

Rozdział własności i odpowiedzialności? Nowa rola i obowiązki inwestorów instytucjonalnych w ładzie korporacyjnym

Stanisław Stefaniak

Uniwersytet im. Adama Mickiewicza w Poznaniu

stefaniak.st@gmail.com

Artykuł dotyczy problemu aktywizmu inwestorskiego, podejmowanego przez inwestorów instytucjonalnych i zakresu ich obowiązków powierniczych względem powierzających im swoje oszczędności uczestników podmiotów zbiorowego inwestowania. Jak argumentuję, ze względu na swoją unikalną pozycję w strukturze korporacyjnego procesu decyzyjnego i zobowiązania wobec uczestników funduszy z jednej strony oraz wobec spółek portfelowych – z drugiej, zarządzający aktywami powinni aktywnie wykorzystywać swoje prawo głosu w procesie podejmowania decyzji w spółkach, uwzględniając przy jego wykonywaniu interes społeczny. Rozpocynam od omówienia zmian w strukturze własnościowej spółek publicznych w XX wieku, które doprowadziły do bezprecedensowego wzrostu znaczenia inwestorów instytucjonalnych na współczesnym rynku kapitałowym. Następnie

omawiam inicjatywy regulacyjne zmierzające do nałożenia na akcjonariuszy instytucjonalnych obowiązku zaangażowania w życie spółek. Rekonstruję trzy główne, występujące w debacie publicznej podstawy nałożenia na inwestorów instytucjonalnych obowiązków związanych z ich zaangażowaniem w spółki publiczne: ich pozycję właścicielską; powierniczą relację wobec spółek portfelowych oraz własnych inwestorów, a także pogląd, dla którego proponuję nazwę doktryna Spidermana, głoszący konieczność proporcjonalności między posiadaną siłą oddziaływania a odpowiedzialnością.

Słowa kluczowe: aktywizm akcjonariuszy, inwestorzy instytucjonalni, obowiązki powiernicze, fundusze inwestycyjne, nadzór korporacyjny

Wprowadzenie

Spółki publiczne są zazwyczaj dużymi jednostkami organizacyjnymi, których działania wywierają znaczący wpływ na gospodarki państw ich siedziby, a w przypadku ponadnarodowych gigantów również poza ich granicami. Zatrudniając nierzadko dziesiątki tysięcy osób i podejmując ważne decyzje inwestycyjne, podmioty te wpływają na poziom rozwoju ekonomicznego i społecznego dobrobytu. Decyzje o zatrudnieniu i inwestycjach podejmowane są przez tego, kto kontroluje proces decyzyjny w tych spółkach. Tradycyjnie rola ta przypadała zarządom i radom nadzorczym (czy radzie dyrektorów, w modelu monistycznym), jednakże w ostatnich dekadach coraz bardziej doniosłą rolę w sprawowaniu korporacyjnej kontroli zaczynają odgrywać akcjonariusze, którymi coraz częściej są inwestorzy instytucjonalni – fundusze inwestycyjne i inni pośrednicy finansowi (np. zakłady ubezpieczeń lub towarzystwa emerytalne), lokujący środki powierzone im przez inwestorów indywidualnych. Artykuł zdaje sprawę z przekształceń własnościowych na globalnych (głównie amerykańskim) rynkach kapitałowych w ostatnich dekadach oraz reakcji regulatorów po obu stronach Atlantyku na te zmiany, stawiając tezę, iż po ostatnim kryzysie finansowym nastąpiła zmiana paradygmatu myślenia o zakresie obowiązków inwestorów instytucjonalnych, polegająca na oczekiwaniu od nich zaangażowania w aktywny nadzór nad spółkami portfelowymi, sprawowany już nie tylko z myślą o finansowej efektywności, ale z uwzględnieniem czynników środowiskowych i społecznych.

Przedstawione zostają pojawiające się zarówno w stanowiskach regulatorów, jak i w opiniach wyrażanych w literaturze argumenty uzasadniające nałożenie na inwestorów instytucjonalnych obowiązku zaangażowania, wśród których wyróżniam trzy najczęściej powoływane: ich właścicielską pozycję; stosunek powierniczy łączący ich zarówno z inwestorami, jak i ze spółkami portfelowymi oraz wreszcie pogląd, dla którego proponuję nazwę „doktryna Spidermana”, zgodnie z którym za podstawę odpowiedzialności inwestorów instytucjonalnych należy przyjąć wielkość wpływu, jaki inwestorzy

ci wywierają lub potencjalnie są w stanie wywierać na działalność spółek portfelowych (a w konsekwencji na system gospodarczy w ogóle) oraz ich systemowo istotny charakter.

W pierwszej części artykułu opisane zostaną przekształcenia, które zaszły w ostatnich dwóch dekadach na rynkach kapitałowych, i wpływ tych przekształceń na sprawowanie kontroli nad spółkami z jednej strony i na uzależnienie dobrobytu społecznego od wyników owej kontroli – z drugiej. W kolejnej części inwestorzy instytucjonalni zostaną scharakteryzowani jako aktorzy ładu korporacyjnego. W części trzeciej, zidentyfikują ostatnie inicjatywy na rzecz zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w zarządzanie spółkami. W czwartej zaś zrekonstruuje główne argumenty składające się na stanowisko za obarczeniem inwestorów instytucjonalnych obowiązkami zaangażowania się w aktywny nadzór nad spółkami publicznymi, w które inwestują, oraz za sprawowaniem tego nadzoru z uwzględnieniem charakteru interesów innych podmiotów (interesariuszy).

Przykłady, do których odwołuję się w tekście, dotyczą głównie rynku amerykańskiego, ze względu na jego dojrzałość, masowe uczestnictwo społeczeństwa amerykańskiego w rynku kapitałowym oraz dostępność literatury, ale analiza, zwłaszcza ta odnosząca się do samych uzasadnień nowych obowiązków związanych z wykonywaniem korporacyjnego prawa głosu, może być z powodzeniem odniesiona do rynków europejskich.

Przekształcenia w strukturze własności spółek publicznych

Klasycznym punktem wyjścia rozważań o ładzie korporacyjnym w spółkach publicznych jest teza o rozdziale własności i kontroli, sformułowana przez A. Berle'a i G. Meansa. Rozdział ten polega na rozbiciu „jedności, którą zwykliśmy nazywać własnością” [Berle, Means 1932: 7] między tradycyjnie pasywnych „właścicieli” spółek, czyli akcjonariuszy, oraz zarządzających tymi podmiotami, a więc

sprawujących faktyczną kontrolę nad cudzym kapitałem menedżerów. Negatywną konsekwencją tego rodzaju, zidentyfikowaną przez Bearle'a i Meansa w latach 30., było powstanie liczного grona detalicznych inwestorów, niemających ani wiedzy, ani motywacji do tego, żeby zainteresować się losami spółki, oraz związane z tym ryzyko, iż menedżerowie mogą wykorzystać tę sposobność do czerpania „prywatnych korzyści kontroli” z zarządzania spółką, czyli działania niezgodnego z najlepszym interesem akcjonariuszy. Problem „racjonalnej apatii” małych inwestorów rodzi więc problem nadzoru nad menedżerami.

Mimo że kwestia relacji między akcjonariatem a zarządem pozostaje w centrum zainteresowania teorii nadzoru korporacyjnego i z pewnością jest wciąż aktualnym wyzwaniem dla praktyki, to charakterystyka struktury własnościowej przedstawiona przez Berle'a i Meansa przestała już być aktualna. Epoka publicznych korporacji o rozproszonym akcjonariacie – która w Europie kontynentalnej nigdy nie miała miejsca – jest już śpiewem przeszłości. Dominującym trendem, co najmniej od początku lat 90., jest wzrost znaczenia przedsięwzięć wspólnego inwestowania, w których oszczędności wielu inwestorów detalicznych gromadzone są przez inwestorów instytucjonalnych oraz zarządzane przez profesjonalnych zarządzających aktywami.

Jak donosi „The Economist”, branża *asset management* obracała w 2014 roku 87 trylionami dolarów, rozmiarem osiągając trzy czwarte aktywów sektora bankowego. Sam BlackRock, największa tego typu firma na świecie, kontroluje aktywa warte 4,4 trylionów dolarów, więcej niż znajduje się obecnie na księgach jakiegokolwiek banku¹. Nic więc dziwnego, że Rada Stabilności Finansowej rozważa objęcie zarządzających aktywami kategorią jednostek istotnych dla stabilności finansowej (*SIFIs*)².

¹ *Assets or liabilities?*, „The Economist”, 2.08.2014, <https://www.economist.com/news/finance-and-economics/21610297-regulators-worry-asset-management-industry-may-spawn-next-financial>.

² *Fund managers to escape 'systemic' label*, „Financial Times”, 14.07.2015 <https://www.ft.com/content/4e9d566e-2999-11e5-8613-e7aedbb7bdb7>.

Wzrost wartości profesjonalnie zarządzanych aktywów w liczbach bezwzględnych ma przełożenie na odsetek akcji znajdujący się w rękach zarządzających, a w konsekwencji na koncentrację własności akcji spółek publicznych. Zagregowana własność amerykańskich spółek publicznych skupiona w ręku podmiotów profesjonalnych wzrastała w drugiej połowie XX wieku z poziomu zaledwie 6% w 1946 roku, do 28,2% w 1970 i 47% w 2000 [Pietrewicz 2010]. Do 2009, inwestorzy instytucjonalni posiadali 50,6% akcji wszystkich publicznych spółek w Stanach Zjednoczonych i 73% akcji tysiąca największych amerykańskich korporacji [Gilson, Gordon 2015: 44]. W Europie sytuacja wygląda podobnie – według raportu PwC spośród klientów firm zarządzających 74% stanowią klienci instytucjonalni, z czego 39% to ubezpieczyciele, 33% to fundusze emerytalne a 28% to banki i inni inwestorzy instytucjonalni, tacy jak fundusze inwestycyjne. Akcje stanowią 33% wszystkich zarządzanych aktywów [PwC 2016].

Należy mieć również na uwadze, że inwestorzy instytucjonalni nie są wcale homogeniczną grupą. Jak zauważa Andrew Haldane, w branży tej „umiarkowane” modele biznesowe, polegające na aktywnym zarządzaniu zdywersyfikowanym portfelem aktywów, zostają wypchnięte na rzecz polaryzacji w kierunku przeciwstawnych ekstremów [Haldane 2014: 2]. Z jednej strony obserwuje się ciągły wzrost znaczenia słabo uregulowanych, gotowych ponosić większe ryzyko, inwestować w mniej płynne i zdywersyfikowane aktywa oraz stosować większą dźwignię finansową i instrumenty pochodne, funduszy hedgingowych i *private equity*. Fundusze typu *hedge* jeszcze na początku lat 90. zarządzały aktywami wartości ok. 40 mld dolarów, a na amerykańskim rynku było ich ledwie kilkaset. W 2015 roku na całym świecie działało już prawie 9 tys. tego typu podmiotów, a zarządzane przez nich aktywa miały wartość ok. 3 trylionów dolarów³.

³ *Not dead, just resting*, „The Economist” 18.02.2016, <https://www.economist.com/news/finance-and-economics/21693260-bunch-hedge-funds-have-closed-has-industry-reached-its-peak-not-dead?nid=295&ah=0bca374e65f2354d553956ea65f756e0>.

Z drugiej jednak strony coraz więcej środków napływa do funduszy pasywnych – indeksowanych oraz typu ETF – które oferują przede wszystkim niższe koszty dla inwestorów. To właśnie tego typu fundusze zyskały najwięcej kosztem opcji środkowej, czyli aktywnie zarządzanych, najczęściej otwartych funduszy inwestycyjnych (typu *mutual funds*). Pomiedzy rokiem 2008 a 2015 aktywnie zarządzane fundusze utraciły około 800 miliardów dolarów, podczas gdy fundusze pasywne odnotowały korespondujący z tym przyrwyw w wysokości około 1 tryliona dolarów [Fichtner et. al. 2017: 299]. Było to równoznaczne ze zwiększeniem posiadania wszystkich akcji publicznych przez tego typu fundusze z 6% w 1995 roku do 35% w 2015. Przy czym zdecydowana większość z tych wzrostów należała do „Wielkiej Trójki” zarządzających – BlackRock, Vanguarda i State Street – którzy zdominowali branżę funduszy pasywnych, co świadczy o wysokim stopniu jej oligopolizacji. Nie pozostaje to oczywiście bez znaczenia dla korporacyjnej kontroli, o czym piszę poniżej.

W ciągu kilku ostatnich dekad zaszło więc symultanicznie kilka zmian przekształcających krajobraz finansów: znaczenie pośrednictwa w ogóle wzrosło, nastąpiła rekoncentracja własności publicznych spółek na niespotykaną skalę, a zróżnicowanie typów inwestorów instytucjonalnych znacznie się pogłębiło. Ta nowa rzeczywistość finansowa otrzymała w literaturze różne nazwy – Gerald Davis [2008] pisze o „nowym kapitalizmie finansowym” (*new finance capitalism*), w którym fundusze po cichu zajmują miejsce dawnych finansowych baronów, takich jak JP Morgan czy Rockefeller; Gordon i Gilson [2013] nazywają to zjawisko „kapitalizmem agencyjnym” (*agency capitalism*), ze względu na wydłużanie się powierniczych łańcuchów relacji typu „agent-pryncypał”, łączących inwestujących w fundusze, zarządzających nimi oraz dyrektorów spółek portfelowych; Hyman Minsky [1989] mówił o „kapitalizmie zarządzających pieniędzmi” (*money manager capitalism*); Andrew Haldane [2014] z Banku Anglii wieści nadejście „ery zarządzających aktywami” (*asset manager era*), Patrick Ireland nazywa to zjawisko

„finansjalizacją nadzoru korporacyjnego” [2008], a inni autorzy wskazują na „oddzielenie własności od własności” [Rodrigues 2011] (*separation of ownership from ownership*), gdyż mimo, iż ostatecznym beneficjentem funduszy są inwestujący w nie klienci detaliczni, to jednak zarządzający aktywami de facto dysponują nabywanymi dla klientów akcjami, a wraz z nimi, prawem głosu.

Inwestorzy instytucjonalni jako akcjonariusze – wielka moc bez odpowiedzialności?

Niezależnie od tego jak nazwiemy ten nowy wspniany świat profesjonalnie zarządzanych portfeli, należy przywrócić się wpływowi, jaki ma on na sprawowanie nadzoru korporacyjnego. Jak twierdzą komentatorzy, „warunki i innowacje na rynkach kapitałowych kształtują efektywną strukturę nadzoru korporacyjnego; strzałka przyczynowości prowadzi od własności do nadzoru” [Gilson, Gordon 2015: 33] a „to, kto posiada i kto kontroluje korporacje determinuje ich wartości, cele, operacje i wyniki oraz korzyści, które różni interesariusze są w stanie z nich czerpać” [Franks, Meyers 2015] – struktura własnościowa determinuje więc sposób sprawowania korporacyjnej kontroli.

Przy przyjęciu takiego założenia naturalne wydają się nadzieje związane z rolą, jaką inwestorzy instytucjonalni mogą odegrać w nadzorze korporacyjnym, wyrażane przez różnych komentatorów na początku lat 90. (zob. np. Black 1992), kiedy proces konsolidacji własności akcji w profesjonalnie zarządzanych portfelach dopiero się zaczynał. Inwestorzy instytucjonalni mieli w końcu przełamać racjonalną apatię rozproszonego, amerykańskiego akcjonariatu, gdyż dysponowali fachową wiedzą konieczną do świadomego monitorowania portfelowych spółek oraz nabywali większe od nich pakiety akcji, dzięki którym zwroty z ewentualnej interwencji nadzorczej, mającej na celu polepszenie operacji spółki, mogłyby uczynić taką interwencję opłacalną. Od tamtego czasu koncentracja własności w rękach inwestorów instytucjonalnych tylko się powięk-

szyla – według jednej z analiz, fundusz Fidelity, jeden z nielicznych aktywnie zarządzanych funduszy, który oparł się odpływowi w stronę strategii pasywnych, w 2005 roku był największym inwestorem w 420 spośród wszystkich 4400 amerykańskich spółek publicznych, posiadając zaangażowanie równe bądź przekraczające 10% w 341 korporacjach [Davis 2008: 18]. Stanowi to poziom zaangażowania nieosiągalny dla inwestora indywidualnego, dający możliwość wywierania realnego wpływu na losy portfelowych spółek.

Skalę koncentracji własności największych amerykańskich pracodawców i wytwórców PKB w rękach profesjonalnych finansistów jeszcze lepiej oddaje analiza pozycji zajmowanych przez pasywną „wielką trójkę”. Liczone łącznie, Black Rock, Vanguard i State Street, są największym akcjonariuszem w co najmniej 1662 amerykańskich spółkach publicznych, które łącznie osiągają przychody wysokości 9,1 trylionu dolarów i zatrudniają więcej niż 23,5 miliona pracowników, a przy zawężeniu analizy tylko do spółek uwzględnionych w indeksie S&P 500 „wielka trójka” jest największym właścicielem w 438 z nich, generujących łącznie 82% kapitalizacji wszystkich spółek z S&P 500. Średni odsetek akcji spółki posiadanych przez tych trzech gigantów łącznie to 17,6 – prawie dwukrotnie więcej niż Fidelity [Fichtner et. al. 2013: 313].

Niestety, empiryczne dane dotyczące aktywności inwestorów instytucjonalnych jasno pokazują, że pokładane w nich nadzieje związane z nadzorem korporacyjnym były płonne. Przede wszystkim okazali się podatni na te same „agencyjne” problemy, co inwestorzy detaliczni [Bebchuk, Cohen, Hirst 2017; Birkmose 2009; Sergakis 2017]. Bariery są więc znów ograniczenia wynikające z logiki działań zbiorowych, np. kwestia jazdy na gapę” (*free riding*) – koszty analizy sytuacji spółki i ewentualnej interwencji (czyli np. przygotowania i rozesłania materiałów do innych akcjonariuszy, rozmów z zarządem lub, w przypadku amerykańskich spółek publicznych konkursu pełnomocnictw) ponosi jeden akcjonariusz, ale korzyści interwencji są już dzielone między wszystkich [Wong 2010: 406]. Zarządzający są oceniani pod względem ich relatywnego wyniku

w porównaniu z konkurencją – innych funduszy, mogących również skorzystać z przeprowadzonej interwencji, co prowadzi do zniwelowania potencjalnej przewagi komparatywnej. Przyływ, który podnosi wszystkie łodzie, mimo iż potencjalnie korzystny zarówno dla samej spółki, jej pracowników, jak i uczestników funduszu, z punktu widzenia zarządzających nic nie zmienia, wraz z nimi zyskuje bowiem konkurencja. Interwencja tym bardziej nie ma sensu w przypadku pasywnych funduszy odwzorowujących indeksy giełdowe – ich model biznesowy opiera się bowiem właśnie na odwzorowywaniu rynku, a nie na „pobicu” go [Ringe 2016: 48]. Ponadto, mimo iż inwestorzy instytucjonalni nabywają o wiele większe pakiety akcji, to ich portfele są wciąż mocno zdywersyfikowane. Jeśli akcje danej spółki reprezentują ułamek procenta wartości portfela, zarządzający nie mają motywacji, żeby monitorować jej wyniki [Gilson, Gordon 2015: 40].

Ten zestaw ekonomicznych uwarunkowań sprawia, że aktywizm historycznie nie był ważny dla inwestorów instytucjonalnych. Dla przykładu w 2016 roku Black Rock, największy z tego typu funduszy, zatrudniał dokładnie 23 osoby w celu monitorowania wszystkich 15 tys. spółek w swoim portfolio, co daje średnią 652 spółki portfelowe do monitorowania przypadające na jednego pracownika [Pitt-Watson 2016].

Inwestorzy instytucjonalni, którzy dzięki swoim ponadprzeciętnie rozbudowanym pozycjom, potencjalnie zdolni są oddziaływać na spółki portfelowe i efektywnie je monitorować, nie czynią z tej mocy właściwego użytku i, kierując się głównie własnym interesem ekonomicznym, pozostają pasywnymi akcjonariuszami. Skutki takiej polityki głosowania ponoszą zaś zarówno inwestujący w przedsięwzięcia zbiorowego inwestowania inni, mniej wpływowi uczestnicy rynku finansowego oraz pośrednio – całe społeczeństwo.

Wysiłki na rzecz wzmocnienia zaangażowania inwestorów instytucjonalnych

Jak wysokie mogą być społeczne koszty braku zaangażowania i nadzoru akcjonariuszy nad podejmowanym przez spółki ryzykiem, okazało się w 2008 roku. Po korporacyjnych skandalach z początku XXI wieku, jak afera Enronu, zapanowało przekonanie, że transparentność w spółkach publicznych oraz uprawnienia korporacyjne akcjonariuszy należy zwiększyć, tak by mogli oni efektywniej nadzorować poczynania zarządu. Po kryzysie z 2008 roku nie tylko niezważający na ryzyko dyrektorzy zostali głównymi czarnymi charakterami – część winy została przypisana także akcjonariuszom, którzy, mimo iż wyposażeni w coraz to więcej uprawnień do nadzoru nad zarządem, nie wywiązali się ze swojej kontrolnej funkcji, co podało w wątpliwość sprawowanie efektywnego nadzoru przez inwestorów instytucjonalnych [Dignam 2013].

W tym okresie – po aferze Enronu i pęknięciu bańki *dot.comów*, ale przed kryzysem roku 2008 – ujawniała się z pełną mocą ambiwalentna natura doktryny prymatu akcjonariuszy (*shareholder primacy*). Z jednej strony może być ona interpretowana jako skierowana do menedżerów dyrektywa maksymalizacji zysków dla akcjonariuszy. Za takim jej rozumieniem opowiadają się również autorzy przeciwni zwiększaniu zaangażowania akcjonariuszy w korporacyjny proces decyzyjny, który powinien, jak twierdzą, być zarezerwowany dla rady dyrektorów lub zarządu i rady nadzorczej [por. Bainbridge 1993, 2006].

Druga interpretacja doktryny prymatu interesu akcjonariuszy jest trafniej określana mianem *shareholder empowerment* – nie pozbywa się ona założenia o maksymalizacji wartości akcji jako nadrzędnym celu korporacji, ale uznaje, że dla jego realizacji konieczne jest nadanie szerszych uprawnień walnemu zgromadzeniu, tak by mogło ono sprawować tzw. wewnętrzny (w odróżnieniu od zewnętrznego, który pełni rynek) nadzór korporacyjny nad decyzjami podejmowanymi przez dyrektorów spółki [Bebchuk 2005].

Wnioski sugerujące co najmniej częściową odpowiedzialność akcjonariuszy za kryzys finansowy możemy odnaleźć w wielu dokumentach służących za oficjalne diagnozy przyczyn kryzysu, a zarazem „mapy drogowe” wytyczające szlaki regulacyjnej odpowiedzi. W brytyjskim Raporcie Walkera (*Walker Review*) czytamy, że „z perspektywy czasu wydaje się jasne, że niedociągnięcia po stronie rad nadzorczych i zarządów [...] zostałyby rozwiązane z większą efektywnością, gdybyśmy mogli liczyć na aktywną i ciągłą ocenę ze strony największych inwestorów zachowujących się jak właściciele” [Walker 2009: 72]. Podobne, choć nie tak wyraźne uwagi możemy odnaleźć w raporcie ze śledztwa w sprawie przyczyn kryzysu, które przeprowadziła komisja senacka w Stanach Zjednoczonych [Financial Crisis Inquiry Commission 2011: 184] oraz w tzw. raporcie De Larosiere’a [High Level Group on Financial Supervision 2009: 10, 30], oficjalnej diagnozie przyczyn kryzysu finansowego na potrzeby Unii Europejskiej, a także w innych dokumentach konsultacyjnych wydanych przez Komisję Europejską w procesie przygotowywania nowej europejskiej architektury nadzoru finansowego [Komisja Europejska 2010, 2012].

Na szczeblu europejskim wnioski te znalazły odzwierciedlenie w wielu inicjatywach legislacyjnych dotyczących pozycji akcjonariuszy, podjętych w ostatnich latach przez Komisję, spośród których najważniejszą jest bez wątpienia Dyrektywa 2017/828/W⁴ w sprawie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania (*Shareholder Rights Directive II*, SRD II) zmieniająca Dyrektywę 2007/36/WE w sprawie niektórych uprawnień akcjonariuszy (SRD I).

Akt ten jest najpełniejszym chyba wyrazem ambiwalentnego podejścia do roli akcjonariuszy w spółkach publicznych – z jednej strony w preambule powtarza tezy o zawodności mechanizmu nadzoru poprzez akcjonariuszy w czasie kryzysu finansowego (motyw 2 Dyrektywy) – z drugiej strony to właśnie większe zaangażowanie

⁴ DzU UE z 20.05.2017, L 132.

inwestorów instytucjonalnych ma być remedium na korporacyjne bolączki (motyw 14).

Głównym postanowieniem dyrektywy jest zobowiązanie inwestorów instytucjonalnych oraz podmiotów zarządzających aktywami do opracowania i ujawnienia polityki zaangażowania, która obejmować powinna między innymi sposób, w jaki monitorują oni spółki, w które zainwestowano, pod względem ryzyk finansowych i niefinansowych, wpływu społecznego i środowiskowego oraz ładu korporacyjnego. Ponadto zarządzający aktywami na rzecz inwestora instytucjonalnego musi publicznie ujawnić, w jaki sposób poczynione między nimi ustalenia zachęcają zarządzającego do podejmowania decyzji inwestycyjnych na podstawie oceny średnio- i długoterminowych finansowych i niefinansowych wyników spółki. Zarządzający będą musieli też ujawnić, w jaki sposób wdrożyli te strategie, publikując historię swoich głosowań na walnych zgromadzeniach.

Oprócz tego Dyrektywa przyznaje akcjonariuszom – już wszystkim, nie tylko inwestorom instytucjonalnym – dalsze prawa, takie jak konieczność zatwierdzania przez zgromadzenie akcjonariuszy transakcji z podmiotami powiązаныmi oraz niewiążący głos w sprawie polityki wynagrodzeń dyrektorów (*say-on-pay*).

SRD II nie jest pierwszym tego typu aktem, a wiele spośród jej rozwiązań wzorowanych jest na prawodawstwie krajów anglosaskich, np. na opracowanym w Wielkiej Brytanii *UK Stewardship Code*⁵, który co prawda jest prawnie nieobowiązującym standardem dobrych praktyk, do którego stosowania inwestorzy zobowiązują się z własnej woli, ale stanowi czytelny sygnał, że zaangażowanie jest oczekiwane. Podobny, stymulujący zaangażowanie efekt wywarł na amerykańskich inwestorach zarządzających funduszami emerytalnymi tzw. *Avon Letter*, czyli wydana przez Departament Pracy interpretacja przepisów o funduszach emerytalnych (*ERISA Act*) klasyfikująca kwestię konieczności głosowania z pełnomocnictw

⁵ <https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code>.

(*proxy*) przez zarządzających funduszami emerytalnymi jako element obowiązków powierniczych [zob. McRitchie 2014], oraz dalsze interpretacje tego ministerstwa, a także innych federalnych agencji, jak Securities Exchanges Commission [zob. DOL 1994, DOL 2016, SEC 2018]. Z kolei *say-on-pay* zostało wcześniej zaproponowane w ustawie Dodd-Franka, jako jedna z amerykańskich odpowiedzi na kryzys.

Jak się wydaje, SRD II nie jest ostatnim słowem unijnych prawodawców na temat poszerzania odpowiedzialności sektora *asset management* wobec społeczeństwa. Raport Grupy Wysokiego Szczebla ds. Zrównoważonych Finansów rekomenduje dalsze poszerzenie obowiązków zaangażowania, z uwzględnieniem czynników środowiskowych [High-Level Expert Group on Sustainable Finance 2018: 20, 73].

Powyższe zmiany legislacyjne oraz omawiana poniżej, stojąca za nimi rekonceptualizacja roli zarówno akcjonariuszy w spółce publicznej, jak i inwestorów instytucjonalnych w systemie finansowym w ogóle, została scharakteryzowana w literaturze jako zmiana paradygmatu teorii nadzoru korporacyjnego [Reynisson 2018], prowadząca do zmiany ujmowania natury publicznej korporacji w ogóle [Katelouzou 2016]. Zważywszy na paradygmatyczny charakter zachodzącej zmiany kluczowa staje się analiza teoretycznego jej uzasadnienia i oceny podawanych odpowiedzi na pytanie, dlaczego powinniśmy obarczyć inwestorów instytucjonalnych obowiązkiem zaangażowania się, i to z uwzględnieniem interesu społecznego?

Wybrane podstawy rozszerzenia odpowiedzialności inwestorów instytucjonalnych

Retoryka własności

Retoryka, której regulatorzy używają, by usprawiedliwić nakładanie na inwestorów instytucjonalnych obowiązków zaangażowania, jest z pewnością interesująca, gdyż jest to retoryka własności – akcjona-

riusze przedstawiani są jako „właściciele” korporacji, których akcje posiadają. Oczywiście, wśród wielu „obrazów akcjonariusza” [Hill 2000], konceptualizacja akcjonariusza jako właściciela jest jedną z najstarszych i najbardziej wpływowych [Hill 2000: 4; Siems 2017], mimo kontrowersyjności tego poglądu na gruncie doktryny prawa handlowego. Z punktu widzenia niniejszego artykułu bardziej niż prawna adekwatność metafory akcjonariusza-właściciela jest jej retoryczna siła oddziaływania i ideologiczny efekt, który pozwala ona uzyskać.

Historycznie metafora ta używana była jako podstawa poszerzania praw akcjonariuszy i podkreślania ich prymatu w spółkach publicznych. W Planie Działania z 2003 roku, fundamentalnym dla europejskiego prawa spółek dokumencie, Komisja Europejska jasno określiła swoje sympatie: „Akcjonariusze są *właścicielami spółek*, nie kadra zarządzająca – jednak zdecydowanie zbyt często ich prawa były naruszane przez niestaranne, dyktowane chciwością i często oszukańcze działania dyrektorów” [Komisja Europejska 2003]. Wychodząc z tego założenia, Plan, oraz Dyrektywa SRD I, będąca jego realizacją, gwarantowały akcjonariuszom szereg uprawnień, nie wskazując jednak sposobu ich wykonywania ani też nie obarczając ich żadnymi obowiązkami. Jak zauważają komentatorzy, „w tamtym czasie priorytetem była nie zmiana mentalności inwestorów, ale zapewnienie akcjonariuszom minimalnych środków, tak aby wykonywanie prawa głosu nie napotykało przeszkód” [Sergakis 2017].

Nowy Plan Działania z 2012 roku również odwołuje się do własności spółek, jednak zdradza diametralnie różną koncepcję tego, jak Komisja pojmuje naturę akcjonariatu. Znajdziemy w nim np. takie sformułowanie: „udziałowcy mają do odegrania istotną rolę przy wspieraniu lepszego zarządzania przedsiębiorstwami. W ten sposób działają oni w interesie zarówno przedsiębiorstwa, jak i własnym”, jasno sugerujące, że interesy te nie są tożsame; dalej zaś czytamy, że „inwestorom instytucjonalnym zaleca się przejrzystość w zakresie sposobu wykonywania spoczywających na nich obowiąz-

ków *właścicielskich/zarządczych*” [Komisja Europejska 2012: 9, wyróżnienie – S.S.].

Jeszcze bardziej niż w treści oficjalnych dokumentów, odpowiedzialnościowa retoryka własności widoczna jest w wypowiedziach czołowych polityków polityków i *policymakers* odpowiedzialnych za regulację rynków finansowych. Były Komisarz Europejski Michel Barnier stwierdził w 2010 roku, że „przez lata mówiliśmy o prawach akcjonariuszy. Nadszedł czas żeby również porozmawiać o ich obowiązkach” [Birkmose 2017: 10], a były minister w rządzie brytyjskim, Paul Myners, w podobnym tonie oskarżył inwestorów instytucjonalnych o zachowywanie się jak „nieobecni gospodarze”⁶ (*absentee landlords*), sugerując, że zaniedbują oni obowiązki wobec „swoich spółek”, doprowadzając do upowszechnienia się „bezpiecznych korporacji” (*ownerless corporations*)⁷.

W postawach polityków zdecydowanie zauważalna jest więc tendencja do powiązania własności (akcji) korporacji z obowiązkami, a nie tylko uprawnieniami. Jak zauważa H. Birkmose, „kiedy w bieżącej Europejskiej debacie udziałowcy charakteryzowani są jako właściciele, zdaje się to sugerować ciężące na nich obowiązki, raczej niż prawa” [2017: 3].

Bez wątpienia zmiana ta związana jest z omawianą powyżej zmianą w samej strukturze akcjonariatu na rynkach zarówno europejskich, jak i amerykańskich – obowiązki te skorelowane są bowiem z (potencjalnym) wpływem, który akcjonariusze są w stanie wywrzeć na korporacyjne decyzje (np. SRD II nie nakłada obowiązku opracowania polityki zaangażowania dla akcjonariuszy niebędących kwalifikowanym podmiotowo typem inwestora – inwestorem instytucjonalnym lub zarządzającym aktywami).

⁶ *Myners lashes out at landlord shareholders*, <https://www.ft.com/content/c0217c20-2eaf-11de-b7d3-00144feabdc0>.

⁷ *Myners takes role at leading firm of „active investors”*, „The Independent”, <https://www.independent.co.uk/news/business/news/myners-takes-role-at-leading-firm-of-active-investors-2291214.html>.

Jednakże, zdaje się, że stoi za nimi – choć nie jest w pełni wyartykułowana – również bardziej uniwersalna koncepcja własności jako źródła obowiązków. Koncepcja taka, jak zauważają Siems i Schnyder, bliska jest ideom szkoły ordoliberalizmu, zakładającej korelację korzyści z odpowiedzialnością [Siems, Schnyder 2015]. Ponadto podobne idee można odnaleźć we francuskiej filozofii solidaryzmu Leona Duguita, dla którego własność nie jest bezwzględnym prawem podmiotowym, a funkcją społeczną [Mirow 2010].

Z perspektywy prawa handlowego wybór tej narracji do uzasadnienia nowych obowiązków nakładanych na akcjonariuszy jest zaskakujący. Zresztą w czasie prac nad SRD II w Parlamencie Europejskim zaproponowano diametralnie odmienne ujęcie roli akcjonariuszy w korporacji: „mimo iż nie są oni właścicielami korporacji, które są odrębnymi bytami prawnymi, poza ich pełną kontrolą, akcjonariusze odgrywają istotną rolę w zarządzaniu nimi” [Parlament Europejski 2015: 3]. Ta propozycja Parlamentu, mimo iż ostatecznie nieprzyjęta do tekstu SRD II, wydaje się z jednej strony podważeniem uprzywilejowanej pozycji akcjonariuszy i podstawą do nałożenia na nich obowiązków, z drugiej jednak strony wpisuje się w dominującą w anglosaskiej literaturze nadzoru korporacyjnego co najmniej do lat 70. XX wieku metaforę kontraktową, zgodnie z którą korporacja jest „siecią kontraktów” (*nexus of contract*) [Jensen, Meckling 1976], a przedmiotem własności akcjonariuszy.

Należy też podkreślić, że z prawnego punktu widzenia, akcjonariusze nie są właścicielami korporacji jako takiej, a jedynie akcji, które wyposażają ich w szereg uprawnień korporacyjnych oraz praw majątkowych, co nie jest jednakże równoznaczne z własnością spółki [zob. Chiu 2008].

Obowiązki powiernicze

Kolejnym argumentem na rzecz poszerzenia zakresu odpowiedzialności inwestorów instytucjonalnych jest ich pozycja jako powiernika (*fiduciary*), w której występuje on zarówno wobec uczestników funduszu, jak i, jak coraz częściej się postuluje, wobec spółek portfe-

lowych, jeśli realizuje wobec nich politykę aktywnego wywierania wpływu.

W ramach stosunku powierniczego „usługodawca przy wykonywaniu swojej usługi zobowiązany jest uwzględniać wyłącznie interes usługobiorcy i całkowicie pomijać swój własny interes” [Sójka 2016: 74]. Oznacza to między innymi, że nieopłacalność podejmowania się interwencji z punktu widzenia zarządzającego funduszem oraz trudności, jakie może on napotkać w wykonywaniu interwencji, opisane w punkcie 2 powinny być bez znaczenia – do oceny tego, czy zaangażowanie się jest pożądane, czy nie, należy wykorzystywać tylko i wyłącznie kryterium dobra klienta [Enriques, Garantini 2017]. Interes zarządzającego portfolio jest zaspokojony przez sam fakt pobierania przez niego opłaty za zarządzanie.

Mimo iż sama koncepcja *fiduciary duties* wywodzi się z brytyjskiego *common law*, obowiązki powiernicze rozpatrywać można nie tylko w kontekście doktrynalnych rozważań prawniczych, ale też z perspektywy etycznej – dotyczącej podstaw odpowiedzialności powiernika [Gold, Miller 2014]. Szczególnie istotne z tej perspektywy jest kryterium, wg którego odpowiedzialność ta powstaje. Wiele rozjaśniły w tej kwestii ostatnie ustalenia brytyjskiej Law Commission, która, dokonując przeglądu różnych stanowisk, przyjęła, że wyznacznik istnienia powierniczych obowiązków stanowią uzasadnione oczekiwania po stronie przekazującej powiernikowi uprawnienia co do przyszłego zachowania się powiernika zgodnie z jej interesem oraz że „im większy stopień zaufania, narażenia interesów (*vulnerability*) oraz władzy i zaufania (*confidence*) przelanych na powiernika tym większe prawdopodobieństwo, że rozsądna osoba żywiłaby takie oczekiwania” [Edelman 2010: 317; Law Commission 2015]. Kryterium jest więc tutaj dysproporcja sił między stronami, oraz kwestia zaufania, jakim inwestor detaliczny darzy profesjonalnego zarządcę w odniesieniu do zadbania o jego interes (odnośnie do dysproporcji sił zob. podrozdział „Proporcjonalna odpowiedzialność [zasada Spidermana]” na s. 84).

Jak zauważa się w literaturze prawniczej [Akinbami 2016], obo-

wiązki powiernicze łączą powiernika z jego klientem, czyli towarzystwo emerytalne, ubezpieczyciela lub zarządzającego funduszem z klientem detalicznym, który przekazuje część swoich oszczędności każdemu z tych podmiotów. Coraz częściej mówi się jednak o obowiązku powierniczym akcjonariusza wobec spółki, rozumianej nie tylko jako inni akcjonariusze czy też przez pryzmat wyniku finansowego spółki, ale szerzej – jako złożonego organizmu gospodarczego, którego integralną częścią są też inni interesariusze [Blair, Stout 1999]. Fakt, że osoby fizyczne – często oszczędzający na emeryturę pracownicy – występują po obu stronach łańcucha inwestycyjnego – zarówno jako uczestnicy funduszy lokujący w nich swoje oszczędności, jak i pracownicy zatrudnieni przez spółki znajdujące się w ich portfelach, wypłacające im wynagrodzenie, z którego część jest następnie inwestowana – może przemawiać za koniecznością brania pod uwagę wskaźników innych niż tylko te finansowe, odzwierciedlane w kwartalnym sprawozdaniu podczas podejmowania decyzji o losie portfelowych spółek, gdyż nie są to jedyne czynniki, które są istotne z punktu widzenia końcowego, detalicznego inwestora.

Jak trafnie ujmuje to Lynn Paine, „niewątpliwie akcjonariusze chcą pomnażać zainwestowany majątek, ale nie można zakładać, że owo pomnażanie jest ich jedynym albo nawet naczelnym interesem. Akcjonariusze to też członkowie społeczeństwa, rodzice dzieci, konsumenci dóbr i usług oraz pracownicy przedsiębiorstw. Jako tacy mają oni wiele różnych interesów, włączając ich interes w utrzymaniu efektywnego i spójnego systemu społecznej moralności” [1996: 484].

Rozważmy następujący przypadek: zarządzający aktywami, analizując sytuację spółki, w którą zainwestował, dochodzi do wniosku, że relokacja produkcji do krajów rozwijających się bądź drastyczne cięcia zatrudnienia pozwolą na wypłatę, w danym roku obrotowym, większej dywidendy albo *buy-back* akcji, znacząco podwyższający ich kurs, co z kolei wpłynie na wartość portfela, a w konsekwencji wartość jednostek uczestnictwa zarządzanego przez niego fundu-

szu. Teoretycznie więc działanie takie będzie miało dobroczynny wpływ na sytuację inwestorów końcowych. Jednakże, jeśli inwestorzy są zarazem pracownikami danej spółki, możemy się spodziewać, że ich dobrobyt znacząco spadnie, jeśli w wyniku lobbowania funduszu tracą oni miejsce pracy.

Mimo iż inwestorzy instytucjonalni mają obowiązek analizowania swoich inwestycji pod kątem potencjalnych konfliktów interesów, absurdem byłoby oczekiwać każdorazowej analizy tego, czy jakaś grupa podmiotów znajduje się równocześnie po dwóch stronach łańcucha decyzyjnego – zresztą treść prawnego obowiązku zarządzania konfliktami interesów nie obejmuje tego typu przypadków (badania np., czy konkretne, zlikwidowane w ramach interwencji inwestora instytucjonalnego miejsce pracy należy do któregoś z uczestników funduszu). Jednakże, dokonując ekonomicznej abstrakcji, grupa uczestników przedsięwzięć wspólnego inwestowania (np. oszczędzających na emeryturę) i grupa pracowników najemnych to zbiory, które w dużym stopniu się pokrywają, przynajmniej w reprezentatywnym dla niniejszej analizy społeczeństwie amerykańskim. Przy podejmowaniu decyzji wpływających na operacje spółki zarządzający powinien raczej przyjąć agnostyczną postawę i dokonać jej z za rawlsowskiej „zasłony niewiedzy” i z tego powodu poczuwać się do „powierniczego” zachowania zarówno względem swoich inwestorów, jak i portfelowych spółek (rozumianych szeroko, z uwzględnieniem interesariuszy), co często sprowadza się do brania pod uwagę interesów jeśli nie *tych* samych, to na pewno *takich* samych aktorów. Rozszerzając ten ciąg rozumowania możemy dojść do wniosku, że inwestorzy instytucjonalni powinni brać pod uwagę interesy *społeczeństwa w ogóle*, gdyż stali się znaczącym i systemowo istotnym kanałem zapewniania dobrobytu *społecznego*. Jak pisze Earl Spurgin [2010: 295],

W dużej mierze interesariusze są akcjonariuszami (*stakeholders are shareholders themselves*). Pracownik, który inwestuje swoje oszczędności emerytalne jest interesariuszem w przedsiębiorstwie, które go zatrudnia, oraz prawdopodobnie w odniesieniu

do wielu innych korporacji [np. jako ich klient – S.S.]. Jest tak w przypadku typowego akcjonariusza. [...] Ten argument nie opiera się wyłącznie na mało prawdopodobnym zbiegu okoliczności, że każdy interesariusz danej korporacji Y, jest uczestnikiem funduszu, który posiada papiery wartościowej tej korporacji Y. [...] Y korzysta z rynku, żeby pozyskać kapitał, którego potrzebuje, którego dostarczycielami są inwestujący w fundusze. Nawet jeśli fundusze w danym momencie nie posiadają papierów wartościowych Y, mogą one *potencjalnie* dostarczać kapitał do Y.

Podsumowując, argument z relacji powierniczej sprowadza się do rozpoznania obowiązku powiernika do działania w najlepszym interesie powierzającego. Interes ten, w przypadku inwestujących w fundusze może być zinterpretowany szeroko, jako obejmujący również czynniki inne niż tylko sam wynik finansowy. Niezależnie od tego, podnoszone są argumenty dotyczące podobnej powierniczej relacji występującej po „drugiej stronie” łańcucha pośrednictwa finansowego – łączącej fundusz, jako znaczącego akcjonariusza, ze spółką portfelową oraz jej interesariuszami. Jak już podkreślałem, w obydwu wariantach do zaistnienia owej relacji powierniczej konieczna jest dysproporcja sił między stronami.

Etyczne argumenty na rzecz rozumienia obowiązków powierniczych szeroko, jako obejmujących również zagadnienia społeczne, środowiskowe i związane z nadzorem korporacyjnym (ESG), doznają pewnych ograniczeń prawnych. Na gruncie niektórych aktów regulujących standard lojalności zarządzających wobec uczestników funduszy w poszczególnych krajowych jurysdykcjach kryterium finansowe może stanowić przeszkodę w realizacji strategii inwestycyjnych uwzględniających ESG [Freshfields Bruckhouse Deringer 2005]. Charakter tych ograniczeń nie jest jednak bezwzględny, a wraz z nowymi publikacjami potwierdzającymi pozytywny wpływ czynników ESG na wynik finansowy ta interpretacja ulega zmianie.

W odniesieniu do Wielkiej Brytanii przywoływany powyżej raport Komisji Prawnej zawiera dwa wnioski. Po pierwsze, Komisja

podkreśliła, że powiernicy w truście (czyli np. zarządzający funduszem emerytalnym) powinni uwzględniać czynniki ESG, jeśli są lub mogą być finansowo istotne [Law Commission 2015: 112]. Po drugie, kwestie niefinansowe, wśród których Komisja wymienia kwestie związane z jakością życia, manifestacje etycznej dezaprobaty poprzez dezinvestycję lub też inwestowanie z myślą o korzyściach makroekonomicznych (korzyściach dla gospodarki w ogóle) mogą być przez zarządzających uwzględniane, jeśli zarządzający mają powody, by sądzić, że kwestie te są istotne dla uczestników funduszu oraz jeśli ich uwzględnienie nie prowadzi do istotnego uszczerbku finansowego [Law Commission 2014: 118].

W Stanach Zjednoczonych szczególnie istotne są natomiast wytyczne Departamentu Pracy, który nadzoruje towarzystwa emerytalne i inne podmioty zarządzające funduszami emerytalnymi. Jego interpretacja obowiązków powierniczych w odniesieniu do inwestycji ESG historycznie opierała się na zasadzie, że czynniki ESG mogą być brane pod uwagę, gdy inwestor rozważa klasę równie atrakcyjnych (z punktu widzenia zysku i ryzyka) inwestycji [Geczy et. al. 2015]. W 2015 roku Departament potwierdził powyższą interpretację, dodając jednak, że „środowiskowe, społeczne i związane z nadzorem kwestie mogą mieć bezpośredni wpływ na ekonomiczną wartość inwestycji funduszu [...] w takich sytuacjach kwestie te nie są zagadnieniami pobocznymi lub decydującymi jedynie w ostatejniej instancji (*tie-breakers*), a stanowią właściwy składnik pierwotnej analizy ekonomicznych zalet decyzji inwestycyjnych powiernika” [DOL 2015].

W odniesieniu do prawodawstwa europejskiego do niedawna brakowało szczegółowych wytycznych odnośnie do kwestii ESG na poziomie wspólnotowym [Johnston, Morrow 2016; Komisja Europejska 2014]. Jednakże wraz z uchwaleniem wspomnianej powyżej drugiej Dyrektywy o Prawach Akcjonariuszy (SRD II), Unia Europejska wyrasta na lidera integracji czynników ESG w ramach obowiązków powierniczych. Obecnie Komisja Europejska opracowała projekt zmiany do Rozporządzenia Delegowanego 2017/565 do

Dyrektywy 2014/65/UE⁸ (Dyrektywa MiFID II), nakładający na firmy inwestycyjne *obowiązek* badania preferencji klienta w odniesieniu do kwestii ESG, jako część badania adekwatności i odpowiedniości usługi inwestycyjnej dla klienta [Komisja Europejska 2018].

Szczegółowa analiza prawnych uregulowań inwestycji podejmowanych z uwzględnieniem czynników ESG w poszczególnych jurysdykcjach wykracza poza zakres tego opracowania, jednak stwierdzić można, że integracja tych czynników w strategii inwestycyjnej, której status na gruncie zasad prawa *common law* krajów anglosaskich był do tej pory niejasny, ale daleki od stanowczego zakazu jej stosowania [Richardson 2007: 185], obecnie, za sprawą działań regulatorów staje się coraz mniej kontrowersyjna. W raporcie powołanej przez Organizację Narodów Zjednoczonych grupy Principles for Responsible Finance z 2015 roku można wręcz znaleźć wnioski, iż to właśnie „brak uwzględnienia czynników wpływających na długoterminową wartość inwestycji, w tym czynników środowiskowych, społecznych i związanych z nadzorem, stanowi naruszenie obowiązków powierniczych” [Principles for Responsible Finance 2015: 9].

Proporcjonalna odpowiedzialność (zasada Spidermana)

Jak wynika z analizy przekształceń struktury własnościowej publicznych spółek oraz rekoncentracji własności ich akcji w rękach inwestorów instytucjonalnych rozpatrywanych w kontekście zmian legislacyjnych, które wyposażyły akcjonariuszy w wielu jurysdykcjach w narzędzia konieczne do skuteczniejszego wywierania wpływu na spółki, w których uczestniczą, inwestorzy instytucjonalni dysponują znaczącą siłą oddziaływania na podejmowanie korpora-

⁸ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy, C/2016/2398, DzU UE 87, 31.3.2017, s. 1–83.

cyjnych decyzji, nieporównywalną z siłą oddziaływania końcowych „ludzkich inwestorów” – jak określa ich Leo Strine [2017] – znajdujących się na końcu łańcucha finansowych pośredników, których oszczędności są zarządzane przez tych pierwszych.

Żeby uwidocznic jaskrawą dysproporcję w zdolności wpływu na decyzje korporacyjne między tymi dwiema grupami, Strine odwołuje się do metafory „korporacyjnej republiki”. Metafora ta, mimo iż odrzucana jako nieadekwatne narzędzie konceptualizacji stosunków korporacyjnych przez niektórych polskich autorów [Romanowski, Haiduk 2016: 154], w literaturze amerykańskiej pozostaje bardzo wpływowa [Bucholtz, Brown 2015].

Strine podkreśla w swojej analizie rozkładu sił w ramach „korporacyjnej republiki”, po pierwsze, zależność większości społeczeństwa od dochodu z pracy najemnej, a w konsekwencji od stabilności finansowej gospodarki i dostępności miejsc pracy [2017]. Pracownicy, spośród których w Ameryce ponad połowa lokuje oszczędności przeznaczone na emeryturę na rynku kapitałowym, stanowią więc istotną grupę dostarczcycieli kapitału, nie mają zazwyczaj wpływu na decyzje podejmowane przez zarządzających ich pieniędzmi inwestorów instytucjonalnych. Innymi słowy, nie mają w korporacyjnej republice swojej reprezentacji. Zarządzających powierzonymi oszczędnościami trudno za taką uznać (pomimo szeregu ciążących na nich obowiązków powierniczych), ze względu na często występującą rozbieżność ich interesów z interesami ludzkich inwestorów, dla których liczy się długoterminowy i zrównoważony wzrost wskaźników finansowych, który jednak nie powinien się odbywać się kosztem likwidowania miejsc pracy i przenoszenia produkcji [Strine 2017: 1923. Jak opisuje to Gerald Davis [2009: 63] społeczne funkcje realizowane w XX w. przez amerykańskie korporacje, wykraczające daleko poza sam wynik finansowy (jak lojalność wobec pracowników, wspieranie lokalnej wspólnoty itp.) były stopniowo porzucane, od czasu, gdy spółki publiczne zostały poddane w teorii finansów (a później również w rynkowej praktyce) „dezinstytucjonalizacji” i konceptualnie zamienione w luźne związki kontraktów

(*nexus of contract*) i przepływów pieniężnych, spośród których żaden, nawet praca, nie jest uprzywilejowany na rzecz wsłuchiwania się w sygnały rynkowe [Davis 2009: 83].

Obecnie więc, panuje przekonanie, że owe sygnały, należałoby ściślej uzgodnić z interesem końcowych, „ludzkich” inwestorów, na końcu łańcucha pośrednictwa finansowego. Wpływ, który inwestorzy instytucjonalni uzyskali, po części dzięki powierzeniu im przez inwestorów detalicznych oszczędności, musi więc zostać połączony z odpowiedzialnością. Tak więc kolejną podstawą, z której zwolennicy obarczenia inwestorów instytucjonalnych obowiązkiem zaangażowania z uwzględnieniem interesu publicznego wywodzą podstawy tego obowiązku, jest systemowo istotny charakter inwestorów instytucjonalnych – są oni w stanie wywrzeć nieporównywalny z innymi graczami rynkowymi wpływ na decyzje dotyczące bezpośrednio rzeszy pracowników.

Pogląd ten, który można odnaleźć w niezmienionej niemal formule w wypowiedziach wielu autorów [zob. Siems 2017: 24; Katelouzou 2016: 6, 29], proponuję nazwać „doktryną Spidermana”, gdyż to właśnie popularny film z 2003 roku przyczynił się do upowszechnienia mądrości wygłoszonej ustami Bena Parkera, wuja głównego protagonisty, że z „wielką mocą łączy się wielka odpowiedzialność” (*with great power comes great responsibility*). Jak wynika z przytoczonych powyżej argumentów, inwestorzy instytucjonalni oraz zarządzający aktywami dysponują znacznym wpływem na losy spółek portfelowych. Z kolei losy tych spółek dotyczą bezpośrednio losów ich pracowników, środowiska, lokalnych wspólnot, w których one operują itd. Ujmując rzecz najprościej, „jako że akcjonariusze kierują korporacyjnymi aktywnościami, a aktywności te wpływają na los interesariuszy, akcjonariusze są odpowiedzialni względem interesariuszy za rezultaty tych aktywności, chyba że miejsce mają okoliczności nadzwyczajne” [Spurgin 2001: 289]. Dodać też należy, że owa „moc” inwestorów instytucjonalnych pochodzi w zasadzie od inwestorów detalicznych, którzy zdecydowali się powierzyć im swoje pieniądze.

Co prawda jeszcze do niedawna „kierowanie korporacyjnymi aktywnościami” nie było domeną akcjonariuszy; debata o odpowiedzialności wobec innych podmiotów dotyczyła więc głównie zarządu korporacji czy kwestii odpowiedzialności korporacji jako podmiotu zbiorowego [zob. Stout 2012]. Jak starałem się jednak w tej pracy wykazać, współcześnie, mówienie o dużym udziale największych akcjonariuszy w korporacyjnym procesie decyzyjnym jest uzasadnione. Obywatele strine’owskiej korporacyjnej republiki mogą jedynie obserwować zmagania pomiędzy dwiema kontrolującymi alokację (ich) kapitału grupami – menedżerami i zarządami publicznych spółek oraz zarządzającymi aktywami oraz towarzystwami funduszy inwestycyjnych i emerytalnych [Strine 2017: 1870], podobnie jak obywatele Nowego Jorku mogli jedynie obserwować szybującego nad ich głowami Spidermana, ścierającego się z Zieloną Latarnią lub innymi czarnymi charakterami uniwersum Marvela. Jednak ustalenie, kto w tym sporze jest stroną „dobrą”, a kto „złą”, jest znacznie trudniejsze, co jest tym bardziej kłopotliwe, że stawką są oszczędności i miejsca pracy „ludzkich inwestorów”, stabilność systemu finansowego, a wraz z nim realnej gospodarki oraz ich przyszłe warunki życia. „Poza dobrym dochodem na emeryturze członkowie funduszy emerytalnych również chcą czystego i bezpiecznego świata. Zważywszy na powszechność członkostwa w tych funduszach, interes członków powinien być co do zasady zgodny z interesem społeczeństwa, w którym żyją” [Richardson 2007: 170]. Ten wniosek można, jak się wydaje, rozciągnąć na uczestników innych niż fundusze emerytalne przedsięwzięć zbiorowego inwestowania.

Biorąc pod uwagę powyższe, wpływ inwestorów instytucjonalnych na losy spółek publicznych jest więc na tyle istotny, że można nazwać go systemowym, a samą kwestię zaangażowania w nadzór korporacyjny i to, w czyim interesie to zaangażowanie jest sprawowane, kwestią interesu publicznego, zważywszy na to w jak dużej mierze decyzje te dotyczą, lub mogą dotyczyć przeciętnego członka społeczeństwa. Jak argumentują Iris Chiu i Dionysia Katelouzou [2016: 145],

Interes publiczny w tych kwestiach [działalności inwestorów instytucjonalnych w korporacyjnym procesie decyzyjnym – S.S.] może być związany z faktem, że prywatne bogactwo zarządzane przez inwestorów instytucjonalnych i zarządzających aktywami jest tak naprawdę, w długim terminie, społecznym bogactwem pracujących obywateli, a finansjalizacja oszczędności gospodarstw domowych nie może do końca przyćmić tego interesu odwołując się do prywatnego kontraktowania. Co więcej, jako że zwrot z oszczędności gospodarstw domowych zależy w dużej mierze od zdrowia sektora korporacyjnego, zrównoważony i zdrowy rozwój finansów przedsiębiorstw również staje się kwestią interesu publicznego, a nie tylko liczb świadczących o wynikach inwestycyjnych.

Uwzględniając te argumenty, powiązanie owego wpływu z odpowiedzialnością i zapewnienie mechanizmów informacyjnych odnośnie do jego sprawowania wydaje się właściwym postulatem.

Zakończenie

Celem tego artykułu była analiza zmiany konceptualizacji roli akcjonariuszy w spółkach publicznych oraz inwestorów instytucjonalnych na rynku finansowym w kontekście szerszych interesów społecznych, która mimo iż rozpoczęła się jeszcze przed kryzysem finansowym 2008 roku, postępuje do dnia dzisiejszego.

Konceptualizacja ta związana jest ze zmianą struktur właścicielskich w spółkach publicznych oraz wzrostem znaczenia podmiotów zbiorowego inwestowania. Ów wzrost znaczenia, a co za tym idzie, możliwości oddziaływania spotyka się obecnie ze wzmożonymi wysiłkami regulatorów, aby powiązać z nim, proporcjonalne do możliwości wpływu obowiązki zaangażowania, które wykonywane miałyby być przy uwzględnieniu czynników społecznych.

Jako główne podstawy nałożenia tych obowiązków wskazano koncepcję własności jako rodzącą obowiązki, powierniczy charakter relacji, w którym inwestorzy instytucjonalni występują zarówno wobec spółek portfelowych, jak i wobec lokujących w nich środki

oszczędzających, a także postulat proporcjonalności pomiędzy „mocą”, czyli możliwością wpływu na losy spółek portfelowych, oraz odpowiedzialnością za ich los, rozumiany szeroko, jako obejmujący wpływ powiązanych z nimi interesariuszów, takich jak pracownicy, klienci i środowisko.

BIBLIOGRAFIA

- Akinbami F. 2016. *The Fiduciary Duties of Institutional Investors* w: *Routledge Handbook of Corporate Law*, ed. R. Tomasic, New York–Oxon.
- Bainbridge S. 2006. *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, „Harvard Law Review”, 119.
- Bainbridge S. 1993. *In Defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm*, „Washington & Lee Law Review”, 50.
- Bebchuk L., Cohen A., Hirst S. 2017. *The Agency Problems of Institutional Investors*, „Journal of Economic Perspectives”, 31, 3.
- Bebchuk L. 2005. *The Case for Increasing Shareholder Power* „Harvard Law Review”, 118, 3, pp. 833–914, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=387940>.
- Berle A., Means G. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*, New York.
- Birkmose H. 2009. *You can lead a horse to water, but can you make it drink? Institutional Shareholders and Corporate Voting*, „European Business Law Review”, 20, 5.
- Birkmose H. 2017. *Forcing Shareholder Engagement: Theoretical Underpinning and Political Ambitions*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3063985.
- Black B. 1992. *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, „UCLA Law Review”, 39.
- Blair M., Stout L. 1999. *A Team Production Theory of Corporate Law*, „Virginia Law Review”, 85, 2, pp. 248–328.
- Buchholtz A., Brown J. 2015. *Shareholder democracy as a misbegotten metaphor*, w: *Shareholder Empowerment. A New Era in Corporate Governance*, Goranova M., Ryan L. Versteegen ed., Palgrave Macmillan, New York.
- Chiu I. Katelouzou D. 2017. *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*, w: *Shareholders' Duties*, ed. H. Birkmose, Wolter Kluwers.
- Chiu I. 2008. *The Meaning of Share Ownership and the Governance Role of Shareholder Activism in the United Kingdom*, „Richmond Journal of Global Law & Business”, 8, 2.
- Davis G. 2008. *A new finance capitalism? Mutual funds and ownership re-concentration in the United States*, „European Management Review”, 5, 11–21.
- Davis G. 2009. *Managed by the Market. How Finance Re-shaped America*, Oxford University Press.
- Department of Labor. 1994. *Interpretive Bulletin Relating to Written Statements of Investment Policy, Including Proxy Voting Policy or Guidelines*, 29 CFR 2509.94-2, <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CFR-2007-title29-vol9/pdf/CFR-2007-title29-vol9-sec2509-94-2.pdf>.

- Department of Labor. 2015. *Interpretive Bulletin Relating to the Fiduciary Standard Under ERISA in Considering Economically Targeted Investments*, Interpretative Bulletin 2015-01, 80 Fed. Reg. 65,137 (Oct. 26, 2015) (29 C.F.R. § 2509.2015-01 (2016)), <https://www.federalregister.gov/documents/2015/10/26/2015-27146/interpretive-bulletin-relating-to-the-fiduciary-standard-under-erisa-in-considering-economically>.
- Department of Labor. 2016. *Definition of the Term "Fiduciary"; Conflict of Interest Rule – Retirement Investment Advice*, 29 CFR Parts 2509, 2510, and 2550, <https://www.dol-fiduciaryrule.com/portalresource/conflictsofinterestrulereitirmenetinvestmentadvice.pdf>.
- Dignam A. 2013. *The Future of Shareholder Democracy in the Shadow of the Financial Crisis*, „Seattle University Law Review”, 36, 639.
- Edelman J. 2010. *When do fiduciary duties arise?*, „Law Quarterly Review”, 126, 302.
- Enriques L., Gargantini M. 2017. *The Overarching Duty to Act in the Best Interest of the Client in MiFID II*, w: *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, ed. G. Ferrarini, D. Busch, Oxford.
- Fichtner J., Heemskerck E., Garcia-Bernardo J. 2017. *Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk*, „Business and Politics”, 19(2): 298–326.
- Franks J., Meyers C. 2017. *Evolution of Ownership and Control Around the World: The Changing Face of Capitalism*, ECGI Working Paper N° 503/2017, <https://www.ssrn.com/abstract=2954589>.
- Freshfields Bruckhaus Deringer. 2005. *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*, Produced for Asset Management Working Group of the UNEP Finance Initiative, dostęp: https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf.
- Geczy C., Jeffers J., Musto D., Tucker A. 2015. *Institutional Investing When Shareholders Are Not Supreme*, „Harvard Business Law Review”, 5, 73.
- Gilson R., Gordon J. 2013. *The Agency Costs of Agency Capitalism. Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, „Columbia Law Review”, 113.
- Gilson R., Gordon J. 2015. *Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation w: Research Handbook on Shareholder Power* (ed.) J. Gillil, R. Thomas, Cheltenham-North-Hampton.
- Gold A., Miller P. 2014 (eds). *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford.
- Haldane A. 2014. *The Age of Asset Management?*, mowa wygłoszona w London Business School, 4 kwietnia 2014, <https://www.bis.org/review/r140507d.pdf>.
- High Level Group on Financial Supervision in the EU. 2009. *Report* http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.
- High-Level Expert Group on Sustainable Finance. 2018. *Financing a Sustainable European Economy. Final Report*, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf.
- Hill J. 2000. *Visions and Revisions of the Shareholder*, „American Journal of Comparative Law”, 48.
- Ireland P. 2012. *Financialization and Corporate Governance* Corporate Governance and Globalisation Colloquium, September 2008, <https://ssrn.com/abstract=2068478>.
- Jensen M., Meckling W. 1976. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, 3(4), s. 305–360.
- Johnston A., Morrow P. 2016. *Fiduciary Duties of European Institutional Investors. Legal*

- Analysis and Policy Recommendations*, <http://www.purposeofcorporation.org/fiduciary-duties.pdf>.
- Jopson B., Foley S., Binham C. 2015. *Fund managers to escape 'systemic' label*, „Financial Times”, 14.07.2015, <https://www.ft.com/content/4e9d566e-2999-11e5-8613-e7aeddbb7bdb7>.
- Katelouzou D. 2016. *Reflections on the Nature of the Public Corporation in an Era of Shareholder Activism and Shareholder Stewardship*, King's College London Law School Research Paper No. 2016-24, <https://ssrn.com/abstract=2779026>.
- Komisja Europejska. 2003. *Communication From The Commission To The Council And The European Parliament Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, COM (2003)284 final, Bruksela.
- Komisja Europejska. 2010. *Zielona Księga „Ład korporacyjny w instytucjach finansowych oraz polityka wynagrodzeń”*, COM(2010) 284 final, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010DC0284&from=PL>.
- Komisja Europejska. 2012. *Komunikat Komisji Do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego I Komitetu Regionów Plan działania: Europejskie prawo spółek i ład korporacyjny – nowoczesne ramy prawne na rzecz bardziej zaangażowanych udziałowców i zrównoważonych przedsiębiorstw* COM/2012/0740, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/ALL/?uri=CELEX%3A52012DC0740>.
- Komisja Europejska. 2014. *Resource Efficiency and Fiduciary Duties of Investors Final Report*, http://ec.europa.eu/environment/enveco/resource_efficiency/pdf/FiduciaryDuties.pdf.
- Komisja Europejska. 2018. *Draft delegated regulation*, Ref. Ares(2018)2681500 – 24/05/2018, https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiative/1185/publication/237222/attachment/090166e5baeabd08_en.
- Law Commission. 2015. *Fiduciary Duties of Investment Intermediaries*, http://www.lawcom.gov.uk/app/uploads/2015/03/lc350_fiduciary_duties.pdf.
- McRitchie J. 2014. *Fiduciary Duty to Announce Votes: Historical Background, Part II*, <https://www.corpgov.net/2014/05/fiduciary-duty-announce-votes-part-2-historical-background/>.
- Minsky H. 1989. *Money Manager Capitalism*, Hyman Minsky Archive, Paper 13, http://digitalcommons bard.edu/hm_archive/13.
- Mirow M. C. 2010. *The Social-Obligation Norm of Property: Duguit, Hayek, and Others*, „Florida Journal of International Law”, 22, 191.
- Paine L. S. 1996. *Moral Thinking in Management: An Essential Capability*, „Business Ethics Quarterly”, 6, 477–492.
- Parlament Europejski. 2015. *Proposal for a directive (COM(2014)0213 – C7-0147/2014 – 2014/0121(COD))*, A8-0158/ 001-00, http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2015-0158-AM-001-001_EN.pdf?redirect.
- Pietrewicz L. 2010. *Rozwój rynku inwestorów instytucjonalnych i jego wpływ na relacje agencji w spółkach giełdowych „Zarządzanie Zmianami: Zeszyty Naukowe”*, 3, s. 1–20.
- Pitt-Watson D. 2016. *What we lose when giant investment funds run all our companies*, „Harvard Business Review”, 19.07.2016, <https://hbr.org/2016/07/what-we-lose-when-giant-investment-funds-run-all-our-companies>.
- Principles of Responsible Investment. 2015. *Fiduciary Duties in the 21st Century*, <https://www.unpri.org/download?ac=1378>.
- PwC. 2014. *European Institutional Investors*, <https://www.pwc.lu/en/asset-management/docs/pwc-european-institutional-investors.pdf>.

- Reynisson K. 2018. *The Concept of Shareholders' Duties: Keeping a Grasp on a Paradigm Shift*, „European Business Law Review”, 29, 3.
- Richardson B. 2007. *Do the fiduciary duties of pension funds hinder socially responsible investment?*, „Banking & Finance Law Review”, 22, 2.
- Ringe W. G. 2016. *The Deconstruction of Equity. Activist Shareholders, Decoupled Risk and Corporate Governance*, Oxford.
- Rodrigues U. 2011. *Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership*, „Minnesota Law Review”, 95.
- Romanowski M., Haiduk P. 2016. *Oddziaływanie Komisji Nadzoru Finansowego na kwestie korporacyjne w zakładach ubezpieczeń w świetle Zasad Ładu Korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe”, 3.
- Securities Exchange Commission. 2018. *Regulation Best Interest*, Exchange Act Release No. 83062, 83 FR 21574, <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2018-05-09/pdf/2018-08582.pdf>.
- Sergakis A. 2016. *EU Corporate Governance. The Ongoing Challenges of the Institutional Investor Activism Conundrum*, „European Journal of Law Reform”, 16, 728.
- Siems M. 2017. *With great power comes great responsibility: real and ideal types of shareholders*, w: *Shareholders' Duties*, ed. H. Birkmose, Wolter Kluwers.
- Siems M., Schnyder G. 2014. *Ordoliberal Lessons for Economic Stability: Different Kinds of Regulation, Not More Regulation*, „Governance”, 27.
- Sójka T. (red.). 2016. *Cywilnoprawna ochrona inwestorów korzystających z usług maklerskich na rynku kapitałowym*, Warszawa.
- Spurgin, Earl W. 2001. *Do Shareholders Have Obligations to Stakeholders?*, „Journal of Business Ethics”, 33, 4.
- Stout L. 2012. *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, Princeton.
- Strine L. 2017. *Who Bleeds When the Wolves Bite? A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, „Yale Law Journal”, 126, s. 1280.
- Walker D. 2009. *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities*, dostęp: http://www.ecgi.org/codes/documents/walker_review_261109.pdf.
- Wong S. 2010. *Why stewardship is proving elusive for institutional investors*, „Butterworths Journal of International Banking and Financial Law”, Jul/Aug.

Summary

Separation of ownership and responsibility? The case for socially conscious investor activism

This paper deals with shareholder activism by institutional investors and the scope of their duties to people who commit their savings to undertakings for collective investments. It argues, that due to their unique position within the structure of the corporate decision-making process and their fiduciary duties to funds' participants on one hand and their portfolio companies on the other, asset managers should actively use their voice in corporate affairs, and do so taking the public interest into account. The article sets out with

description of changes in ownership structure of public corporations, which led to the unprecedented rise in the influence of asset managers on contemporary capital markets. Then, it discusses recent regulatory initiatives to impose a duty to engage in corporate matters on institutional investors. Next part reconstructs three arguments, most commonly deployed in the public debate, in favor of imposing the duties related to institutional investors' engagement: them being the „owners” of the companies; the fiduciary nature of their relationship to both their portfolio companies and their investors; as well the belief – for which I propose the name of the Spiderman doctrine – that one's responsibility should be proportionate to one's power.

Keywords: shareholder activism, institutional investors, fiduciary duties, investment funds, corporate governance

