

Ewolucja kodeksów dobrych praktyk inwestorów instytucjonalnych w Wielkiej Brytanii

Wstęp

Celem artykułu jest przedstawienie ewolucji kodeksów dobrych praktyk inwestorów instytucjonalnych¹ w Wielkiej Brytanii. Pomimo faktu, iż kodeksy kierowały rekomendacje dla inwestorów instytucjonalnych od czasów raportu Cadbury'ego, kwestia tego typu instytucji zajęła pierwszoplanowe miejsce w regulacjach środowiskowych dopiero w następstwie kryzysu z roku 2007. Wynikiem było powstanie dwóch kodeksów: *Code on the Responsibilities of Institutional Investors* oraz bazującego na nim, lecz zmodyfikowanego *UK Stewardship Code*.

W pracy zostaną przedstawione wyniki badań dotyczących wdrażania kodeksów przez instytucje na Wyspach Brytyjskich. W artykule wykorzystano badania literaturowe oraz porównawcze dokumentów źródłowych. Publikacja powstała w ramach grantu Narodowego Centrum Nauki nr 2011/01/N/HS4/06022.

1. Inwestorzy instytucjonalni jako uczestnicy ładu korporacyjnego a brytyjskie kodeksy dobrych praktyk

Szersze zainteresowanie kwestią corporate governance zostało wywołane skandalami korporacyjnymi, które miały miejsce na przełomie lat 80. i 90. XX wieku. W roku 1991 powołano komisję, której przewodniczył Adrian Cadbury. Organ ten wydał serię rekomendacji w roku 1992, które noszą miano raportu Cadbury'ego. Dokument zawierał podrozdział z rekomendacjami dla inwestorów instytucjonalnych. Zaleca im wykorzystywanie prawa głosu oraz przejawianie zainteresowania odnośnie składu rad dyrektorów w spółkach portfelowych, a także wspieranie regularnych kontaktów inwestor–spółka na szczeblu wyższej kadry zarządzającej

* Mgr, Katedra Ekonomii Instytucjonalnej, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41, 90-214 Łódź, lukaszbloch@poczta.fm

¹ Inwestor instytucjonalny na użytek niniejszej pracy rozumiany jest szeroko jako instytucja zajmująca się profesjonalnie lokowaniem środków na rynku kapitałowym dla swoich klientów. Przykładami są fundusze inwestycyjne, banki, fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe itd.

w celu wymiany opinii, informacji o strategii, wydajności, członkach rad dyrektorów oraz jakości zarządzania [Cadbury, 1992]. W kolejnych latach powstawały kolejne raporty zmieniające brytyjski system nadzoru korporacyjnego [Greenbury, 1995; Hampel, 1998; Turnbull, 1999; Myners, 2001; Tyson, 2003; Higgs, 2003; Smith, 2003; Walker, 2009].

Kwestia roli inwestorów instytucjonalnych w nadzorze korporacyjnym stała się jednym z zagadnień podnoszonych w trakcie dyskusji na temat przyczyn i następstw kryzysu gospodarczego, wywołanego przez zapaść na rynku pożyczek hipotecznych wysokiego ryzyka w Stanach Zjednoczonych w roku 2007 [Konopczak i inni, 2010, s. 46].

Opinie odnośnie roli, jaką instytucje odegrały w kryzysie są podzielone [Heineman Jr., 2010]. Z jednej strony pojawiają się głosy mówiące, iż inwestorzy instytucjonalni byli jedną z przyczyn kryzysu. W trosce o jak najlepsze krótkoterminowe wyniki finansowe dopuszczali się nieprzejrzystego zarządzania oraz niewłaściwie stosowanej polityki wynagradzania zarządzających funduszami, nastawionej nie tyle na bezpieczeństwo obracanych wkładów, co generującej bodźce zachęcające do inwestowania powierzonych im środków w przedsięwzięcia przynoszące wyższy zwrot w krótkim okresie, obciążone jednocześnie relatywnie wyższym stopniem ryzyka niż inwestycje długoterminowe. Sytuacja ta przekładała się na krótkowzroczne i nie biorące pod uwagę ryzyka działania instytucji finansowych.

Z drugiej strony pojawiają się opinie, iż pewnym rozwiązaniem problemów wywołanych kryzysem mogą być akcjonariusze instytucjonalni, inwestujący długoterminowo. W tym przypadku wzrost zaangażowania instytucji w nadzór nad jej spółką portfelową jest niezbędny w procesie tworzenia zrównoważonej oraz długoterminowej wartości spółki, pozwalając egzekwować odpowiedzialność za działania wśród jej menedżerów. Zwolennicy tego podejścia opowiadają się za podejmowaniem działań przez spółki publiczne na podstawie odpowiednich przepisów lub dobrowolnie, wypełniając zalecenia zawarte w kodeksach dobrych praktyk odnośnie takich kluczowych kwestii, jak: *say on pay* bądź *proxy access*. Próbę pogodzenia przytoczonych powyżej stanowisk i wyciągnięcia z nich wniosków oraz rekomendacji, które będą mogły zostać wykorzystane w procesie nadzoru inwestora instytucjonalnego nad jego spółkami portfelowymi można znaleźć w *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*.

David Walker, działając pod kierunkiem premiera, badał brytyjski sektor bankowy pod względem przestrzegania zasad nadzoru korporacyjnego. 26 listopada 2009 roku opublikowano finalny zbiór rekomendacji

[Walker, 2009]. Walker optował za wprowadzeniem poprawek do *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*, czym miała zająć się *Financial Reporting Council* (FRC), będąca quasi-regulacyjnym podmiotem zajmującym się wpływem kodeksów nadzoru korporacyjnego na spółki publiczne. Ideą Walkera było to, aby nowy dokument kładł większy nacisk na relacje pomiędzy wszystkimi rodzajami inwestorów instytucjonalnych a ich spółkami portfelowymi, nie zaś ograniczał się jedynie do instytucji finansowych.

Code on the Responsibilities of Institutional Investors po poprawkach wprowadzonych dzięki konsultacjom środowiskowym zainicjowanym przez FRC, został przemianowany na *UK Stewardship Code* [Heineman Jr., 2010].

2. Code on the Responsibilities of Institutional Investors

Code on the Responsibilities of Institutional Investors został przygotowany przez *Institutional Shareholders' Committee* (ISC obecnie IIC) 16 listopada 2009 roku². Kodeks obejmuje swoimi rekomendacjami zarówno inwestorów instytucjonalnych, jaki i podmioty działające w charakterze ich pośredników³. Celem dokumentu jest podniesienie jakości dialogu instytucji ze spółkami w dążeniu do wzrostu długoterminowych zysków osiągniętych przez akcjonariuszy, a także zmniejszenie ryzyka występowania niekorzystnych efektów w wyniku podejmowania złych decyzji strategicznych. Kodeks w swoich założeniach powinien pełnić funkcję pożytecznego narzędzia w efektywnym wykonywaniu obowiązków, wynikających z potrzeby zachowania i ciągłego udoskonalania systemu nadzoru korporacyjnego. Dokument określa najlepsze praktyki dla inwestorów instytucjonalnych, którzy zdecydują się na zaangażowanie w sprawy spółek, w które inwestują. Rekomendacje mają zastosowanie w stosunku do instytucji na podstawie zasady *comply or explain* – „przestrzegaj lub wyjaśnij”.

W kodeksie opublikowano siedem zasad, którymi powinni kierować się inwestorzy instytucjonalni. Zasada 1 stwierdza, że instytucje powinny publicznie ujawniać swoją politykę odnośnie sposobu wypełniania należących do nich obowiązków nadzorczych nad spółkami portfelowymi. W tej kwestii dokument proponuje, aby odpowiedzieć na pytanie o sposób monitorowania spółek portfelowych i rodzaj strategii ewentualnej in-

² Institutional Shareholders Committee zmienił nazwę 18 maja 2011 r. na Institutional Investor Committee (IIC).

³ Instytucje, które zdecydują się wdrożyć zalecenia kodeksu, powinny przedstawić IIC oświadczenie, w którym uzasadnią, w jakim stopniu realizują zapisy kodeksu w praktyce lub jakie kroki podejmą, aby wprowadzić je w życie. Podmioty takie zostają wymienione na stronie internetowej organizacji, co podnosi ich wiarygodność w oczach klientów.

gerencji. Skuteczność monitorowania można podnieść dzięki doraźnemu, aktywnemu dialogowi pomiędzy inwestorem instytucjonalnym a menedżerami spółki. Należy zwrócić uwagę na warunki wewnętrzne panujące w spółkach, w tym także na sposób, w jaki zarządzanie spółkami portfelowymi wpływa na szerszy proces inwestycyjny instytucji. Zasada 1 stwierdza także, że należy zwrócić uwagę na politykę głosowania i sposób wykorzystania głosowania przez pośredników (*proxy voting*) i innych usług doradczych związanych z głosowaniem, w tym informacje na temat tego, w jaki sposób są one wykorzystywane. Inwestorzy instytucjonalni powinni przyrzeć się bliżej kwestii ich polityki składania wyjaśnień, na przykład w przypadku działania *comply or explain* w zgodzie z zapisami *Combined Code*⁴.

Zasada 2 mówi, iż inwestorzy instytucjonalni winni mieć opracowaną i wdrożoną politykę zarządzania konfliktami interesów, powstającymi w procesie nadzoru nad spółkami portfelowymi. Konflikty takie zachodzą nieuchronnie z różną częstotliwością. Polityka instytucji w kwestii ich rozwiązywania powinna być publicznie ujawniana. Obowiązkiem inwestorów instytucjonalnych jest działanie w imieniu wszystkich klientów i beneficjentów przy rozpatrywaniu spraw związanych z zaangażowaniem w sprawy spółki i kwestiami głosowań na WZA.

Według zasady 3 inwestorzy instytucjonalni muszą monitorować swoje spółki portfelowe. Monitoring powinien być prowadzony, ponieważ dzięki niemu istnieje możliwość dokładnego określenia momentu, w którym niezbędne okazuje się podjęcie aktywnego dialogu z zarządzeniem spółki, celem zwrócenia uwagi na jej pogarszającą się kondycję finansową i zaproponowanie ewentualnych działań naprawczych. Kodeks rekomenduje, aby monitoring był regularny i podlegał okresowej kontroli pod względem jego skuteczności, polegającej na sprawdzeniu efektywności menedżerów w zarządzaniu spółką portfelową, a także ocenie sprawowania nadzoru przez dyrektorów niezależnych oraz dbaniu o jasną ścieżkę audytu. Instytucje powinny dążyć do identyfikacji problemów we wczesnych stadiach, by zminimalizować utratę wartości dla akcjonariuszy. Jeśli mają wątpliwości, powinny upewnić się, że stosowni członkowie zarządu spółki portfelowej są tego świadomi i także zdają sobie sprawę z ewentualnych konsekwencji danego problemu. Inwestorzy instytucjonalni mogą nie życzyć sobie pełnienia funkcji *insidera*. Oczekują więc, że spółki port-

⁴ *Combined Code* to dawna nazwa kodeksu nadzoru korporacyjnego dla brytyjskich firm. Nowa wersja dokumentu nosi nazwę *UK Corporate Governance Code* i została opublikowana we wrześniu 2012 r. Ma zastosowanie dla okresów sprawozdawczych rozpoczynających się 1 października 2012 r.

felowe nie będą im przekazywać informacji, mogących wpłynąć na zdolność instytucji do zarządzania akcjami danej spółki bez ich zgody⁵.

Zasada 4 określa, iż inwestorzy instytucjonalni powinni ustanowić przejrzyste wytyczne odnośnie sytuacji, w których będą eskalować swoje działania jako metodę ochrony i poprawy wartości dla akcjonariuszy. Instytucje powinny ustanowić jasne zasady, według których będą aktywnie interweniować w sprawy spółek portfelowych i powinny regularnie szacować wyniki takich działań. Interwencje winny być brane pod uwagę, niezależnie od tego, czy inwestor przestrzega aktywnej czy pasywnej polityki inwestycyjnej. Sytuacje, w których inwestorzy instytucjonalni mogą dążyć do interwencji, mają miejsce, gdy instytucje wysuwają obawy odnośnie wydajności i strategii spółki, sposobu, w jaki jest ona zarządzana przez menedżerów, czy w stosunku do jej podejścia do ryzyka w kwestiach środowiskowych lub społecznych.

Kodeks zakłada, że wstępne rozmowy w przypadku ewentualnej interwencji inwestora instytucjonalnego powinny odbywać się na zasadach poufności. Jeśli jednak zarząd spółki nie zareaguje konstruktywnie w celu wyeliminowania zdarzenia, będącego podstawą interwencji, to instytucje mogą eskalować swoje działania poprzez:

- zarządzanie dodatkowych spotkań z menedżerami spółki w celu omówienia zdarzenia skutkującego daną interwencją,
- wyrażanie obaw poprzez doradców firmy,
- spotkanie z prezesem, dyrektorem niezależnym lub wszystkimi dyrektorami niezależnymi,
- interwencję wspólnie z innymi instytucjami w kwestii konkretnych zagadnień,
- wystosowanie publicznego oświadczenia przed walnym zgromadzeniem akcjonariuszy i nadzwyczajnym walnym zgromadzeniem akcjonariuszy,
- składanie uchwał na posiedzeniach akcjonariuszy,
- zwołanie nadzwyczajnego walnego zgromadzenia akcjonariuszy, na którym można dokonać zmiany rady dyrektorów.

Zasada 5 stwierdza, że inwestorzy instytucjonalni powinni być gotowi do działania wspólnie z innymi inwestorami. Zostało podkreślone, że tego typu współpraca może stać się jedną z najbardziej efektywnych form zaangażowania instytucji w spółkę. Może być ona szczególnie owocna w okresie stresu gospodarczego w spółce lub, gdy ryzyko, na jakie jest

⁵ Chodzi zapewne o ograniczenie szumu informacyjnego w przypadku inwestora instytucjonalnego, który stosuje wysoką dywersyfikację portfela i nie jest w stanie zajmować się sprawami wszystkich spółek, w których posiada udziały.

narazone przedsiębiorstwo zagraża jego zdolności do dalszego funkcjonowania. Kodeks zakłada, że inwestorzy instytucjonalni powinni ujawnić swoją politykę odnośnie wspomnianych aktów zbiorowego zaangażowania w sprawy spółki portfelowej wraz z innymi jej udziałowcami. Instytucje są zobowiązane w przypadku takiej współpracy do troski o przestrzeganie polityki odnośnie zapobiegania konfliktom interesów oraz ochrony informacji poufnych.

Jasna polityka odnośnie głosowania i ujawnianie aktywności w głosowaniu są przedmiotem zaleceń zasady 6 kodeksu. Inwestorzy instytucjonalni powinni dążyć do głosowania wszystkimi posiadanymi akcjami oraz nie powinni automatycznie wspierać rady dyrektorów swoimi głosami. W przypadku, gdy inwestorowi instytucjonalnemu nie udało się przeforsować swojego stanowiska w danej sprawie poprzez aktywny dialog z menedżerami, powinien on wstrzymać się od głosu lub głosować przeciwko uchwale. Dobrą praktyką dla obydwóch powyższych rozwiązań jest poinformowanie spółki o swoich intencjach i przedstawienie uzasadnienia podjętych działań. Po głosowaniu inwestorzy instytucjonalni powinni publicznie ujawnić zapis swojego głosowania. Jeśli tego nie zrobią, zaleca się, aby wyjaśnili, dlaczego nie zamierzają upowszechnić tych informacji.

Ostatnia – zasada 7 mówi o tym, że inwestorzy instytucjonalni powinni okresowo raportować o prowadzonej przez nich działalności i udziale w głosowaniach. Te z instytucji, które działają jako agenci, powinny regularnie informować swoich klientów, w jaki sposób wypełniają swoje obowiązki. Sprawozdania mogą zawierać zarówno informacje ilościowe, jak i jakościowe. Przekazywanie szczegółowych informacji powinno być przedmiotem porozumienia pomiędzy agentami i ich pryncypałami. Z jednej strony raporty powinny być przejrzyste, z drugiej zaś w wielu sytuacjach poufność jest lepszym rozwiązaniem, umożliwiającym osiągnięcie pozytywnych wyników. Raporty winny być tworzone przynajmniej raz do roku przez inwestorów, którzy działają jako pryncypałowiciele bądź reprezentują interesy inwestora końcowego.

W dokumencie zasugerowano, że inwestorzy instytucjonalni powinni dbać nie tylko o interesy swoich klientów, ale także wszystkich akcjonariuszy. Niestety narzędzia, jakie w tym celu proponuje kodeks w zasadzie 4 wydają się być niewystarczające, ponieważ za ich pomocą możliwe jest głównie oddziaływanie na menedżerów spółki za pomocą przeprowadzanych z nimi rozmów i konsultacji. Jedynym skuteczniejszym narzędziem, ale i takim, po które można sięgnąć w ostateczności, jest możliwość zmiany kierownictwa spółki podczas nadzwyczajnego walnego zgromadzenia akcjonariuszy.

Należy jednak zauważyć, że rekomendacje zawarte w tym dokumencie wydają się być bardziej przejrzyste i uporządkowane niż we wcześniejszych kodeksach (raport Cadbur'ego, zasady nadzoru korporacyjnego OECD), które były jedynie niedomkniętym zbiorem proponowanych zasad postępowania dla inwestorów. W przypadku *Code on the Responsibilities of Institutional Investors* zauważyć można ewolucję w kierunku dokładniejszego określenia oczekiwań i zaleceń skierowanych w stronę inwestorów, przybierających postać sprecyzowanych zasad, na których powinni oni się wzorować w swoich działaniach.

3. UK Stewardship Code – doprecyzowanie zaleceń dla inwestorów instytucjonalnych

W roku 2009 *Financial Reporting Council* została zaproszona do współpracy nad treścią dokumentu. W roku 2010 FRC opublikowała pierwszą wersję *UK Stewardship Code*, który jest odzwierciedleniem *Code on the Responsibilities of Institutional Investors* i podobnie jak on zawiera 7 rekomendacji. We wrześniu 2012 roku do *UK Stewardship Code* dodano poprawki.

UK Stewardship Code określa zasady efektywnego gospodarowania przez inwestorów. Pomaga inwestorom instytucjonalnym w wykonywaniu ich obowiązków nadzorczych nad spółkami, co z kolei umacnia system *comply or explain*. Działalność instytucji obejmuje proces decyzyjny w sprawach takich jak alokacja kapitału, udzielanie pełnomocnictwa inwestycyjnego, zakup i sprzedaż konkretnych papierów wartościowych oraz planowanie strategii inwestycyjnych. Podział obowiązków w ramach i pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi może obejmować szerokie spektrum w tym sensie, że niektórzy z nich mogą zostać uznani za właścicieli aktywów, inni zaś za zarządzającymi aktywami. Do grupy właścicieli aktywów zaliczają się firmy ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne i inne formy zbiorowego inwestowania. Jako dostawcy kapitału nadają oni ton nadzorowi i mogą wpływać na zmiany zachowań, które prowadzą do lepszego gospodarowania środkami przez przedsiębiorstwa i zarządzających aktywami. Ci ostatni ponoszą odpowiedzialność za zarządzanie inwestycjami z dnia na dzień, są w stanie wpływać na długoterminową wydajność przedsiębiorstw.

W przypadku dwóch rekomendacji zapisy *UK Stewardship Code* są identyczne z proponowanymi przez *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*. Mowa tu o zasadzie 4 *UK Stewardship Code*, która skupia się na potrzebie opracowania jasnych wytycznych odnośnie tego, kiedy i w jaki sposób inwestorzy instytucjonalni będą eskalować swoje działania zarządcze nad spółką (rekomendacje te są niezmienione w stosunku do

zasady 4 *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*) oraz o zasadzie 7, postulującej przedstawianie przez instytucje okresowych raportów zawierających informacje na temat działalności inwestorów instytucjonalnych i ich udziału w głosowaniach (rekomendacje te są tożsame z zaleceniami zawartymi w zasadzie 7 *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*).

W pozostałych pięciu rekomendacjach wprowadzono zmiany w *UK Stewardship Code*, w stosunku do ich brzmienia w *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*, polegające na rozszerzeniu i doprecyzowaniu proponowanych w nich zaleceń. Według zasady 1 *UK Stewardship Code* inwestorzy instytucjonalni w celu zwiększenia oraz ochrony wartości przypadającej na końcowego beneficjenta powinni publicznie ujawniać swoją politykę w kwestii sposobu, w jaki będą wypełniać obowiązki nadzorcze wobec spółek portfelowych. W przypadku tego zapisu w *UK Stewardship Code*, w stosunku do zasady 1 *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*, zaproponowano szerszy zakres zaangażowania inwestora instytucjonalnego w spółkę. Działania instytucji powinny obejmować współpracę ze spółkami w sprawach takich jak: strategia, struktura kapitału, ryzyko, wydajność, wynagrodzenia i ład korporacyjny. Obowiązki zarządcze nad spółką winny odbywać się w postaci zaangażowania w celowy dialog ze spółkami w powyższych sprawach, a także w kwestiach, które są bezpośrednim przedmiotem głosowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Polityka instytucji w tych kwestiach powinna ujawniać, w jaki sposób inwestor instytucjonalny będzie wdrażać nadzór nad spółką w celu wzrostu i ochrony wartości dla beneficjanta końcowego. Oświadczenie takie powinno odzwierciedlać udział instytucji w łańcuchu inwestycyjnym, jak i obowiązki z niego wynikające. Wspomniane obowiązki będą odmienne w zależności od tego, czy inwestor jest podmiotem nastawionym na działania wynikające z posiadania aktywów (fundusz emerytalny) czy też na zarządzanie aktywami (fundusz inwestycyjny). Jeśli aktywa są powierzone podmiotom zewnętrznym, inwestor instytucjonalny powinien określić, w jaki sposób zadbał, aby środki te były prawidłowo zarządzane.

Zasada 2 *UK Stewardship Code* zaleca inwestorowi instytucjonalnemu posiadanie silnej, publicznie ujawnionej polityki rozstrzygnięcia konfliktów interesów w odniesieniu do zarządzania spółką. W zasadzie 2 *Code on the Responsibilities of Institutional Investors* podkreśla się jedynie fakt, że obowiązkiem inwestorów instytucjonalnych jest działanie w imieniu wszystkich klientów i beneficjentów przy rozpatrywaniu spraw związanych z zaangażowaniem w sprawy spółki oraz kwestiami głosowań na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. W *UK Stewardship Code* dodano

ponadto zapis stwierdzający, iż polityka inwestora instytucjonalnego powinna również potrafić zająć stanowisko w kwestii rozwiązywania konfliktów, których przyczyną są różnice w interesach klientów lub beneficjentów inwestora instytucjonalnego.

Zasada 3 *UK Stewardship Code* zaleca instytucjom monitorowanie swoich spółek portfelowych, natomiast *Code on the Responsibilities of Institutional Investors* w tej samej zasadzie jedynie ogólnie wspomina o potrzebie monitorowania spółek portfelowych, stwierdzając, iż inwestorzy instytucjonalni powinni dążyć do identyfikacji problemów we wczesnych stadiach, by zminimalizować utratę wartości dla akcjonariuszy. Szerszą listę rekomendacji odnośnie przebadania sfer działalności spółki, która powinna zostać poddana monitoringowi inwestora instytucjonalnego podaje *UK Stewardship Code*:

- śledzenie na bieżąco wyników firmy,
- upewnianie się, że menedżerowie spółki działają skutecznie,
- branie pod uwagę jakości sprawozdawczości spółki,
- śledzenie na bieżąco rozwoju spółki, napędzającego wartość firmy, ale i generującego zagrożenia,
- uczestniczenie w WZA w spółkach, w których inwestor instytucjonalny posiada znaczny udział,
- upewnianie się, iż zarówno komitety spółki, jak i jej rada nadzorcza przestrzegają zapisów *UK Corporate Governance Code*, w tym także poprzez spotkania z prezesem i pozostałymi członkami zarządu.

W przypadku zasady 5 *UK Stewardship Code* dokument zaleca instytucjom, aby były w stałej gotowości do wspólnego działania z innymi inwestorami w stosownych przypadkach. W stosunku do zasady 5 *Code on the Responsibilities of Institutional Investors* dodano tu zapis mówiący, że inwestorzy instytucjonalni powinni być gotowi do podjęcia współpracy z innymi inwestorami, zarówno za pośrednictwem grup formalnych, jak i nieformalnych. Instytucje powinny wskazać okoliczności, w jakich nie będą brać udziału w zbiorowych formach zaangażowania w spółkę portfelową wraz z innymi akcjonariuszami.

W zasadzie 6 *UK Stewardship Code* zauważono, że inwestorzy instytucjonalni powinni kierować się jasną polityką głosowania i ujawniać zapisy swoich głosowań. W porównaniu z odnośną zasadą z *Code on the Responsibilities of Institutional Investors* dodano w tym przypadku zapis o krótkiej sprzedaży, mówiący o tym, że inwestorzy instytucjonalni powinni ujawnić swoje działania w kwestii pożyczania akcji do krótkiej sprzedaży i procedur ich późniejszego odzyskiwania. Dodano także rekomendację, aby instytucje ujawniały, czy korzystają z pośredników podczas głosowania (*proxy voting*) oraz z podmiotów oferujących usługi doradcze w zakresie głosowania. Inwestorzy instytucjonalni, według zapisów zasady 6 *UK Ste-*

wardship Code, powinni także określić zakres, w jakim korzystają z usług wspomnianych pośredników i usługodawców, ujawnić, kim oni są oraz oszacować, w jakim stopniu będą kierować się w swoich działaniach ich sugestiami i rekomendacjami.

UK Stewardship Code jest najnowszym kodeksem zawierającym relacje środowiskowe dla inwestorów instytucjonalnych. Wprowadzone w nim zmiany, w stosunku do *Code on the Responsibilities of Institutional Investors* są wynikiem ewolucji zarówno rynków, spółek, inwestorów instytucjonalnych, jak i całego otoczenia gospodarczego, w którym działają w okresie pomiędzy powstaniem *Code on the Responsibilities of Institutional Investors* w roku 2009, a wprowadzeniem poprawionej wersji *UK Stewardship Code* w roku 2012, dzięki czemu kontynuowany jest proces ewolucji regulacji środowiskowych.

4. Wdrażanie kodeksów przez inwestorów instytucjonalnych

W Wielkiej Brytanii przeprowadzono szereg badań w kwestii stosowania zapisów *UK Stewardship Code* oraz oceny ich efektywności. W roku 2010 organizacja *FairPensions*⁶ przeprowadziła badania wśród 29 największych przedsiębiorstw zajmujących się zarządzaniem aktywami, działających na obszarze Wielkiej Brytanii [*Stewardship in the Spotlight*]. Stwierdzono, że 24 z nich opublikowały oficjalne oświadczenia w odniesieniu do stosowania przez siebie rekomendacji zawartych w *UK Stewardship Code*. Cztery z nich (*Insight*, *Morgan Stanley*, *Invesco* oraz *State Street*) umieściły dodatkowo na swoich stronach internetowych oświadczenia odnośnie przestrzegania postanowień kodeksu. Niestety badanie dowiodło, że w przyszłości należy podjąć działania mające na celu bardziej aktywne zachęcanie inwestorów instytucjonalnych do publikowania wyczerpujących informacji odnośnie implementowania poszczególnych rekomendacji kodeksu. Takie działania będą korzystnie wpływać na wizerunek instytucji wśród jej obecnych i potencjalnych klientów. Właściciele aktywów coraz częściej w sytuacji wyboru przedsiębiorstwa, któremu powierzą je w zarządzanie, biorą pod uwagę przestrzeganie przez zarządzającego aktywami zapisów kodeksów dobrych praktyk i regularne publikowanie raportów na ten temat.

Kolejne badanie przeprowadzono w roku 2011 przez *Investment Management Association*. Opublikowany raport⁷ wskazuje stopień przestrzegania rekomendacji *UK Stewardship Code* przez ankietowanych inwestorów instytu-

⁶ Organizacja promuje odpowiedzialne inwestowanie wśród zarządzających aktywami oraz funduszy emerytalnych.

⁷ Raport powstał na podstawie ankiet, które wypełniło i odesłało 83 respondentów: 58 zarządzających aktywami, 20 właścicieli aktywów oraz 5 usługodawców.

cyjnych. Badanie wykazało korzystny wpływ przestrzegania rekomendacji kodeksu na potencjał nadzorczy instytucji. Zanotowano wzrost ujawniania zapisów głosowań przez instytucje, co jest rekomendowane w zasadzie 6 *UK Stewardship Code*. W roku 2010 wyniki głosowania ujawniło 69% badanych, natomiast w roku 2011 już 73,4% [Stewardship survey, 2013].

W grudniu 2011 roku *Financial Reporting Council* opublikowała badania⁸ odnośnie wdrażania kodeksów dobrych praktyk. Podano, iż do grudnia 2011 roku *UK Stewardship Code* został podpisany przez 234 sygnatariuszy, w tym 175 zarządzających aktywami, 48 właścicieli aktywów oraz 12 usługodawców. FRC zaznacza, że zagadnienie implementowania dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego przez inwestorów instytucjonalnych w procesie nadzoru nad ich spółkami portfelowymi jest traktowane przez instytucje bardzo poważnie. Zarówno mali, jak i duzi inwestorzy instytucjonalni wyrażają szerokie poparcie dla inicjatyw proponowanych w kodeksie. Z badań FRC nie wynika jednoznacznie, czy akcjonariusze instytucjonalni są w większym stopniu zaangażowani w nadzór nad spółkami portfelowymi od czasu wprowadzenia *UK Stewardship Code*. Organizacja stoi jednak na stanowisku, iż wraz z biegiem czasu pozytywne aspekty działania zgodnie z kodeksem będą nasilać się wśród instytucji i ich poziom zaangażowania w spółki będzie wzrastał.

W przyszłości zmiany kodeksów dobrych praktyk, dostosowujące je z jednej strony do preferencji inwestorów instytucjonalnych, z drugiej zaś do stale ewoluujących rynków finansowych będą zapewne w coraz większym stopniu inicjowane i wspierane przez same instytucje. W Wielkiej Brytanii jedna z tego typu inicjatyw miała miejsce w marcu 2012 roku, kiedy to sześciu inwestorów instytucjonalnych⁹ z pomocą *think tank'a Tomorrow's Company* powołało *Stewardship Working Party* [Brenton, 2012]. Celem grupy jest przyjmowanie najbardziej skutecznych praktyk w zarządzaniu spółkami oraz praca na rzecz poprawy zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w Wielkiej Brytanii w procesy nadzoru korporacyjnego. *Stewardship Working Party* zdaje sobie sprawę z faktu, że wprowadzanie tego typu programów rozwojowych jest czasochłonne, lecz zamierza wcielić je w życie do roku 2020 [2020 Stewardship].

Zakończenie

Kryzys gospodarczy przyczynił się do większego zainteresowania inwestorami instytucjonalnymi i ich wpływem na gospodarke. Obydwa wy-

⁸ Developments in Corporate Governance 2011, The Impact and Implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes.

⁹ Aviva Investors, BlackRock, Governance for Owners, Railpen Investments, Ram Trust oraz Universities Superannuation Scheme.

mienione w pracy kodeksy próbowały stworzyć zbiory optymalnych na dany okres rekomendacji, które, jak pokazują dalej przytoczone badania, cieszą się rosnącą popularnością i uznaniem wśród inwestorów instytucjonalnych, gdyż przestrzegając kodeksów, instytucje nie tylko usprawniają rynek oraz kondycję nadzoru korporacyjnego, ale także dają wyraźny sygnał swoim klientom, iż są przedsiębiorstwami dbającymi o rozwój i stabilizację gospodarki oraz o bezpieczeństwo powierzonych im wkładów. Kodeksy dobrych praktyk stale ewoluują i są poprawiane. Dzięki temu coraz lepiej dopasowują się do zmieniającego się otoczenia, w którym funkcjonują inwestorzy.

Literatura

1. 2020 *Stewardship – Improving the quality of investor stewardship*, https://www.icsaglobal.com/assets/files/pdfs/Policy2/2020_Stewardship_Final_L.pdf, dostęp dnia 03.02.2013.
2. Brenton H. (2012), *Stewardship Working Party launched to boost institutional engagement*, <http://www.professionalpensions.com/professional-pensions/news/2136043/stewardship-party-launched-boost-institutional-engagement>, dostęp dnia 03.02.2013.
3. Cadbury A. (1992), *Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report)*, <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>, dostęp dnia 03.02.2013.
4. *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*, <http://institutionalshareholderscommittee.org.uk/sitebuildercontent/sitebuilderfiles/ISCCode161109.pdf>, dostęp dnia 03.02.2013.
5. *Codes and reports*, <http://www.icaew.com/en/library/subject-gateways/corporate-governance/codes-and-reports>, dostęp dnia 03.02.2013.
6. *Developments in Corporate Governance 2011, The Impact and Implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes*, <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-2011-The-imp.aspx>, dostęp dnia 03.02.2013.
7. Heineman Jr. B.W. (2010), *A „Stewardship Code” for Institutional Investors*, Harvard Business Review Blog Network http://blogs.hbr.org/cs/2010/01/a_stewardship_code_for_institu.html, dostęp dnia 03.02.2013.
8. Konopczak M. i inni (2010), *Kryzys na światowych rynkach finansowych – wpływ na rynek finansowy w Polsce oraz implikacje dla sektora realnego*, „Bank i Kredyt”, nr 41 (6).
9. *Stewardship in the Spotlight*, http://www.fairpensions.org.uk/sites/default/files/uploaded_files/whatwedo/StewardshipintheSpotlightReport.pdf, dostęp dnia 03.02.2013.

10. *Stewardship survey*, <http://www.investmentfunds.org.uk/research/stewardship-survey>, dostęp dnia 03.02.2013.
11. *The Institutional Investor Committee*, www.institutionalshareholderscommittee.org.uk, dostęp dnia 03.02.2013.
12. *UK Corporate Governance Code*, <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Corporate-Governance-Code.aspx>, dostęp dnia 03.02.2013.
13. *UK Stewardship Code*, <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx>, dostęp dnia 03.02.2013.
14. Walker D. (2009), *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities. Final recommendations*, http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf, dostęp dnia 03.02.2013.

Streszczenie

Artykuł przedstawia ewolucję kodeksów dobrych praktyk inwestorów instytucjonalnych w Wielkiej Brytanii. Rekomendacje dla instytucji były zawarte już w raporcie Cadbury'ego, lecz dopiero kryzys gospodarczy z roku 2007 przyczynił się do głębszego przeanalizowania roli inwestorów instytucjonalnych w gospodarce. Wynikiem tego było powstanie *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*, który wyewoluował z *UK Stewardship Code*. Artykuł zawiera analizę tych dokumentów. W pracy przytoczono także badania odnośnie przestrzegania przez instytucje zapisów kodeksów dobrych praktyk oraz plany partycypacji inwestorów w procesie dalszej ewolucji i rozwoju kodeksów.

Słowa kluczowe

nadzór korporacyjny, regulacje środowiskowe

The evolution of codes of good practice for institutional investors in Great Britain (Summary)

This paper presents the evolution of codes of good practice for institutional investors in the UK. Recommendations for institutions were already contained in the Cadbury Report but it was the 2007 economic crisis that led to a deeper analysis of the role of institutional investors in the economy. As a result, the Code on the Responsibilities of Institutional Investors were developed and were later followed by the UK Stewardship Code. The paper contains an analysis of these documents. The paper quotes also the research on the compliance of institutions with the codes of good practice and the plans of investors to participate in the process of further evolution and development of the codes.

Keywords

corporate governance, environmental regulations.