

Dagmara Gad*

Stewardship Code jako narzędzie niwelowania konfliktu agencyjnego

Wstęp

Za sprawą globalizacji ma miejsce przenikanie rozwiązań i narzędzi nadzoru korporacyjnego między różnymi częściami świata, charakteryzującymi się odmiennymi doświadczeniami oraz kulturą biznesową. Obecnie mamy do czynienia z zacieraniem się różnic między modelem anglosaskim oraz kontynentalnym nadzoru korporacyjnego. Wydaje się jednak, że w dużej mierze to właśnie rozwiązania z modelu anglosaskiego zostają zaimplementowane do modelu kontynentalnego [Jeżak, 2014, s. 377]. Zdaniem autorki obowiązujący w Wielkiej Brytanii Stewardship Code jest narzędziem nadzoru korporacyjnego, który zasługuje na szersze zastosowanie w krajach Europy kontynentalnej. Dotyczy on szczególnych uczestników rynku kapitałowego, jakimi są inwestorzy instytucjonalni.

Stewardship Code jest narzędziem pozwalającym udoskonalić proces komunikacji spółki z inwestorami. Co więcej, Stewardship Code jest narzędziem, który może dyscyplinować zarządzających do realizacji funkcji powierniczej. Za sprawą Stewardship Code inwestorzy instytucjonalni są zobowiązani do przygotowywania raportów, w których przedstawiane są obszary realizacji funkcji powierniczej.

Celem artykułu jest popularyzacja wiedzy na temat kodeksu dobrych praktyk inwestorów instytucjonalnych Stewardship Code, który motywuje inwestorów instytucjonalnych do pełnienia aktywnej roli w monitorowaniu działalności spółek będących przedmiotem ich inwestycji.

Metodą badawczą wykorzystaną w artykule była analiza polskich i zagranicznych pozycji literaturowych, brytyjskiego kodeksu dobrych praktyk Stewardship Code oraz analiza ujawnień odnośnie do stosowania Stewardship Code przez brytyjską spółkę Bell Rock Capital Management LLP.

* Mgr, Katedra Ekonomii Instytucjonalnej, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41/43, 90-214 Łódź, dagmara.gad@gmail.com

1. Inwestor instytucjonalny jako szczególny uczestnik rynku kapitałowego

Inwestor instytucjonalny¹ jest szczególnym uczestnikiem rynku kapitałowego, który gromadzi środki indywidualnych podmiotów celem ich efektywnego zarządzania. Podmioty te monitorują działania zarządów spółek, w które inwestują, aby ryzyko utraty tych środków było jak najmniejsze [Malinowska, 2012, s. 564]. Do inwestorów instytucjonalnych zalicza się m.in. takie podmioty, jak: fundusze inwestycyjne, otwarte fundusze emerytalne, banki i towarzystwa ubezpieczeniowe.

Należy zwrócić uwagę, iż inwestorzy instytucjonalni reprezentują interesy swoich klientów, rozporządzając kapitałem, który nie należy do nich. Konieczność okresowego rozliczenia się inwestorów instytucjonalnych z efektywności działania determinuje ich strategię inwestycyjną [Gad, 2011, s. 26].

Zarówno w literaturze polskiej, jak i zagranicznej podkreślana jest rola inwestora instytucjonalnego jako podmiotu wpływającego na funkcjonowanie nadzoru korporacyjnego [Aluchna, 2007, s. 82; Mallin, 2007, s. 80–83]. Jak wskazuje P. Urbanek [2009, s. 338], oczekuje się, iż inwestorzy instytucjonalni będą pełnić rolę dominującego akcjonariusza, szczególnie zaangażowanego w proces nadzoru i reprezentującego interesy wszystkich pozostałych akcjonariuszy. Aktywność inwestorów zależy m.in. od: struktury portfela inwestycyjnego, wielkości udziału w spółkach czy lojalności w stosunku do spółki [Koładkiewicz, 2002, s. 210–211]. W dużej mierze aktywność inwestorów instytucjonalnych zależy również od kosztów oraz korzyści związanych z takim działaniem. Analizując funkcjonowanie inwestorów instytucjonalnych, można dostrzec pewne problemy, które wynikają z konfliktu agencji. Wydaje się, że w przypadku inwestorów instytucjonalnych, za sprawą rozbudowanej struktury zależności (dawca kapitału – zarządzający – spółka portfelowa), konflikty agencji nabierają dodatkowych wymiarów. Zagadnienie to zostanie przedstawione w kolejnej części artykułu.

¹ Istnieje wiele definicji oraz klasyfikacji inwestorów instytucjonalnych. Definicje samego pojęcia inwestor instytucjonalny są podobne, jednak klasyfikacje bardzo zróżnicowane i wynikają z różnej specyfiki rynków kapitałowych występujących na świecie [Malinowska, Gad, 2012, s. 20–23].

2. Konflikt agencji – perspektywa inwestorów instytucjonalnych

Teoria agencji jest jedną z teorii wyjaśniających zjawisko nadzoru nad korporacją. Za twórców tej teorii uważa się M. C. Jensena i W. H. Mecklinga, którzy zaprezentowali ją po raz pierwszy w 1976 roku [Jensen, Meckling, 1976, s. 305–360]. Autorzy ci zdefiniowali zależność występującą w teorii agencji jako kontrakt, na mocy którego jedna strona (pryncypał) deleguje obowiązki podejmowania decyzji na drugą stronę (agenta) [Jensen, Meckling, 1976, s. 308]. Istotą teorii agencji jest zjawisko oddzielenia własności od zarządzania, polegające na finansowaniu działalności przedsiębiorstwa przez pryncypała i zarządzaniu nim przez agenta. W sytuacji gdy obie strony kontraktu dążą do maksymalizacji własnej użyteczności, wysoce prawdopodobna staje się sytuacja, kiedy działania agenta nie będą zgodne z interesami pryncypała² [Urbanek, 2005, s. 49]. W ramach teorii agencji wyróżnia się dwa podstawowe problemy [Eisenhardt, 1989, s. 58]:

1. Dążenia i cele pryncypała oraz agenta pozostają w konflikcie, a ponadto weryfikacja zachowań i działalności agenta jest trudna lub kosztowna.
2. Odmienne podejście do ryzyka przez pryncypała i agenta.

Konflikt agencji dotyczący działalności inwestorów instytucjonalnych jest bardziej złożony. Można zidentyfikować tutaj zarówno konflikt agencyjny o charakterze horyzontalnym, jak i wertykalnym. Wertykalny konflikt agencji można zaobserwować między pryncypałem i agentem, podczas gdy horyzontalny konflikt agencji występuje między pryncypałem i pryncypałem³.

Obserwując funkcjonowanie działalności inwestorów instytucjonalnych, można zidentyfikować trzy płaszczyzny konfliktu agencyjnego (rysunek 1):

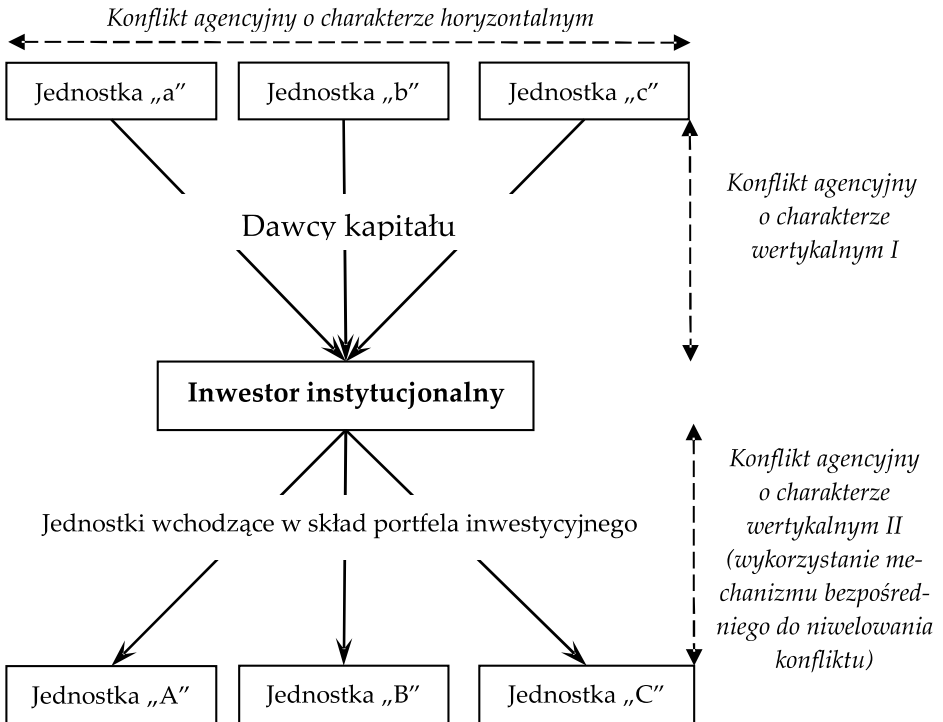
1. Konflikt horyzontalny między dawcami kapitału, którzy powierzyli swoje środki temu samemu inwestorowi instytucjonalnemu.
2. Konflikt wertykalny I pomiędzy dawcą kapitału i inwestorem instytucjonalnym.

² W teorii agencji prezentowane jest odmienne podejście do relacji właściciel–menedżer niż w tzw. teorii służebności. W przypadku teorii agencji wyeksponowany jest problem kontroli, jaką sprawują właściciele nad zarządzającymi. Z kolei centralnym obszarem teorii służebności jest zaangażowanie obu stron w proces zarządzania. Teoria służebności przedstawia menedżera jako zarządcę, którego cele indywidualne są zgodne z celami pryncypała [Gad, 2014, s. 122–125].

³ Szerzej na temat wertykalnego i horyzontalnego konfliktu agencji w: [Campbell, 2011, s. 35–36; Roe, 2004, s. 2 i nast.; Oplustil, 2010, s. 16–34].

3. Konflikt wertykalny II pomiędzy inwestorem instytucjonalnym i jednostką wchodzącą w skład portfela inwestycyjnego inwestora instytucjonalnego.

Rysunek 1. Płaszczyzny konfliktu agencyjnego – perspektywa inwestora instytucjonalnego



Źródło: Opracowanie własne.

Jedną z płaszczyzn konfliktu agencyjnego, związaną z funkcjonowaniem inwestora instytucjonalnego, jest horyzontalny konflikt agencji między dawcami kapitału, którzy powierzyli swoje środki temu samemu inwestorowi instytucjonalnemu. Każdy dawca kapitału jest odrębną jednostką i może charakteryzować się odrębnymi celami i dążeniami. Co więcej, może tutaj wystąpić konflikt interesów między poszczególnymi jednostkami, który wynika z odmiennego podejścia do ryzyka, dostępie do informacji czy też preferowanego horyzontu czasowego inwestycji.

Kolejną zidentyfikowaną płaszczyzną konfliktu agencyjnego w obszarze funkcjonowania inwestora instytucjonalnego jest wertykalny konflikt agencji I pomiędzy dawcą kapitału (pryncypał) i inwestorem instytucjonalnym (agent). Inwestor instytucjonalny jest podmiotem posiadającym

wiedzę i doświadczenie w obszarze podejmowania decyzji inwestycyjnych. Tworząc portfel inwestycyjny, agent musi w swoich decyzjach przestrzegać prospektów, statutów i innych dokumentów, w których określił ogólny zakres i przedmiot inwestycji. Należy jednak pamiętać, iż zakres przedmiotu inwestycji ma charakter ogólny i to inwestor instytucjonalny jest decydującym podmiotem. Konflikt wertykalny na poziomie I może wynikać z występującej asymetrii informacji między tymi dwoma podmiotami. Zjawisko asymetrii informacji może mieć dwojaki charakter: „ukrytych informacji” lub „ukrytych działań” [Kleine, 1995, s. 31, za: Bednarczyk, Eichler, 2002, s. 7]. Pryncypał, posiadając niepełne informacje, nie jest w stanie kontrolować poczynań agenta. Tymczasem agent może podejmować takie decyzje, które umożliwią mu pomnożenie swojego bogactwa kosztem korzyści dla pryncypała. Agentem jest osoba zarządzająca portfelem inwestycyjnym inwestora instytucjonalnego i często jego wynagrodzenie zależy od bieżących wyników. W związku z tym osoba taka może przedkładać swoje dobro w postaci wynagrodzenia prowizyjnego za wyniki bieżące kosztem długookresowej perspektywy inwestycji i bardziej zyskownych przedsięwzięć dla dawcy kapitału.

Istotną płaszczyzną konfliktu agencji, którą można wskazać w obszarze działalności inwestora instytucjonalnego, jest konflikt wertykalny II pomiędzy inwestorem instytucjonalnym (pryncypał) i jednostką (agent), która stanowi przedmiot inwestycji inwestora instytucjonalnego. Konflikt między tymi dwoma podmiotami wynika z występującej asymetrii informacji. Inwestor instytucjonalny jako podmiot dysponujący środkami indywidualnych podmiotów chciałby monitorować działania zarządów jednostek, które stanowią przedmiot jego inwestycji. Monitoring jest pewnym sposobem na minimalizację ryzyka utraty powierzonych im środków. Warto jednak zauważyć, że na skutek rozdzielenia własności od zarządzania inwestorzy instytucjonalni nie mają bezpośredniego dostępu do informacji na temat spółki, a co z tym się wiąże nie mają również bezpośredniego wpływu na funkcjonowanie swojej spółki portfelowej. Sposobem niwelowania konfliktu agencji między inwestorem instytucjonalnym i jednostką wchodzącą w skład jego portfela jest wykorzystanie mechanizmu bezpośredniego. Inwestorzy instytucjonalni chcą dopasować kierunki zarządzania daną jednostką, będącą przedmiotem ich inwestycji do własnych celów. Wobec tego uczestniczą w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (WZA) i biorą aktywny udział w głosowaniu. Dodatkowo inwestorzy instytucjonalni są otwarci na indywidualne spotkania z zarządem spółki portfelowej. Takie spotkania „w cztery

oczy” umożliwiają pogłębienie wiedzy na temat strategii działalności spółki. Inwestorzy instytucjonalni poprzez mechanizmy bezpośredniego oddziaływania wpływają na przyjęcie określonego rozwiązania odnośnie do działalności przedsiębiorstwa będącego przedmiotem ich inwestycji. Działanie to ma na celu wymuszenie na spółce portfelowej działań, które są zgodne interesami inwestora instytucjonalnego⁴.

W Wielkiej Brytanii powstał pierwszy kodeks dobrych praktyk, którego celem była poprawa komunikacji między inwestorem instytucjonalnym a spółkami portfelowymi. Sformalizowany zbiór zasad dotyczący zaangażowania inwestora instytucjonalnego został opisany w kolejnej części artykułu.

3. Stewardship Code – brytyjska regulacja środowiskowa determinująca zakres ujawnień przygotowanych przez inwestorów instytucjonalnych

UK Stewardship Code (tzw. brytyjski kodeks dotyczący nadzoru) jest to kodeks dobrych praktyk, który powstał w lipcu 2010 roku. Podmiotem odpowiedzialnym za stworzenie tego dokumentu jest Financial Reporting Council (FRC). Pierwsza opublikowana wersja dokumentu z 2010 roku została zaktualizowana we wrześniu 2012 roku [The UK Stewardship Code, 2012, s. 1].

Powyzsza regulacja środowiskowa odgrywa istotną rolę w brytyjskim systemie nadzoru korporacyjnego. Adresowana jest do inwestorów instytucjonalnych, tj. funduszy emerytalnych, firm ubezpieczeniowych, funduszy inwestycyjnych oraz innych podmiotów zbiorowego inwestowania.

Dokument ten powstał, aby poprawić jakość współpracy (zaangażowania) pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi i spółkami portfelowymi, a przez to zwiększyć długoterminową stopę zwrotu dla akcjonariuszy oraz usprawnić efektywne wykonywanie zadań (obowiązków) wynikających z nadzoru korporacyjnego [Butler, Wong, 2011, s. 82].

UK Stewardship Code zawiera listę zaleceń przygotowanych specjalnie dla inwestorów instytucjonalnych, które mają m.in. pomóc im w lepszym zarządzaniu portfelem inwestycyjnym. Zgodnie z kodeksem inwestorzy instytucjonalni powinni kontrolować stosowanie zasad *corporate governance* przez spółki, których są akcjonariuszami, a zarazem zasady kodeksu powinny zachęcać inwestorów instytucjonalnych do większej interakcji ze spółką [Konferencja Corporate Governance, 2014, s. 4].

⁴ Szerzej na temat aktywności inwestorów instytucjonalnych w: [Solomon, 2007, s. 119].

Brytyjski kodeks dobrych praktyk składa się z siedmiu zasad, zgodnie z którymi inwestorzy instytucjonalni powinni [The UK Stewardship Code, 2012, s. 5]:

- 1) podawać do informacji publicznej informacje na temat polityki dotyczącej realizacji obowiązków wynikających z powiernictwa (*stewardship*),
- 2) ustanowić i podawać do informacji publicznej długoterminową politykę dotyczącą zarządzania konfliktami interesów w odniesieniu do powiernictwa,
- 3) monitorować spółki portfelowe, będące ich przedmiotem inwestycji,
- 4) skonstruować przejrzyste wytyczne, które pozwolą ustalić, kiedy i w jaki sposób będą wzmacniane działania na rzecz powiernictwa,
- 5) być gotowi do wspólnego działania z innymi inwestorami instytucjonalnymi w razie potrzeby,
- 6) posiadać przejrzystą politykę głosowania i ujawniać informacje dotyczące procesu głosowania,
- 7) przygotowywać okresowe raporty dotyczące powiernictwa i procesu głosowania.

Inwestorzy instytucjonalni, w oparciu o zasadę *comply or explain* („zastosuj albo wyjaśnij”), zobowiązani są do publicznego ustosunkowania się do tych siedmiu zasad. Mają zatem możliwość stosowania określonych zasad kodeksu dobrych praktyk, bądź też obowiązek poinformowania o odstąpieniu od danej reguły i wyjaśnieniu przyczyn zaistniałej sytuacji.

Zgodnie z pierwszą zasadą UK Stewardship Code inwestorzy instytucjonalni powinni monitorować działalność spółek, w które zainwestowali, a także szerzej angażować się w ich działalność. Dla inwestorów *stewardship* to nie tylko głosowanie podczas WZA. Działania inwestorów powinny obejmować monitorowanie i angażowanie się w sprawy spółki w takich kwestiach, jak: strategia przedsiębiorstwa, ryzyko, struktura kapitału, nadzór korporacyjny (w tym kultura i wynagrodzenia). Zaangażowanie to powinno polegać na dialogu ze spółkami będącymi przedmiotem ich inwestycji. Inwestor instytucjonalny powinien ujawniać, w jaki sposób będzie realizował politykę, która ma prowadzić do wzrostu wartości dla beneficjenta (klienta), który powierzył im swój kapitał [The UK Stewardship Code, 2012, s. 6]. Przykładowe ujawnienia na temat zasady pierwszej przedstawiono w tablicy 1.

Tablica 1. Ustosunkowanie się Bell Rock Capital Management LLP⁵ do pierwszej zasady UK Stewardship Code

Bell Rock zobowiązuje się do szczegółowych badań i analiz spółek zanim w nie zainwestuje. Naszą nadrzędną zasadą jest ochrona kapitału swoich klientów. Wysoki poziom nadzoru korporacyjnego jest jednym z głównych kryteriów stosowanych do oceny spółki, która ma stanowić przedmiot inwestycji.

Bell Rock dostrzega znaczenie prawa głosu celem ochrony interesów swoich klientów i zawsze będzie głosować, mając na uwadze najlepszy interes ekonomiczny dla swoich klientów.

Źródło: [UK Stewardship Code Statement, 2014, s. 1].

W drugiej zasadzie UK Stewardship Code zasugerowano, aby inwestor instytucjonalny nie tylko ustanowił, ale również ujawnił swoją długoterminową politykę zarządzania konfliktami interesów w odniesieniu do powiernictwa. Kodeks podkreśla, iż obowiązkiem inwestora instytucjonalnego jest działanie w interesie swoich beneficjentów, jednak nie jest możliwe uniknięcie konfliktu interesów podczas wykonywania funkcji powierniczej. Polityka zarządzania konfliktami interesów powinna być wdrożona i upubliczniona w taki sposób, aby interesy beneficjenta (klienta) były na pierwszym miejscu. Dodatkowo polityka ta powinna wyjaśniać, jakie stanowisko zajmie inwestor instytucjonalny w sytuacji, gdy wystąpią różnice w interesach różnych klientów, którzy powierzyli im własne środki celem ich dalszego zarządzania [The UK Stewardship Code, 2012, s. 6]. W tablicy 2 znajduje się przykład z praktyki gospodarczej, który przedstawia oświadczenie wybranego inwestora instytucjonalnego dotyczące drugiej zasady UK Stewardship Code.

Tablica 2. Ustosunkowanie się Bell Rock Capital Management LLP do drugiej zasady UK Stewardship Code

Członkowie Bell Rock są zobowiązani do ujawniania informacji na temat występowania potencjalnych konfliktów interesów, których są świadomi (w odniesieniu do głosowania w ramach pełnomocnictwa).

Inspektor do spraw zgodności przeanalizuje wszystkie występujące potencjalne konflikty interesów, a jeśli taki konflikt wystąpi, to Bell Rock zapewnia, że odpowiedzialność powiernicza wobec swoich klientów ma pierwszeństwo względem innych czynników.

Źródło: [UK Stewardship Code Statement, 2014, s. 1].

⁵ Jednostka podlegająca badaniu została wybrana w sposób losowy. Bell Rock Capital Management LLP jest to fundusz hedgingowy specjalizujący się w rynku akcji.

W trzeciej zasadzie kodeksu podkreślono, że skuteczny monitoring jest istotnym elementem zarządzania i w związku z tym inwestorzy instytucjonalni powinni regularnie monitorować działalność spółek, w które zainwestowali. Inwestorzy instytucjonalni powinni:

- śledzić na bieżąco wyniki spółki,
- śledzić na bieżąco rozwój spółki, zarówno zewnętrzny, jak i wewnętrzny, który skutkuje wzrostem wartości przedsiębiorstwa, ale i generuje zagrożenia,
- upewnić się, że menedżerowie spółki podejmują decyzje skutecznie (działają skutecznie),
- upewnić się, że komitety spółki i rada dyrektorów stosują się do zapisów UK Corporate Governance Code, w tym także poprzez spotkania z przewodniczącym rady dyrektorów i pozostałymi członkami rady dyrektorów,
- brać pod uwagę jakość sprawozdań finansowych spółki,
- brać udział w WZA w tych spółkach, w których inwestor instytucjonalny posiada znaczący pakiet akcji.

Dodatkowo inwestorzy instytucjonalni powinni dążyć do zidentyfikowania problemów spółki we wczesnym etapie, co powinno pomóc zminimalizować utratę wartości dla swoich akcjonariuszy [The UK Stewardship Code, 2012, s. 7]. Przykład oświadczenia spółki dotyczącego zasady trzeciej kodeksu znajduje się w tablicy 3.

Tablica 3. Ustosunkowanie się Bell Rock Capital Management LLP do trzeciej zasady UK Stewardship Code

Wszystkie spółki, w które inwestuje Bell Rock, są monitorowane na bieżąco przez osobę odpowiedzialną za zarządzanie danym portfelem inwestycyjnym.

Monitoring obejmuje: analizę rocznych raportów, w tym sprawozdań finansowych, za pośrednictwem podmiotu zewnętrznego, spotkania z kierownictwem spółki, które stanowią przedmiot inwestycji, uczestnictwo w spotkaniach z przedstawicielami spółki portfelowej.

Źródło: [UK Stewardship Code Statement, 2014, s. 1].

Zgodnie z czwartą zasadą UK Stewardship Code inwestorzy instytucjonalni powinni określić okoliczności, w których będą interweniować w działalność spółki, w którą zainwestowali. Interwencja inwestorów może być podejmowana wówczas, gdy istnieją pewne obawy, co do strategii, zarządzania, podejścia do ryzyka czy też wynagrodzeń w spółce, ale

również może wynikać z kwestii społecznych i środowiskowych. Wstępne rozmowy odnośnie do obaw co do powyższych kwestii powinny być poufne. Gdyby jednak takie rozmowy nie przynosiły skutków, to inwestorzy instytucjonalni mogą rozszerzać swoją działalność poprzez [The UK Stewardship Code, 2012, s. 8]:

- spotkania z kierownictwem celem omówienia problemów,
- przekazanie obaw doradcom spółki,
- spotkania z przewodniczącym rady dyrektorów lub innym członkiem rady dyrektorów,
- wspólne interwencje z innymi instytucjami odnośnie do poszczególnych kwestii,
- złożenie wniosku o zwołanie WZA,
- przedkładanie uchwał i propozycji na WZA,
- żądanie zmian członków zarządu podczas WZA.

W tablicy 4 zamieszczono oświadczenie Bell Rock Capital Management LLP, w którym odniesiono się do czwartej zasady brytyjskiego kodeksu.

Tablica 4. Ustosunkowanie się Bell Rock Capital Management LLP do czwartej zasady UK Stewardship Code

Bell Rock będzie zwiększać swoje zaangażowanie w spółki będące ich przedmiotem inwestycji w razie zaistnienia takiej potrzeby. Niestety stosunkowo niewielki udział Bell Rock w portfelu takiej spółki będzie ograniczał zdolność wpływania na funkcjonowanie i zarządzanie spółką.

Bell Rock oświadcza, że w sytuacji, gdy spółka, która jest przedmiotem inwestycji, jest nieprawidłowo zarządzana i ma to wpływ na wartość dla akcjonariuszy, będzie podejmować strategię wyjścia (sprzedaży niniejszej spółki) przy najbliższej okazji.

Źródło: [UK Stewardship Code Statement, 2014, s. 1–2].

W piątej zasadzie brytyjskiego kodeksu zaleca się, aby inwestorzy instytucjonalni byli otwarci na współpracę z innymi inwestorami w określonych przypadkach. Zbiorowe zaangażowanie może przynieść korzyści dla wszystkich inwestorów. Aby osiągnąć swoje cele, współpraca może być realizowana zarówno za pomocą grup formalnych, jak i nieformalnych. Inwestorzy instytucjonalni powinni określić rodzaje zdarzeń (okoliczności), podczas których są otwarci na wspólne z innymi inwestorami działanie [The UK Stewardship Code, 2012, s. 8–9]. Tablica 5 przedstawia stanowisko inwestora instytucjonalnego wobec piątej zasady UK Stewardship Code.

Tablica 5. Ustosunkowanie się Bell Rock Capital Management LLP do piątej zasady UK Stewardship Code

Bell Rock jest gotów, w razie potrzeby, współpracować z innymi inwestorami i jest gotów rozważyć podjęcie określonych działań, analizując indywidualnie każdą z zaistniałych sytuacji.

Jak stwierdzono w zasadzie 4, udziały Bell Rock w poszczególnych spółkach są stosunkowo niewielkie. Bell Rock ostrożnie będzie podchodzić do podejmowania zbiorowych działań, mając zawsze na względzie najlepszy interes swoich klientów.

Źródło: [UK Stewardship Code Statement, 2014, s. 2].

Według szóstej zasady UK Stewardship Code inwestorzy instytucjonalni powinni posiadać przejrzystą politykę głosowania. Powinni również upubliczniać wyniki swoich głosowań. Dodatkowo kodeks dopuszcza korzystanie z usług pełnomocnictwa podczas głosowania (tzw. *proxy voting*) oraz podmiotów oferujących usługi doradcze w zakresie głosowania. Inwestorzy instytucjonalni muszą jednak określić zakres, w jakim korzystają z usług tych pośredników i usługodawców, a dodatkowo muszą ujawnić informacje na temat tego, kim są powyżej wymienione podmioty, określić, w jakim stopniu będą sugerować się sugestiami i rekomendacjami tych specjalistów [The UK Stewardship Code, 2012, s. 9]. Przykład ustosunkowania się do szóstej zasady kodeksu zamieszczono w tablicy 6.

Tablica 6. Ustosunkowanie się Bell Rock Capital Management LLP do szóstej zasady UK Stewardship Code

Bell Rock korzysta z usług pełnomocnictwa podczas głosowania wówczas, gdy uważa, że jest to w interesie naszych klientów.

Bell Rock nie upublicznia wyników swoich głosowań, gdyż uważa takie informacje za poufne. Wyniki głosowań są jednak dostępne dla naszych klientów na życzenie.

Źródło: [UK Stewardship Code Statement, 2014, s. 2].

W siódmej zasadzie kodeksu zaleca się przygotowywanie okresowych raportów dotyczących powiernictwa i procesu głosowania dla swoich akcjonariuszy. Sprawozdania powinny zawierać nie tylko dane ilościowe, ale również jakościowe. Szczegółowość przygotowanych raportów powinna być ustalona pomiędzy agentem (inwestorem instytucjonalnym)

i pryncypałem (beneficjentem/akcjonariuszem). Inwestorzy instytucjonalni powinni minimum raz w roku przygotowywać raport odnośnie do polityki powiernictwa i jej realizacji [The UK Stewardship Code, 2012, s. 9–10]. W tablicy 7 znajduje się komentarz wybranego inwestora instytucjonalnego do opisywanej powyżej zasady brytyjskiego kodeksu.

Tablica 7. Ustosunkowanie się Bell Rock Capital Management LLP do siódmej zasady UK Stewardship Code

Bell Rock będzie sporządzał sprawozdania z głosowań, które będą dostępne na żądanie dla wszystkich swoich klientów.

Źródło: [UK Stewardship Code Statement, 2014, s. 2].

W ramach badania autorka dokonała wstępnej analizy wybranych losowo oświadczeń spółek⁶ działających w Wielkiej Brytanii dotyczących stosowania zasad UK Stewardship Code. Każde oświadczenie inwestora instytucjonalnego dotyczące UK Stewardship Code jest dostępne na stronie internetowej Financial Reporting Council [UK Stewardship Code statements]. Na podstawie analizy można wysnuć kilka ogólnych wniosków. Oświadczenia inwestorów instytucjonalnych są mniej lub bardziej szczegółowe – mogą zawierać jedną, dwie, trzy, a czasami nawet osiem stron. Długość dokumentu i szczegółowość zależy od danej spółki, która upublicznia taki dokument. Każdy inwestor instytucjonalny, przygotowując takie oświadczenie, odnosi się do konkretnego punktu z kodeksu i wyjaśnia, czy stosuje daną zasadę czy też nie, jeśli nie to wyjaśnia powody takiego zachowania. Ponadto w oświadczeniach znajdują się ujawnienia zawierające informacje na temat działalności spółki odnoszące się konkretnie do punktów z kodeksu. Można mieć pewne wątpliwości, czy jednostronicowe oświadczenie spełnia swoje zadanie. Poza tym, jak trafnie zauważa I. Kołodkiewicz, nie zawsze deklaracje ze strony spółek są adekwatne do rzeczywistości. Spółki deklarują stosowanie zasad dobrych praktyk, jednak „największym wyzwaniem wciąż pozostaje przekonanie spółek do aktywnego ich stosowania” [Kołodkiewicz, 2014, s. 209].

Jak twierdzi B. R. Cheffins, wprowadzenie Stewardship Code nie miało większego wpływu na zmianę podejścia do pełnienia aktywnej roli w nadzorze nad spółkami portfelowymi. Jako powód takiego stanu rze-

⁶ Spółki podlegające analizie: Aviva UK, Big Local Trust, British Airways Pensions, Cadbury Pension Funds, NFU Mutual, Pension Protection Funds, The Wellcome Trust, Apex Partners, MN oraz NAPF Trustee Limited.

czy wskazuje duże rozdrobnienie własności spółek portfelowych w Wielkiej Brytanii [Cheffins, 2010, s. 1004, 1006, 1113].

Zakończenie

W artykule został przedstawiony brytyjski kodeks dobrych praktyk inwestorów instytucjonalnych UK Stewardship Code. Jednym z założeń tego kodeksu jest udoskonalenie procesu komunikacji inwestorów instytucjonalnych z dawcami kapitału. Zgodnie z kodeksem inwestorzy instytucjonalni są zobowiązani do wydania oświadczenia odnośnie do siedmiu zasad kodeksu. W praktyce spółek brytyjskich występują dwa rozwiązania. Część spółek ujawnia szczegółowe informacje dotyczące stosowania poszczególnych zasad kodeksu, inne z kolei ujawniają tylko ogólne informacje (szczełogłowe informacje przekazywane są dawcom kapitału na ich indywidualną prośbę).

Informacje zawarte w oświadczeniu Stewardship Code – z punktu widzenia podmiotów powierzających środki inwestorom instytucjonalnym – mogą być przydatne i mają na celu niwelowanie wertykalnego konfliktu agencji I występującego pomiędzy inwestorem instytucjonalnym i dawcą kapitału. W związku z dodatkowymi ujawnieniami prezentowanymi przez inwestora instytucjonalnego odnoszącymi się do zasad kodeksu maleje zjawisko asymetrii informacji między tymi podmiotami.

Stewardship Code nie jest bez znaczenia również z punktu widzenia wertykalnego konfliktu agencji II występującego pomiędzy inwestorem instytucjonalnym a spółką portfelową będącą przedmiotem jego inwestycji. Kodeks dobrych praktyk stanowi pewnego rodzaju zachętę dla inwestorów instytucjonalnych do aktywnych działań i monitorowania spółek portfelowych. Należy jednak zaznaczyć, że jeżeli spółka portfelowa nie jest spółką publiczną, to monitorowanie jej działań z wykorzystaniem chociażby raportowania okresowego jest utrudnione.

Nie bez znaczenia jest również Stewardship Code w przypadku horyzontalnego konfliktu agencji występującego pomiędzy dawcami kapitału. Dawcy kapitału dysponują dzięki ujawnieniom wynikającym z tego kodeksu większym zakresem informacji na temat działalności inwestorów instytucjonalnych.

Literatura

1. Aluchna M. (2007), *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.

2. Bednarczyk T., Eichler D. (2002), *Theory of Mutual Funds: The Effects of Principal Agency Conflicts on Mutual Fund Size*, Working Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=905113, dostęp dnia 01.04.2015.
3. Butler P., Wong S. (2011), *Recent trends in institutional investors responsibilities and stewardship*, „Pensions”, Vol. 16, No. 2.
4. Campbell K. (2011), *Corporate Governance after the Financial Crisis: Institutional Investors and the Stewardship Function*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”, nr 2/1 *Współczesne problemy nadzoru korporacyjnego*.
5. Cheffins B. R. (2010), *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, „The Modern Law Review”, Vol. 73, Issue 6.
6. Eisenhardt K. M. (1989), *Agency Theory: An Assessment and Review*, „Academy of Management Review”, No. 14.
7. Gad J. (2011), *Rachunkowość w procesie nadzoru w spółkach publicznych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
8. Gad J. (2014), *Atrybuty użytkowników wewnętrznych i zewnętrznych systemu informacyjnego rachunkowości – perspektywa asymetrii informacji*, „Problemy Zarządzania”, Vol. 12, No. 2(46).
9. Jensen M. C., Meckling W. H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 3, No. 4.
10. Jeżak J. (2014), *Corporate Governance in Developing Countries: Finding the Balance between Global Standards and Local Context – The Case of Poland*, „International Journal of Trade, Economics and Finance”, Vol. 5, No. 4.
11. Kleine A. (1995), *Entscheidungstheoretische Aspekte der Principal – Agent Theorie*, Heidelberg.
12. Kołodkiewicz I. (2002), *Rola akcjonariuszy instytucjonalnych w sprawowaniu nadzoru*, w: *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Rudolf S. (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
13. Kołodkiewicz I. (2014), *Dobre praktyki ładu korporacyjnego oraz ich transfer do twardego prawa. Perspektywa interesariuszy polskiego rynku kapitałowego*, „Studia Prawno-Ekonomiczne”, t. 91, cz. 2.
14. Konferencja Corporate Governance – Dobre praktyki spółek notowanych na GPW: Gdzie jesteśmy, dokąd zmierzamy? (2014), http://corp-gov.gpw.pl/assets/photo/wydarzenia/konferencje/2014/prezentacje_konferencja20140114/szczegolowa_relacja_z_konferencji.pdf, dostęp dnia 02.03.2015.

15. Malinowska D. (2012), *Inwestorzy instytucjonalni na polskim rynku kapitałowym na przykładzie spółek indeksu WIG20*, w: *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Urbanek P. (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
16. Malinowska D., Gad J. (2012), *Institutional Investors in the largest polish capital companies – theory and practice*, „Ad Alta: Journal of Interdisciplinary Research”, Vol. 2, Issue 2.
17. Mallin Ch. A. (2007), *Corporate governance*, Oxford University Press, New York.
18. Oplustil K. (2010), *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
19. Roe M. J. (2004), *The Institution of Corporate Governance*, Harvard Law School, Discussion Paper 2004/488/08.
20. Solomon J. (2007), *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons, Chichester.
21. *The UK Stewardship Code* (2012), Financial Reporting Council, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.pdf>, dostęp dnia 23.03.2015.
22. *UK Stewardship Code Statement* (2014), Bell Rock Capital Management LLP, <http://www.dpfm.com/docs/UK%20Stewardship%20Code%20statement.pdf>, dostęp dnia 31.03.2015.
23. *UK Stewardship Code statements*, Financial Reporting Council, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code/UK-Stewardship-Code-statements.aspx>, dostęp dnia 31.03.2015.
24. Urbanek P. (2005), *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
25. Urbanek P. (2009), *Struktura własności i kontroli w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, w: „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”, nr 1, *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorstwo*.

Streszczenie

UK Stewardship Code jest to brytyjski kodeks dobrych praktyk, który odgrywa istotną rolę w nadzorze korporacyjnym. Celem głównym artykułu jest popularyzacja wiedzy na temat kodeksu dobrych praktyk inwestorów instytucjonalnych Stewardship Code, który motywuje inwestorów instytucjonalnych do pełnienia aktywnej roli w monitorowaniu działalności spółek będących przedmiotem ich inwestycji.

Metodą badawczą wykorzystaną w artykule była analiza polskich i zagranicznych pozycji literaturowych, brytyjskiego kodeksu dobrych praktyk Stewardship Code oraz analiza ujawnień odnośnie do stosowania Stewardship Code przez brytyjską spółkę Bell Rock Capital Management LLP.

Artykuł składa się z trzech części. Pierwsza część przedstawia inwestora instytucjonalnego jako szczególnego uczestnika rynku kapitałowego. W drugiej części artykułu został przedstawiony problem agencji z perspektywy inwestora instytucjonalnego. Trzecia część opisuje kodeks dobrych praktyk UK Stewardship Code. Wnioski końcowe przedstawiono w zakończeniu.

Słowa kluczowe

Stewardship Code, teoria agencji, konflikt agencji, inwestor instytucjonalny

Stewardship Code as a tool for eliminating agency conflict (Summary)

UK Stewardship Code is a British code of good practice, which plays an important role in corporate governance. The main aim of this paper is to popularize the knowledge about the UK Stewardship Code, the code of good practice for institutional investors, which motivates institutional investors to play an active role in monitoring the activities of the portfolio companies.

The research method used in the article was the analysis of Polish and foreign literature, the UK Stewardship Code (the British code of good practice) and analysis the disclosures regarding the use of Stewardship Code by the British company Bell Rock Capital Management LLP.

The article consists of three parts. The first part presents the institutional investor as a special participant in the capital market. In the second part of the article the agency conflict from the perspective of the institutional investors is presented. The third part describes the UK Stewardship Code. Final conclusions are presented in the end of this paper.

Keywords

Stewardship Code, agency theory, agency conflict, institutional investor