

Adam SAMBORSKI\*

## PROBLEM PRZEDSTAWICIELSTWA W OTWARTYCH FUNDUSZACH EMERYTALNYCH – WYBRANE ASPEKTY

### (Streszczenie)

W artykule podjęto problem przedstawicielstwa w otwartych funduszach emerytalnych. Całość rozważań osadzono w założeniach pozytywistycznej teorii agencji. W tekście poddano analizie stosunki, w jakie wchodziły otwarte fundusze emerytalne (OFE) i powszechne towarzystwa emerytalne (PTE) – organ zarządzający OFE. Zwrócono uwagę na relacje zachodzące pomiędzy członkiem OFE a akcjonariuszem PTE. W opracowaniu jako cel przyjęto ocenę mechanizmów ukierunkowanych na łagodzenie konfliktu interesów pomiędzy członkami OFE a PTE. Analizie poddano dwa rodzaje mechanizmów, a mianowicie: bodźce i monitoring. Zdaniem autora w zakresie bodźców przyjęte przez ustawodawcę rozwiązania nie do końca odpowiadają potrzebom członków OFE. Autor proponuje powiązanie większej części wynagrodzenia PTE z wynikami inwestycyjnymi OFE. Towarzyszyć temu jednak powinno zniesienie ustawowych ograniczeń inwestycyjnych dla środków zgromadzonych w OFE i stworzenie możliwości wyodrębnienia z OFE kilku subfunduszy o różnym poziomie ryzyka inwestycyjnego. Autor zaznacza przy tym, iż o profilu ryzyka planu emerytalnego decydować powinien członek OFE. Przyjęte natomiast przez ustawodawcę rozwiązania z punktu widzenia mechanizmu monitoringu nie budzą większych zastrzeżeń. Pewnej poprawy wymagałyby jednak relacje wewnątrz PTE, a dokładniej kwestie dotyczące rad nadzorczych.

**Słowa kluczowe:** fundusz emerytalny; problem agencji; teoria agencji

**Klasyfikacja JEL:** G300

### 1. Wstęp

Jensen i Meckling (1976) zaproponowali teorię firmy opartą na konflikcie interesów pomiędzy różnymi stronami kontraktu. Literatura przedmiotu szeroko wyjaśnia zarówno naturę tych konfliktów, jak i środki, za pomocą których mogą

---

\* Prof. nadzw. dr hab., Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach; e-mail: adam.samborski@ue.katowice.pl

być one rozwiązane<sup>1</sup>. Stosunkowo rzadko natomiast na gruncie literatury polskiej podejmuje się problem konfliktu interesów w funduszach emerytalnych. W artykule poddano analizie stosunki, w jakie wchodziły otwarte fundusze emerytalne (OFE) i powszechnie towarzystwa emerytalne (PTE) – organ zarządzający OFE. Zwrócono uwagę na relacje zachodzące pomiędzy członkiem OFE a akcjonariuszem PTE. Zasadniczym celem opracowania jest ocena mechanizmów ukierunkowanych na łagodzenie konfliktu interesów pomiędzy członkami OFE a PTE. Analizie poddano dwa rodzaje mechanizmów: bodźce i monitoring.

W pracy przyjęto stan prawny na dzień 01.04.2016 r.

## 2. Relacja pryncypał – agent w ujęciu pozytywistycznej teorii agencji

Ekonomiści od wielu dekad zajmują się problemami, które pojawiają się, gdy podejmowanie decyzji w firmie staje się domeną menedżerów niebędących jej właścicielami<sup>2</sup>. Taka sytuacja ma miejsce wszędzie tam, gdzie następuje rozdział własności i kontroli<sup>3</sup>. Pomiedzy kapitałodawcą a menedżerem powstaje wówczas relacja agencyjna. Teoria agencji opisuje tę relację, używając metafory kontraktu<sup>4</sup>. Relacja agencji jest więc kontraktem, w którym jedna strona (pryncypał) angażuje drugą stronę (agenta), powierzając jej wykonywanie określonych usług na swoją rzecz<sup>5</sup>. W ujęciu teorii agencji ów kontrakt zawierany pomiędzy pryncypałem a agentem staje się jednostką analizy<sup>6</sup>, a na przedsiębiorstwo patrzy się jak na sieć kontraktów<sup>7</sup>. Kształt, jaki przyjmuje ów kontrakt, jest jednak wynikiem nie tylko umowy między pryncypałem a agentem, ale również określonych ograni-

<sup>1</sup> **I. Clacher, D. Hillier, P. McColgan**, *Agency Theory: Incomplete Contracting and Ownership Structure*, w: **H. Kent Baker, R. Anderson** (red.), *Corporate Governance. A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken 2010, s. 141.

<sup>2</sup> **E.F. Fama**, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, *The Journal of Political Economy* 1980/88/2, s. 288.

<sup>3</sup> **M. Goergen**, *International Corporate Governance*, Pearson, International Edition 2012, s. 8.

<sup>4</sup> **K.M. Eisenhardt**, *Agency Theory: An Assessment and Review*, *Academy of Management Review* 1989/14/1, s. 58.

<sup>5</sup> **M.C. Jensen, W.H. Meckling**, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics* 1976/3/4, s. 5.

<sup>6</sup> **K.M. Eisenhardt**, *op. cit.*, s. 59.

<sup>7</sup> **S. Mitzkus**, *Theoretical Basis of Supply Management: Theoretical and Practical Contributions of Agency Theory*, 1st IBA Bachelor Thesis Conference, June 27th, 2013, Enschede, The Netherlands, University of Twente, Faculty of Management and Governance, [http://essay.utwente.nl/63738/1/Bachelor\\_Thesis\\_Agency\\_Theory\\_Stefan\\_Mitzkus\\_%28s\\_1123866%29.pdf](http://essay.utwente.nl/63738/1/Bachelor_Thesis_Agency_Theory_Stefan_Mitzkus_%28s_1123866%29.pdf), stan na 19.03.2016 r., s. 4.

czeń, jakie narzuca prawo. W teorii agencji przedsiębiorstwu przypisuje się rolę koordynatora pomiędzy obu stronami kontraktu, któremu nadaje się uprawnienia do egzekwowania uzgodnień kontraktowych. W relacji pomiędzy pryncypałem a agentem mamy jednak do czynienia z asymetrią informacji, a zawierane kontrakty mają charakter niekompletny<sup>8</sup>. Jak już wspomniano, w relacji agencyjnej pryncypał przekazuje w części proces decyzyjny agentowi. Agent działa więc w imieniu pryncypała. Jeżeli jednak obie strony relacji agencyjnej będą dążyły do maksymalizacji swoich korzyści, przy różnych dla stron preferencjach co do ryzyka, istnieje realne zagrożenie, że agent nie zawsze będzie działał w najlepszym interesie pryncypała<sup>9</sup>. W teorii agencji czynnik ludzki postrzega się poprzez pryzmat oportunistyzmu, maksymalizacji wartości użytkowej, ograniczonej racjonalności i awersji do ryzyka<sup>10</sup>. Teoria agencji próbuje więc rozwiązać dwa problemy, które wynikają z relacji agencyjnej. Pierwszy problem natury agencyjnej wynika z rozbieżności celów pomiędzy pryncypałem a agentem oraz z trudności i kosztów związanych z bieżącym weryfikowaniem wszystkich poczynań agenta. Trudność polega na tym, iż pryncypał w praktyce nie jest w stanie zweryfikować tego, czy zachowanie agenta jest w danym momencie właściwe. Drugim jest problem podziału ryzyka pojawiający się wówczas, gdy pryncypał i agent mają różne postawy wobec ryzyka. Problemem jest tutaj to, iż pryncypał i agent mogą preferować różne działania ze względu na inne preferencje co do ryzyka<sup>11</sup>. Rodzi się więc pytanie, czy i w jaki sposób pryncypał może ograniczyć problemy wynikające z relacji agencyjnej. Odpowiedź na pierwszą część pytania wydaje się być twierdząca. Co do drugiej części trzeba zauważyć, iż pryncypał może łagodzić negatywne skutki rozbieżności interesów poprzez stworzenie systemu zachęt dla agenta oraz ciągły monitoring<sup>12</sup>. Monitoring ma na celu ograniczenie oportunistycznych działań agenta<sup>13</sup>. Pryncypał ponosi koszty monitoringu, aby dokonywać pomiaru, obserwacji i kontroli zachowania agenta. Koszty monitoringu obejmować mogą koszty audytu, sporządzania kontraktów menedżerskich, a w skrajnych przypadkach nawet koszty zwolnienia menedżerów. Jak zauważono, koszty monitoringu ponoszone są przez pryncypała, konkluzja ta dotyczy jednak początkowej fazy, ostatecznie bowiem koszty monitoringu ponosi

<sup>8</sup> *Ibidem*

<sup>9</sup> M.C. Jensen, W.H. Meckling, *op. cit.*, s. 5.

<sup>10</sup> S. Mitzkus, *op. cit.*, s. 4.

<sup>11</sup> K.M. Eisenhardt, *op. cit.*, s. 58.

<sup>12</sup> M.C. Jensen, W.H. Meckling, *op. cit.*, s. 5.

<sup>13</sup> C.W.L. Hill, T.M. Jones, *Stakeholder – Agency Theory*, *Journal of Management Studies* 1992/29/2, s. 132.

agent. Zdaniem Famay i Jensena (1983), ujęte są one w wynagrodzeniu agenta. Zważywszy więc, że to właśnie agenci ostatecznie ponoszą koszty monitoringu, tworzą oni struktury pozwalające im działać w najlepszym interesie akcjonariuszy, bądź też kompensować ewentualne straty, jeżeli w swoim działaniu nie kierują się interesem akcjonariuszy. Koszty ustanowienia i przestrzegania tych systemów nazywane są kosztami tworzenia więzi<sup>14</sup>. Agenci koszty te mogą ponosić *ex ante* tylko dlatego, aby uzyskać prawo do zarządzania zasobami pryncypała w jego imieniu<sup>15</sup>. Jak już wspomniano, finalnie koszty tworzenia więzi są ponoszone przez agenta, ale nie zawsze mają charakter finansowy. Mogą one obejmować np. koszty dodatkowych sprawozdań ujawniających określone informacje. Agenci przestaną ponosić koszty tworzenia więzi w momencie, gdy krańcowa redukcja w kosztach monitoringu zrówna się z krańcowym wzrostem w kosztach tworzenia więzi. Jednak pomimo to, iż ponoszone są zarówno koszty monitoringu, jak i tworzenia więzi, interes menedżerów i akcjonariuszy jest nie do końca zbieżny. Stąd też, wspomniany konflikt interesów jest ciągle źródłem straty agencyjnej. Stratę tę określa się mianem straty rezydualnej. Ponosi się ją dlatego, że koszt kontraktu kompletnego pomiędzy pryncypałem a agentem przewyższałby ewentualne korzyści. *Ex ante* nie można przewidzieć bowiem wszystkich działań menedżerów, a ujęcie wszystkiego w kontrakcie byłoby niepraktyczne. Dlatego też w celu zmniejszenia problemów agencji konieczne jest wypracowanie kompromisu pomiędzy nadmiernie ograniczonym zarządzaniem a wdrażaniem mechanizmów kontraktowych. Kompromis ten jest stratą rezydualną lub też optymalnym poziomem pomiędzy wspomnianym nadmiernie ograniczonym zarządzaniem a mechanizmami kontraktowymi<sup>16</sup>. Źródłem problemów agencji są więc z jednej strony koszty spisania kontraktu, z drugiej koszt jego wdrożenia. Wspomniane koszty monitoringu, tworzenia więzi i strata rezydualna składają się na koszty agencji. Koszty agencji obejmują więc koszty ustrukturalizowania, monitoringu i tworzenia więzi w ramach kontraktu pomiędzy stronami w warunkach konfliktu interesu. Koszty agencji obejmują również wartość utraconych korzyści, a to dlatego, że koszty pełnego wdrożenia w życie kontraktu zupełnego przekraczałyby ewentualne korzyści. Trzeba w tym miejscu jednak zauważyć, iż kontrola problemu agencji w procesie decyzyjnym jest ważna wówczas, gdy menedżer inicjujący i implementujący ważne decyzje nie jest głównym preten-

<sup>14</sup> P. McColgan, *Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective*, Draft: 22 May 2001, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.2.02.286&rep=rep1&type=pdf>; stan na 16.03.2016 r., s. 4–7.

<sup>15</sup> C.W.L. Hill, T.M. Jones, *op. cit.*, s. 132.

<sup>16</sup> P. McColgan, *op. cit.*, s. 4–7.

dentem rezydualnym, co oznacza, iż nie partycypuje w głównej części korzyści, które wynikają z jego decyzji. Bez efektywnych procedur kontrolnych taki menedżer jest skłonny podejmować działania odbiegające od interesów pretendenta rezydualnego. Efektywny system kontroli decyzyjnej wskazuje, że kontrola (ratyfikacja i monitorowanie) decyzji jest w pewnym stopniu niezależna od decyzji zarządczych (inicjowanie i realizacja). Pojedynczy agenci decyzyjni mogą być zaangażowani w tym samym czasie zarówno w decyzje zarządcze, jak i kontrolne. Separacja polega tu jednak na tym, że dany agent nie wykonuje w tym samym czasie czynności zarządczych i kontrolnych nad tymi samymi decyzjami<sup>17</sup>.

W powyższym kontekście pewnego uzupełnienia wymaga kwestia zachowań oportunistycznych. W efekcie dokonanych założeń dotyczących natury ludzkiej, ryzyka awersji i asymetrii informacji wyłaniają się trzy rodzaje zachowań oportunistycznych: selekcja negatywna, ryzyko nadużyć, problem podtrzymania (*hold-up problem*). Problem selekcji negatywnej ma miejsce w fazie przedkontraktowej i występuje wówczas, gdy agent błędnie interpretuje swoje umiejętności. Ryzyko nadużyć wystąpić może po zawarciu kontraktu. Zgodnie z założeniami asymetrii informacji działania podejmowane przez agenta nie są zauważalne przez pryncypała. Spowodować to może, że agent będzie podejmował działania dla swoich własnych korzyści wbrew interesom pryncypała. Problem podtrzymania może pojawić się jako rezultat specyficznych związków inwestycyjnych, które mogą skłonić drugą stronę do zachowań oportunistycznych (np. poprzez podnoszenie cen), gdyż wie ona, iż strona inwestująca nie może zmienić relacji bez utraty specyficznych inwestycji<sup>18</sup>.

### 3. Mechanizmy nadzoru korporacyjnego ukierunkowane na ograniczenie kosztów agencji

Teoria agencji dotyczy kwestii monitoringu i kontroli w ramach relacji, w jakie wchodzi pryncypał i agent. Szuka ponadto odpowiedzi na pytanie, jak ustrukturalizować bodźce kontraktowe, aby agent działał w interesie pryncypała<sup>19</sup>. Pozytywistyczny nurt w teorii agencji w największym stopniu skupia się więc na

<sup>17</sup> E.F. Fama, M.C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, Journal of Law and Economics 1983/26/2, s. 304.

<sup>18</sup> S. Mitzkus, *op. cit.*, s. 3.

<sup>19</sup> P.T. Kim, *Beyond Principal-Agent Theories: Law And The Judicial Hierarchy*, Northwestern University Law Review 2011/105/2, s. 545.

opisie mechanizmów *governance* ukierunkowanych na rozwiązanie problemów agencji. Argumentację buduje na dwóch założeniach:

- w przypadku gdy kontrakt pomiędzy pryncypałem i agentem jest oparty na wynikach, agent jest bardziej skłonny do zachowań w interesie pryncypała,
- w przypadku gdy pryncypał jest w posiadaniu informacji, dzięki której jest w stanie weryfikować zachowania agenta, agent jest bardziej skłonny do działania w interesie pryncypała.

W pierwszym zakłada się, iż kontrakty oparte na wynikach są efektywne w ograniczaniu oportunistycznego agenta. Argumentuje się tutaj, iż takie kontrakty zrównują preferencje agenta z tymi, które ma pryncypał. Dzieje się tak dlatego, iż konflikt interesów pomiędzy pryncypałem a agentem zostaje ograniczony dzięki temu, że nagroda dla obu stron uzależniona jest od tych samych działań. W drugim założeniu to system informacyjny ogranicza oportunistyczny menedżerów. Argumentacja przebiega tu w następujący sposób: od momentu, w którym systemy informacji dostarczają wiedzy pryncypałowi o bieżących działaniach agenta, spada skłonność agenta do działań oportunistycznych, a to dlatego, iż zdaje sobie on sprawę z tego, iż nie oszuka pryncypała<sup>20</sup>.

Na gruncie powyższych rozważań wyłaniają się więc dwa mechanizmy ukierunkowane na ograniczenia oportunistycznego agenta, a mianowicie bodźce i monitoring<sup>21</sup>.

Rozwiązanie problemu agencji oparte na bodźcach ma na celu powiązanie zasobności menedżerów z bogactwem akcjonariuszy w ten sposób, aby każda strona podzielała ten sam cel. Łączenie interesu menedżerów z interesem akcjonariuszy przybrać może różne formy. Menedżerowie otrzymują podstawowe wynagrodzenie, które często obejmuje dodatkowe składki emerytalne oraz inne korzyści pozapłacowe (np. członkostwo w klubach). Ponadto, menedżerowie najwyższego szczebla otrzymują bonusy, które powiązane są z osiągniętymi przez firmę wynikami finansowymi. Co więcej, menedżerowie mogą otrzymywać dodatkowe korzyści dzięki długoterminowym programom bodźców przybierające formę opcji na akcje czy też akcji o ograniczonym prawie zbycia<sup>22</sup>.

Plany wynagrodzeń muszą więc być tak skonstruowane, by zawierały bodźce motywujące menedżerów do działań zgodnych z oczekiwaniami akcjonariuszy.

<sup>20</sup> K.M. Eisenhardt, *op. cit.*, s. 59–60.

<sup>21</sup> T.R. Smith, *Agency Theory & Its Consequences*, M.Sc. FSM Master Thesis, August, 2011, s. 18, [http://studenttheses.cbs.dk/bitstream/handle/10417/2798/thomas\\_ruediger\\_smith.pdf?sequence=1](http://studenttheses.cbs.dk/bitstream/handle/10417/2798/thomas_ruediger_smith.pdf?sequence=1); stan na 25.03.2016 r.

<sup>22</sup> K.A. Kim, J.E. Nofsinger, D.J. Mohr, *Corporate Governance*, Pearson, International Edition 2010, s. 13–14.

Obejmuje to pobudzanie zachowań, które są tożsame ze strategią przedsiębiorstwa, profilem ryzyka organizacji, a jednocześnie zniechęcają menedżerów do działań egoistycznych<sup>23</sup>. Problem ustalania planów wynagrodzeń na odpowiednim poziomie jest niezwykle ważnym aspektem nadzoru korporacyjnego, który obejmuje jednak nie tylko motywowanie menedżerów do działań zgodnych z interesem akcjonariuszy<sup>24</sup>. Nie można bowiem zapominać o tym, iż przed planami wynagrodzeń stawiamy także dwa inne cele. Po pierwsze, muszą one przyciągać właściwych ludzi, to znaczy takich, którzy posiadają odpowiednie umiejętności, doświadczenie i profil zachowania potrzebny do osiągnięcia sukcesu na oferowanej pozycji. Po drugie, muszą kształtować się one na takim poziomie, aby zatrzymać te osoby, które zostały zatrudnione i spełniają powyższe wymagania<sup>25</sup>.

Rada dyrektorów (nadzorczą), audytorzy i inne składniki systemu *governance* pełnią natomiast rolę monitora menedżerów<sup>26</sup>.

Głównym mechanizmem monitoringu w przedsiębiorstwie jest rada dyrektorów (nadzorczą). W ujęciu teorii agencji rada dyrektorów (nadzorczą) powinna działać w imieniu akcjonariuszy, biorąc na siebie odpowiedzialność za funkcjonowanie całej firmy. Celem, jaki stawia się przed radą dyrektorów (nadzorczą), jest redukcja asymetrii informacji poprzez ratyfikowanie i monitorowanie ważnych decyzji. Przyjmuje się więc, iż rada dyrektorów (nadzorczą) jest odpowiedzialna za kontrolę alokacji zasobów przy określonym poziomie ryzyka. Efektywność rady dyrektorów (nadzorczą) w uzyskiwaniu informacji o zachowaniach agenta warunkuje stopień, w jakim menedżerowie działają w interesie akcjonariuszy. Od efektywności rady dyrektorów (nadzorczą) zależy więc poziom wydatkowanych na bodźce menedżerskie środków<sup>27</sup>.

Z powyższych rozważań wynika, iż przed typową radą dyrektorów (nadzorczą) powinno stawiać się zadania w trzech obszarach: monitoring i nadzór; dobór, ewaluacja i *coaching* menedżerów najwyższego szczebla oraz merytoryczny wkład w rozwój przedsiębiorstwa. W przypadku monitoringu i nadzoru w obrębie zainteresowań rady nadzorczą pozostaje zapewnienie zgodności i monitoring wyników z działalności. Selekcja i ewaluacja menedżerów najwyższego szczebla nie wymaga interpretacji. *Coaching* natomiast powinien się stać normalną częścią

<sup>23</sup> D. Larcker, B. Tayan, *Corporate Governance Matters. A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences*. Pearson, New Jersey 2011, s. 240–241.

<sup>24</sup> J. Solomon, *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester 2010, s. 99.

<sup>25</sup> D. Larcker, B. Tayan, *op. cit.*, s. 240–241.

<sup>26</sup> K.A. Kim, J.E. Nofsinger, D.J. Mohr, *op. cit.*, s. 13.

<sup>27</sup> T.R. Smith, *op. cit.*, s. 18.

procesu pracy w ramach rady, który polega na informacji zwrotnej i doradztwie. Ponadto, praca rady powinna prowadzić do lepszych decyzji, co stanowić może wkład w rozwój przedsiębiorstwa<sup>28</sup>. Do zadań rady należy tutaj testowanie, ocena i zatwierdzenie najważniejszych kierunków rozwoju firmy. Oczywiście w kompetencji menedżerów pozostaje zarówno tworzenie, jak i implementacja strategii<sup>29</sup>.

Księgowi i audytorzy są kolejną ważną częścią systemu monitoringu w przedsiębiorstwie. Księgowi na bieżąco śledzą informacje finansowe dotyczące firmy. Ze względu jednak na możliwość popełnienia błędu czy też świadomego działania na szkodę firmy informacje finansowe weryfikowane są ponadto przez audytorów. Działania audytorów polegają na sprawdzeniu tego, czy sprawozdania finansowe odzwierciedlają faktyczny stan przedsiębiorstwa<sup>30</sup>.

Mechanizmy nadzoru korporacyjnego mają więc na celu ograniczenie nieefektywności, która wynika z oportunistycznego zachowania menedżerów. Skuteczność tych mechanizmów zależy od wielu czynników. Zaliczyć do nich można otoczenie instytucjonalne o charakterze formalnym czy też nieformalne reguły gry, jak również aktywność samych akcjonariuszy<sup>31</sup>.

#### 4. Efektywność agencyjna otwartych funduszy emerytalnych

Jak wynika z powyższych rozważań, problemy agencji są efektem rozdzielania kontroli (podejmowanie decyzji) od własności (pretendent rezydualny). Jeżeli decydenci nie ponoszą w całości kosztów swoich decyzji, to rezultatem takiego stanu rzeczy może stać się nieefektywność<sup>32</sup>. Aby ocenić efektywność agencyjną otwartych funduszy emerytalnych, należy dokonać charakterystyki przyjętych rozwiązań organizacyjnych i prawnych. W pierwszej kolejności charakterystyka otwartych funduszy emerytalnych zostanie dokonana w trzech przekrojach: plan

<sup>28</sup> U. Steger, W. Amann, *Corporate Governance. How to Add Value*, John Wiley & Sons, Ltd, Chichester 2008, s. 20–21.

<sup>29</sup> J.W. Lorsch, *Board challenges 2009*, w: W. Sun, J. Stewart, D. Pollard (red.), *Corporate Governance and the Global Financial Crisis, International Perspectives*, Cambridge University Press, Cambridge 2011, s. 180.

<sup>30</sup> K.A. Kim, J.E. Nofsinger, D.J. Mohr, *op. cit.*, s. 27.

<sup>31</sup> A. Samborski, *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorczość organizacyjna*, *Problemy Zarządzania* 2015/13/4 (56), s. 213.

<sup>32</sup> D. Hess, *Public Pension Plans In The 1990s: An Agency Theory Perspective On Governance And Performance*, A Dissertation in Management, For the Graduate Group in Managerial Science and Applied Economics Presented to the Faculties of the University of Pennsylvania in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor of Philosophy 2003, Copyright 2003 by ProQuest Information and Learning Company, s. 15.



emerytalny, fundusz emerytalny, podmiot emerytalny<sup>33</sup>. Następnie ocenione zostaną mechanizmy ukierunkowane na ograniczenie konfliktu interesów pomiędzy OFE a PTE będącym organem zarządzającym OFE.

Plan emerytalny jest prawnie wiążącą umową mającą sprecyzowany cel emerytalny. Można wyodrębnić następujące plany emerytalne: publiczne i prywatne, pracownicze i osobiste, o zdefiniowanym świadczeniu i zdefiniowanej składce, kapitałowe i niekapitałowe<sup>34</sup>.

Publiczne plany emerytalne obejmują ubezpieczenia społeczne i podobne systemy, gdzie instytucje rządowe i samorządowe (np. ZUS) administrują wypłatą świadczeń emerytalnych. W przypadku prywatnych planów emerytalnych wypłatę świadczeń emerytalnych obsługuje inna instytucja niż rządowa czy samorządowa<sup>35</sup>.

Do czasu wejścia w życie zmian wprowadzonych ustawą z dnia 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych, plany emerytalne związane z OFE można byłoby zakwalifikować jako prywatne. Po wejściu jednak w życie wspomnianych zmian i wprowadzeniu tzw. „suwaka bezpieczeństwa<sup>36</sup>” plany emerytalne związane z OFE zakwalifikować należy jako publiczne.

Dostęp do pracowniczych planów emerytalnych jest związany ze stosunkiem pracy pomiędzy członkiem planu a podmiotem, który plan ustanowił (sponsor planu). Wyodrębnić można pracownicze plany emerytalne obowiązkowe i dobrowolne. W przypadku planów osobistych uczestnictwo nie jest związane ze stosunkiem pracy. Występuje tu również podział na plany obowiązkowe i dobrowolne<sup>37</sup>.

Otwarte fundusze emerytalne mają charakter osobistych planów emerytalnych. Do 2014 r. miały one charakter planów emerytalnych obowiązkowych, obecnie mają charakter planów dobrowolnych. Na kwestię dobrowolności należy jednak spojrzeć z dwóch stron, a mianowicie z punktu widzenia dotychczasowego członka OFE, jak i osoby wchodzącej na rynek pracy. W przypadku pierwszej kategorii osób dobrowolność dotyczy jedynie wyboru przekazywania składek

<sup>33</sup> J. Yermo, *Revised Taxonomy for Pension Plans, Pension Funds and Pension Entities*, OECD, October 2002, s. 2, <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/2488707.pdf>; stan na 28.03.2016 r.

<sup>34</sup> *Ibidem*, s. 3–5.

<sup>35</sup> *Ibidem*, s. 3.

<sup>36</sup> ZUS, *Zmiany w OFE, ABC Ubezpieczonego*, [http://www.zus.pl/pliki/ulotki/ABC\\_Ubezpieczonego\\_zmiany\\_w\\_OFE\\_11\\_03\\_2014.pdf](http://www.zus.pl/pliki/ulotki/ABC_Ubezpieczonego_zmiany_w_OFE_11_03_2014.pdf); stan na 29.03.2016 r.

<sup>37</sup> J. Yermo, *op. cit.*, s. 3–4.

do OFE i ZUS czy też tylko ZUS. Osoby, które do 2014 r. posiadały rachunek w OFE dalej będą członkami OFE. Z całkowitą dobrowolnością członkostwa w OFE mamy natomiast do czynienia w przypadku osób, u których powstaje po raz pierwszy obowiązek ubezpieczenia społecznego<sup>38</sup>.

W planach emerytalnych o zdefiniowanych świadczeniach wysokość emerytury uzależniona jest od historii wynagrodzenia i długości zatrudnienia<sup>39</sup>. W planach tych cała uwaga skupia się więc na przepływie korzyści, które dana osoba otrzyma po przejściu na emeryturę. Plan emerytalny o zdefiniowanej składce jest koncepcyjnie prostszy. Uwaga koncentruje się tutaj na wartości aktywów zapisanych na koncie emerytalnym<sup>40</sup>. W planach o zdefiniowanej składce wysokość świadczenia emerytalnego zależna jest od wartości zgromadzonych składek i uzyskanej przez podmiot zarządzający stopy zwrotu<sup>41</sup>.

OFE prowadzą plany emerytalne o zdefiniowanej składce. „Przedmiotem działalności funduszu jest gromadzenie środków pieniężnych i ich lokowanie z przeznaczeniem na wypłatę członkom funduszu emerytury po osiągnięciu przez nich wieku emerytalnego oraz emerytury częściowej, [...] lub okresowej emerytury kapitałowej, [...]” (art. 2.2)<sup>42</sup>. Ryzyko związane z wysokością świadczenia emerytalnego przerzucone zostało na członka funduszu emerytalnego.

Kapitałowe plany emerytalne są oparte na oszczędnościach – składkach, które są inwestowane w aktywa finansowe (lub ewentualnie realne), z których zysk zasila fundusz planu<sup>43</sup>. Niekapitałowe plany emerytalne to te, które są bezpośrednio finansowane ze składek wnoszonych przez sponsora planu lub operatora i/ lub uczestnika programu. W planach takich wydatki są pokrywane na bieżąco (*pay-as-you-go* – PAYG)<sup>44</sup>.

<sup>38</sup> **D.K. Nowicki**, *Kapitałowy system emerytalny po zmianach – wybrane zagadnienia prawne*, KNF, Warszawa 2014, s. 20–22, [https://www.knf.gov.pl/Images/Do\\_Netu\\_Kapitalowy%20system%20emer\\_tcm75-39021.pdf](https://www.knf.gov.pl/Images/Do_Netu_Kapitalowy%20system%20emer_tcm75-39021.pdf); stan na 29.03.2016 r.

<sup>39</sup> **N. Barr, P. Diamond**, *The Economics of Pensions*, Oxford Review Of Economic Policy 2006/22/1, s. 18.

<sup>40</sup> **Z. Bodie, A. J. Marcus, R.C. Merton**, *Defined Benefit versus Defined Contribution Pension Plans: What are the Real Trade-offs?*, w: **Z. Bodie, J. B. Shoven, D.A. Wise**, *Pensions in the U.S. Economy*, University of Chicago Press, 1988, s. 140–141, <http://www.nber.org/chapters/c6047.pdf>; stan na 29.03.2016 r.

<sup>41</sup> **N. Barr, P. Diamond**, *op. cit.*, s. 18.

<sup>42</sup> Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, Załącznik do obwieszczenia Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 3 lutego 2016 r. (Dz.U. z dnia 8 marca 2016, poz. 291).

<sup>43</sup> **N. Barr, P. Diamond**, *op. cit.*, s. 17.

<sup>44</sup> **J. Yermo**, *op. cit.*, s. 5.

OFE prowadzą kapitałowe plany emerytalne. Zgodnie z art. 139 ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych „fundusz lokuje swoje aktywa [...] dążąc do osiągnięcia maksymalnego stopnia bezpieczeństwa i rentowności dokonywanych lokat”. Aktywa funduszu mogą być jednak lokowane wyłącznie w kategorii lokat określone w ustawie (art. 141.1)<sup>45</sup>.

Fundusz emerytalny to pewna pula aktywów, wyodrębnionych z mocy prawa lub umowy, stanowiących aktywa planu emerytalnego. Wyodrębnić tutaj można: fundusze emerytalne autonomiczne, fundusze emerytalne nieautonomiczne, ubezpieczenia emerytalne; fundusze emerytalne kolektywne, fundusze emerytalne grupowe, powiązane środki członkowskie, fundusze emerytalne indywidualne; fundusze emerytalne otwarte, fundusze emerytalne zamknięte<sup>46</sup>.

Autonomiczny fundusz emerytalny w przypadku planów pracowniczych jest funduszem emerytalnym wyodrębnionym prawnie z aktywów sponsora planu, przybierając formę podmiotu specjalnego przeznaczenia (podmiot emerytalny) lub wyodrębnionego rachunku zarządzanego przez instytucję finansową w imieniu członka planu/funduszu. Fundusze emerytalne wspierające autonomiczne plany emerytalne są z definicji autonomiczne. Zarówno w planach emerytalnych pracowniczych, jak i emerytalnych członkowie planu/funduszu mają tytuł prawny lub inne roszczenia kontraktowe wobec aktywów utrzymywanych w autonomicznym funduszu emerytalnym<sup>47</sup>. Nieautonomiczny fundusz emerytalny w przypadku planów pracowniczych jest funduszem emerytalnym niewyodrębnionym na gruncie prawa z aktywów sponsora planu. Aktywa emerytalne mogą przyjąć formę rezerwy w bilansie sponsora planu (rezerwa księgową) lub też mogą być utrzymywane w wyodrębnionym na gruncie prawa podmiocie, stanowiąc jednakże własność sponsora planu (rezerwa finansowa). Członkowie planu emerytalnego nie mają tytułu prawnego do aktywów funduszu emerytalnego<sup>48</sup>. W przypadku ubezpieczeń emerytalnych, i to zarówno w planach pracowniczych czy osobistych, emerytura składa się wyłącznie z produktów ubezpieczeniowych<sup>49</sup>.

OFE jest autonomicznym funduszem emerytalnym. Zgodnie z art. 2.1 ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, fundusz jest osobą prawną<sup>50</sup>. Posiada on jednak cechy zarówno osób prawnych typu korporacyjnego, jak i zakładowego. Podział osób prawnych na osoby prawne typu korpora-

<sup>45</sup> Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji...

<sup>46</sup> **J. Yermo**, *op. cit.*, s. 6–7.

<sup>47</sup> *Ibidem*, s. 6.

<sup>48</sup> *Ibidem*.

<sup>49</sup> *Ibidem*.

<sup>50</sup> Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji...

cyjnego i zakładowego jest niezwykle istotny ze względu na to, w jaki sposób zorganizowany jest zespół ludzi, którzy są zainteresowani funkcjonowaniem danej osoby prawnej<sup>51</sup>. Istnienie korporacji warunkuje zgrupowanie pewnej liczby osób fizycznych, istnienie zakładu – zgrupowanie pewnego majątku<sup>52</sup>. W przypadku korporacji osoby fizyczne związane są z nią przez członkostwo. Członkowie w ramach korporacji realizują wspólny cel. Działalność zakładów natomiast ukierunkowana jest na zaspakajanie potrzeb podmiotów niebędących jego członkami. Liczbę członków korporacji da się określić, podczas gdy zakres osób, które korzystają z zakładu, jest trudny do ustalenia. W korporacji to członkowie decydują o celach i zakresie działalności osoby prawnej, w przypadku natomiast zakładu cel i kierunek działalności określany jest przez założyciela<sup>53</sup>. Za korporacyjnym charakterem OFE przemawia istnienie członkostwa, za zakładowym odrębność majątkowa funduszu. Stosunek członkostwa w OFE nie rodzi jednak jakiegokolwiek więzi organizacyjnej mającej miejsce pomiędzy członkiem OFE a funduszem. Z członkostwa w OFE dla członka OFE nie wynikają też jakiegokolwiek uprawnienia o charakterze korporacyjnym<sup>54</sup>.

Kolektywne fundusze emerytalne to fundusze, które łączą aktywa planów emerytalnych różnych sponsorów planu. W grupowych funduszach emerytalnych na fundusz emerytalny składają się aktywa niepowiązanych ze sobą osób fizycznych i/lub przedsiębiorstw, wchodzących w skład tego samego planu emerytalnego. W przypadku powiązanych środków członkowskich fundusz emerytalny obejmuje aktywa ograniczonej liczby powiązanych ze sobą członków zasiadających w organie zarządzającym funduszu emerytalnego. Indywidualny fundusz emerytalny to fundusz, na który składają się aktywa pojedynczego członka i jego/jej beneficjentów, zazwyczaj przyjmujące formę indywidualnego konta<sup>55</sup>.

OFE mają cechy grupowych funduszy emerytalnych. Jak już pisano powyżej „przedmiotem działalności funduszu jest gromadzenie środków pieniężnych” pozyskanych od niepowiązanych ze sobą osób fizycznych „i ich lokowanie z przeznaczeniem na wypłatę członkom funduszu emerytury” (art. 2.2)<sup>56</sup>.

<sup>51</sup> **A. Wolter, J. Ignatowicz, K. Stefaniuk**, *Prawo cywilne zarys części ogólnej*, LexisNexis, Warszawa 2001, s. 224.

<sup>52</sup> **T. Chauvin, T. Stawecki, P. Winczorek**, *Wstęp do prawoznawstwa*, C.H. Beck, Warszawa 2014, s. 270.

<sup>53</sup> **A. Wolter, J. Ignatowicz, K. Stefaniuk**, *op. cit.*, s. 224.

<sup>54</sup> **D.K. Nowicki**, *op. cit.*, s. 29.

<sup>55</sup> **J. Yermo**, *op. cit.*, s. 6.

<sup>56</sup> Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji ...

Otwarty fundusz emerytalny to fundusz, który obsługuje co najmniej jeden plan niemający ograniczeń dotyczących członkostwa. W zamkniętych funduszach emerytalnych są natomiast ograniczenia co do członkostwa<sup>57</sup>.

OFE mają charakter funduszu otwartego.

Podmiot emerytalny to osoba prawna specjalnego przeznaczenia, taka jak trust, fundacja lub podmiot korporacyjny, który jest właścicielem i może również kontrolować fundusz emerytalny w imieniu członków planu/funduszu emerytalnego. Członkowie planu mogą mieć tytuł prawny do funduszu emerytalnego lub roszczenia kontraktowe w stosunku do jednostki specjalnego przeznaczenia w odniesieniu do swoich praw do aktywów funduszu emerytalnego<sup>58</sup>.

OFE tworzone jest przez towarzystwo, które prowadzi działalność w formie spółki akcyjnej (art. 9.2, art. 27.1). Przedmiotem przedsiębiorstwa towarzystwa jest, obok wspomnianego już tworzenia, również zarządzanie funduszem oraz jego reprezentowanie wobec osób trzecich (art. 29.1). Władzami towarzystwa są: zarząd, rada nadzorcza, walne zgromadzenie (art. 39.1). „Towarzystwo odpowiada wobec członków funduszu za wszelkie szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem swych obowiązków w zakresie zarządzania funduszem i jego reprezentacji” (art. 48.1)<sup>59</sup>.

Wyodrębnić można podmioty emerytalne publiczne i prywatne<sup>60</sup>.

Działalność publicznych podmiotów emerytalnych uregulowana jest na gruncie prawa publicznego, prywatnych – na gruncie prawa prywatnego<sup>61</sup>.

Całokształt stosunków prawnych dotyczących kwestii związanych z funkcjonowaniem OFE uregulowana jest zarówno na gruncie prawa publicznego, jak i prywatnego. Celem prawa publicznego jest ochrona interesu ogólnego, celem natomiast prawa prywatnego zabezpieczenie interesu jednostek<sup>62</sup>.

## 5. Otwarte fundusze emerytalne – propozycje zmian

Z powyższych rozważań wynika, iż konflikt interesu jest wpisany w działalność otwartych funduszy emerytalnych<sup>63</sup>. W ujęciu teorii agencji pryncypałem w OFE jest jego członek, agentem natomiast powszechnie towarzystwo emerytalne

<sup>57</sup> J. Yermo, *op. cit.*, s. 7.

<sup>58</sup> *Ibidem*, s. 7.

<sup>59</sup> Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji...

<sup>60</sup> J. Yermo, *op. cit.*, s. 7.

<sup>61</sup> *Ibidem*.

<sup>62</sup> A. Wolter, J. Ignatowicz, K. Stefaniuk, *op. cit.*, s. 226.

<sup>63</sup> D.K. Nowicki, *op. cit.*, s. 44.

(PTE). Funkcjonuje ono jednak w formie spółki akcyjnej. Ma więc swoje władze, posiada akcjonariuszy. Zgodnie z przepisami prawa PTE ma działać zgodnie z interesem członków OFE. Pomiędzy interesem finansowym akcjonariuszy powszechnego towarzystwa emerytalnego a interesem członków funduszy emerytalnych może jednak powstać sprzeczność, na co zwrócił uwagę SN w wyroku z dnia 18 maja 2001 r. (III RN 197/00)<sup>64</sup>. Trzeba w tym miejscu zauważyć, iż akcjonariat w PTE jest wysoko skoncentrowany<sup>65</sup>. Nie mamy więc do czynienia z klasycznym problemem agencji wynikającym z rozdziału własności i kontroli. Na całokształt działalności PTE ma bowiem wpływ jego akcjonariusz. Stąd też wspomniany konflikt interesów sprowadzić można do konfliktu między członkiem OFE a PTE jako organem zarządzającym. Mechanizmy mające na celu poprawę efektywności agencji otwartych funduszy emerytalnych powinny zostać ukierunkowane na bodźce i monitoring.

Jak zauważono w pkt. 3 – w przypadku gdy kontrakt pomiędzy pryncypałem i agentem jest oparty na wynikach, agent jest bardziej skłonny do zachowań w interesie pryncypała<sup>66</sup>. Warto więc w tym miejscu przeanalizować kwestie dotyczące przychodów PTE związanych z zarządzaniem OFE. Podstawowym źródłem są przychody z opłat za zarządzanie, które w I połowie 2015 r. stanowiły 378,2 mln PLN (tabela 1).

TABELA 1: *Przychody powszechnych towarzystw emerytalnych związane z zarządzaniem otwartymi funduszami emerytalnymi w I poł. 2015 r. (w mln zł)*

Przychody związane z zarządzaniem OFE, w tym:	457,3
Przychody z opłat od składki	25,2
Przychody z opłat za zarządzanie	378,2
Przychody z wykorzystania rachunku rezerwowego OFE	23,3
Przychody z wypłat z Funduszu Gwarancyjnego	5,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, *Sytuacja finansowa powszechnych towarzystw emerytalnych w I połowie 2015 r.*, Warszawa 2015, DNI/A-/P/201506/001, s. 16, [http://www.knf.gov.pl/Images/Rynek\\_PTE\\_20150630\\_tcm75-43423.pdf](http://www.knf.gov.pl/Images/Rynek_PTE_20150630_tcm75-43423.pdf); stan na 01.04.2016 r.

<sup>64</sup> Wyrok SN z dnia 18 maja 2001 r. III RN 197/00, <http://sn.pl/Sites/orzecznictwo/Orzeczenia1/III%20RN%20197-00.pdf>; stan na 30.03.2016 r.

<sup>65</sup> KNF, *Informacje szczegółowe nt. PTE/OFE*, [https://www.knf.gov.pl/dla\\_ryнку/PODMIOTY\\_ryнку/Podmioty\\_ryнку\\_emerytalnego/Informacje\\_szczegolowe.html](https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/PODMIOTY_ryнку/Podmioty_ryнку_emerytalnego/Informacje_szczegolowe.html); stan na 30.03.2016 r.

<sup>66</sup> K.M. Eisenhardt, *op. cit.*, s. 60.

Koszty zarządzania funduszem przez towarzystwo są bezpośrednio pokrywane z aktywów funduszu. Wysokość tych kosztów ustalana jest według stawki określonej w statucie. Nie może ona jednak przekroczyć kwot obliczonych według skali zawartej w ustawie (tabela 2). „Kwota ta jest obliczana na każdy dzień ustalania wartości aktywów netto funduszu i płatna w ostatnim dniu roboczym każdego miesiąca<sup>67</sup>” (art. 136.2a).

TABELA 2: Miesięczna opłata za zarządzanie otwartym funduszem emerytalnym

Wysokość aktywów netto (w mln zł)		Miesięczna opłata za zarządzanie otwartym funduszem od aktywów netto wynosi:
ponad	do	
	8 000	0,045% wartości aktywów netto w skali miesiąca
8 000	20 000	3,6 mln zł + 0,04% nadwyżki ponad 8 000 mln zł wartości aktywów netto, w skali miesiąca
20 000	35 000	8,4 mln zł + 0,032% nadwyżki ponad 20 000 mln zł wartości aktywów netto, w skali miesiąca
35 000	45 000	13,2 mln zł + 0,023% nadwyżki ponad 35 000 mln zł wartości aktywów netto, w skali miesiąca
45 000		15,5 mln zł

Źródło: Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, Załącznik do obwieszczenia Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 3 lutego 2016 r. (Dz.U. z dnia 8 marca 2016, poz. 291), art. 136.2a.

Opłata za zarządzanie nie ma więc charakteru motywującego pryncypała do działania w interesie agenta. Składnikiem wynagrodzenia PTE opartym na wynikach, w tym przypadku na wynikach ze zrealizowanych inwestycji, są środki zgromadzone na rachunku premiowym. Rachunek ten tworzą dokonywane co miesiąc wpłaty przez otwarty fundusz emerytalny w wysokości, która przekraczać nie może 0,005% wartości zarządzanych aktywów netto otwartego funduszu. Mechanizm premiowania jest tak skonstruowany, iż PTE wejść może w posiadanie tych środków tylko wówczas, gdy OFE, którym zarządza, uzyska najwyższą stopę zwrotu wśród wszystkich OFE. W przypadku natomiast powszechnego towarzystwa, którego OFE uzyska najniższą stopę zwrotu, środki z rachunku premiowego zasilają OFE, którym wspomniany PTE zarządza. Co do pozostałych PTE, środki

<sup>67</sup> Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji...

z rachunku premiowego wykorzystywane są w części, która jest proporcjonalna do osiągniętych stóp zwrotu<sup>68</sup>.

Wydaje się, iż przyjęte w tym zakresie przez ustawodawcę rozwiązania nie do końca odpowiadają potrzebom uczestników OFE. Proponuje się więc powiązanie większej części wynagrodzenia PTE z wynikami inwestycyjnymi OFE. Towarzyszyć temu jednak powinno zniesienie ustawowych ograniczeń inwestycyjnych dla środków zgromadzonych w OFE i stworzenie możliwości wyodrębnienia z OFE kilku subfunduszy o różnym poziomie ryzyka inwestycyjnego. Przy czym zaznaczyć należy, iż o profilu ryzyka decydować powinien członek OFE<sup>69</sup>.

Warto teraz odnieść się do kwestii monitoringu. Jak już pisano w pkt. 3 – w przypadku gdy pryncypał jest w posiadaniu informacji, dzięki której jest w stanie weryfikować zachowania agenta, agent jest bardziej skłonny do działania w interesie pryncypała<sup>70</sup>. Zanim zostaną jednak omówione mechanizmy nadzoru korporacyjnego ukierunkowane na kwestie związane z monitoringiem raz jeszcze trzeba przypomnieć, iż organem zarządzającym OFE jest PTE będący osobą prawną, działającą w formie spółki akcyjnej. Kwestie związane z monitoringiem zostały nieco inaczej rozwiązane niż w przypadku tradycyjnego problemu agencji występującego w spółce akcyjnej. Kluczową rolę odgrywają tutaj Komisja Nadzoru Finansowego i Depozytariusz. Ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych przyznała bardzo szerokie uprawnienia KNF w stosunku do OFE i PTE. Do zadań organu nadzoru należy m.in.: „sprawowanie nadzoru nad działalnością funduszy”; „analiza kształtu rynku emerytalnego w zakresie otwartych funduszy, [...] poziomu zabezpieczenia interesów członków funduszy emerytalnych [...], zagrożeń dla konkurencji na rynku otwartych funduszy emerytalnych, [...]” (art. 200.2). Zadania te obejmują ponadto wydawanie zezwoleń na utworzenie OFE, PTE, na zmiany statutu, nabycie akcji towarzystwa (art. 15, 22, 38, 53, 58). „W ramach nadzoru nad działalnością funduszy organ nadzoru jest uprawniony [...] do [...] żądania udostępnienia przez towarzystwo kopii dokumentów związanych z działalnością funduszu lub towarzystwa oraz zapoznawania się z ich treścią” (art. 204.1). Organ

<sup>68</sup> OFE – słownik podstawowych pojęć, [https://www.knf.gov.pl/dane\\_wspolne/OFE.html](https://www.knf.gov.pl/dane_wspolne/OFE.html); stan na 01.04.2016 r.

<sup>69</sup> O potrzebie wyodrębnienia subfunduszy pisał jeszcze przed wprowadzonymi zmianami w 2014 r. np. **A. Soldek**, *Alokacja aktywów otwartych funduszy emerytalnych po reformie – wpływ na wysokość emerytur i rynek kapitałowy w Polsce oraz rekomendowany model*, w: **M. Szczepański** (red.), *Ekonomiczne i społeczne aspekty reform emerytalnych – Polska i świat*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2012, s. 110.

<sup>70</sup> **K.M. Eisenhardt**, *op. cit.*, s. 59–60.



nadzoru może też nałożyć karę pieniężną na towarzystwo w przypadku naruszenia interesów członków funduszu (art. 204.9)<sup>71</sup>.

Ustawa w zakresie monitoringu i realizacji praw członków funduszu dużą rolę przypisuje też depozytariuszowi. Art. 159.3 stanowi: „depozytariusz jest obowiązany do występowania, w imieniu członków funduszu, z powództwem przeciwko towarzystwu z tytułu szkody spowodowanej niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem przez towarzystwo obowiązków”<sup>72</sup>.

Ustawa opisuje również bardzo szerokie obowiązki informacyjne funduszy emerytalnych. I tak w art. 189.1 zapisano, iż „otwarty fundusz [...] są obowiązane, raz w roku, ogłaszać prospekt informacyjny w dzienniku o zasięgu krajowym przeznaczonym do ogłoszeń funduszu”<sup>73</sup>.

W kontekście monitoringu wspomnieć tutaj należy również o agencie transferowym, Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych czy Rzeczniku Ubezpieczonych. Są to instytucje, które w mniejszym (jak agent transferowy, KDPW) bądź większym stopniu (Rzecznik Ubezpieczonych) spełniają rolę monitora.

Przyjęte w ustawie o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych rozwiązania z punktu widzenia mechanizmu monitoringu nie budzą większych zastrzeżeń. Pewnej poprawy wymagałyby jednak relacje wewnątrz PTE. Nie do końca bowiem jest jasne, dlaczego w ustawie zapisano, iż „członków zarządu powszechnego towarzystwa powołuje i odwołuje walne zgromadzenie” (art. 40.1 – o ile oczywiście statut nie stanowi inaczej). Czy nie lepiej wprowadzić zapis z kodeksu handlowego stanowiący: „członków zarządu powołuje i odwołuje rada nadzorcza, chyba że statut spółki stanowi inaczej” (art. 368 §4)<sup>74</sup>. Takie rozwiązanie, przy założeniu, iż rada nadzorcza składa się w dużej części z członków niezależnych, powinno sprzyjać lepszej ochronie interesów członków funduszu emerytalnego.

## Bibliografia

### Akty prawne:

Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2000 r., nr 94, poz. 1037, z późn. zm.).

Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, Załącznik do obwieszczenia Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 3 lutego 2016 r. (Dz.U. z dnia 8 marca 2016, poz. 291).

<sup>71</sup> Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji...

<sup>72</sup> *Ibidem*.

<sup>73</sup> *Ibidem*.

<sup>74</sup> Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2000 r., nr 94, poz. 1037, z późn. zm.).

Wyrok SN z dnia 18 maja 2001 r. III RN 197/00, <http://sn.pl/Sites/orzecznictwo/Orzeczenia1/III%20RN%20197-00.pdf>; stan na 30.03.2016 r.

#### Opracowania:

**Barr Nicholas, Diamond Peter**, *The Economics of Pensions*, Oxford Review of Economic Policy 2006/22/1.

**Bodie Zvi, Marcus Alan J., Merton Robert C.**, *Defined Benefit versus Defined Contribution Pension Plans: What are the Real Trade-offs?*, w: Zvi Bodie, John B. Shoven, David A. Wise, *Pensions in the U.S. Economy*, University of Chicago Press 1988, s. 140–141, <http://www.nber.org/chapters/c6047.pdf>; stan na 29.03.2016 r.

**Chauvin Tatiana, Stawecki Tomasz, Winczorek Piotr**, *Wstęp do prawoznawstwa*, C.H. Beck, Warszawa 2014.

**Clacher Iain, Hillier David, McColgan Patrick**, *Agency Theory: Incomplete Contracting and Ownership Structure*, w: H. Kent Baker, Ronald Anderson (red.), *Corporate Governance. A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken 2010.

**Eisenhardt Kathleen M.**, *Agency Theory: An Assessment and Review*, Academy of Management Review 1989/14/1.

**Fama Eugene F.**, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, The Journal of Political Economy 1980/ 88/2.

**Fama Eugene F., Jensen Michael C.**, *Separation of Ownership and Control*, Journal of Law and Economics 1983/26/2.

**Goergen Marc**, *International Corporate Governance*, Pearson, International Edition, 2012.

**Hess David**, *Public Pension Plans In The 1990s: An Agency Theory Perspective On Governance And Performance*, A Dissertation in Management, For the Graduate Group in Managerial Science and Applied Economics Presented to the Faculties of the University of Pennsylvania in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor of Philosophy 2003, Copyright 2003 by ProQuest Information and Learning Company.

**Hill Charles W.L., Jones Thomas M.**, *Stakeholder – Agency Theory*, Journal of Management Studies 1992/29/2.

**Jensen Michael C., Meckling William H.**, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics 1976/3/4.

**Kim Kenneth A., Nofsinger John E., Mohr Derek J.**, *Corporate Governance*, Pearson, International Edition, 2010.

**Kim Pauline T.**, *Beyond Principal–Agent Theories: Law And The Judicial Hierarchy*, Northwestern University Law Review 2011/105/2.

**Larcker David, Tayan Brian**, *Corporate Governance Matters. A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences*, Pearson, New Jersey 2011.

**Lorsch Jay W.**, *Board challenges 2009*, w: William Sun, Jim Stewart, David Pollard (red.), *Corporate Governance and the Global Financial Crisis, International Perspectives*, Cambridge University Press, Cambridge 2011.

**McColgan Patrick**, *Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective*, Draft: 22 May 2001, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.202.286&rep=rep1&type=pdf>; stan na 16.03.2016 r.

**Mitzkus Stefan**, *Theoretical Basis of Supply Management: Theoretical and Practical Contributions of Agency Theory*, 1st IBA Bachelor Thesis Conference, June 27th, 2013, Enschede, The

- Netherlands, University of Twente, Faculty of Management and Governance, [http://essay.utwente.nl/63738/1/Bachelor\\_Thesis\\_Agency\\_Theory\\_Stefan\\_Mitzkus\\_%28s1123866%29.pdf](http://essay.utwente.nl/63738/1/Bachelor_Thesis_Agency_Theory_Stefan_Mitzkus_%28s1123866%29.pdf); stan na 19.03.2016 r.
- Nowicki Daniel K.**, *Kapitałowy system emerytalny po zmianach – wybrane zagadnienia prawne*, KNF, Warszawa 2014, [https://www.knf.gov.pl/Images/Do\\_Netu\\_Kapitałowy%20system%20emer\\_tcm75-39021.pdf](https://www.knf.gov.pl/Images/Do_Netu_Kapitałowy%20system%20emer_tcm75-39021.pdf); stan na 29.03.2016 r.
- Samborski Adam**, *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorczość organizacyjna*, Problemy Zarządzania 2015/13/4 (56).
- Smith Thomas R.**, *Agency Theory & Its Consequences*, M.Sc. FSM Master Thesis, August, 2011, [http://studenttheses.cbs.dk/bitstream/handle/10417/2798/thomas\\_ruediger\\_smith.pdf?sequence=1](http://studenttheses.cbs.dk/bitstream/handle/10417/2798/thomas_ruediger_smith.pdf?sequence=1); stan na 25.03.2016 r.
- Solomon Jill**, *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester 2010.
- Soldek Andrzej**, *Alokacja aktywów otwartych funduszy emerytalnych po reformie – wpływ na wysokość emerytur i rynek kapitałowy w Polsce oraz rekomendowany model*, w: Marek Szczepański (red.), *Ekonomiczne i społeczne aspekty reform emerytalnych – Polska i świat*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2012.
- Steger Ulrich, Amann Wolfgang**, *Corporate Governance. How to Add Value*, John Wiley & Sons, Ltd, Chichester 2008.
- Urząd Komisji Nadzoru Finansowego**, *Sytuacja finansowa powszechnych towarzystw emerytalnych w I połowie 2015 roku*, Warszawa 2015, DNI/A/P/201506/001, [http://www.knf.gov.pl/Images/Rynek\\_PTE\\_20150630\\_tcm75-43423.pdf](http://www.knf.gov.pl/Images/Rynek_PTE_20150630_tcm75-43423.pdf); stan na 01.04.2016 r.
- Wolter Aleksander, Ignatowicz Jerzy, Stefaniuk Krzysztof**, *Prawo cywilne zarys części ogólnej*, LexisNexis, Warszawa 2001.
- Yermo Juan**, *Revised Taxonomy for Pension Plans, Pension Funds and Pension Entities*, OECD, October 2002, <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/2488707.pdf>; stan na 28.03.2016 r.
- Strony internetowe:**
- KNF *Informacje szczegółowe nt. PTE/OFE*, [https://www.knf.gov.pl/dla\\_rynk/Podmiotowy\\_rynku/Podmioty\\_rynku\\_emerytalnego/Informacje\\_szczegolowe.html](https://www.knf.gov.pl/dla_rynk/Podmiotowy_rynku/Podmioty_rynku_emerytalnego/Informacje_szczegolowe.html); stan na 30.03.2016 r.
- OFE słownik podstawowych pojęć, [https://www.knf.gov.pl/dane\\_wspolne/OFE.html](https://www.knf.gov.pl/dane_wspolne/OFE.html); stan na 01.04.2016 r.
- ZUS, *Zmiany w OFE, ABC Ubezpieczonego*, [http://www.zus.pl/pliki/ulotki/ABC\\_Ubezpieczonego\\_zmiany\\_w\\_OFE\\_11\\_03\\_2014.pdf](http://www.zus.pl/pliki/ulotki/ABC_Ubezpieczonego_zmiany_w_OFE_11_03_2014.pdf); stan na 29.03.2016 r.

Adam SAMBORSKI

## AGENCY PROBLEM IN OPEN PENSION FUNDS – SELECTED ASPECTS

### ( Summary )

The article discusses the agency problem in open pension funds. All these considerations embedded in the assumptions of the positivist agency theory. The text analyzed the relationship between the open pension funds (OFE) and general pension societies (PTE) – OFE governing body. Attention was paid to the relationship between members of the open pension funds and PTE shareholders. The study adopted as a goal: to assess the mechanisms that solve the conflicts of interest between members of OFE and PTE. Author analyzed two types of mechanisms, namely: incentives and monitoring. According to the author, adopted solutions by the legislator in the area of incentives do not fully meet the needs of OFE members. The author proposes to link the greater part of the PTE remuneration with the results of OFE investment. The author also proposes the abolition of statutory investment limits on OFE and separation within the OFE several sub-funds with different levels of investment risk. OFE member should decide about the risk profile of a pension plan. Adopted solutions by the legislature in the field of monitoring do not raise major objections. One improvement would require, however, relations within the PTE, and more specifically issues concerning supervisory boards.

**Keywords:** pension fund; agency problem; agency theory