

Dagmara GAD\*

## ŹRÓDŁA KONFLIKTU AGENCYJNEGO W TOWARZYSTWACH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

**Słowa kluczowe:** teoria agencji, konflikt agencji, towarzystwo funduszy inwestycyjnych

### 1. Wstęp

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które tworzone są przez fundusze inwestycyjne, należą do jednych z najbardziej znaczących pośredników finansowych. To one zarządzają środkami pozyskanymi przez fundusze inwestycyjne od podmiotów dysponujących nadwyżkami finansowymi. Uczestnikami funduszy są zazwyczaj osoby, które nie dysponują profesjonalną wiedzą i brak im doświadczenia w podejmowaniu działań inwestycyjnych, a często posiadają również niedobór środków finansowych na samodzielne inwestycje.

Właściciele kapitału (uczestnicy funduszu), powierzając menedżerom zarządzanie kapitałem, oczekują od nich realizacji takiej polityki, która zapewni im maksymalizację bogactwa. Tymczasem menedżerowie mają skłonność do podejmowania działań, które zapewnią realizację ich własnych celów. Oddzielenie własności od zarządzania powoduje pojawienie się konfliktu interesów między właścicielami kapitału i zarządzającymi nim. Konflikt interesów podejmowany jest najczęściej na gruncie teorii agencji, która stara się znaleźć sposób na stworzenie takiego systemu zachęt i bodźców, które pozwoliłyby na zapewnienie zbieżności celów obu tych grup<sup>1</sup>.

---

\* Doktorantka w Katedrze Ekonomii Instytucjonalnej, Uniwersytet Łódzki; e-mail: dagmara.gad@gmail.com

<sup>1</sup> **P. Urbanek**, *Nadzór właścicielski a systemy motywowania zarządów spółek*, [w:] **S. Rudolf** (red.), *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, WN PWN, Warszawa 1999, s. 134–135.

Celem artykułu jest przedstawienie, na bazie studiów literaturowych, źródeł teorii agencji związanych z funkcjonowaniem towarzystw funduszy inwestycyjnych. W części empirycznej artykułu zostaną przedstawione potencjalne płaszczyzny konfliktu agencyjnego na przykładzie AXA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA.

## 2. Podstawowe założenia teorii agencji

Jedną z teorii przedsiębiorstwa, która stanowi podbudowę dla nadzoru korporacyjnego, jest teoria agencji<sup>2</sup>. Na przełomie lat 60. i 70. XX wieku powstawały pierwsze publikacje dotyczące zagadnień związanych z podziałem ryzyka między dwiema stronami, które charakteryzowały się odmiennym podejściem do ryzyka<sup>3</sup>. Teoria agencji została zaprezentowana po raz pierwszy przez M.C. Jensena i W.H. Mecklinga w 1976 roku<sup>4</sup>. Autorzy ci zdefiniowali zależność, występującą w teorii agencji jako kontrakt, na mocy którego jedna strona (pryncypał) deleguje obowiązki podejmowania decyzji na drugą stronę (agenta)<sup>5</sup>. Można zidentyfikować zjawisko oddzielenia własności od zarządzania, polegające na finansowaniu działalności przedsiębiorstwa przez pryncypała i zarządzaniu nim przez agenta. Zatem, agent „funkcjonuje” w ramach przedsiębiorstwa, a tymczasem pryncypał „funkcjonuje” poza nim, będąc jedynie dawcą kapitału (zob. rys. 1).

W ramach teorii agencji wyróżnia się dwa podstawowe problemy<sup>6</sup>:

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

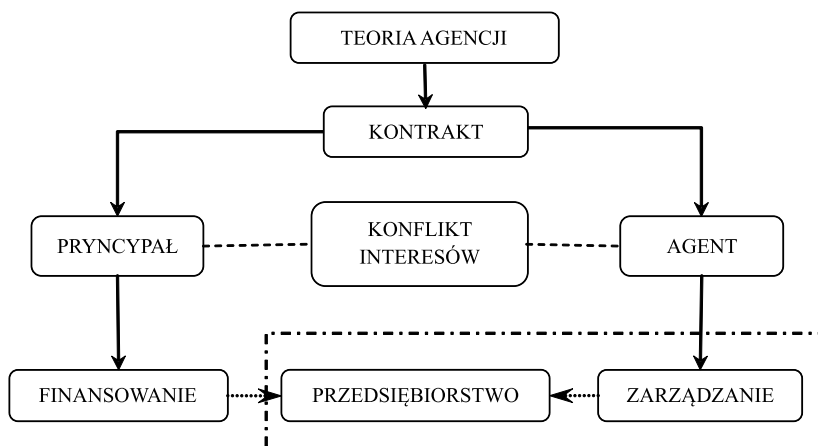
<sup>2</sup> Problematyka nadzoru korporacyjnego w kontekście teorii przedsiębiorstwa została zaprezentowana przez P. Urbana. Zob. **P. Urbanek**, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wyd. UŁ, Łódź 2005, s. 19–46.

<sup>3</sup> Por. **K. Arrow**, *Essays in the Theory of Risk Bearing*, Markham Publishing Co., Chicago 1971, cyt. za: **K.M. Eisenhardt**, *Agency Theory: An Assessment and Review*, Academy of Management Review 1989/14/1, s. 58; **R. Wilson**, *On the Theory of Syndicates*, *Econometrica* 1968/36/1, cyt. za: **K.M. Eisenhardt**, *Agency...*, s. 58.

<sup>4</sup> Zob. **M.C. Jensen**, **W.H. Meckling**, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics* 1976/3, s. 305–360.

<sup>5</sup> *Ibidem*, s. 308.

<sup>6</sup> **K.M. Eisenhardt**, *Agency...*, s. 58.

RYSUNEK 1: *Istota teorii agencji*

Źródło: oprac. własne.

W sytuacji, gdy obie strony kontraktu nastawione są na maksymalizację swojej użyteczności<sup>7</sup>, należy założyć, że agent nie zawsze będzie działał w najlepszym interesie pryncypała. Rozbieżności interesów między pryncypałem i agentem mogą być niwelowane poprzez stworzenie odpowiednich zachęt dla agenta, m.in. poprzez wprowadzenie kontraktów opierających się na wynikach<sup>8</sup>. Za sprawą kontraktów bodźcowych preferencje zleceniodawcy i wykonawcy mogłyby być bardziej zbliżone. Takimi zachętami (bodźcami) dla menedżerów są: możliwość uzyskania opcji na zakup akcji po cenach preferencyjnych czy też udostępnianie części akcji spółki (np. pochodzących z nowych emisji)<sup>9</sup>. Takie działanie ma na celu ograniczenie nieprawidłowych działań ze strony agenta, jednak związane jest z monitoringiem i ponoszeniem kosztów agencji. Do kosztów agencji zalicza się: koszty konstrukcji kontraktu, koszty monitorowania i kontrolowania menedżerów przez właścicieli, koszty

<sup>7</sup> Użyteczność w niniejszym artykule rozumiana jest jako suma zadowolenia (satysfakcji) z konsumpcji lub posiadania określonej kombinacji dóbr. Zob. **R. Milewski, E. Kwiatkowski** (red.), *Podstawy ekonomii*, WN PWN, Warszawa 2005, s. 545.

<sup>8</sup> **M.C. Jensen, W.H. Meckling**, *Theory...*, s. 308.

<sup>9</sup> **J. Jeżak**, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 146.

ubezpieczeń agenta oraz stratę rezydualną (różnica wartości, którą ponosi pryncypał, wynikająca z rozbieżności interesów agenta i pryncypała)<sup>10</sup>.

Problem podziału ryzyka na linii pryncypał – agent wydaje się równie ważny. Oba podmioty preferują podejmowanie różnych działań w ramach zarządzania przedsiębiorstwem, ze względu na odmienne podejście do ryzyka. Pryncypał, będący dawcą kapitału, charakteryzuje się stosunkowo dużą skłonnością do ryzyka. Wynika to z faktu, iż akcjonariusz może zdywersyfikować swój portfel akcji. Tymczasem menedżer, który zarządza kapitałem przedsiębiorstwa, charakteryzuje się dużą awersją do ryzyka, chcąc w ten sposób minimalizować zagrożenie bankructwa (zob. tab. 1)<sup>11</sup>.

TABELA 1: *Pryncypał a agent – analiza porównawcza*

Kryteria porównawcze	PRYNCYPAŁ	AGENT
Strony w teorii agencji	Właściciel (akcjonariusz)	Menedżer
Rola w przedsiębiorstwie	Dawca kapitału	Zarządzający kapitałem
Horyzont czasowy inwestycji	Długookresowy	Krótkookresowy
Podejście do ryzyka	Skłonność do ryzyka	Awersja do ryzyka
Dostęp do informacji	Mniejszy (niepełne informacje)	Większy (pełne informacje)

Źródło: oprac. własne.

Teoria agencji podejmuje problem konfliktu interesów na linii pryncypał – agent, czyli właściciel – menedżer, również pod względem podejścia do inwestycji. Menedżerowie preferują inwestycje o krótkim horyzoncie czasowym, co wynika m.in. z ograniczonego okresu zatrudnienia menedżerów. Rentowność spółki w krótkim okresie jest dla nich istotna, aby móc rozliczyć się z efektów zarządzania majątkiem powierzonym im przedsiębiorstwa<sup>12</sup>. Czasami zarządzający kapitałem inwestują w nieefektywne projekty, celem zaspokojenia własnych ambicji zawodowych. Często nie kierują się maksy-

<sup>10</sup> M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory...*, s. 308; M. Aluchna, *Koszty agencji jako determinanta efektywności nadzoru korporacyjnego*, [w:] S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wyd. UŁ, Łódź 2002, s. 79–80.

<sup>11</sup> S.R. Gray, A.A. Cannella Jr., *The role of the Risk in Executive Compensation*, *Journal of Management* 1997/23/4, cyt. za: J. Gad, *Rachunkowość w procesie nadzoru w spółkach publicznych*, Wyd. UŁ, Łódź 2011, s. 21.

<sup>12</sup> K. Zalega, *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitalową*, Wyd. SGH, Warszawa 2003, s. 103–104.

malizacją wartości rynkowej kapitału akcyjnego. Ponadto, dążą do uzyskania nadmiernych korzyści pozapłacowych (np. wysokie wydatki reprezentacyjne, luksusowe samochody, ekskluzywne biura, wysokie koszty podróży służbowych). Niekiedy dochodzi nawet do próby przywłaszczenia majątku spółki przez zarządzających, chociażby przez sprzedaż części majątku spółki po zaniżonych cenach przedsiębiorstwom, których właścicielami są krewni i znajomi menedżerów<sup>13</sup>. Tymczasem akcjonariusze preferują długookresowe i bardziej zyskowe przedsięwzięcia<sup>14</sup>, gdyż wartość akcji, będących w ich posiadaniu, określana jest między innymi przez oczekiwaną przyszłą rentowność przedsiębiorstwa.

Istotnym problemem z punktu widzenia teorii agencji, powiązaniem z ryzykiem, jest dostęp akcjonariuszy do informacji<sup>15</sup>. Posiadanie niepełnych informacji, tzw. asymetria informacji<sup>16</sup>, może m.in. powodować podejmowanie sprzecznych decyzji odnośnie działalności przedsiębiorstwa.

Przez zjawisko asymetrii informacji rozumie się sytuację, w której jedna strona posiada lepsze i bardziej szczegółowe informacje na temat przedsiębiorstwa niż druga strona<sup>17</sup>. Posiadanie błędnych lub niepełnych informacji może prowadzić do podjęcia nieracjonalnych decyzji. Problem asymetrii informacji „w odniesieniu do przedsiębiorstw polega na tym, iż na skutek rozdzielania własności od zarządzania właściciele nie mają bezpośredniego dostępu do informacji o spółce. Tym samym nie mają bezpośredniego wpływu na funkcjonowanie korporacji”<sup>18</sup>. Agent wie więcej na temat działalności przedsiębiorstwa, gdyż sam nim zarządza i zna szczegóły chociażby podejmowanych przez niego decyzji. Jego zwierzchnik posiada ograniczony dostęp do informacji, dysponując jedynie częściowymi danymi.

<sup>13</sup> J. Jeżak, *Lad...*, s. 145–146.

<sup>14</sup> D. Dobija, *Developments of Corporate Governance in Poland: Implications for Accounting*, [w:] I. Górowski (red.), *General Accounting Theory. Evolution and Design for Efficiency*, Academic and Professional Press, WSiP SA Group, Warsaw 2008, s. 124.

<sup>15</sup> B.M. Oviat, *Agency and Transaction Cost Perspective on the Manager – Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, *Academy of Management Review* 1998/13/2, s. 214–215, cyt. za: P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, s. 49.

<sup>16</sup> Szerzej na temat asymetrii informacji w: A. Blajer-Golębiwska, *Asymetria informacji w relacjach inwestorskich. Perspektywa nadzoru korporacyjnego*, Wyd. UG, Gdańsk 2012.

<sup>17</sup> Por. A. Skowroński, *Wpływ asymetrii informacji na decyzje finansowe przedsiębiorstw*, *Ruch Prawn., Ekonom. i Socjol.* 2005/LXVII/3, s. 151.

<sup>18</sup> J. Gad, *Rachunkowość...*, s. 22.

### 3. Konflikt agencji w towarzystwach funduszy inwestycyjnych

Inwestorami instytucjonalnymi są instytucje, którym zostały powierzone środki indywidualnych podmiotów, celem ich efektywnego zarządzania<sup>19</sup>. Do tej grupy inwestorów<sup>20</sup> zaliczyć można towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI).

Towarzystwo funduszy inwestycyjnych jest spółką akcyjną, powołaną wyłącznie w celu tworzenia funduszy inwestycyjnych, zarządzania nimi i reprezentowania ich wobec osób trzecich. Aktem regulującym działalność TFI jest *Ustawa o funduszach inwestycyjnych*<sup>21</sup>. Jak wskazuje się w literaturze przedmiotu, działalność podmiotu zarządzającego (TFI) nierozdzielnie związana jest z działalnością funduszu inwestycyjnego. Owa łączność przejawia się równocześnie w trzech płaszczyznach<sup>22</sup>:

- strukturalnej – towarzystwo jest obligatoryjnym organem funduszu;
- funkcjonalnej – prowadzenie przez fundusz działalności statutowej zostało ściśle powiązane z działalnością prowadzoną przez towarzystwo, polegającą głównie na tworzeniu funduszy inwestycyjnych i zarządzaniu nimi;
- organizacyjnej – fundusz nie posiada pełnej samodzielności w sensie organizacyjnym, m.in. nie zatrudnia pracowników, siedzibą i adresem funduszu inwestycyjnego jest siedziba i adres towarzystwa.

Należy jednak dodać, iż fundusz posiada niezależność niezbędną do zapewnienia należytej ochrony interesów uczestników funduszu. Oba podmioty są niezależnymi osobami prawnymi<sup>23</sup>. Fundusz inwestycyjny nie jest odpowiedzialny za zobowiązania zaciągnięte przez towarzystwo we własnym imieniu i zobowiązania towarzystwa nie mogą być pokryte z majątku funduszu. Ponadto, upadłość towarzystwa nie stwarza bezpośredniego zagrożenia dla bezpieczeństwa aktywów funduszu i ciągłości jego działalności<sup>24</sup>. Towarzy-

<sup>19</sup> **D. Malinowska**, *Inwestorzy instytucjonalni na polskim rynku kapitałowym na przykładzie spółek indeksu WIG20*, [w:] **P. Urbanek** (red.), *Nadzór korporacyjny...*, s. 564.

<sup>20</sup> Szerzej na temat znaczenia i klasyfikacji inwestorów instytucjonalnych: **D. Malinowska**, **J. Gad**, *Institutional Investors in the largest polish capital companies – theory and practice*, *Ad Alta: Journal of Interdisciplinary Research* 2012/2/2, s. 20–23.

<sup>21</sup> Ustawa z dn. 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. z 2004 r., Nr 146, poz. 1546), art. 4, ust. 1; art. 38, ust. 1.

<sup>22</sup> **R. Mroczkowski**, *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Wyd. Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 159–160.

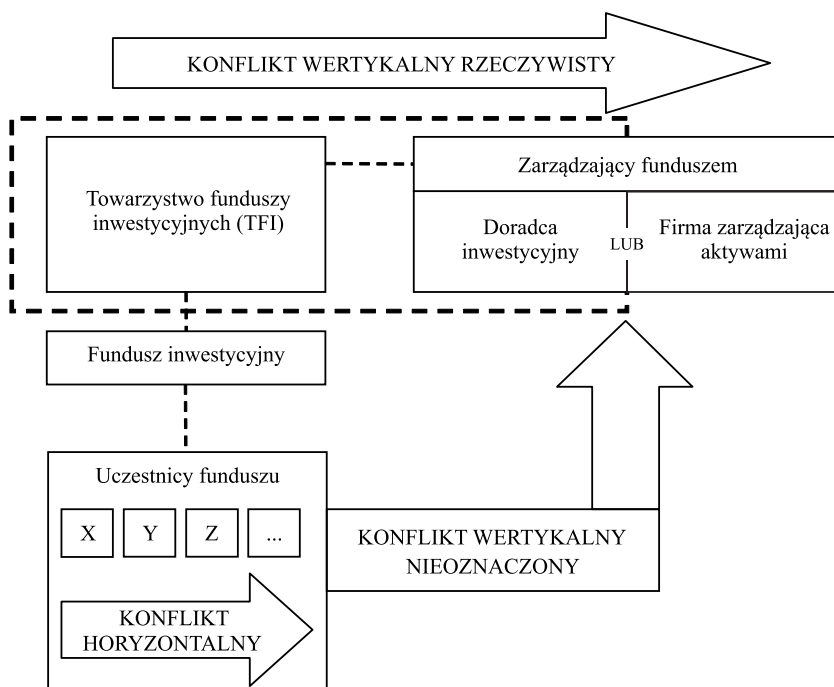
<sup>23</sup> Ustawa z dnia 27 maja 2004 r..., art. 4, ust. 4.

<sup>24</sup> **R. Mroczkowski**, *Nadzór...*, s. 160.

stwo, w ramach obowiązków związanych z zarządzaniem funduszem, podejmuje wszelkie decyzje inwestycyjne, których ryzyko ekonomiczne ponoszą uczestnicy funduszu<sup>25</sup>.

W relacjach pomiędzy towarzystwem funduszu inwestycyjnego, zarządzającym funduszem inwestycyjnym, a uczestnikami funduszu może wystąpić problem agencji. Co więcej, relacja agencyjna występująca między tymi podmiotami może mieć charakter wertykalny, jak i horyzontalny (zob. rys. 2).

RYSUNEK 2: Źródła konfliktu agencyjnego w TFI



Źródło: oprac. własne.

Wertykalny konflikt agencji występuje między pryncypałem i agentem, czyli między interesami menedżerów i udziałowców. Tymczasem, konflikt

<sup>25</sup> *Ibidem*.

agencji horyzontalny występuje na linii pryncypał – pryncypał, czyli między interesami różnych grup udziałowców<sup>26</sup>.

Wydaje się, że można zidentyfikować trzy źródła (płaszczyzny) konfliktu agencyjnego związane z funkcjonowaniem towarzystwa funduszu inwestycyjnego (w tym dwa o charakterze wertykalnym i jedno o charakterze horyzontalnym):

1. Konflikt wertykalny rzeczywisty między TFI a zarządzającym funduszami (doradcą inwestycyjnym lub firmą zarządzającą aktywami, tzw. *asset management*).
2. Konflikt wertykalny nieoznaczony pomiędzy uczestnikami funduszu a zarządzającym funduszem (doradcą inwestycyjnym lub firmą zarządzającą aktywami, tzw. *asset management*).
3. Konflikt horyzontalny między uczestnikami funduszu.

Jednym ze źródeł konfliktu agencyjnego, który można zaobserwować w ramach funkcjonowania TFI, jest konflikt wertykalny rzeczywisty na płaszczyźnie towarzystwo funduszy inwestycyjnych (pryncypał) – zarządzający funduszami (agent). Funkcja zarządzającego funduszami może być wykonywana przez doradców inwestycyjnych, którzy są zatrudnieni przez towarzystwo<sup>27</sup> lub też przez firmę zewnętrzną zarządzającą aktywami, tzw. *asset management*. Menedżerowie (doradcy inwestycyjni lub *asset management*), odpowiedzialni za dobór portfela inwestycyjnego funduszu, posiadają wiedzę i doświadczenie w podejmowaniu działań inwestycyjnych. Swoje decyzje podejmują w oparciu o profesjonalne analizy rynkowe i finansowe, dotyczące poszczególnych przedsiębiorstw, papierów wartościowych. Ich wybory powinny być zgodne z ogólnymi założeniami opisanymi w prospekcie danego funduszu<sup>28</sup>.

Istotną różnicą między TFI i zarządzającym kapitałem (doradca inwestycyjny lub *asset management*) jest horyzont czasowy inwestycji. Zarządzający funduszami inwestycyjnymi (agent) skłania się raczej ku krótkoterminowej

<sup>26</sup> Szerzej na temat wertykalnego i horyzontalnego konfliktu agencyjnego w: **K. Campbell**, *Corporate Governance after the Financial Crisis: Institutional Investors and the Stewardship Function*, Współczesne problemy nadzoru korporacyjnego 2011/2/1, s. 35–36; **M.J. Roe**, *The Institution of Corporate Governance*, Harvard Law School, Discussion Paper 2004/488/08, s. 2 i n.; **K. Oplustil**, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 16–34.

<sup>27</sup> Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. ..., art. 45, ust. 4.

<sup>28</sup> **M. Bojańczyk**, *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, SGH w Warszawie, Warszawa 2005, s. 26–27.



polityce inwestycyjnej. Menedżer zarządzający funduszem i podejmujący decyzje inwestycyjne jest zatrudniony w TFI na dany okres, a jego system wynagrodzenia zależny jest od osiągniętych wyników rocznych. Motyw finansowy, związany z chęcią maksymalizacji wynagrodzenia prowizyjnego, bazującego na osiągniętych wynikach inwestycyjnych, w działaniach zarządzającego funduszem może nasilić jego awersję do strat i ograniczać przedział czasowy przyjmowanych założeń polityki inwestycyjnej do horyzontu odpowiadającego okresowi naliczania premii za wyniki<sup>29</sup>. Z tej przyczyny jego krótkowzroczna perspektywa wydaje się uzasadniona. Tymczasem TFI (pryncypał) preferuje długookresową perspektywę inwestycji i bardziej zyskowe przedsięwzięcia, które oczywiście wiążą się z większą skłonnością do ryzyka. Z punktu widzenia horyzontu czasowego inwestycji i podejścia do ryzyka, między TFI i zarządzającym kapitałem identyfikuje się konflikt agencji.

Ponadto, między tymi dwoma podmiotami pojawia się zjawisko asymetrii informacji, które może mieć dwojaki charakter: „ukrytych informacji” lub „ukrytych działań”<sup>30</sup>. Posiadanie niepełnych informacji przez pryncypała uniemożliwia mu kontrolowanie podejmowanych przez agenta decyzji inwestycyjnych<sup>31</sup>. Agent, posiadając pełne informacje, może je wykorzystać w celu maksymalizacji swojej użyteczności (swojego bogactwa)<sup>32</sup>. Na przykład: zarządzający portfelem inwestycyjnym funduszu może posiadać informacje na temat spadku wartości pewnego aktywa w niedalekiej przyszłości. Będzie on jednak dalej inwestował w to aktywo ze względu na dodatkowe korzyści uzyskane z tej inwestycji<sup>33</sup>, gdyż zazwyczaj wynagrodzenie zarządzającego funduszem jest powiązane z wynikami osiąganymi przez ten fundusz. Ponadto,

<sup>29</sup> **A. Cieślak**, *Behavioralna ekonomia finansowa. Modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów*, Materiały i Studia NBP 2003/165, s. 100–101, cyt. za: **K. Stańczak-Strumillo**, *Uwarunkowania rozwoju funduszy inwestycyjnych w Polsce*, Difin, Warszawa 2013, s. 132.

<sup>30</sup> **A. Kleine**, *Entscheidungstheoretische Aspekte der Principal – Agent Theorie*, Heidelberg 1995, s. 31, cyt. za: **T. Bednarczyk, D. Eichler**, *Theory of Mutual Funds: The Effects of Principal Agency Conflicts on Mutual Fund Size*, Working Paper, October 2002, s. 7, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=905113](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=905113); stan na dzień 1.02.2014 r.

<sup>31</sup> **R. Richter, E.G. Furubotn**, *Neue Institutionenökonomik: eine Einführung und kritische Würdigung*, Tübingen 1999, s. 196, cyt. za: **T. Bednarczyk, D. Eichler**, *Theory...*, s. 7.

<sup>32</sup> **V. Breid**, *Aussagefähigkeit agencytheoretischer Ansätze im Hinblick auf die Verhaltenssteuerung von Entscheidungssträgern*, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 1995/47/9, s. 824, cyt. za: **T. Bednarczyk, D. Eichler**, *Theory...*, s. 7.

<sup>33</sup> **T. Bednarczyk, D. Eichler**, *Theory...*, s. 7.

istnieje zagrożenie podejmowania „ukrytych działań” przez agenta, nakierowanych na uzyskiwanie własnych korzyści. Pryncypał nie może w żaden sposób kontrolować tego rodzaju działań i w pełni przeciwdziałać oportunistycznym zachowaniom agenta<sup>34</sup>.

Kolejnym źródłem konfliktu agencyjnego, związanym z funkcjonowaniem towarzystwa funduszu inwestycyjnego, jest konflikt wertykalny nieoznaczony pomiędzy uczestnikami funduszu (pryncypał) a zarządzającym funduszem (agent)<sup>35</sup>. Zarządzający funduszem podejmuje decyzje inwestycyjne odnośnie środków, które zostały pozyskane od wielu inwestorów. Tymczasem uczestnicy funduszu oczekują od agenta efektywnego zarządzania ich kapitałem. Między tymi dwoma podmiotami można jednak dostrzec rozbieżność celów i podejścia do ryzyka<sup>36</sup>. Uczestnicy funduszu często minimalizują ryzyko poprzez budowę zdywersyfikowanych portfeli inwestycyjnych i w związku z tym są bardziej otwarci na inwestycje charakteryzujące się wyższym poziomem ryzyka, umożliwiające osiągnięcie ponadprzeciętnego zysku. Z kolei zarządzający mogą wykazywać większą awersję do ryzyka w trakcie zarządzania środkami uczestników funduszu i mogą opowiadać się za inwestycjami mniej ryzykownymi.

Ponadto dostrzega się występowanie silnej asymetrii informacji między uczestnikami funduszu a ich zarządzającymi. Menedżerowie mają przewagę w dostępie do informacji na temat działalności inwestycyjnej funduszu, tymczasem drobni inwestorzy mają ograniczoną zdolność do weryfikacji i oceny działań agenta. Uczestnicy funduszu mają jedynie dostęp do ogólnych informacji na temat przyjętej polityki inwestycyjnej. Co więcej, brakuje im również odpowiedniej wiedzy i doświadczenia.

Istotnym zagadnieniem, związanym z funkcjonowaniem towarzystwa funduszu inwestycyjnego, wydaje się również horyzontalny konflikt agencji między uczestnikami funduszu. Uczestnicy funduszu nie stanowią jednolitej grupy, a ich cele i dążenia mogą się różnić, a nawet pozostawać w konflikcie. Konflikt na linii pryncypał – pryncypał dostrzegalny jest chociażby pod względem dostępu do informacji. Drobni inwestorzy mają mniejszy dostęp do

<sup>34</sup> M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory...*, s. 308–310.

<sup>35</sup> Zob. O.G. Mahoney, *Manager–Investor Conflicts In Mutual Funds*, *Journal of Economic Perspectives* Spring 2004/18/2, s. 161–182; F.Z. Dalmácio, V. Nossa, *The Agency Theory Applied to the Investment Funds*, *Brazilian Business Review* 2004/1/1, s. 31–44.

<sup>36</sup> Zob. J.A. Chevalier, G.D. Ellison, *Risk taking by mutual funds as a response to incentives*, *Journal of Political Economy* 1997/105/6, s. 1167–1200.

informacji na temat działalności funduszu niż inwestorzy, którzy dysponują większym kapitał inwestycyjnym.

## 5. Potencjalne obszary konfliktu agencyjnego w TFI – przykład AXA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA

AXA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA<sup>37</sup> jest jednym z 56 TFI<sup>38</sup> działających na polskim rynku (prowadzenie tej działalności wymaga zgody Komisji Nadzoru Finansowego). AXA TFI zarządza dwoma funduszami: AXA Fundusz Inwestycyjny Otwarty oraz AXA Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Globalnych Obligacji. W ramach tego pierwszego wydzielonych jest 9 subfunduszy (tzw. fundusze parasolowe): AXA Subfundusz Akcji, AXA Subfundusz Akcji „Big Players”, AXA Subfundusz Antyinflacyjny, AXA Subfundusz Cyklu Konjunkturalnego, AXA Subfundusz Equity Active Asset Allocation, AXA Subfundusz Lokacyjny, AXA Subfundusz Obligacji, AXA Subfundusz Stabilnego Wzrostu.

Co więcej, AXA TFI nie korzysta z usług firmy zarządzającej aktywami. Zatrudnia pięciu doradców inwestycyjnych<sup>39</sup>, którzy dysponują profesjonalną wiedzą i doświadczeniem na rynku finansowym, i to oni podejmują decyzje inwestycyjne dotyczące poszczególnych funduszy/subfunduszy inwestycyjnych towarzystwa.

W przypadku AXA TFI i podmiotów powiązanych z działalnością tego towarzystwa można zidentyfikować potencjalne obszary konfliktu agencyjnego (zob. rys. 3).

Konflikt na linii AXA TFI (pryncypał) – doradca inwestycyjny (agent) może mieć charakter wertykalnego rzeczywistego konfliktu agencyjnego. Między tymi dwoma podmiotami można zaobserwować znaczącą dysproporcję w dostępie do informacji. Ze względu na występowanie zjawiska asymetrii informacji, AXA TFI nie jest w stanie ocenić, czy decyzje podejmowane przez

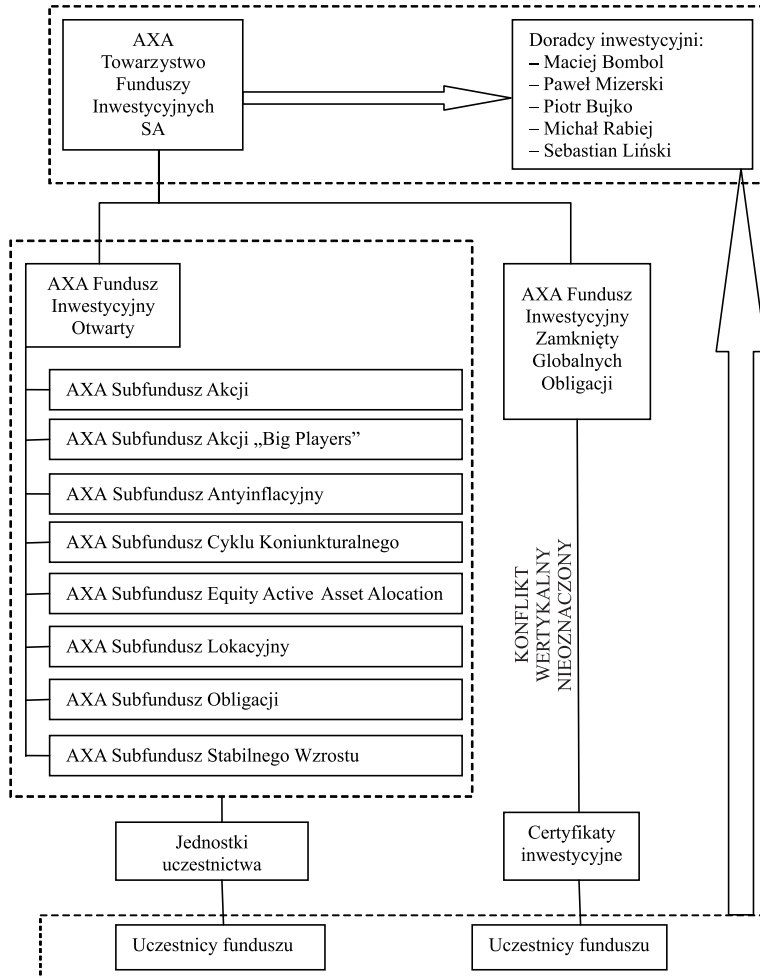
<sup>37</sup> AXA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA, <http://www.tfi.axa.pl/>; stan na dzień 1.02.2014 r.

<sup>38</sup> Komisja Nadzoru Finansowego, [http://www.knf.gov.pl/dla\\_ryнку/PODMIOTY\\_ryнку/Podmioty\\_ryнку\\_kapitałowego/Wykaz\\_TFI\\_i\\_FI\\_HTML.html](http://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/PODMIOTY_ryнку/Podmioty_ryнку_kapitałowego/Wykaz_TFI_i_FI_HTML.html); stan na dzień 1.02.2014 r.

<sup>39</sup> Maciej Bombola, Paweł Mizerski, Piotr Bujko, Michał Rabieja i Sebastian Liński. Zob. <http://www.tfi.axa.pl/oferta-indywidualna/nasz-zespol/>; stan na dzień 1.02.2014 r.

doradców inwestycyjnych są optymalne z punktu widzenia uczestników funduszy. Menedżer może podejmować decyzje, które są korzystniejsze dla niego niż uczestnika funduszu, chociażby takie, które umożliwiają maksymalizację otrzymywanego wynagrodzenia prowizyjnego.

RYSUNEK 3: *Plaszczyzny konfliktu agencyjnego w AXA TFI SA*



Źródło: oprac. własne.

Wertykalny nieoznaczony konflikt agencji można zidentyfikować pomiędzy uczestnikiem danego funduszu (pryncypał) a doradcą inwestycyjnym tego funduszu (agent). W ramach funduszy zarządzanych przez AXA TFI można wyodrębnić kilka tego rodzaju konfliktów. Uczestnik funduszu, wybierając rodzaj funduszu, w który chce zainwestować swoje wolne środki, posiada ogólne informacje na temat strategii tego funduszu (m.in. informacje na temat poziomu podejmowanego ryzyka czy też przewidywanej stopy zwrotu). Doradcy inwestycyjni, zarządzając funduszami, muszą uwzględniać cele i strategie opisane w prospekcie poszczególnych funduszy/subfunduszy inwestycyjnych. Zarządzający funduszem, podejmując inwestycje np. dla AXA Subfunduszu Akcji, muszą inwestować przede wszystkim w akcje największych spółek o solidnych fundamentach i bardzo dobrych perspektywach wzrostu, zarówno na GPW, jak i na innych rynkach. Akcje spółek stanowiły 92,46% portfela inwestycyjnego tego subfunduszu na dzień 31 stycznia 2014 r.<sup>40</sup> Jak wiadomo, fundusze akcji obciążone są największym poziomem ryzyka inwestycyjnego i zależą od wahań cen akcji na rynkach giełdowych. Inwestycje w akcje poszczególnych spółek są jednak mniej lub bardziej ryzykowne. Dobór spółek do portfela inwestycyjnego, a zarazem wielkość ponoszonego ryzyka inwestycji, zależy od doradcy inwestycyjnego. Konflikt interesów może pojawić się pomiędzy zarządzającym funduszem a uczestnikiem tego funduszu. Zarządzający może podejmować takie decyzje, które nie zawsze są najkorzystniejsze dla uczestnika funduszu. Ponadto, uczestnik AXA Subfunduszu Akcji nie może kontrolować poczynań agenta (zarządzającego funduszami) ze względu na występującą asymetrię informacji.

Dodatkowo, może wystąpić również horyzontalny konflikt agencji między uczestnikami tego samego funduszu/subfunduszu. Niestety, fundusz inwestycyjny nie ujawnia informacji na temat swoich inwestorów (czy są nimi osoby prywatne, czy też inwestorzy instytucjonalni), z tej też przyczyny bliższe opisanie tego konfliktu jest niemożliwe.

---

<sup>40</sup> [http://www.tfi.axa.pl/gfx/axatfi/userfiles/axa/karty\\_funduszu/karta\\_subfunduszu\\_axa\\_akcji.pdf](http://www.tfi.axa.pl/gfx/axatfi/userfiles/axa/karty_funduszu/karta_subfunduszu_axa_akcji.pdf); stan na dzień 16.02.2014 r.

## 6. Zakończenie

W niniejszym opracowaniu zostało przedstawione zagadnienie dotyczące teorii agencji i przyczyny konfliktu agencyjnego, związane z działalnością towarzystw funduszy inwestycyjnych.

TFI tworzy i zarządza funduszami inwestycyjnymi, będącymi pośrednikami finansowymi wielu podmiotów. Gromadzenie środków od wielu inwestorów ma na celu realizację idei wspólnego inwestowania. Dodatkowo, TFI podejmując decyzje inwestycyjne korzysta ze wsparcia doświadczonych menedżerów (doradców inwestycyjnych lub firm zarządzających aktywami). Wydawać by się mogło, że decyzje podejmowane przez zarządzających są optymalne. Okazuje się jednak, że między TFI, uczestnikami funduszu a zarządzającymi funduszem może wystąpić problem agencji.

Przedstawiony przykład AXA Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych SA ma za zadanie przeniesienie teoretycznych rozważań na grunt praktyczny i zidentyfikowanie potencjalnych obszarów konfliktu w towarzystwie funduszy inwestycyjnych.

Opisane zagadnienie wymaga kolejnych i bardziej szczegółowych analiz.

## Bibliografia

### Akty prawne:

Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. z 2004 r. Nr 146, poz. 1546.

### Opracowania:

**Aluchna M.**, *Koszty agencji jako determinanta efektywności nadzoru korporacyjnego*, [w:] Rudolf S. (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wyd. UŁ, Łódź 2002.

**Arrow K.**, *Essays in the Theory of Risk Bearing*, Markham Publishing Co., Chicago 1971.

**Błajer-Golebiewska A.**, *Asymetria informacji w relacjach inwestorskich. Perspektywa nadzoru korporacyjnego*, Wyd. UG, Gdańsk 2012.

**Bojańczyk M.**, *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, SGH w Warszawie, Warszawa 2005.

**Breid V.**, *Aussagefähigkeit agencytheoretischer Ansätze im Hinblick auf die Verhaltenssteuerung von Entscheidungsträgern*, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 1995/47/9.

- Campbell K.**, *Corporate Governance after the Financial Crisis: Institutional Investors and the Stewardship Function*, Współczesne problemy nadzoru korporacyjnego 2011/2/1.
- Chevalier J.A., Ellison G.D.**, *Risk taking by mutual funds as a response to incentives*, Journal of Political Economy 1997/105/6.
- Cieślak A.**, *Behawioralna ekonomia finansowa. Modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów*, Materiały i Studia NBP 2003/165.
- Dalmácio F.Z., Nossa V.**, *The Agency Theory Applied to the Investment Funds*, Brazilian Business Review 2004/1/1.
- Dobija D.**, *Developments of Corporate Governance in Poland: Implications for Accounting*, [w:] Górowski I. (red.), *General Accounting Theory. Evolution and Design for Efficiency*, Academic and Professional Press, WSiP SA Group, Warsaw 2008.
- Eisenhardt M.**, *Agency Theory: An Assessment and Review*, Academy of Management Review 1989/14/1.
- Gad J.**, *Rachunkowość w procesie nadzoru w spółkach publicznych*, Wyd. UŁ, Łódź 2011.
- Gray S.R., Cannella Jr. A.A.**, *The role of the Risk in Executive Compensation*, Journal of Management 1997/23/4.
- Jensen M.C., Meckling W.H.**, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics 1976/3.
- Jeżak J.**, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Kleine A.**, *Entscheidungstheoretische Aspekte der Principal – Agent Theorie*, Heidelberg 1995.
- Mahoney O.G.**, *Manager – Investor Conflicts In Mutual Funds*, Journal of Economic Perspectives Spring 2004/18/2.
- Malinowska D., Gad J.**, *Institutional Investors in the largest polish capital companies – theory and practice*, Ad Alta: Journal of Interdisciplinary Research 2012/2/2.
- Malinowska D.**, *Inwestorzy instytucjonalni na polskim rynku kapitałowym na przykładzie spółek indeksu WIG20*, [w:] Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wyd. UŁ, Łódź 2012.
- Milewski R., Kwiatkowski E.**, (red.), *Podstawy ekonomii*, WN PWN, Warszawa 2005.
- Mroczkowski R.**, *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Wyd. Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Oplustil K.**, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Oviat B.M.**, *Agency and Transaction Cost Perspective on the Manager – Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, Academy of Management Review 1998/13/2.
- Richter R., Furubotn E.G.**, *Neue Institutionenökonomik: eine Einführung und kritische Würdigung*, Tübingen 1999.
- Roe M.J.**, *The Institution of Corporate Governance*, Harvard Law School, Discussion Paper 2004/488/08.
- Skowroński A.**, *Wpływ asymetrii informacji na decyzje finansowe przedsiębiorstw*, Ruch Prawn., Ekonom. i Socjol. 2005/LXVII/3.
- Stańczak-Strumillo K.**, *Uwarunkowania rozwoju funduszy inwestycyjnych w Polsce*, Difin, Warszawa 2013.
- Urbanek P.**, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wyd. UŁ, Łódź 2005.
- Urbanek P.**, *Nadzór właścicielski a systemy motywowania zarządów spółek*, [w:] Rudolf S. (red.), *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, WN PWN, Warszawa 1999.

**Wilson R.**, *On the Theory of Syndicates*, *Econometrica* 1968/36/1.

**Zalega K.**, *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitalową*, Wyd. SGH, Warszawa 2003.

**Strony internetowe:**

AXA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA, <http://www.tfi.axa.pl/>; stan na dzień 1.02.2014 r.

**Bednarczyk T., Eichler D.**, *Theory of Mutual Funds: The Effects of Principal Agency Conflicts on Mutual Fund Size*, Working Paper, October 2002,

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=905113](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=905113); stan na dzień 1.02.2014 r.

[http://www.tfi.axa.pl/gfx/axatfi/userfiles/axa/karty\\_funduszu/karta\\_subfunduszu\\_axa\\_akcji.pdf](http://www.tfi.axa.pl/gfx/axatfi/userfiles/axa/karty_funduszu/karta_subfunduszu_axa_akcji.pdf); stan na dzień 16.02.2014 r.

<http://www.tfi.axa.pl/oferta-indywidualna/nasz-zespol/>; stan na dzień 1.02.2014 r.

Komisja Nadzoru Finansowego, [http://www.knf.gov.pl/dla\\_ryнку/PODMIOTY\\_ryнку/PODMIOTY\\_ryнку\\_kapitałowego/Wykaz\\_TFI\\_i\\_FI\\_HTML.html](http://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/PODMIOTY_ryнку/PODMIOTY_ryнку_kapitałowego/Wykaz_TFI_i_FI_HTML.html); stan na dzień 1.02.2014 r.

Dagmara GAD

## THE SOURCES OF AGENCY CONFLICT IN THE INVESTMENT FUND COMPANIES

### (Summary)

Investment Fund Company sets up and manages investment funds that collect funds from many investors. Decisions taken by Investment Fund Company are supported by the experienced managers (investment advisors or Asset Management Company). It seems that those decisions are optimal. It turns out, however, that between Investment Fund Company, participants in the Investment Fund and the managers (investment advisors or Asset Management Company) can be identified the agency problem. The purpose of this article is to present, on the basis of literature studies, the sources of agency theory in Investment Fund Company. In the empirical part of the paper is presented the potential sources of the Agency Theory on the example of AXA Investment Fund Company.

**Keywords:** agency theory, agency conflict, investment fund company