czyli sprzedawać jej akcje. 40% ankietowanych wskazała takie działania jako najbardziej preferowane. Jest to zgodne z wynikami dotychczasowych badań empirycznych [Parrino, Sias, Starks 2003]. Biorąc jednak pod uwagę, że rynek kapitałowy w Warszawie jest raczej mało płynny, a w efekcie istnieją trudności ze sprzedażą znacznych udziałów w spółkach giełdowych, zarządzający funduszami muszą rozważać najczęściej inne opcje. Coffee [1991] pokazuje, że fundusze emerytalne rzadko stosują strategię wyjścia z inwestycji i sprzedają akcje spółki, gdyż jest to coraz bardziej kosztowne. Muszą wówczas zaakceptować znaczne zniżki kursu akcji, po jakim są w stanie sprzedać swoje udziały. Z jego badań wynika, że kiedy sprzedaż akcji spółek portfelowych jest opcją zablokowaną ze względu na wysokie koszty, najczęściej fundusze unikają również kosztownego ich monitorowania.

Za najefektywniejszy kosztowo sposób interwencji funduszu emerytalnego w działalność spółki portfelowej uchodził kontakt z zarządem, a następnie z radą nadzorczą. 54% respondentów wskazało komunikację z kadrą zarządzającą spółki portfelowej jako najlepsze działanie, gdy nie byli usatysfakcjonowani jej wynikami finansowymi. Sześć największych funduszy emerytalnych w Polsce deklarowało, że uczestniczyły one raz na kwartał w zorganizowanych przez spółki spotkaniach z inwestorami. Pozostałe fundusze przyznawały, że brały udział w takich spotkaniach przynajmniej raz w roku. W drugim kroku 46% ankietowanych było skłonnych skontaktować się radą nadzorczą. Niezmiernie rzadko fundusze emerytalne poszukiwały kontaktu z akcjonariuszem większościowym w celem doprowadzenia do zmian w ładzie korporacyjnym.

Wyniki finansowe spółki i jej strategia stanowiły najczęściej podejmowane kwestie w dyskusjach z członkami zarządu. Okazjonalnie tematem spotkań były system zarządzania ryzykiem czy funkcjonowanie rady nadzorczej. Nigdy lub bardzo rzadko system wynagradzania kadry zarządzającej spółek portfelowych, funkcjonowanie komitetu audytu czy procedury związane z walnymi zgromadzeniami akcjonariuszy były podnoszone przez fundusze emerytalne w rozmowach z członkami zarządu spółki portfelowej.

Kolejne miejsca w rankingu preferencji funduszy emerytalnych w obszarze ładu korporacyjnego zajmowało korzystanie z prawa głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. 60% ankietowanych wskazała, że jeśli sprzedaż akcji spółki była utrudniona, tonie głosowali za przedkładanymi przez zarząd uchwałami, godzącymi w interesy akcjonariuszy. A w razie istotnych różnic w stanowiskach pomiędzy funduszem emerytalnym a zarząd spółki 50% respondentów decydowało się na przedłożenie własnego projektu uchwały na walne zgromadzenie akcjonariuszy. Niezwykle rzadko dochodziło do wyrażania krytyki na walnym zgromadzeniu odnoś-

nie do prowadzenia przez zarząd spraw spółki czy do kontaktów z radą nadzorczą celem zaproponowania zmian w zarządzie. Fundusze emerytalne unikały postawy konfrontacyjnej w trakcie udziału w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółek portfelowych. Dlatego raczej rzadko głosowały przeciw uchwałom przedkładanym przez zarząd, częściej, jeśli było to zasadne, decydowały się wstrzymać od głosu.

Na podstawie przeprowadzonych rozmów z zarządzającymi otwartymi funduszami emerytalnymi w Polsce można wywnioskować, jakie jest znaczenie prawa głosu na walnym zgromadzeniu spółek portfelowych jako instrumentu ładu korporacyjnego. Wszystkie fundusze zapewniły, że brały udział w walnych zgromadzeniach i korzystały z prawa głosu na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy tych spółek, w których posiadały co najmniej 5% liczby akcji, wyniki ich działalności były niepewne lub istniały nadzwyczajne punkty porządku obrad. Trzy największe fundusze podkreśliły, że starały się uczestniczyć we wszystkich zwyczajnych walnych zgromadzeniach spółek portfelowych i głosować na nich. Większość funduszy nie delegowała uprawnień do korzystania z prawa głosu na firmy zewnętrzne. Wyłącznie największe fundusze nawiązywały współpracę z lokalnymi oddziałami domów maklerskich, które głosując na walnych zgromadzeniach w imieniu funduszy, bazowały na przekazanych szczegółowych wytycznych zatwierdzonych przez dyrektora departamentu inwestycyjnego lub komitet inwestycyjny. W ostatnich latach coraz rzadziej korzystały z usług pośredników w związku z cięciami kosztów. Tylko jeden fundusz konsultuje się z profesjonalnym doradcą inwestorów instytucjonalnych, tj. Institutional Shareholder Services (ISS).

Przed walnym zgromadzeniem akcjonariuszy spółki portfelowej – według 84% ankietowanych – fundusze emerytalne opracowywały własne stanowisko w odniesieniu do poszczególnych punktów porządku obrad. Jedynie dwóch respondentów wskazywało, że przygotowywali je incydentalnie. Rzadko zdarzało się, żeby zarządzający funduszami emerytalnymi kontaktowali się w sprawie agendy walnego zgromadzenia z zarządem spółki portfelowej lub pozyskiwali niezależną poradę prawną. Jeszcze rzadziej inicjowali zwołanie nadzwyczajnego walnego zgromadzenia czy utworzenie koalicji akcjonariuszy na potrzeby konkretnego posiedzenia walnego zgromadzenia celem wprowadzania zmian w spółce. Prawie nigdy fundusze emerytalne nie uczestniczyły w opracowywaniu porządku obrad walnego zgromadzenia. Przedstawiciele dwóch największych funduszy wyrazili przekonanie, że odgrywając coraz większą rolę na walnych zgromadzeniach spółek portfelowych, mogą przyczynić się do podwyższenia stopy zwrotu ze swoich inwestycji portfelowych, a w efekcie do lepszych wyników całego funduszu. ING i Aviva opublikowały nawet własne kodeksy ładu korporacyjnego, w których omawiają zasady głosowania i upubliczniania wykazów głosowań na walnych zgromadzeniach.

Większość respondentów potwierdzała, że nawiązywała kontakty z innymi inwestorami instytucjonalnymi. Jednak niewiele wskazywało, że były podejmowane skoordynowane działania z innymi inwestorami instytucjonalnymi przed walnym zgromadzeniem. W Polsce, podobnie jak w innych krajach, działanie w porozumie-

niu (*acting in concert*) jest nielegalne, jeśli nie jest jawne, a może mieć istotny wpływ na pozostałych akcjonariuszy. 70% ankietowanych twierdziło, że nie współpracuje z innymi inwestorami instytucjonalnymi, w tym także z innymi funduszami emerytalnymi, głównie ze względu na problemy prawne, a mianowicie ryzyko obowiązku ogłoszenia wezwania, jeżeli wspólnie posiadają więcej niż 30% akcji spółki. Polskie przepisy prawne bardzo przypominają amerykańską regulację z bardzo rygorystycznymi zasadami działania w porozumieniu. W Stanach Zjednoczonych akcjonariusz posiadający znaczący udział w akcjonariacie spółki podlega wielu obowiązkom informacyjnym, m.in. takim jak wypełnienie formularza 13D Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. W razie zaniechania może być pozwany za naruszenie obowiązku ujawnienia swoich planów lub propozycji. Bariery prawne zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Polsce zniechęcają do podejmowania skoordynowanych działań inwestorów instytucjonalnych. 30% respondentów nawet nie rozważało takiego kroku w nadzwyczajnych warunkach. Nie jest to zgodne z wcześniejszymi wynikami badań, które pokazują, że koordynacja działań akcjonariuszy jest najbardziej prawdopodobna w przypadku funduszy emerytalnych oraz funduszy hedgingowych [McCahery, Sautner, Starks 2010]. W Polsce istnieje wielka potrzeba, aby wyjaśnić związek między współpracą akcjonariuszy spółek w odniesieniu do kwestii ładu korporacyjnego a działaniem w porozumieniu. Zarządzający funduszami emerytalnymi wydają się niepewni, kiedy mogą wymieniać się informacjami i współpracować ze sobą bez ryzyka, że ich działania mogą wywoływać nieoczekiwane skutki obowiązku notyfikacji zawarcia porozumienia. W związku z tym unikają współpracy, co z kolei osłabia potencjał funduszy emerytalnych do odgrywania istotnej roli w ładzie korporacyjnym spółek portfelowych.

Z wyników badań ankietowych wynika również, że żaden z respondentów nie traktował dotychczas publicznej krytyki lub sporu sądowego jako instrumentu ładu korporacyjnego. Zarządzający funduszami emerytalnymi nie chcieli angażować się w zauważalne dla szerszej grupy uczestników formy aktywności korporacyjnej akcjonariuszy. Jedną z najbardziej prawdopodobnych przyczyn takiego stanu rzeczy jest to, że spory prawne przyciągają uwagę opinii publicznej i mass mediów. W przeciwieństwie do funduszy hedgingowych, ale również funduszy emerytalnych w innych krajach [McCahery, Sautner, Starks 2010], respondenci badania wykazywali niewielką chęć lub nawet brak chęci do publicznego wyrażania krytyki wobec zarządu spółki portfelowej. Może to wynikać z faktu, że prywatne fundusze emerytalne w Polsce były do niedawna pod presją polityczną ze względu na problemy z obliczaniem długu publicznego i ich zarządzający chcieli uniknąć dodatkowego rozgłosu.

Wyniki badania ankietowego nie potwierdzają, że prywatne fundusze emerytalne w Polsce odgrywają znaczącą rolę w określaniu składu rady nadzorczej spółek portfelowych. Respondenci opisywali, że ich zaangażowanie polega przede wszystkim na promowaniu niezależności członków rad nadzorczych spółek, w które inwestują. Brakuje dowodów, że ich wysiłki w tym względzie były dotychczas owocne [Aluchna, Przybyłowski, Zamojska 2011]. Co więcej, połowa ankietowanych infor-

muje, że bardzo rzadko brała dotychczas udział w wyborze członków do rad nadzorczych w drodze głosowania grupami. Poza tym rzadko fundusze emerytalne nominowały kandydatów na niezależnych dyrektorów. Prawie wszyscy respondenci podkreślali, że pozostawali w kontaktach z członkami rad nadzorczych, zwykle niezależnymi. Nie starali się nawiązywać relacji z członkami komitetu audytu, nie widząc w tym dodatkowej wartości dla akcjonariuszy.

Dobrowolne formy aktywności w obszarze ładu korporacyjnego odnoszą się do działań akcjonariuszy, które nie wynikają z przepisów prawnych. Mogą przejawiać się w takich inicjatywach funduszy emerytalnych, jak: opracowywanie czarnych list spółek o niesatysfakcjonujących akcjonariuszy wynikach finansowych, udzielanie się w organizacjach promujących dobre praktyki, pisanie listów do agencji regulujących funkcjonowanie rynków finansowych oraz nawiązywanie kontaktów z organami spółek, w które inwestują. Na podstawie przeprowadzonych badań można stwierdzić, że prywatne fundusze emerytalne w Polsce nie rozważały dotychczas możliwości angażowania się w ład korporacyjny w sposób konfrontacyjny przez nagłaśnianie uchybień wobec ładu korporacyjnego w spółkach portfelowych w środkach masowego przekazu. Bardzo niewielu respondentów ujawniło, że w przeszłości zwróciło uwagę regulatora na niepoprawne praktyki ładu korporacyjnego. W żadnym z funduszy emerytalnych nigdy nie stosowano podejścia amerykańskiego funduszu emerytalnego CalPERS i nie opracowywano czarnych list dostępnych publicznie. Niektórzy respondenci przyznali, że na własny użytek przygotowywali listy spółek, w które nie chcieli inwestować. Zarządzający otwartymi funduszami emerytalnymi bardzo rzadko stosowali technikę znaną w ładzie korporacyjnym – nazywanie rzeczy po imieniu i ich piętnowanie. Tylko jeden rozmówca przyznał, że brał w przeszłości udział w zorganizowaniu konferencji prasowej na temat ładu korporacyjnego spółki portfelowej celem zakwestionowania sposobu prowadzenia przez zarząd jej spraw. Niezależnie od wielkości fundusze emerytalne całkowicie unikają rozgłosu. Pozyskanie rozgłosu nie jest nawet brane pod uwagę w przypadku rażącego naruszenia norm ładu korporacyjnego lub gdy inne formy aktywności zawiadają.

Na świecie fundusze emerytalne lobbują za bardziej rygorystycznymi standardami ładu korporacyjnego przez wiarygodne zagrożenie przeniesieniem swoich kapitałów na rynki o lepszych praktykach [Gourevitch, Shinn 2005]. Połowa ankietowanych odpowiadała, że nigdy nie lobbowała za rozwiązaniami prawnymi w odniesieniu do ładu korporacyjnego. 54% ankietowanych menedżerów wyjaśniała, że są oni związani z Polską Izbą Towarzystw Emerytalnych, która powinna promować dobre standardy ładu korporacyjnego. Tylko 30% ankietowanych potwierdziło, że czynnie uczestniczyło w opracowaniu Dobrych Praktyk Spółek Publicznych i kolejnych edycji tego dokumentu. Z rozmów z zarządzającymi OFE wynika, że PTE nie przeznaczały zasobów własnych na promowanie i wzmocnianie ładu korporacyjnego spółek portfelowych. Nie posiadały na to oddzielnego budżetu, a działy inwestycyjne zatrudniały za mało osób. Preferowane formy aktywności w obszarze ładu



korporacyjnego nie różniły się znacząco pomiędzy funduszami. Większość naśladowała działania podejmowane przez dwa największe fundusze emerytalne, które korzystały z najszerszego spektrum instrumentów nadzorczych nad spółkami portfelowymi.

## 5. Zakończenie

W okresie transformacji za sprawą reformy systemu emerytalnego z 1999 roku otwarte fundusze emerytalne stały się jednymi z najbardziej znaczących inwestorów giełdowych. Tym samym istotnie przyczyniły się do rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, która stała się największym rynkiem kapitałowym w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Ze względu na silnie skoncentrowaną strukturę własnościową spółek giełdowych oraz liczne ograniczenia prawne dla inwestycji kapitałowych funduszy emerytalnych zajmują one najczęściej pozycję znaczących akcjonariuszy mniejszościowych, których interesy mogą zostać naruszone przez kadre zarządzającą kontrolowaną przez akcjonariusza większościowego. W efekcie kluczowy problem ładu korporacyjnego w Polsce odnosi się do relacji pomiędzy akcjonariuszem większościowym a mniejszością w spółce.

Rezultaty analiz empirycznych pokazują, że prywatne fundusze emerytalne w Polsce angażowały się dotychczas w ograniczone spektrum działań nadzorczych nad spółkami portfelowymi. Najbardziej preferowanym przez nich sposobem jest sprzedaż akcji spółek, z których wyników finansowych nie były usatysfakcjonowane. Jednak opcja ta była rzadko opłacalna ze względu na znaczące ich zaangażowanie kapitałowe w poszczególne spółki i niewielką płynność polskiego rynku kapitałowego. W konsekwencji najczęściej kontaktowały się z zarządem oraz z radą nadzorczą spółek portfelowych. Wielu zarządzających otwartymi funduszami emerytalnymi decydowało się jeszcze w kolejnych krokach na głosowanie przeciwko uchwale przedłożonej przez zarząd lub radziej na złożenie własnego projektu uchwały na walne zgromadzenie akcjonariuszy.

W odróżnieniu od praktyk inwestorów instytucjonalnych w krajach wysokorozwiniętych, w szczególności w Stanach Zjednoczonych, żaden z funduszy emerytalnych w Polsce nie traktował krytyki publicznej lub postępowania sądowego jako odpowiedniego narzędzia, które przyczyniałoby się do poprawy standardów ładu korporacyjnego. Mimo że PTE posiadają nisko kosztową strukturę organizacyjną, nie angażowały się dotychczas w takie działania, jak: opracowywanie czarnych list, pisanie listów do regulatora lub udział w organizacjach promujących dobre praktyki ładu korporacyjnego, które nie wiążą się z ponoszeniem wysokich kosztów nadzoru nad spółkami portfelowymi. Przyczyną ograniczonej aktywności korporacyjnej funduszy emerytalnych jest obawa, że z ich działań nadzorczych skorzystają inni, którzy nie ponieśli żadnych kosztów z tym związanych (problem jazdy na gapę). Wydaje się, że problem ten może być większy w Polsce z uwagi na naśladowanie strategii inwestycyjnej dwóch największych funduszy emerytalnych przez pozostałych

uczestników rynku. Takie zachowanie jest wymuszone przez przepisy prawne, wedle których każdy fundusz emerytalny jest oceniany w stosunku do wyników wszystkich pozostałych poprzez obliczenie najniższej dopuszczalnej stopy zwrotu z inwestycji (wewnętrzna stopa zwrotu).

## Literatura

- Aluchna M., Przybyłowski M., Zamojska A., 2011, *Role of independent supervisory board members in Central and Eastern European countries*, "International Journal of Disclosure and Governance", 8, s. 77-98.
- Berglof E., Pajuste A., 2005, *What Do Firms Disclose and Why? Enforcing Corporate Governance and Transparency*, Stockholm School of Economics, Working Paper.
- Black B., 1992, *Agents watching agents: the promise of institutional investor voice*, "UCLA Law Review", 39, s. 811-888.
- Choi S., Fisch J., 2008, *On beyond CalPERS: Survey evidence on the developing role of public pension funds in corporate governance*, "Vanderbilt Law Review", 61, s. 315-354.
- Coffee J., 1991, *Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor*, "Columbia Law Review" 91, s. 1277-1368.
- Del Guercio D., Hawkins J., 1999, *The motivation and impact of pension fund activism*, "Journal of Financial Economics", 52, s. 293-340.
- Dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11.7.2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym.
- Giannetti M., Laeven L., 2009, *Pension reform, ownership structure, and corporate governance: evidence from a natural experiment*, "The Review of Financial Studies", 22(10), s. 4091.
- Gourevitch P., Shinn J., 2005, *Political Power and Corporate Control: The New Global Politics of Corporate Governance*, NJ: Princeton University Press, Princeton.
- GPW, 2014, Biuletyn statystyczny.
- Hann R., 2002, *On the Effectiveness of Pension Fund Activism*, University of Southern California Working Paper.
- Hirschman A., 1971, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, MA: Harvard University Press, Cambridge.
- Jajuga K., Ronka-Chmielowiec W., Kuziak K., Wojtasiak A., 2011, *Polityka inwestycyjna otwartych funduszy emerytalnych – analiza istniejących rozwiązań i propozycje zmian*, Wrocław, mimeo.
- Jeżak J., 2010, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck.
- Kerner A., Reinhardt E. (2010), *The Impact of OFE Investment Policies on the Politics of Polish Corporate Governance*, Ernst & Young Poland, Better Government Programme, Warsaw.
- Klapper L., Love I., 2004, *Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets*, "Journal of Corporate Finance", 10(5), s. 703-723.
- Komisja Nadzoru Finansowego, (2014), *Biuletyn Kwartalny. Rynek OFE 4/2013*, Warszawa.
- Mallin C., 2012, *Institutional investors: the vote as a tool of governance*, "Journal of Management & Governance", 16, s. 177-719.
- Mallin C., 2006, *Corporate Governance*, Oxford University Press.
- McCahery J., Sautner Z., Starks L., 2010, *Behind the scenes: the corporate governance preferences of institutional investors*, Working Paper, University of Texas.
- National Bank of Poland (NBP), 2010, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009*, Warszawa.
- Parrino R., Sias R., Starks L., 2003, *Voting with their feet: institutional ownership changes around forced CEO turnover*, "Journal of Financial Economics", 68, s. 3-46.

- Pinto P., 2006, *The Role of institutional Investors in the Corporate Governance*, German Working Papers in Law and Economics, 1, s. 1-71.
- Shleifer A., Vishny R., 1997, *A survey of corporate governance*, "Journal of Finance", 52, s. 737-783.
- Słomka-Gołębiowska A., *Aktywizm inwestorów instytucjonalnych – dobra praktyka w Polsce?*, Master of Business Administration, Warszawa 2010.
- Słomka-Gołębiowska A., Krystiańczuk K., 2014, *Głosowanie na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy jako instrument ładu korporacyjnego w rękach OFE: Analiza przypadku Aviva OFE*, Studia Prawno-Ekonomiczne [w druku].
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, DzU 1997, nr 139, poz. 934, ze zm.
- Wahal S., 1996, *Pension fund activism and firm performance*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis", 31, s. 1-23.
- Woidtke T., 2002, *Agents watching agents? Evidence from pension fund ownership and firm value*, "Journal of Financial Economics", 63, s. 99-131.

## THE ROLE OF PRIVATE PENSION FUNDS IN A TRANSITION ECONOMY: CORPORATE GOVERNANCE PERSPECTIVE

**Summary:** The aim of this paper is to examine whether OFE, as important shareholders at the Warsaw Stock Exchange, engage in corporate governance. In particular, the study will analyze their preferences for shareholder activism. The empirical analysis was carried out based on information gathered during the survey conducted with the general managers and/or investment directors of 13 out of 14 private pension funds in 2012-2013. The results show that managers of private pension funds engage in a limited spectrum of shareholder activities. Most often, they seek to contact the company's management board members as well as supervisory board members. Occasionally, they use their voting rights at the general meeting. They do not draw on focus lists, writing letters to the regulator or participating in organizations that promote good corporate governance practices, which are not associated with the high cost of monitoring over companies portfolio.

**Keywords:** corporate governance, private pension funds, shareholder activism.