

Rozdział I. Wielostopniowa teoria agencji jako punkt odniesienia dla wykonywania uprawnień korporacyjnych przez inwestorów instytucjonalnych

§ 1. Wprowadzenie. Założenia teorii agencji

Analiza przyczyn powstania sektora doradców inwestorów do spraw głosowania oraz wpływu doradców na wykonywanie uprawnień korporacyjnych w spółkach publicznych wymaga odwołania się do teorii agencji (*agency theory*) jako najszerzej akceptowanej w światowej doktrynie prawno-ekonomicznej i prawno-finansowej teoretycznej podbudowy dla regulacji zmierzających do łagodzenia konfliktów interesów występujących pomiędzy podmiotami zaangażowanymi w funkcjonowanie spółki publicznej.

Teoria agencji wywodzi się z dwóch słynnych prac: artykułu *M.C. Jensena i W.H. Mecklinga*, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*¹ oraz artykułu *M.C. Jensena i E.F. Fama*'y *Separation of Ownership and Control*². Początkowo służyła ona do opisu relacji zachodzących w ramach spółki otwartej, w polskich warunkach utożsamianej ze spółką publiczną, w której naturę wpisany jest masowy, rozdrobniony akcjonariat i oddzielenie sfery własności od sfery zarządzania (*separation of ownership and control*)³.

¹ *M.C. Jensen, W.H. Meckling*, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, vol. 3 (1976), s. 305 i n.

² *M.C. Jensen, E.F. Fama*, *Separation of Ownership and Control*, *Journal of Law and Economics*, vol. 26 (1983), s. 301 i n.

³ Por. m.in. *A.A. Berle, G.C. Means*, *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1932; *R. Posner*, *Economic*, s. 451; *S.M. Bainbridge*, *Corporation Law*, s. 8. W polskiej doktrynie m.in. *M. Romanowski*, *W sprawie pojęcia i natury spółki publicznej*, PPH 2009, Nr 3, s. 11.

Teoria agencji charakteryzuje wszelkiego rodzaju relacje umowne⁴, w których jedna ze stron (pryncypał) zleca drugiej stronie (agentowi) działanie na swój rachunek, które to działanie zawiera w sobie kompetencje do podejmowania decyzji wywierających lub mogących wywrzeć skutki w sferze majątkowej pryncypała⁵. Przykładami stosunków cywilnoprawnych, do których analizy w szczególności ma zastosowanie teoria agencji, są umowa zlecenia⁶ i umowa agencyjna⁷.

Teoria agencji opiera się na dwóch podstawowych założeniach deskryptywnych: o asymetrii informacyjnej pomiędzy stronami relacji agencji oraz o ryzyku działania oportunistycznego (*moral hazard*)⁸, tj. działania skierowanego na realizację partykularnych interesów jednej ze stron relacji agencji (tj. strony podejmującej dane działanie na cudzy rachunek)⁹. Istnienie asymetrii informacyjnej oraz ryzyka działania oportunistycznego kreuje konflikt interesów (tj. konflikt agencyjny, *agency conflict*) między pryncypałem a agentem. Konflikt ten powoduje, że pryncypał zmuszony jest do ponoszenia tzw. kosztów agencyjnych. *Jensen* i *Meckling* wyróżniają trzy kategorie kosztów agencyjnych: (i) koszty monitorowania (*monitoring costs*), czyli koszty ponoszone przez pryncypała w celu nadzorowania zachowania agenta, np. koszt udziału w WZA; (ii) koszty związania (*bonding costs*), ponoszone przez samego agenta w celu zagwarantowania pryncypałowi zapewnienia, że będzie działał w jego interesie (które jednak w ostatecznym rachunku ponosi pryncypał), np. koszt czasu poświęcanego przez menedżera na zarządzanie korporacją, ponoszony jednak przez akcjonariuszy w formie wynagrodzenia wypłacanego przez spółkę temu menedżerowi; oraz (iii) tzw. stratę rezydualną (*residual loss*), czyli różnicę między potencjalnym zyskiem, do jakiego doprowadziłoby podejmowanie optymalnych decyzji przez samego mocodawcę, a rzeczywistymi korzyściami wypracowanymi przez agenta¹⁰.

⁴ W szerokim, ekonomiczno-prawnym rozumieniu.

⁵ *M.C. Jensen, W.H. Meckling, Theory of, s. 308.*

⁶ Art. 734 i n. ustawy z 23.4.1964 r. – Kodeks cywilny (tekst jedn. Dz.U. z 2018 r. poz. 1025 ze zm.; dalej jako: KC).

⁷ Art. 758 i n. KC.

⁸ *M. Aluchna, Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych, Warszawa 2007, s. 35.*

⁹ Zgodnie z podstawowym założeniem ekonomicznej analizy prawa *homo oeconomicus* postępuje racjonalnie i dąży do maksymalizacji własnej użyteczności – czego manifestacją jest ryzyko zachowania oportunistycznego.

¹⁰ *M.C. Jensen, W.H. Meckling, Theory of, s. 305 i n.*

Zgodnie z normatywnym założeniem teorii agencji koszty te powinny być utrzymywane na najniższym możliwym poziomie. Do sposobów minimalizacji kosztów agencyjnych należy wiele rynkowych oraz regulacyjnych mechanizmów ładu korporacyjnego, które sprowadzają się do: (i) redukcji ryzyka działania oportunistycznego przez zbliżenie interesów pryncypała i agenta; (ii) redukcji asymetrii informacji przez tworzenie mechanizmów skuteczniejszego zapoznawania się przez pryncypała z informacją o działaniach agenta lub (iii) jednoczesnego stosowania obydwu tych strategii.

W ramach spółki publicznej wyróżnia się przeważnie trzy płaszczyzny konfliktu agencyjnego. Są to: (i) model wertykalny, w którym pryncypałem są akcjonariusze, a agentem – menedżerowie spółki; (ii) model horyzontalny, w którym pryncypałem są akcjonariusze mniejszościowi, a agentem – akcjonariusz większościowy lub posiadający znaczny pakiet akcji (*blockholder*); a także (iii) model konfliktu interesów pomiędzy spółką a różnymi grupami interesariuszy (*stakeholders*), np. pracownikami, wierzycielami, społecznością lokalną – w tym modelu pryncypałem są interesariusze, a agentem – spółka¹¹.

W zależności od struktury akcjonariatu, systemu prawnego i sektora gospodarki, w jakim działa spółka, konflikty te współistnieją, choć z różnym natężeniem.

Zmiana stosunków własnościowych na rynku kapitałowym, w szczególności wiążąca się z upowszechnieniem „powierniczego” charakteru własności i istotną rolę inwestorów instytucjonalnych, doprowadziła do modyfikacji klasycznej relacji agencji w kierunku wielostopniowej relacji agencji. To skomplikowanie relacji agencyjnej wymaga określenia ostatecznych beneficjentów inwestycji, których interesy powinny być objęte szczególną ochroną. Poza tradycyjnymi formami relacji agencyjnej mamy bowiem do czynienia z taką relacją (tj. wielostopniową) pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi a ich klientami – uczestnikami funduszu inwestycyjnego lub członkami funduszu emerytalnego (inwestorami pośrednimi). W szczególności w związku z profesjonalizacją wykonywania prawa głosu na WZA spółek publicznych pojawił się problem relacji pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi a doradcami inwestorów do spraw głosowania. Relacja ta może być rozpatrywana w dwóch płaszczyznach: z jednej strony, usługi doradców inwestorów do spraw głosowania stanowią instrument łagodzenia konfliktu agencyjnego pomiędzy akcjonariuszami a menedżerami spółek publicznych (w szczególności instrument łagodzenia racjonalnej apatii inwestorów) oraz z drugiej strony, profesjionali-

¹¹ J. Armour, H. Hansmann, R. Kraakman, [w:] R. Kraakman (et al.), *The Anatomy*, s. 36.

zacja wykonywania prawa głosu na WZA to zjawisko generujące konflikt agencyjny pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi a ich doradcami do spraw głosowania – przez ryzyko „oderwania” własności akcji od prawa głosu w spółkach¹².

§ 2. Oddzielenie własności od kontroli i zjawisko racjonalnej apatii

Wertykalny konflikt agencji w spółce publicznej został, w swojej klasycznej formie, opisany przez A.A. Berle'a oraz G.C. Meansa, prawnika i ekonomistę, w ich wydanej w 1932 r. pracy *The Modern Corporation and Private Property* (choć wymaga podkreślenia, że sam termin „koszty agencyjne” jest o kilka dekad późniejszy i wywodzi się od M.C. Jensena i W.H. Mecklinga)¹³. Badania Berle'a i Meansa dotyczyły struktury akcjonariatu największych amerykańskich korporacji na przełomie lat 20. i 30. XX w. i wykazały, że wśród największych amerykańskich spółek trudno było wskazać podmioty posiadające większościowego akcjonariusza, a w wielu spółkach akcjonariat rozproszony był do tego stopnia, że największe pakiety nie przekraczały 1% akcji¹⁴. Ponadto analiza danych wykazała, że im większa jest korporacja, tym bardziej była rozdrobniona struktura własności. Model masowego, rozdrobnionego akcjonariatu był przez dziesięciolecia charakterystyczny dla amerykańskiego rynku kapitałowego i do jego stopniowej zmiany dochodzi dopiero za sprawą rosnącej roli inwestorów instytucjonalnych na rynku kapitałowym.

Berle i Means jako pierwsi postawili na podstawie tych obserwacji tezę o tym, że spółki otwarte charakteryzuje oddzielenie sfery własności od sfery kontroli – które to sfery dotychczas były nieodłącznie związane. Powyższa analiza pozwoliła na opisanie profilu modelowego inwestora amerykańskiej spółki otwartej końca lat 20. XX w. – taki akcjonariusz nie jest aktywnym „właścicielem”, lecz zdywersyfikowanym, pasywnym inwestorem. Z kolei menedżerowie spółek o tej strukturze własnościowej mogą sprawować nad nimi kontrolę niezależnie od posiadania akcji spółki, co kreuje po ich stronie ryzyko działania oportunistycznego.

¹² Relacje te poddane są szczegółowej analizie w Rozdziale VIII.

¹³ Szerzej I. Prager, Dylematy pobudzania aktywizmu akcjonariuszy spółek publicznych w świetle ekonomicznej analizy prawa, [w:] T. Giaro (red.), *Ekonomiczna*, s. 99–124.

¹⁴ A.A. Berle, G.C. Means, *The Modern*, s. 47.

Mimo że tradycyjnie przyjmuje się, iż na kontynencie europejskim, w tym w Polsce, mamy do czynienia ze skrajnie różną od opisanej przez *Berle'a* i *Meansa* oraz *Jensena* i *Mecklinga* strukturą akcjonariatu, uwagi o konflikcie agencyjnym zachowują aktualność także w odniesieniu do spółek kontynentalnych. W spółkach tych konflikt interesów – a tym samym konflikt agencyjny – występuje przede wszystkim pomiędzy akcjonariuszem większościowym lub posiadającym znaczny pakiet akcji (kontrolującym przez to organ zarządzający i nadzorczy spółki) a akcjonariuszami mniejszościowymi¹⁵. Typowa kontynentalna spółka otwarta, tj. spółka publiczna notowana na rynku zorganizowanym, ma dominującego akcjonariusza, którym zazwyczaj jest podmiot indywidualny, rodzina lub państwo. Często akcjonariusz taki sprawuje kontrolę nad spółką, opierając się na strukturach holdingowych, umowach pomiędzy akcjonariuszami czy akcjach uprzywilejowanych, niekoniecznie posiadając znaczny udział w kapitale zakładowym¹⁶. Mimo iż struktura ta ewoluuje na rynkach europejskich w stronę modelu otwartego, tj. zwiększa się płynność akcji, a co się z tym wiąże, występuje zjawisko zwiększenia się liczby akcjonariuszy i rozdrobnienia akcjonariatu – trudno jeszcze mówić o pełnej konwergencji modelowej struktury w spółkach publicznych z rynku amerykańskiego i brytyjskiego oraz w spółkach Europy kontynentalnej.

Faktyczny podział akcjonariatu na akcjonariuszy mniejszościowych i większościowych determinuje rozbieżność strategii inwestycyjnych przyjmowanych przez akcjonariuszy. Akcjonariusze większościowi zainteresowani są wykonywaniem kontroli w spółce (np. przez wywieranie bezpośredniego wpływu na skład organów nadzorujących i zarządzających czy też strategię rozwoju spółki). Akcjonariusze mniejszościowi realizują jeden z dwóch scenariuszy: mogą wykonywać przysługujące im uprawnienia korporacyjne i aktywnie korzystać z praw mniejszości (co dotyczy przeważnie akcjonariuszy posiadających relatywnie znaczny, choć mniejszościowy pakiet akcji) bądź traktować akcje jako instrument finansowy (a nie udział we „własności” korporacji;

¹⁵ Horyzontalny konflikt agencji określane bywa również jako *principal-principal conflict*, tj. konflikt między pryncypałami, nomenklatura ta nie uwydatnia jednak wystarczająco istoty opisanego konfliktu interesów – w którym to akcjonariusz większościowy ma rzeczywisty (choć nie bezpośredni, bo wywierany przez kontrolowany przez siebie zarząd spółki) wpływ na zarządzanie aktywami pryncypała, akcjonariusza mniejszościowego. Por. np. *M.W. Peng, S. Sauerwald, Corporate Governance and Principal-Principal Conflicts*, [w:] *M. Wright, D.S. Siegel, K. Keasey, I. Filatotchev* (red.), *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, Oxford 2013, s. 658–672.

¹⁶ *L. Enriques, P. Volpin, Reforms corporate governance w Europie kontynentalnej*, HUK Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego 2007, Nr 2, s. 199.

ich strategia jest analogiczna do przyjmowanej przez drobnych akcjonariuszy amerykańskich spółek otwartych – pozostają oni pasywni, a w razie negatywnej oceny funkcjonowania spółki decydują się na wyjście z inwestycji)¹⁷.

Zjawiskiem wiążącym się nierozzerwalnie ze zjawiskiem rozdzielenia sfery własności od sfery zarządzania w spółkach publicznych jest racjonalna apatia inwestorów (*rational apathy*), polegająca na rezygnacji drobnych akcjonariuszy, w szczególności akcjonariuszy indywidualnych, z wykonywania uprawnień korporacyjnych w spółkach, w sytuacji gdy koszty monitorowania zarządzających przekraczają możliwe do osiągnięcia korzyści.

Jak była mowa, założeniami teorii agencji jest asymetria informacyjna i ryzyko działania oportunistycznego. Asymetria informacyjna wyraża się w przewadze wiedzy o spółce, jaką posiadają menedżerowie w stosunku do ekonomicznych właścicieli spółki. Drobni akcjonariusze mają przy tym jedynie ograniczoną możliwość weryfikacji przekazywanych im informacji (tj. sprawozdań przygotowywanych przez menedżerów, informacji bieżących i okresowych itd.) i oceny ich działań. Świadomie rezygnują z wykonywania przysługujących im uprawnień nadzorczych, np. z osobistego udziału w WZA, korzystania z prawa do informacji, analizowania zgłaszanych przez zarząd propozycji uchwał. Racjonalnym postępowaniem jest dla nich rezygnacja z ponoszenia kosztów nadzoru i przerzucenie ich na zarząd spółki. Samodzielne ponoszenie kosztów nadzoru przez tych akcjonariuszy w każdej ze spółek, w które zainwestowali, byłoby nieefektywne. Łączna wysokość kosztów monitorowania przekraczałaby bowiem wynikające z tej aktywności korzyści, polegające przede wszystkim na wzroście kursu akcji. Ponadto, drobni akcjonariusze mają trudności z koordynacją swoich działań w spółce i porozumiewaniem się co do celów i procedur wywierania wpływu na decyzje zarządu (*collective action problem*). Kolejną przyczyną, dla której drobni akcjonariusze nie angażują się w sprawowanie nadzoru nad korporacją, jest ryzyko zaistnienia tzw. problemu gapowicza (*freeriding problem*), polegające na chęci czerpania korzyści z wysiłków nadzorczych poczynionych przez innych akcjonariuszy. Akcjonariusze unikają sytuacji, w której musieliby ponosić koszty nadzoru nad zarządzającymi i uzyskania informacji, z których skorzystałby ogół akcjonariuszy, a przy tym często nie są w stanie wypracować mechanizmów podziału kosztów monitorowania pomiędzy sobą, które zapewniłoby efektywny nadzór nad spółką.

¹⁷ K. Oplustil, Instrumenty nadzoru, s. 25.

§ 3. Wielostopniowy konflikt agencji (*multiple agency conflict*)

Chociaż teoria agencji stanowi model powszechnie przyjęty w doktrynie prawa handlowego, brany też pod uwagę w procesie tworzenia prawa¹⁸, jest to model – podobnie jak każdy model w naukach społecznych – uproszczony. Podstawową jego wadą jest założenie o pewnym wyizolowaniu spółki publicznej z jej otoczenia prawnego i gospodarczego. W klasycznym ujęciu na relację agencji składa się jeden pryncypał (bądź jednorodna grupa pryncypałów, którym przyznane są takie same uprawnienia i obowiązki) i jeden agent (bądź jednorodna grupa agentów o takich samych uprawnieniach i obowiązkach), związani relacją umowną¹⁹. Żadna ze stron nie jest związana zewnętrznymi wobec relacji agencji stosunkami umownymi (lub pozaumownymi), które mogłyby wpływać na jej zachowanie. Poza tym model, co do zasady, nie przewiduje ograniczenia czasowego dla relacji agencji²⁰, z wyjątkiem sytuacji zmiany (lub rozwiązania) umowy w razie niedołożenia należytej staranności, niezachowania obowiązku lojalności lub osiągnięcia niezadowolających wyników przez agenta²¹.

Rzeczywistość gospodarcza jest jednak zdecydowanie bardziej skomplikowana, czego wyrazistym przykładem są zmiany struktury własności na rynkach kapitałowych i ewolucja struktury własnościowej spółek w stronę powierniczego charakteru własności. O ile tradycyjne ujęcie teorii agencji koncentruje się na konflikcie interesów pomiędzy pryncypałem a agentem, o tyle wielostopniowa teoria agencji (*multiple agency theory*) opisuje konflikt interesów pomiędzy wieloma grupami agentów i pryncypałów, spośród których przynajmniej jedna grupa występuje w podwójnej roli²². Teoria ta przyjmuje założe-

¹⁸ Por. np. *Impact Assessment*, s. 21 (w kontekście sytuacji prawnej podmiotów zarządzających aktywnymi), s. 53 (w kontekście obowiązku publikowania polityki wynagrodzeń).

¹⁹ W szerokim, ekonomiczno-prawnym rozumieniu.

²⁰ Takim ograniczeniem czasowym nie może być kadencyjność członków organów spółki (członkowie organów mogą zostać powtórnie powołani na dane stanowisko po upływie kadencji).

²¹ Por. R.E. Hoskisson, J.D. Arthurs, R.E. White, C. Wyatt, *Multiple Agency Theory. An Emerging Perspective on Corporate Governance*, [w:] M. Wright, D.S. Siegel, K. Keasey, I. Filatotchev (red.), The Oxford, s. 673–674.

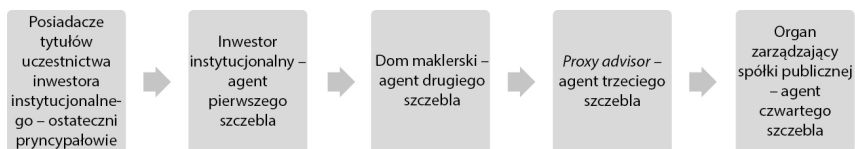
²² J.D. Arthurs, R.E. Hoskisson, L.W. Busenitz, R.A. Johnson, *Managerial Agents Watching Other Agents: Multiple Agency Conflicts Regarding Underpricing in IPO Firms*, *Academy of Management Journal*, vol. 51 (2008), s. 277; H.R. Varian, *Monitoring Agents with Other Agents*, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol. 153 (1990), s. 153–174; do opisu tego zja-

nia pozytywne i normatywne teorii agencji, tj. zakłada istnienie asymetrii informacyjnej i ryzyka działania oportunistycznego, oraz przyjmuje, że koszty agencyjne powinny być utrzymywane na najniższym możliwym poziomie.

Dla opisu struktury wykonywania uprawnień korporacyjnych w spółkach publicznych (i roli doradców inwestorów do spraw głosowania w tym procesie) posłużyć można się zatem następującym modelem (ryc. 1):

- 1) ostatecznymi pryncypałami są posiadacze tytułów uczestnictwa inwestora instytucjonalnego (np. członkowie funduszu emerytalnego lub uczestnicy funduszu inwestycyjnego);
- 2) agentami pierwszego szczebla są inwestorzy instytucjonalni, a właściwie członkowie ich organu zarządzającego (np. członkowie zarządu TFI lub członkowie zarządu towarzystwa emerytalnego), którzy wykonują jako organ inwestora instytucjonalnego uprawnienia korporacyjne akcjonariusza w spółce publicznej;
- 3) podmioty te mogą powierzyć zarządzanie portfelem inwestycyjnym innemu podmiotowi prowadzącemu działalność maklerską – agentom drugiego szczebla;
- 4) inwestorzy instytucjonalni i podmioty zarządzające aktywami korzystają często (choć nie w każdym przypadku) z rekomendacji profesjonalnych doradców inwestorów do spraw głosowania (*proxy advisors*) – agentów trzeciego szczebla;
- 5) agentami kolejnego szczebla są członkowie organu zarządzającego (członkowie zarządu lub dyrektorzy wykonawczy) spółki publicznej, sprawujący, jako organ spółki, zarząd nad spółką we wszystkich dziedzinach jej działalności.

Ryc. 1. Wielostopniowa relacja agencji w spółce publicznej



wiska R. Gilson i J. Gordon używają także określenia „kapitalizm agencyjny” (*agency capitalism*): R. Gilson, J. Gordon, *The Agency*, s. 865.

Powyższy opis powinien zostać wzbogacony o dwie istotne cechy współczesnych rynków kapitałowych. Po pierwsze, mimo rosnącej popularności zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe struktura akcjonariatu spółek publicznych nadal w pewnym stopniu odpowiada klasycznym relacjom agencji – tj. wertykalnemu i horyzontalnemu konfliktowi agencyjnemu. W akcjonariacie wielu spółek publicznych nadal istotną rolę odgrywają tradycyjni akcjonariusze dominujący, tacy jak inwestorzy branżowi (tj. spoza sektora finansowego), rodziny czy Skarb Państwa²³. Z drugiej strony, nawet w dobie rozwiniętych usług finansowych nadal mamy do czynienia z obecnością drobnych inwestorów indywidualnych na rynku. Interesy wszystkich kategorii inwestorów nie są zatem homogeniczne.

Jednak, ze względu na skomplikowanie (wielostopniowość) relacji agencyjnej konieczna jest odpowiedź na pytanie, dla której grupy pryncypałów minimalizowane powinny być koszty agencyjne. Wobec faktu, że wszystkie rodzaje kosztów agencyjnych ponoszone są w ostatecznym rachunku przez pryncypałów na poszczególnych stopniach relacji agencji, wydaje się, że jako normatywne założenie wielostopniowej teorii agencji należy przyjąć minimalizację kosztów agencyjnych ponoszonych przez ostatecznych pryncypałów. Jest to odpowiedź tym istotniejsza, że podobnie jak w przypadku klasycznego oddzielenia własności od kontroli, charakterystycznego dla spółki o masowym akcjonariacie, w przypadku wielostopniowej relacji agencji dochodzi do oddzielenia decyzji o tym, czy inwestować na rynku kapitałowym, od decyzji o sposobie inwestowania, tj. zarówno o wyborze spółek należących do portfela inwestycyjnego, jak i o wykonywaniu uprawnień korporacyjnych w spółkach portfelowych. Wobec tego, że uprawnienia decyzyjne tych podmiotów są ograniczone – wyczerpują się w decyzji, czy w ogóle uczestniczyć w rynku kapitałowym (choć i to nie zawsze pozostaje w ich gestii, *vide* niektóre fundusze emerytalne) – kluczowa jest ochrona interesów tych podmiotów.

²³ Zgodnie z badaniami przeprowadzonymi przez Observatoire de l'épargne européenne (OEE) oraz INSEAD OEE Data services (IODS) na zlecenie Komisji Europejskiej, w 2011 r. 5% akcji europejskich spółek publicznych jest w posiadaniu rządów Państw Członkowskich, 4% – w posiadaniu banków, 18% – inwestorów branżowych spoza sektora finansowego, 13% – gospodarstw domowych i nieprofesjonalnych inwestorów indywidualnych, a 22% – w posiadaniu inwestorów spoza UE (w tym inwestorów instytucjonalnych spoza UE). Por. *Observatoire de l'épargne européenne – OEE, INSEAD OEE Data services*, s. 7.

§ 4. Racjonalna powściągliwość (*rational reticence*) w wykonywaniu uprawnień korporacyjnych przez inwestorów instytucjonalnych

Ze względu na posiadanie przez inwestorów instytucjonalnych relatywnie dużych pakietów akcji – w porównaniu z racjonalnie apatycznym inwestorem indywidualnym opisanym przez *Berle'a* i *Meansa* – oraz profesjonalny charakter prowadzonej przez nich działalności inwestycyjnej, prawnicy, ekonomiści – i w końcu prawodawcy – przewidywali, że inwestorzy instytucjonalni będą aktywnie monitorować spółki, w które inwestują²⁴. W tym duchu w wielu jurysdykcjach toczy się debata na temat pobudzania zaangażowania akcjonariuszy, w szczególności inwestorów instytucjonalnych²⁵, która doprowadziła do szeregu reform prawa spółek, na czele z Dyrektywą 2007/36/WE, Dyrektywą 2017/828 oraz *DoddFrank Act*. Prawodawcy skłaniają się ku aktywizacji „właścicielskiej” akcjonariuszy spółek publicznych przez: (i) nakładanie na akcjonariuszy obowiązków związanych z wykonywaniem nadzoru korporacyjnego; (ii) rozszerzanie uprawnień WZA; oraz (iii) eliminację barier dla ich udziału w WZA oraz szerzej pojętym nadzorze korporacyjnym.

Jednak, przede wszystkim ze względu na ustawy o obowiązkach dywersyfikacji lokat (mający na celu ochronę uczestników funduszy), przyjmowanie strategii aktywizmu w wykonywaniu uprawnień korporacyjnych jest strategią niezbyt często preferowaną przez tych inwestorów.

Inwestorzy instytucjonalni związani są obowiązkiem działania w interesie swoich uczestników²⁶. Te interesy są oczywiście zróżnicowane i obowiązkiem inwestora instytucjonalnego będzie realizacja wypadkowej tych interesów. Co do zasady, jednak można przyjąć, że inwestorzy indywidualni lokują swoje środki w funduszach, aby osiągnąć większy zwrot z inwestycji niż w razie inwestowania indywidualnego, przy mniejszym poziomie ryzyka (wynikającym

²⁴ Por. np. *B.S. Black*, Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor's Voice, *UCLA Law Review*, vol. 39 (1992), s. 811–893; *B.S. Black*, Shareholder Passivity Re-examined, *Michigan Law Review*, vol. 89 (1990), s. 522 i n.; *R. Romano*, Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance, *Yale Journal of Regulation*, vol. 18 (2001), s. 174–251.

²⁵ Por. rozważania w Rozdziałach IV i V.

²⁶ Por. rozważania w Rozdziale III.

z większej dywersyfikacji portfolio niż możliwa byłaby przy indywidualnej inwestycji) oraz przy zachowaniu płynności inwestycji²⁷.

Zważywszy na obowiązek działania z uwzględnieniem interesu uczestników, inwestor instytucjonalny powinien aktywnie wykonywać swoje uprawnienia korporacyjne w spółkach portfelowych jedynie w sytuacji, gdy aktywne wykonywanie tych uprawnień jest spójne z interesem jego uczestników. Oznacza to, że inwestor instytucjonalny powinien decydować się na przyjęcie strategii aktywnego wykonywania uprawnień korporacyjnych jedynie wtedy, gdy spodziewane korzyści (tj. potencjalny zwiększony zwrot z inwestycji, nieograniczający znacząco płynności i stopnia dywersyfikacji portfela) z przyjęcia tej strategii przewyższają spodziewany poziom kosztów związanych z jej realizacją.

Najłatwiej mierzalnym wskaźnikiem skuteczności aktywnego wykonywania przez akcjonariusza uprawnień korporacyjnych i bodźców dla dalszego stosowania tej strategii (lub rozpoczęcia stosowania jej przez inne podmioty) byłby wzrost kursu akcji spółki portfelowej, drugim często wskazywanym miernikiem jest wzrost zysku netto spółki (odzwierciedlony w końcu w cenie akcji)²⁸. Interpretacja tych wskaźników nie jest jednak łatwa – w większości przypadków (właściwie z wyjątkiem wrogich przejęć czy nabywania znacznych pakietów akcji przez fundusze *hedge*) zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w wykonywanie uprawnień korporacyjnych to długotrwały proces, obejmujący zmiany w wewnętrznych relacjach spółki, takie jak powoływanie przedstawicieli inwestora do członkostwa w radzie nadzorczej (lub odpowiednio radzie dyrektorów), wprowadzanie zmian w statucie spółki i regulaminie rady zmierzających do tworzenia komitetów rady, ustanawiania obowiązku powoływania niezależnych członków rady, zasad tworzenia polityki wynagrodzeń itp., czy też budowania strategii CSR danej spółki. Precyzyjne wskazanie bezpośredniego i jednoznacznego związku pomiędzy wprowadzeniem konkretnych mechanizmów ładu korporacyjnego (i bezpośredniego wpływu danego inwestora instytucjonalnego na ich wprowadzenie) a wynikami spółki jest wobec tego bardzo trudne – o ile w ogóle możliwe. Istnieje jednak powszechna zgoda co do pozytywnego wpływu pewnych instytucji ładu korporacyjnego na wzrost wartości dla akcjonariuszy – np. powszechnie przyjmuje

²⁷ Por. R.C. Pozen, Institutional Investors: The Reluctant Activists, Harvard Business Review, January–February 1994, s. 141. Uwaga o zachowaniu płynności ma oczywiście mniejsze znaczenie w kontekście funduszy emerytalnych.

²⁸ *Ibidem*.

się, że istnienie komitetu rady do spraw wynagrodzeń złożonego wyłącznie z niezależnych członków rady wpłynęłoby pozytywnie na ustrukturyzowanie polityki wynagrodzeń tak, by była spójna z wynikami spółki, co z kolei motywuje menedżerów do lepszego zarządzania spółką i prowadzi do tworzenia wartości dla akcjonariuszy²⁹. Istnienie w spółce komitetu audytu, odpowiadającego za poprawę nadzoru nad sprawozdawczością finansową spółki, przez wiele lat propagowane jako element dobrego ładu korporacyjnego, o którego wprowadzenie zabiegali często inwestorzy instytucjonalni, stało się w wielu jurysdykcjach standardem, wymaganym przez przepisy prawa powszechnie obowiązującego. Promowanie tych instytucji przez inwestorów instytucjonalnych w drodze wnoszenia propozycji uchwał i udziału w głosowaniu generuje więc – pośrednio – wzrost wartości spółki dla akcjonariuszy, w tym dla danego inwestora instytucjonalnego (proporcjonalnie do jego udziału w spółce).

Przyjęcie przez inwestora instytucjonalnego strategii aktywnego wykonywania uprawnień korporacyjnych wiąże się jednak, jak była mowa, z każdorazową oceną kosztów i korzyści z takiego działania. Koszty zaangażowania są w większości przypadków policzalne – składa się na nie koszt zapoznania się z porządkiem obrad zgromadzenia, propozycjami uchwał, często sprawozdaniami finansowymi i z działalności spółki czy informacjami bieżącymi i okresowymi oraz podjęcia opartej na możliwie pełnej informacji decyzji o wyborze preferowanego sposobu głosowania (ewentualnie: koszty zlecenia tego zadania doradcy inwestorów do spraw głosowania) lub też, w razie, gdy to dany inwestor instytucjonalny jest inicjatorem konkretnego przedsięwzięcia, koszty przygotowania propozycji uchwały (w tym, w warunkach amerykańskich niezwykle wysokie koszty *proxy solicitation*) oraz koszty dojścia do porozumienia z innymi akcjonariuszami w sprawie przegłosowania uchwały. Korzyści z aktywnego wykonywania uprawnień korporacyjnych są trudniej kwantyfikowalne. Ponadto, będą one podzielone na wszystkich akcjonariuszy proporcjonalnie w zależności od udziału w kapitale zakładowym spółki, a nie od udziału w kosztach „interwencji” aktywnego inwestora instytucjonalnego. Kreuje to ryzyko wystąpienia problemu *gapowicza* (*free-riding*) i tym samym

²⁹ Zob. także regulacje prawa miękkiego promujące to rozwiązanie w dualistycznych systemach ładu korporacyjnego, w szczególności pkt 3 Załącznika I do Zalecenia Komisji Europejskiej 2005/162/WE z 15.2.2005 r. dotyczącego roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej) (Dz.Urz. UE L 52 z 25.2.2005 r., s. 51); a także odwołującą się do niego zasadę II.Z.7 Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2016 (załącznik do Uchwały Rady Giełdy z 13.10.2015 r., Nr 26/1413/2015; dalej jako: Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016).

zniechęca do aktywnego wykonywania funkcji własnościowej w spółkach. Dodatkowym czynnikiem ograniczającym bodźce do aktywnego wykonywania uprawnień korporacyjnych przez inwestorów instytucjonalnych jest brak bezpośredniego wpływu wyników spółek portfelowych na wynagrodzenie podmiotów zarządzających funduszami inwestycyjnymi otwartymi i funduszami emerytalnymi³⁰.

Strategia aktywnego wykonywania uprawnień korporacyjnych będzie zatem efektywna dla inwestorów instytucjonalnych wyłącznie w sytuacji, gdy ich udział w kapitale zakładowym danej spółki portfelowej będzie wystarczająco duży, aby proporcjonalny udział w zysku osiągniętym przez spółkę w związku z tą aktywnością przewyższał jej koszty (także przy uwzględnieniu faktu, że podmioty wykonujące działalność konkurencyjną – inni inwestorzy instytucjonalni – również biorą udział w zyskach z aktywizmu danego akcjonariusza)³¹.

Oczywiście poziom kosztów związanych z aktywnym wykonywaniem uprawnień korporacyjnych może być zredukowany – m.in. przez efekty skali (głosowanie w analogiczny sposób w wielu spółkach portfelowych, o ile przedmiot głosowania nie jest charakterystyczny dla sfery działalności konkretnej spółki) czy podział kosztów pomiędzy wielu inwestorów instytucjonalnych. Niemniej strategia aktywnego wykonywania uprawnień korporacyjnych jest

³⁰ Zarządzający wynagradzani są raczej na podstawie puli zarządzanych aktywów niż w oparciu o wzrost wartości indywidualnych spółek. Często mają bodźce raczej do pozyskiwania kolejnych klientów niż do wykonywania głosu w spółkach portfelowych.

³¹ Wyniki badań empirycznych mających na celu ocenę skuteczności aktywnego wykonywania uprawnień korporacyjnych przez akcjonariuszy są niejednoznaczne. Wyniki części spośród badań prowadzonych na rynku amerykańskim wskazują, że w spółkach, w których inwestor instytucjonalny (fundusz inwestycyjny lub fundusz emerytalny) aktywnie wykonywał swoje uprawnienia (zwłaszcza przez wniesienie propozycji uchwały i przeprowadzenie *proxy solicitation*), nie odnotowano nadzwyczajnego wzrostu kursu akcji. Por. np.: J. Bizjak, C. Marquette, Are Shareholder Proposals All Bark and No Bite? Evidence from Shareholder Resolutions to Rescind Poison Pills, *Journal of Finance and Quantative Analysis*, vol. 4 (1998), s. 499–521 (opisujący brak znaczącego wzrostu kursu akcji pomiędzy dniem złożenia propozycji uchwały o zmianie statutu polegającej na usunięciu postanowienia o *poison pill* a dniem WZA); lub M. Smith, Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS, *Journal of Finance*, vol. 1 (1996), s. 227–252 (wskazujący, że strategię aktywnego wykonywania uprawnień korporacyjnych nie miały znaczącego wpływu na dochód operacyjny netto czy przepływy pieniężne). Z drugiej strony, późniejsze badania, np. V. Cuñat, M. Gine, M. Guadalupe, Say Pays! Shareholder Voice and Firm Performance, *Upjohn Institute Working Paper 13–192*, 2013, s. 1–43 (http://research.upjohn.org/up_workingpapers/192), wskazują na pozytywną korelację pomiędzy podjęciem przez WZA uchwały o wprowadzeniu do statutu spółki obowiązku podejmowania przez WZA uchwały *say on pay* a wynikami spółki.

efektywna jedynie dla akcjonariuszy dysponujących odpowiednio dużym pakietem mniejszościowym, by udział w zyskach spółki wynikający ze stosowania tej strategii przekraczał poziom poniesionych kosztów. Maksymalny udział w kapitale zakładowym spółki portfelowej jest z kolei determinowany przez przepisy prawa regulujące funkcjonowanie inwestorów instytucjonalnych i uprawnienia akcjonariuszy spółek publicznych.

Skłonność inwestorów instytucjonalnych do aktywnego wykonywania uprawnień korporacyjnych w spółkach portfelowych zależy zatem: po pierwsze, od normatywnego kształtu obowiązków inwestorów instytucjonalnych wynikających ze standardów ochrony inwestorów nieprofesjonalnych (takich jak obowiązki dywersyfikacji); oraz, po drugie, od normatywnego kształtu uprawnień korporacyjnych przyznanych akcjonariuszom spółki publicznej.

Przykładowo, zasady dywersyfikacji wiążące fundusze inwestycyjne mogą ograniczać zainteresowanie tych inwestorów instytucjonalnych nabywaniem na tyle dużych pakietów akcji w spółkach portfelowych, by efektywną strategią inwestycyjną było dla nich aktywne wykonywanie uprawnień korporacyjnych w tych spółkach. Z drugiej strony, prawne utrudnienia w wykonywaniu uprawnień korporacyjnych ograniczają bodźce do aktywnego wykonywania uprawnień korporacyjnych (np. obecny także w polskim porządku prawnym przed implementacją Dyrektywy 2007/36/WE obowiązek blokowania akcji na potrzeby uczestnictwa w WZA spółki publicznej, czy też brak możliwości głosowania korespondencyjnego, elektronicznego lub przez pełnomocnika).

Ostatnio przeprowadzone w UE i w Stanach Zjednoczonych reformy prawa spółek, a także reformy zmierzające do nadania inwestorom instytucjonalnym roli podmiotów zaangażowanych w wykonywanie nadzoru właścicielskiego – odpowiedzialnych za monitorowanie spółek portfelowych w zakresie takich kwestii jak strategia, wyniki, ryzyko, struktura kapitałowa i ład korporacyjny, w celu budowania długoterminowej wartości spółek – pomijają fakt, że prawne i rynkowe zachęty dla inwestorów instytucjonalnych do odgrywania tej roli są niewielkie³². Nawet nałożenie na inwestorów instytucjonalnych obowiązku publikowania polityki dotyczącej głosowania w spółkach portfelowych nie jest wystarczające do rzeczywistego zbudowania postawy zaangażowania w wykonywanie uprawnień korporacyjnych wśród akcjonariuszy, dla których taka strategia nie jest efektywna. Doprowadza ona raczej do standaryzowania sposobu głosowania w spółkach i delegowania decyzji o sposobie

³² Por. R. Gilson, J. Gordon, *The Agency*, s. 868–869.

głosowania na inne podmioty. Obowiązujące przepisy zarówno prawa polskiego, jak i amerykańskiego, determinujące zakres uprawnień akcjonariusza spółki publicznej, oraz przepisy ograniczające maksymalny poziom zaangażowania kapitałowego w jednej spółce powodują, że inwestorzy instytucjonalni są – już nie racjonalnie apatyczni jak rozproszeni akcjonariusze *Berle&Means corporation* – ale racjonalnie powściągliwi (*rationaly reticent*)³³ w wykonywaniu uprawnień korporacyjnych w spółkach, w które inwestują. Oznacza to, że ze względu na nakładane na nich obowiązki związane z wykonywaniem prawa głosu biorą udział w WZA – jednak często głosują bezrefleksyjnie i nie w oparciu o dialog ze spółkami, który miałby promować działania spółki zgodne z ich strategią inwestycyjną. Powstaje w ten sposób „luka” w systemie ładu korporacyjnego, polegająca na nieefektywności samodzielnego monitorowania spółek portfelowych przez inwestorów instytucjonalnych. Konieczna jest analiza regulacji prawnych, które doprowadziły do powstania tego zjawiska.

§ 5. Wnioski

Ekonomiczna teoria agencji stanowi teoretyczną podstawę do analizy relacji pomiędzy podmiotami zaangażowanymi w funkcjonowanie spółki publicznej. Teoria oparta jest na założeniach deskryptywnych: o asymetrii informacji i ryzyku działania oportunistycznego. Zgodnie z normatywnym założeniem tej teorii koszty agencyjne ponoszone przez pryncypała powinny być jak najniższe.

Natomiast wielostopniowa teoria agencji przyjmuje deskryptywne i normatywne założenia teorii agencji, opisuje jednak relacje, w których co najmniej jeden z agentów pełni jednocześnie rolę pryncypała w innej relacji. Tak rozumiana wielostopniowa relacja agencyjna jest charakterystyczna dla współczesnych stosunków własnościowych na rynkach kapitałowych. W szczególności ma ona zastosowanie do inwestorów instytucjonalnych, którzy jednocześnie są agentami wobec swoich beneficjentów – uczestników funduszy, i pryncypałami wobec członków organów spółek portfelowych (jako akcjonariusze tych spółek). Zgodnie z tą teorią koszty agencyjne powinny być minimalizowane dla ostatecznych pryncypałów, czyli uczestników funduszy inwestycyjnych i członków funduszy emerytalnych.

³³ *Ibidem*, s. 864.

Celem prawnych mechanizmów ładu korporacyjnego jest łagodzenie konfliktu agencyjnego w spółkach publicznych. Jedną z metod łagodzenia konfliktu agencyjnego jest redukcja asymetrii informacyjnej pomiędzy akcjonariuszami a spółką, które ma doprowadzić do pełniejszego udziału akcjonariuszy w nadzorze korporacyjnym. Ze względu na to, prawodawcy skłaniają się ku aktywizacji „właścicielskiej” akcjonariuszy spółek publicznych przez: (i) nakładanie na akcjonariuszy obowiązków związanych z wykonywaniem nadzoru korporacyjnego; (ii) rozszerzanie uprawnień WZA oraz (iii) eliminację barier dla ich udziału w WZA oraz szerzej pojętym nadzorze korporacyjnym.

Szczególną rolę odgrywa w tym zakresie aktywizacja „właścicielska” inwestorów instytucjonalnych.

Inwestorzy instytucjonalni, mimo swojego profesjonalizmu i posiadania większych pakietów akcji spółek publicznych niż modelowi, drobni akcjonariusze indywidualni, nie wykonują nadzoru właścicielskiego nad spółkami. Ze względu na przyjętą strategię inwestycyjną dywersyfikacji portfela oraz obowiązki dywersyfikacji wynikające z przepisów prawa ich zaangażowanie w nadzór korporacyjny spółek portfelowych jest ograniczone. Z drugiej strony, regulatorzy i prawodawcy nakładają na inwestorów instytucjonalnych obowiązki związane z głosowaniem z akcji w spółkach portfelowych i zachęcają ich do aktywizmu, poszerzając uprawnienia WZA.

Skutkiem współistnienia tych tendencji jest często bezrefleksyjne głosowanie inwestorów instytucjonalnych, np. niepoprzedzone staranną analizą głosowanie zgodnie z rekomendacjami zarządów spółek, i delegowanie analizy materiałów przedkładanych WZA na inne podmioty. To zjawisko, określane przez niektórych autorów mianem „racjonalnej powściągliwości”, jest odmianą wielokrotnie opisywanego w literaturze prawnoekonomicznej zjawiska racjonalnej apatii drobnych inwestorów – dla których koszty zdobycia informacji o sposobie głosowania i wykonania prawa głosu przewyższają potencjalny zysk z inwestycji. Zjawisko to może być szkodliwe zarówno dla spółek, które nadzorowane są w suboptymalny sposób, jak i dla inwestorów instytucjonalnych, a w końcu dla posiadaczy ich tytułów uczestnictwa, którzy ponoszą dodatkowe koszty zarządzania portfelem, nieznajdujące odbicia we wzroście wartości inwestycji.