

**Adam Samborski\***

## **Problem przedstawicielstwa w otwartych funduszach emerytalnych. Rola depozytariusza**

### **Wstęp**

Fundusze emerytalne to sieć porozumień kontraktowych, a niekompletność tych kontraktów jest cechą nadzoru korporacyjnego w funduszach emerytalnych [Besley, Prat, 2003, s. 8]. W warunkach gospodarki polskiej ustawodawca nadaje osobowość prawną otwartemu funduszowi emerytalnemu, czyniąc jego organem powszechnie towarzystwo emerytalne zorganizowane w formie spółki akcyjnej. Rodzi się więc pytanie, kto reprezentuje interes członka otwartego funduszu emerytalnego w warunkach braku w ich strukturze organizacyjnej właściwego organu. Ciężar nadzoru spoczywa na podmiotach zewnętrznych. Celem opracowania jest określenie miejsca i roli depozytariusza w nadzorze korporacyjnym otwartych funduszy emerytalnych.

Metodą badawczą wykorzystaną w opracowaniu jest metoda badania dokumentów [Apanowicz, 2002, s. 68–69]. W pracy przyjęto stan prawny na dzień 27.08.2017 r. Artykuł ukończono 25.09.2017 r.

### **1. Charakter relacji agencyjnej w funduszach emerytalnych**

M.C. Jensen i W.H. Meckling scharakteryzowali organizację jako fikcję prawną, która służy za ogniwo dla stanowienia relacji kontraktowych pomiędzy jednostkami. Przez fikcję prawną rozumieją sztuczny konstrukt prawny, który pozwala niektóre organizacje traktować jak podmioty indywidualne (osoby fizyczne) [Jensen, Meckling, 1976, s. 310]. Nawiązują więc do teorii fikcji, która powstała w średniowieczu, a rozwinięta została przez Savigny'ego, będącego twórcą niemieckiej szkoły historycznej. Wychodzi ona z założenia, iż „realnym podmiotem prawa może być tylko człowiek. Osoby prawne zatem, jako twór sztuczny, są dopuszczone do obrotu na mocy fikcji” [Wolter i inni, 2001, s. 202]. Osadzając rozważania w tej perspektywie, zdaniem S.P. Shapiro, relacje agencyjne są kontraktami, bodźcami, urządzeniami monitorującymi, więziami oraz innymi formami społecznej kontroli, podejmowanymi w celu minimalizowania kosztów agencji, konstytuującymi elementy kontraktu [Shapiro, 2005, s. 266]. Przez relację

---

\* Prof. UEK dr hab., Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, ul. 1 Maja 50, 40-287 Katowice, adam.samborski@ue.katowice.pl

agencyjną Jensen i Meckling rozumieją więc kontrakt, w ramach którego jedna lub więcej stron (pryncypał) angażuje inną stronę (agenta) w celu wykonania za nią jakiejś usługi [Jensen, Meckling, 1976, s. 308]. Upraszczając, w relacji agencyjnej pryncypał powierza agentowi dokonanie określonej czynności prawnej lub grupy czynności prawnych [Samborski, 2016, s. 330]. Wiąże się to oczywiście z koniecznością przekazania agentowi części uprawnień decyzyjnych. Pojawia się tu jednak problem. Założyć bowiem należy, że obie strony relacji dążyć będą do maksymalizacji użyteczności. W tej sytuacji agent nie zawsze będzie działał w najlepszym interesie pryncypała. W celu ograniczenia rozbieżności interesów pryncypał będzie tworzył zatem systemy bodźców oraz ponosił koszty monitorowania mające na celu ograniczenie nieprawidłowych działań agenta. Ponadto w niektórych sytuacjach pryncypał będzie zmuszony do ponoszenia dodatkowych kosztów (kosztów powiązania) będących gwarancją powstrzymania się agenta od pewnych czynności szkodzących pryncypałowi, bądź też zapewnienia, że pryncypał otrzyma rekompensatę, jeżeli takie działania zostaną podjęte [Jensen, Meckling, 1976, s. 308]. Z relacją agencyjną związane są więc określone problemy. Problemy te to niepewność, konflikt celu oraz niemożność napisania kontraktu, który w pełni określi zachowanie agenta w każdej sytuacji [Hess, Impavido, 2004, s. 51]. Ostatni z wymienionych problemów dotyczy sytuacji, w której kontrakty nie są w stanie w sposób wystarczający chronić interesów pryncypała [Dias, 2006, s. 23]. Mówimy wówczas o kontraktach niekompletnych.

W przypadku niepewności zidentyfikować można dwie dalsze kategorie problemów. Pierwszy związany jest z występowaniem problemu ryzyka nadużyć. Problem ten polega na tym, że agent w wykonywanie obowiązków nie wkłada wystarczającego wysiłku (bumelanctwo) lub też podejmuje działania, które przynoszą korzyści wyłącznie jemu/jej kosztem pryncypała (oportunizm). Problemy te wynikają z braku monitorowania lub nieskutecznych zachęt. W przypadku drugiej kategorii problemów trzeba zwrócić uwagę na występowanie problemu selekcji negatywnej. Problem ten pojawia się wtedy, gdy agentowi brak kompetencji do wykonywania powierzonych obowiązków. Wynika to z nieudolności agenta lub nieumiejętności pryncypała w weryfikowaniu kompetencji agenta [Hess, Impavido, 2004, s. 51].

Problem konfliktu celu pojawia się wówczas, gdy pryncypał i agent mają różne priorytety. W takiej sytuacji bieżący monitoring działań agenta jest trudny, a czasem kosztowny. Problem związany jest z tym, iż pryncypał nie może zweryfikować, czy działania agenta są właściwe [Eisenhardt, 1989, s. 58]. Źródłem konfliktu mogą być: kierowanie się własną korzyścią przez agenta, różne postawy wobec ryzyka [Hess, Impavido, 2004, s. 51–52].

Pryncypał i agent mogą więc mieć rozbieżne interesy i inne preferencje co do ryzyka [Willis Towers Watson, 2017, s. 31; Samborski, 2016, s. 331].

Teoria agencji podejmuje problemy wynikające z trudności w motywowaniu „agenta” do działania w imieniu „pryncypała”. Problemy wynikające z relacji agencyjnej są pochodną występowania asymetrii informacji. Przewaga agenta w dostępie do informacji sprawia, iż pryncypałowi trudno jest monitorować czynności agenta czy też dokonywać ocen motywacji jego działania [Willis Towers Watson, 2017, s. 31]. Innymi słowy, w teorii agencji szuka się rozwiązania problemów wynikających z trudności i kosztów związanych z bieżącym weryfikowaniem przez pryncypała wszystkich poczynań agenta oraz z rozbieżnych celów [Samborski, 2016, s. 331].

W teorii agencji dużo uwagi poświęca się problematyce kosztów wynikających z relacji agencyjnej (koszty agencyjne). Z powyższych rozważań wynika, iż kosztami agencji są koszty, które są pochodną różnicy w pojmowaniu interesu przez pryncypała i agenta. Takie koszty powstają, ponieważ kontrakt, który reguluje relacje między pryncypałem a agentem, nie ma charakteru bezkosztowego [Dias, 2006, s. 23]. Źródeł kosztów agencji upatrywać także należy w niepewności czy niekompletności kontraktów. Na gruncie teorii agencji wypracowano wiele mechanizmów nadzoru korporacyjnego mających na celu ograniczenie kosztów agencji. Celem mechanizmów nadzoru korporacyjnego jest więc równoważenie interesów pryncypała i agenta. Mechanizmy te podzielić można na dwie kategorie: wewnętrzne i zewnętrzne. Mechanizmy wewnętrzne obejmują m.in. radę nadzorczą, a dokładniej jej skład, zewnętrzne natomiast np. rynek kontroli [Weir i inni, 2002, s. 579].

W praktyce występowanie kosztów agencji jest sytuacją nagminną. W efekcie każdy podmiot boryka się z problemami wynikającymi z relacji agencyjnej. Dotyczy to także funduszy emerytalnych.

Jak zauważają T. Besley i A. Prat, fundusze emerytalne to sieć nakładających się na siebie porozumień kontraktowych, które określają obowiązki stron, tj. wszystkich kluczowych graczy. W ramach tych porozumień nie można jednak przewidzieć wszystkich zachowań stron. Ze względu na problem z dostępem do informacji nie można ich też w pełni zweryfikować. W takich warunkach zachęty wypracowane w ramach jednej struktury governance nie mogą być w pełni powielone przez drugą strukturę governance poprzez właściwy wybór kontraktów. Przyjąć więc trzeba za ww. autorami, iż niekompletność kontraktów jest kluczową cechą nadzoru korporacyjnego w funduszach emerytalnych i wiąże się z koniecznością dopasowania struktury governance do bodźców odpowiednich dla stron i charakteru kontraktów wykorzystywanych w funduszu emerytalnym [Besley, Prat, 2003, s. 8].

W funduszach emerytalnych występują dwa rodzaje relacji agencyjnych. Dotyczą one relacji wewnątrz funduszu (relacje wewnętrzne) oraz relacji funduszu z podmiotami zewnętrznymi (relacje zewnętrzne). Konstrukcja funduszu emerytalnego warunkuje rodzaj podmiotów wchodzących w relacje agencyjne [Bank for International Settlements, 2003, s. 18]. Nadzór korporacyjny w funduszach emerytalnych wymaga zarządzania wieloma konfliktami interesów [Sy, 2008, s. 35]. I tak na przykład na rozwiniętych rynkach finansowych uczestnicy planów emerytalnych o zdefiniowanej składce uwikłani są co najmniej w sześć relacji pryncypał – agent. Są to:

- relacje między uczestnikiem, który jest beneficjentem, a sponsorem planu (dotyczy opcji wyborów inwestycyjnych);
- relacje pomiędzy sponsorem a konsultantem inwestycyjnym;
- relacje pomiędzy konsultantem a firmą zarządzającą aktywami;
- relacje między sponsorem a menedżerem zarządzającym aktywami, którego produkt jest częścią wybranej opcji inwestycyjnej;
- relacje między menedżerem zarządzającym aktywami a menedżerem zarządzającym portfelem, który podejmuje rzeczywiste decyzje inwestycyjne;
- relacje pomiędzy podmiotem indywidualnym dokonującym inwestycji a emitentem instrumentu finansowego, który został zakupiony [Bank for International Settlements, 2003, s. 18].

Na rynkach finansowych występuje więc wielu agentów, których usytuować można zarówno wewnątrz, jak i na zewnątrz funduszy emerytalnych. Jednocześnie nie zawsze jest oczywiste, kto jest pryncypałem – np. sponsor planu, powiernik, beneficjent planu, emeryt – a kto agentem. Każdy z wymienionych ma prawo, by uznano go za pryncypała [Clark, 2004, s. 234].

W tym momencie zadać można sobie pytanie o cel nadzoru korporacyjnego w funduszach emerytalnych. Z powyższych rozważań wynika, iż nadzór korporacyjny ukierunkowany jest na ograniczanie kosztów agencji, czyli ma zapewnić łagodzenie konfliktów między pryncypałem a agentem. Podejmuje więc problematykę konkretnych działań ukierunkowanych finansowo. Przyjąć więc można, iż celem nadzoru korporacyjnego w funduszach emerytalnych jest poprawa wyników inwestycyjnych, racjonalizacja kosztów ich funkcjonowania, a tym samym pomnażanie bogactwa ich beneficjentów – szeroko rozumianych [Ambachtsheer, 2007, s. 299]. W efekcie zapewnienie, że fundusze emerytalne są właściwie prowadzone stało się przedmiotem wielkiej troski organów nadzoru finansowego. Coraz więcej uwagi przywiązuje się do mechanizmów nadzoru korporacyjnego w funduszach emerytalnych [Ashcroft i inni, 2011, s. 13]. Determinantą i motywacją kształtowania tych mechanizmów staje się poprawa wyników

finansowych funduszy. Wobec powyższego warto zastanowić się, na jakie obszary funkcjonowania funduszy emerytalnych powinny być ukierunkowane mechanizmy nadzoru korporacyjnego. Wydaje się, iż kluczowe dla zapewnienia efektywności w działaniu funduszy emerytalnych jest pięć kwestii. Wymienić tu można umowy emerytalne (kwestie ryzyka, akceptacji ryzyka), delegowanie zarządzania funduszem, opcje inwestycyjne, strukturę organizacyjną funduszu, instytucjonalną samoocenę [Ambachtsheer, 2007, s. 299–300].

## **2. Otwarte fundusze emerytalne**

Szczegółowe rozwiązania dotyczące różnych aspektów funkcjonowania otwartych funduszy emerytalnych reguluje ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych [ustawa, 1997]. Rozwiązania te zostaną omówione w następującej kolejności: organizacja funduszu, zarządzanie funduszem, przystąpienie do funduszu, opcje inwestycyjne, nadzór nad działalnością.

Ustawodawca w przepisach ogólnych ustawy nadaje otwartemu funduszowi emerytalnemu osobowość prawną (art. 2 ust. 1). Określa też dokładnie przedmiot jego działalności, który polega na gromadzeniu i lokowaniu środków pieniężnych. Celem tak określonej działalności jest zabezpieczenie środków pieniężnych na wypłatę członkom funduszu emerytur po spełnieniu przez nich ustawowych kryteriów (art. 2 ust. 2).

Przepisem, który ma kolosalne znaczenia dla kształtowania stosunków w funduszu, jest art. 3 omawianej ustawy. Stanowi on, iż organem funduszu jest towarzystwo emerytalne zorganizowane w formie spółki akcyjnej. Towarzystwo to tworzy fundusz, zarządza nim i reprezentuje go (art. 3, art. 27 ust. 1). Przyjąć więc można, iż pryncypałem w funduszu emerytalnym jest jego członek, a agentem towarzystwo emerytalne. Ta właśnie perspektywa determinować będzie dalsze rozważania, a przyjęte rozwiązania zostaną ocenione poprzez pryzmat teorii agencji.

Ustawodawca nadaje szczególną rolę towarzystwu emerytalnemu w kształtowaniu stosunków wewnętrznych i zewnętrznych w funduszu emerytalnym. Towarzystwo nadaje statut funduszowi, zawiera umowę o przechowywanie aktywów funduszu z depozytariuszem, występuje o zezwolenie na utworzenie funduszu oraz wpisuje fundusz do rejestru funduszy (art. 12).

Kluczowe znaczenie dla funkcjonowania funduszu ma jego statut. Uchwalany jest on przez walne zgromadzenie towarzystwa. Ustawodawca w art. 13 ust. 2 wymienia, co statut funduszu powinien określać. Na szczególną uwagę zasługują tutaj pkt 4, 6 oraz 6a. Dotyczą bowiem odpowiednio sposobu reprezentowania funduszu przez towarzystwo, rodzaju,

wysokości, kalkulacji, pokrywania kosztów obciążających fundusz oraz wysokości opłat. Wynika stąd, iż to towarzystwo w sposób jednostronny określa kluczowe dla członka funduszu kwestie.

Sam ustawodawca dostrzega, iż interes członka funduszu może być zagrożony. W art. 13 ust. 5 zaznacza, iż w drodze rozporządzenia Prezes Rady Ministrów może określić, co jeszcze powinno być zamieszczone w statucie funduszu.

Ustawodawca ustanawia organ nadzoru, którym jest Komisja Nadzoru Finansowego. Komisja wydaje zezwolenie na utworzenie funduszu, które jest równoznaczne z zatwierdzeniem jego statutu (art. 15 ust. 1). Ponadto, aby dokonać zmiany statutu funduszu, potrzebna jest zgoda organu nadzoru (art. 22 ust. 1).

Przedmiotem przedsiębiorstwa towarzystwa jest wyłącznie tworzenie i zarządzanie funduszami oraz ich reprezentowanie wobec osób trzecich (art. 29 ust. 1). Zarząd funduszem emerytalnym ma charakter odpłatny, a do zarządzania aktywami otwartego funduszu towarzystwo jest zobowiązane do zatrudnienia przynajmniej jednego doradcę inwestycyjnego (art. 29 ust. 3, art. 29 ust. 5). Władzami towarzystwa, tak jak w każdej spółce akcyjnej, są: zarząd, rada nadzorcza, walne zgromadzenie (art. 39 ust. 1). Towarzystwo również może mieć komisję rewizyjną. W zarządzie nie może zasiadać mniej niż trzy osoby (art. 39 ust. 1a, art. 39 ust. 2). Członków zarządu towarzystwa powołuje i odwołuje walne zgromadzenie (o ile statut nie stanowi inaczej) (art. 40 ust. 1). Zapis ten zamiast redukować potencjalne napięcia między członkiem funduszu a organem zarządzającym potęguje je. Takie rozwiązanie bowiem powoduje całkowite uzależnienie członków zarządu od woli większościowego udziałowca powszechnego towarzystwa emerytalnego, a koncentracja własności w powszechnych towarzystwach emerytalnych jest niezwykle wysoka. Ogranicza ponadto kompetencje rady nadzorczej, która w spółkach akcyjnych jest bardzo ważnym mechanizmem nadzoru korporacyjnego. Rozwiązania prawne powinny iść raczej w kierunku uniezależnienia rady nadzorczej od większościowego akcjonariusza towarzystwa emerytalnego i większej roli rady nadzorczej w decydowaniu o obsadzie członków zarządu towarzystwa emerytalnego.

Ustawodawca nie pozostawia jednak całkowitej swobody walnemu zgromadzeniu towarzystwa w powoływaniu członków zarządu. W art. 41 ust. 1 ustawodawca określa kryteria, które musi spełniać członek zarządu towarzystwa. Dotyczą one przeciwwskazań natury prawnej, wykształcenia i stażu pracy. Wymienione kryteria muszą być spełnione łącznie, a członek zarządu powinien dawać rękojmię należytego wykonywania powierzonych funkcji. W art. 44 ust.1 ustawodawca określa również wymogi, które

musi spełniać członek rady nadzorczej towarzystwa. Kryteria te dotyczą przeciwwskazań natury prawnej oraz rękojmi należytego wykonywania powierzonej funkcji członka rady nadzorczej.

Ustawodawca w art. 47 określa, kto nie może, będąc pracownikiem towarzystwa, podejmować decyzji o sposobie lokowania aktywów funduszu. Wymienia tu m.in. osoby będące członkiem organu zarządzającego, czy też organu nadzorującego.

Towarzystwo za wszelkie szkody wynikające z niewykonania lub nie-należytego wykonania swych obowiązków odpowiada wobec członków funduszu. Zakres wspomnianych obowiązków związany jest z zarządzaniem funduszem i jego reprezentacją (art. 48 ust. 1). Towarzystwo nie może wyłączyć odpowiedzialności wobec członków funduszu, powierzając niektóre obowiązki osobie trzeciej (art. 48a).

Szczególną rolę ustawodawca przypisuje organowi nadzoru. Zezwolenia organu nadzoru wymaga utworzenie towarzystwa, zmiana statutu towarzystwa, depozytariusza, umowy z depozytariuszem (art. 53, art. 58 ust. 1). Ponadto organ nadzoru cofa decyzję zezwalającą na utworzenie towarzystwa w przypadku ogłoszenia upadłości lub otwarcia likwidacji towarzystwa (art. 61).

Osoba fizyczna staje się członkiem funduszu wraz z zawarciem umowy z funduszem (art. 81 ust. 1). Treść umowy determinuje rozporządzenia Rady Ministrów (art. 85). W rozporządzeniu Rada Ministrów kieruje się koniecznością zapewnienia ochrony interesów członków funduszu oraz koniecznością zapewnienia wiarygodności i terminowości przekazywanych informacji (art. 85a). Pamiętać jednak należy, iż członek otwartego funduszu nie może swobodnie rozporządzać środkami, które zostały zgromadzone na jego rachunku. Uwaga ta nie dotyczy rozrządzeń na wypadek śmierci (art. 107 ust. 1, 2).

Otwarty fundusz finansuje swoją działalność z pobieranych opłat, w formie potrącenia z wpłacanych składek oraz bezpośrednio ze swoich aktywów (art. 134 ust. 1, art. 136). Opłaty te obejmują: opłatę od składki (ustawa określa maksymalną wysokość), opłatę za zarządzanie funduszem (ustawa określa maksymalną wysokość), opłaty ponoszone na rzecz osób trzecich (m.in. od transakcji nabywania lub zbywania aktywów funduszu, przechowywania tych aktywów) (art. 134, art. 136). W tym miejscu trzeba zauważyć, iż opłaty nie pełnią w praktyce roli motywacyjnej. Nie wiążą bowiem w sposób zasadniczy ich wysokości z wynikami inwestycyjnymi funduszu.

Działalność lokacyjna funduszy emerytalnych ograniczona jest do określonych w ustawie limitów inwestycyjnych i kategorii lokat (art. 141, art. 142, art. 144). Zgodnie z art. 139 „Fundusz lokuje swoje aktywa zgodnie

z przepisami [...] ustawy, dążąc do osiągnięcia maksymalnego stopnia bezpieczeństwa i rentowności dokonywanych lokat". Taki zapis powoduje, iż członek funduszu nie ma najmniejszego wpływu na kierunki inwestycji powierzonych funduszowi środków finansowych.

Ustawodawca określa szczegółowo obowiązki informacyjne funduszy emerytalnych. Fundusz zobowiązany jest raz w roku ogłaszać prospekt informacyjny, w regularnych odstępach czasu informować członków funduszu o środkach zgromadzonych na ich rachunku, zasadach polityki inwestycyjnej, celu inwestycyjnym, stopach zwrotu, opłatach, ryzyku inwestycyjnym, udostępniać informacje o strukturze aktywów (art. 189, art. 191, art. 193).

Ponadto towarzystwo i fundusz dostarczają organowi nadzoru okresowe sprawozdania i bieżące informacje o ich działalności i sytuacji finansowej (art. 195).

Nadzór nad działalnością funduszy emerytalnych sprawuje organ nadzoru. Ustawodawca określa szczegółowy zakres tego nadzoru, upoważniając organ nadzoru do prowadzenia kontroli działalności funduszu, towarzystwa, depozytariusza, a także osób trzecich świadczących usługi na rzecz funduszu (art. 200, art. 204, art. 204a). Ustawodawca wyposaża organ kontroli w szeroki wachlarz środków mających na celu ochronę interesów członków funduszu. Organ nadzoru podejmuje każdorazowo działania ochronne w sytuacjach:

- naruszających interesy członków otwartego funduszu emerytalnego, pomimo iż działania nie są sprzeczne z prawem,
- naruszających interesy członków otwartego funduszu emerytalnego – w warunkach działań sprzecznych z prawem,
- nienaruszające interesów członków otwartego funduszu emerytalnego – w warunkach działań sprzecznych z prawem [Wyrok SN z dnia 18 maja 2001 r.].

Ustawa w rozdziale 22 wprowadza także przepisy karne.

W kontekście nadzoru nad działalnością funduszy emerytalnych pojawia się problem interpretacji pojęcia interesu członka funduszu. Zgodnie z wyrokiem Sądu Najwyższego z dnia 18 maja 2001 r. „Interes członków otwartego funduszu emerytalnego realizuje się przez gospodarowanie powierzonymi wybranemu funduszowi środkami finansowymi w sposób racjonalny, zgodny z prawem oraz zasadami sztuki zarządzania portfelami inwestycyjnymi, w celu osiągnięcia maksymalnej rentowności, przy jednoczesnej minimalizacji ryzyka inwestycyjnego. Interes ten wyraża się również w osiągnięciu ostatecznego, optymalnego efektu działalności prowadzonej przez fundusz" [Wyrok SN z dnia 18 maja 2001 r.].



Sąd Najwyższy zwraca jednak uwagę, iż „przy ustalaniu znaczenia pojęcia »interes członka funduszu« należy mieć na uwadze, że między interesem finansowym akcjonariuszy powszechnego towarzystwa emerytalnego a interesem członków funduszy emerytalnych może powstać sprzeczność” [Wyrok SN z dnia 18 maja 2001 r.]. Konflikt wpisany jest więc w konstrukcję otwartych funduszy emerytalnych. Otwartemu funduszowi emerytalnemu ustawodawca nadaje osobowość prawną. Fundusz posiada jednak tylko jeden organ. Organ ten to zarząd, którym jest powszechne towarzystwo emerytalne zorganizowane w formie spółki akcyjnej. W strukturze otwartych funduszy emerytalnych nie ma więc organu reprezentującego interesy członków funduszu [Wyrok SN z dnia 18 maja 2001 r.]. Podmiotów reprezentujących interes członków funduszu należy więc szukać poza strukturą otwartego funduszu emerytalnego. Jednym z takich podmiotów jest depozytariusz – obok wspomnianego już wcześniej organu nadzoru.

### **3. Depozytariusz – miejsce i rola w strukturze nadzoru korporacyjnego otwartych funduszy emerytalnych**

Z powyższych analiz wynika, iż pryncypałem w otwartym funduszu emerytalnym jest jego członek, a agentem zarząd funduszu, którym jest powszechne towarzystwo emerytalne. Ustawodawca wybrał więc rozwiązanie, w którym główny wysiłek zmierzający do ograniczania problemu agencji spoczywa na podmiotach zewnętrznych. W tym miejscu warto zadać sobie pytanie o miejsce i rolę depozytariusza w strukturze nadzoru korporacyjnego otwartych funduszy emerytalnych.

Otwarty fundusz emerytalny jest zobowiązany prawem do wyboru depozytariusza (art. 157). W ramach umowy depozytariusz realizuje czynności typowo bankowe (przechowywanie aktywów funduszu, prowadzenie rachunków), jak i czynności wykraczające poza ten obszar [Wyrok NSA z dnia 16 grudnia 2015 r.]. W umowie nie można ograniczać obowiązków depozytariusza, które wynikają wprost z ustawy [ustawa, 1997, art. 160]. Obowiązki te dotyczą pięciu obszarów: bezpieczeństwo, monitoring, pozwy, zawiadomienia, kontrola.

Zadaniem depozytariusza jest dbanie o bezpieczeństwo aktywów funduszu oraz monitorowanie inwestycji funduszu pod kątem ich zgodności z prawem. Depozytariusz ma za zadanie zabezpieczać interesy członków funduszu, zapewniając, aby zgodne z prawem i statutem były umowy obejmujące nabywanie i zbywanie aktywów funduszu [Wyrok NSA z dnia 13 listopada 2001 r.]. Ustawodawca, mając na celu ochronę członków funduszu, zobowiązał depozytariusza do występowania w ich imieniu z powództwem przeciwko towarzystwu – w przypadku powstania szkody,

która spowodowana została niewykonaniem lub też nienależytych wykonaniem przez towarzystwo obowiązków obejmujących zarządzanie funduszem oraz jego reprezentację (art. 159 ust. 3). Ponadto depozytariusz jest zobowiązany do informowania organu nadzoru o wszelkich działaniach i zaniechaniach funduszu stanowiących naruszenie prawa, czy też naruszających interes członków funduszu poprzez nienależyte ich uwzględnienie (art. 164 ust. 1). Ustawodawca zobowiązał także depozytariusza do informowania organu nadzoru o przypadkach nieprawidłowości w ustaleniu przez fundusz „wartości aktywów netto funduszu, wartości jednostki rozrachunkowej i wysokości stopy zwrotu [...]” (art. 164 ust. 2). Depozytariusz obowiązany jest również do stałej kontroli czynności podejmowanych przez towarzystwo (art. 159 ust. 4). Mechanizmem dyscyplinującym depozytariusza do należytego wykonywania swoich obowiązków jest zapis ustawowy przewidujący odpowiedzialność za szkody wynikające z niewykonywania lub nienależytego wykonywania obowiązków ustawowych (art. 160 ust. 2).

W tym momencie warto raz jeszcze sięgnąć do wykładni pojęcia interesu członka funduszu zaproponowanej przez Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 18 maja 2001 r. Jest to o tyle istotne, iż pojęcie interesu członka funduszu pojawia się w kontekście obowiązków depozytariusza. Można więc przyjąć, iż poza obowiązkami wynikającymi wprost z ustawy do zadań depozytariusza należy ocena, czy fundusz gospodaruje powierzonymi środkami finansowymi w sposób racjonalny, zgodny z prawem, zasadami sztuki inwestycyjnej. Depozytariusz ocenia ponadto, czy przyjęte przez fundusz kierunki inwestycji maksymalizują rentowność w warunkach przyjętego poziomu ryzyka (jak to ujmuje Sąd Najwyższy: „przy jednoczesnej minimalizacji ryzyka inwestycyjnego”) i prowadzą do osiągnięcia optymalnego efektu działalności funduszu [Wyrok SN z dnia 18 maja 2001 r.].

## Zakończenie

Uprawnienia depozytariusza wynikające z przepisów prawa są więc bardzo szerokie. Dotyczą one dbania o bezpieczeństwo aktywów, monitoringu działalności funduszu, pozwów sądowych, zawiadamiania organu nadzoru, kontroli działalności funduszu oraz wynikają z ochrony interesów członków funduszu. Część z wymienionych uprawnień sformułowana jest jednak za pomocą pojęć niedookreślonych. Przykładem jest przywoływany powyżej interes członka funduszu. W tym miejscu warto raz jeszcze przywołać kolejną sentencję z wyroku Sądu Najwyższego z dnia 18 maja 2001 r., w którym SN zauważa „[...] interes członka otwartego funduszu emerytalnego, wymaga uwzględnienia nie tylko kontekstu normatywnego, w którym to pojęcie funkcjonuje, lecz także okoliczności faktycznych sprawy,

przy czym idzie tu zarówno o sytuację faktyczną istniejącą w dacie podejmowania decyzji, jak i sytuację faktyczną, która powstanie w przyszłości (prognoza)” [Wyrok SN z dnia 18 maja 2001 r.]. Skuteczność depozytariusza jako elementu nadzoru korporacyjnego w otwartych funduszach emerytalnych uzależniona więc jest nie tylko od samej aktywności depozytariusza, ale również od trafności jego ocen dotyczących bieżących działań funduszu i skutków tych działań dla przyszłej sytuacji członka funduszu. Zadanie to jest niezmiernie trudne i wymaga od pracowników depozytariusza specjalistycznej wiedzy popartej dużym doświadczeniem. Ustawodawca w art. 160 ust. 2 wprowadza mechanizm dyscyplinujący depozytariusza do należytego wykonywania swoich obowiązków – w postaci odpowiedzialności za szkody. Kto jednak miałby oceniać na bieżąco należyte wykonywanie obowiązków przez depozytariusza, np. w obszarze stałej kontroli czynności podejmowanych przez towarzystwo. Organ nadzoru stałby się nieefektywny, gdyby szczegółowo kontrolował każde działanie depozytariusza. Warto więc rozważyć, aby na gruncie ustawy ograniczyć zakres podmiotów uprawnionych do pełnienia funkcji depozytariusza – określony w art. 158 ustawy. Ograniczenie to polegałoby m.in. na wprowadzeniu wymogu dotyczącego zatrudniania odpowiednio wykwalifikowanej kadry, dającej rękojmię należytego wykonywania przez bank obowiązków depozytariusza. Rozwiązanie takie mogłoby przyczynić się do zwiększenia roli depozytariusza w nadzorze korporacyjnym otwartych funduszy emerytalnych. Pamiętać bowiem należy, iż ustawodawca świadomie zdecydował o kluczowej roli mechanizmów zewnętrznych w nadzorze korporacyjnym otwartych funduszy emerytalnych. Wydaje się więc, iż ich wzmocnienie przyczynić powinno się do poprawy efektywności funkcjonowania systemu zabezpieczenia emerytalnego organizowanego przez powszechne towarzystwa emerytalne.

## **Literatura**

- Ambachtsheer K.P. (2007), *Pension Revolution. A Solution to the Pensions Crisis*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
- Apanowicz J. (2002), *Metodologia ogólna*, Bernardinum, Gdynia.
- Ashcroft J., Yermo J., Stewart F. (2011), *Regulatory and supervisory context for occupational pension provision*, w: P. Thornton, D. Fleming (eds.), *Good Governance for Pension Schemes*, Cambridge University Press, New York.
- Bank for International Settlements (2003), *Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets*, Report submitted by a Working Group established by the Committee on the Global Financial System, Bank for International Settlements, Basel, March <http://www.bis.org/publ/cgfs21.pdf>, dostęp: 2.09.2017.

- Besley T., Prat A. (2003), *Pension Fund Governance and the Choice Between Defined Benefit And Defined Contribution Plans*, The Institute For Fiscal Studies WP03/09, June 4, <https://www.ifs.org.uk/wps/wp0309.pdf>, dostęp: 29.08.2017.
- Clark G.L. (2004), *Pension fund governance: expertise and organizational form*, „Journal of Pension Economics & Finance”, Vol. 3, No. 2.
- Dias L.P. (2006), *Governance of Brazilian Pension Funds*, <http://law.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=6568&context=expresso>, dostęp: 30.08.2017.
- Eisenhardt K.M. (1989), *Agency Theory: An Assessment and Review*, „The Academy of Management Review”, Vol. 14, No. 1.
- Hess D., Impavido G. (2004), *Governance of Public Pension Funds: Lessons from Corporate Governance and International Evidence*, w: Musalem A.R., Palacios R.J. (eds.), *Public Pension Fund Management. Governance, Accountability, and Investment Policies. Proceedings of the Second Public Pension Fund Management Conference, May 2003*, The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, Washington, D.C., <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/14880/302250PAPER0public0pension.pdf?sequence=1&isAllowed=y>, dostęp: 30.08.2017.
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), *Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” Vol. 3, No. 4, <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>, dostęp: 29.08.2017.
- Samborski A. (2014), *Nadzór korporacyjny w funduszach emerytalnych. Przykład dobrowolnych funduszy emerytalnych*, „Studia Prawno-Ekonomiczne”, t. XCI/2.
- Samborski A. (2016), *Problem przedstawicielstwa w otwartych funduszach emerytalnych – wybrane aspekty*, „Studia Prawno-Ekonomiczne”, t. C.
- Shapiro S.P. (2005), *Agency Theory*, „Annual Review of Sociology”, Vol. 31.
- Sy W. (2008), *Pension Governance in Australia: An Anatomy and an Interpretation*, „Rotman International Journal of Pension Management”, Vol. 1, No. 1.
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, t.j. Dz. U. z 2017 r. poz. 870 z późn. zm.
- Weir C., Laing D., McKnight P.J. (2002), *Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies*, „Journal of Business Finance & Accounting”, Vol. 29, No. 5–6.
- Willis Towers Watson (2017), *A Guide to Fiduciary Management*, Willis Towers Watson, London, <https://www.towerswatson.com/en-GB/Insights/IC-Types/Technical-Regulatory/2014/Guide-to-fiduciary-management>, dostęp: 28.08.2017.
- Wolter A., Ignatowicz J., Stefaniuk K. (2001), *Prawo cywilne. Zarys części ogólnej*, LexisNexis, Warszawa.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 13 listopada 2001 r., II SA 2600/00, <http://orzeczenia.nsa.gov.pl/doc/12C6134218>, dostęp: 24.09.2017.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 16 grudnia 2015 r., I FSK 1539/14, <http://orzeczenia.nsa.gov.pl/doc/8641CBC86F>, dostęp: 24.09.2017.
- Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 18 maja 2001 r., III RN 197/00, <http://www.sn.pl/sites/orzecznictwo/Orzeczenia/III%20RN%20197-00.pdf>, dostęp: 24.09.2017.

## **Streszczenie**

W opracowaniu dokonano charakterystyki relacji agencji w funduszach emerytalnych. Całość rozważań osadzono w teorii agencji. Przyjęto, że fundusz emerytalny to sieć porozumień kontraktowych. Cechą tych porozumień jest ich niekompletność. Rozważania osadzono w warunkach gospodarki polskiej, odnosząc je do otwartych funduszy emerytalnych. W polskiej ustawie otwartym funduszom emerytalnym nadano osobowość prawną. Organem otwartego funduszu emerytalnego jest powszechne towarzystwo emerytalne, zorganizowane w formie spółki akcyjnej. W strukturze organizacyjnej otwartego funduszu emerytalnego brak jest organu reprezentującego interes członka funduszu. Ciężar nadzoru spoczywa na podmiotach zewnętrznych. Celem artykułu jest więc określenie miejsca i roli depozytariusza w nadzorze korporacyjnym otwartych funduszy emerytalnych. Zaproponowano, aby na gruncie prawnym ograniczyć zakres podmiotów uprawnionych do pełnienia funkcji depozytariusza. Przyjęto bowiem argumentację, iż zbyt szeroki zakres podmiotów uprawnionych do pełnienia tej funkcji obniża jakość nadzoru korporacyjnego w funduszach emerytalnych.

## **Słowa kluczowe**

nadzór korporacyjny, fundusze emerytalne, problem agencji

## **Agency problem in open-end pension funds. The role of the depositary bank (Summary)**

The study characterizes the agency relationship in Polish pension funds. Considerations were embedded in agency theory. It was assumed, that the pension fund is a network of contractual agreements. The nature of these agreements is their incompleteness. Considerations were embedded in the Polish economy. The considerations were addressed to open-end pension funds. In the Polish law, open-end pension funds have been given legal personality. The pension fund's governing body is a joint stock company – the general pension society. In the organizational structure of an open-end pension fund, there is nobody representing the interest of the fund member. Supervision of the pension fund activities is carried out by external entities. The purpose of the paper is therefore to determine the place and role of the depositary bank in the pension fund governance. It has been proposed to limit the scope of entities authorized to act as a depositary bank by law. It has been argued that the too wide range of entities entitled to perform this function reduces the quality of corporate governance in pension funds.

## **Keywords**

pension fund governance, pension funds, agency problem

