

## Zmiany zasad funkcjonowania otwartych funduszy emerytalnych w latach 2009-2012

### Wstęp

W 1999 r. w Polsce miała miejsce reforma systemu emerytalnego. Jednofilarowy system repartycyjny został zastąpiony częściowo kapitałowym systemem trójfilarowym. Nowy system stworzył podstawy działania dla otwartych funduszy emerytalnych (OFE). Fundusze te stały się jednymi z najważniejszych inwestorów instytucjonalnych w Polsce przez co zaczęły wywierać istotny wpływ na funkcjonowanie gospodarki kraju.

Wraz ze zmieniającą się sytuacją gospodarczą, co kilka lat ożywia się dyskusja na temat efektywności działania powstałego systemu emerytalnego oraz OFE jako jego część. Na przełomie lat 2009-2010 dyskusja ta rozgorzała ponownie. Rosnący z roku na rok deficyt budżetowy zmusił rządzących do poszukiwania oszczędności. W wyniku tego, rozliczeniu poddane zostały także fundusze emerytalne. Część specjalistów doszła do wniosku, iż zasady funkcjonowania funduszy powinny zostać zmienione, gdyż w ówczesnej postaci generowały one zbyt duże koszty dla budżetu państwa oraz charakteryzowały się niską efektywnością inwestycyjną. Już na przełomie 2009 i 2010 r. dokonano zmian w wysokości prowizji oraz opłat za zarządzanie pobieranych przez OFE. W marcu 2011 r. zmieniono w znacznej części akty prawne regulujące działalność kapitałowej części systemu emerytalnego. Modyfikacji uległy wówczas między innymi: wysokość składki trafiająca do funduszy, limity inwestycyjne, zasady akwizycji. Część zmian została wprowadzona prawie natychmiastowo, część weszła w życie w styczniu 2012 r.

Celem niniejszego artykułu jest prezentacja oraz ocena dokonanych zmian w zasadach funkcjonowania OFE. Praca ta jest próbą ujęcia powyższego zagadnienia w kontekście trwającej i wciąż aktualnej dyskusji nad modyfikacją kapitałowej części systemu emerytalnego. Autor próbuje odpowiedzieć na pytanie, czy wszystkie wprowadzone w systemie

---

\* Mgr, Instytut Handlu Zagranicznego, Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Gdański, geold@univ.gda.pl, ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot

zmiany są zasadne i czy będą miały rzeczywisty wpływ na poprawę efektywności funkcjonowania funduszy. Zasadność przeprowadzonych zmian oceniono na podstawie analizy materiałów statystycznych z lat 2005-2011 udostępnianych przez Główny Urząd Statystyczny, Komisję Nadzoru Finansowego oraz Zakład Ubezpieczeń Społecznych. Ponadto scharakteryzowane zostały propozycje dalszych modyfikacji zasad funkcjonowania OFE.

## 1. Zmiana wysokości składki trafiającej do OFE

Jedną z podstawowych zmian w kapitałowej części systemu emerytalnego było zmniejszenie tej części składki emerytalnej, która trafiała do OFE. Do maja 2011 r. fundusze otrzymywały 7,3% podstawy wymiaru składki ubezpieczeniowej. Od 1 maja 2011 r. dotychczasowe środki trafiające do OFE zostały podzielone na dwie części. Pierwsza z nich, obejmująca 2,3% podstawy wymiaru składki nadal jest przekazywana do funduszy, druga natomiast w wysokości 5% wymiaru składki trafia na subkonto ubezpieczonego w Zakładzie Ubezpieczeń Społecznych (ZUS) (tablica 1).

**Tablica 1. Składki przekazywane do OFE oraz na subkonto w ZUS od 1 maja 2011 r.**

Okres	Składki przekazywane do OFE	Składki gromadzone na subkoncie w ZUS
Od 1 maja 2011 r. do 31 grudnia 2012 r.	2,3% podstawy wymiaru składki	5,0% podstawy wymiaru składki
Od 1 stycznia 2013 r. do 31 grudnia 2013 r.	2,8% podstawy wymiaru składki	4,5% podstawy wymiaru składki
Od 1 stycznia 2014 r. do 31 grudnia 2014 r.	3,1% podstawy wymiaru składki	4,2% podstawy wymiaru składki
Od 1 stycznia 2015 r. do 31 grudnia 2016 r.	3,3% podstawy wymiaru składki	4,0% podstawy wymiaru składki
Od 1 stycznia 2017 r.	3,5% podstawy wymiaru składki	3,8% podstawy wymiaru składki

Źródło: Opracowanie własne na podstawie ustawy z dnia 25 marca 2011 r. O zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych [tekst jednolity Dz.U. 2011, nr 75, poz. 398].

Składka przekazywana do OFE ma wzrastać kosztem składki gromadzonej na subkoncie, tak by docelowo od 1 stycznia 2017 r. do OFE trafiało 3,5% podstawy wymiaru składki, natomiast na subkonto w ZUS 3,8% podstawy wymiaru składki. Wprowadzone zmiany opierały się na

założeniu, iż zbyt duża część składek trafiająca do OFE znacznie obciąża budżet państwa przyczyniając się do powstawania deficytu oraz wzrostu długu publicznego.

Na początku rozważań nad zasadnością tego zarzutu należy zaznaczyć, iż w przedziale czasowym, który podlegał badaniom, główna część systemu emerytalnego opierała się na wypłatach świadczeń z Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (FUS), który stanowi część repartycyjną polskiego systemu emerytalnego. Wypłaty świadczeń z filaru kapitałowego rozpoczęły się w 2009 r. i stanowią na razie niewielki odsetek wypłat. Prócz świadczeń emerytalnych FUS wypłaca także świadczenia rentowe, chorobowe, wypadkowe oraz inne świadczenia z tzw. pracowniczego systemu ubezpieczeń społecznych. W latach 2005-2011 systematycznie wzrastała suma wypłacanych świadczeń z FUS. Na początku tego okresu wynosiła ona 107 mld PLN, natomiast na koniec badanego okresu już 163 mld PLN.

Działalność FUS finansowana jest z dwóch źródeł. Pierwszym z nich są składki z ZUS, pochodzące od osób podlegających ubezpieczeniu społecznemu. W analizowanym okresie suma składek wpływających do FUS była niższa niż suma wypłacanych świadczeń i dodatkowo rosła zdecydowanie wolniej. W związku z tym co roku w FUS występował coraz wyższy niedobór środków, który był pokrywany z dotacji budżetowej. Dotacja jest zatem drugim źródłem finansowania FUS. Powstały niedobór, stanowił w latach 2005-2011 od ok. 7% do prawie 10% całkowitych wydatków państwowych. Jego wysokość wynosiła w tym samym czasie od 80% do 240% wysokości deficytu budżetowego [www.stat.gov.pl, 15.01.2012]. Coraz mniejsza wydolność FUS była zatem jednym z najważniejszych powodów rosnącego zadłużenia państwa. Od czasu reformy emerytalnej część składki osób podlegających ubezpieczeniu społecznemu trafia do OFE. Środki te dawniej trafiały do FUS, stąd przeświadczenie części społeczeństwa, iż OFE są źródłem niedoboru w FUS, a co za tym idzie również źródłem deficytu budżetowego i długu publicznego. Środki przekazywane do OFE w latach 2005-2011 wynosiły rocznie od 14 mld do 23 mld PLN. Stanowiły one od 26% do 62% niedoboru w FUS. Od 2007 r. składki przekazywane do OFE stanowiły jednak coraz mniejszą część niedoboru w FUS. Oznacza to, iż niedobór rósł szybciej niż suma składek przekazywanych do OFE. To nie fundusze były zatem główną przyczyną złej sytuacji finansowej w FUS.

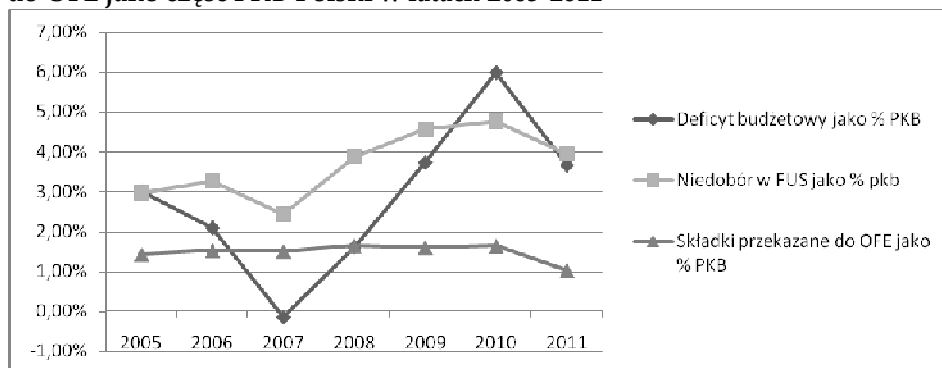
Podstawowym problemem polskiego systemu emerytalnego i rentowego jest istniejąca od wielu lat rażąca dysproporcja liczby osób opłacających składki na ubezpieczenie społeczne i liczby osób pobierających świadczenia emerytalne i rentowe. W systemie pracowniczym na jedną osobę pobierającą świadczenie emerytalno-rentowe przypada ok. 1,76 osoby pracującej i opłacającej składki. Przy takich proporcjach ani to, że składki na ubezpieczenie społeczne są wysokie, ani dobra ściągalność tych składek, ani relatywnie niskie świadczenia nie wystarczają na utrzymanie systemu ubezpieczeń społecznych w stanie równowagi finansowej [Misiąg W., 2010].

Należy zatem poddać w wątpliwość zasadność zmniejszenia składki odprowadzanej do OFE z 7,3% do 2,3%. Rząd postanowił różnicę stanowiącą 5% przekazywać na subkonta ubezpieczonych w ZUS. Pieniądze te jednak nie są inwestowane, a stanowią środki na wypłatę bieżących zobowiązań FUS. Celem rządzących było przede wszystkim zmniejszenie aktualnego deficytu budżetowego oraz długu publicznego liczonych metodą stosowaną w Unii Europejskiej. Metoda ta powoduje bowiem, że środki przekazywane do OFE są podwójnie doliczane do deficytu budżetowego i długu publicznego. Środki trafiające z ZUS do OFE traktowane są jako zadłużenie, a jednocześnie takie same środki przekazywane są z budżetu do FUS w celu wypłaty bieżących świadczeń [Zieliński M., 2011].

Wprowadzone zmiany zakładały również ograniczenie odpływu środków z systemu emerytalnego, który był spowodowany prowizjami pobieranymi przez OFE. Takie rozwiązanie ma jednak podstawową wadę. Środki zgromadzone w OFE są fizycznie gromadzone w postaci różnych rodzajów aktywów. W przypadku subkonta w ZUS stanowią one tylko zapisy księgowe. Oznacza to w dużej mierze powrót do starego systemu emerytalnego i przesunięcie problemu finansowania przyszłych emerytur na następne pokolenia i rządy.

Istnienie otwartych funduszy emerytalnych, tworzących tzw. drugi filar ubezpieczeń społecznych, redukowało przychody FUS o ok. 1,5% PKB rocznie (rysunek 1), ograniczając jednocześnie przyszłe zobowiązania FUS. Można uznać, że choć powstanie OFE skomplikowało sytuację finansową FUS, to składki odprowadzane do OFE nie odpowiadały za główną część niedoborów finansowych sektora ubezpieczeń społecznych.

**Rysunek 1. Deficyt budżetowy, niedobór w FUS oraz składki przekazywane do OFE jako część PKB Polski w latach 2005-2011**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS, KNF oraz ZUS.

W latach 2007-2010 wzrastał zarówno deficyt budżetowy jak i niedobór w FUS. Stanowiły one coraz większą część PKB Polski. Wzrost deficytu budżetowego oraz brak równowagi finansowej w FUS nie były zdeterminowane wysokością składek przekazywanych do OFE. Zatem zmniejszenie wysokości tych składek należy traktować jako rozwiązanie tymczasowe, które nie jest w stanie w długim okresie naprawić sytuacji finansowej systemu ubezpieczeń społecznych oraz budżetu państwa.

Pewnym jest natomiast, iż zmniejszenie składki wpływającej do OFE wpłynie negatywnie na wysokość emerytur kapitałowych wypłacanych w przyszłości. Jeżeli założymy, że podstawą wymiaru składki jest przeciętne miesięczne wynagrodzenie obliczane przez GUS, to wysokość hipotetycznej miesięcznej składki do OFE wzrastała rokrocznie od 173,76 PLN w 2005 r. po 235,42 PLN w kwietniu 2011 r. Wzrost średniego wynagrodzenia pociągał za sobą proporcjonalny wzrost składek wpływających do OFE. Dzięki temu wartość oszczędności emerytalnych zgromadzonych w OFE również systematycznie wzrastała. Od maja 2011 na hipotetyczne konto, przy przyjętych założeniach, wpływało już tylko 78,57 PLN miesięcznie. Nawet biorąc pod uwagę wzrost w wysokości składki przekazywanej do OFE, który ma nastąpić do 2017 r., obecne jej uszczuplenie jest na tyle wysokie, iż z pewnością wpłynie niekorzystnie na wielkość zgromadzonych w OFE oszczędności. Jest to w dużym stopniu przekreślenie założeń reformy emerytalnej z 1999 r.

## 2. Zmiany limitów inwestycyjnych

Podstawowym zadaniem OFE jest gromadzenie środków pieniężnych oraz ich lokowanie z przeznaczeniem na wypłatę członkom fundu-

szu po osiągnięciu przez nich wieku emerytalnego. Proces ten powinien przebiegać w taki sposób, aby jednocześnie maksymalizować stopień bezpieczeństwa inwestycji oraz osiągnąć stopy zwrotu.

Aby składki przekazywane do OFE były bezpieczne ustawodawca wprowadził szereg ograniczeń inwestycyjnych. Zgodnie z obowiązującymi przepisami OFE nie mogą lokować środków w tzw. pochodne instrumenty finansowe, a więc takie których cena zależy od ceny instrumentu bazowego. Ustawodawca prawdopodobnie założył, iż jako aktywa o wysokim ryzyku, instrumenty pochodne mogą narazić fundusz na znaczne straty. Należy jednak podkreślić, iż instrumenty pochodne można wykorzystywać nie tylko w celach spekulacyjnych, lecz również w celu *hedgingu*. Zatem ograniczenie ich wykorzystania w przypadku OFE odbiera osobom zarządzającym aktywami funduszy jedną z możliwości zabezpieczenia portfela inwestycyjnego. Ustawodawca określił wprawdzie, iż w drodze rozporządzenia Rada Ministrów może zezwolić na wykorzystanie instrumentów pochodnych w celu ochrony aktywów funduszu przed ryzykiem, jednak do dnia 31.12.2012 rozporządzenie takie nie weszło w życie. Ponadto OFE nie mogą inwestować bezpośrednio na rynkach surowców, nieruchomości oraz walut.

Według rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 26 kwietnia 2011 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, [Dz. U. 2011, nr 90, poz. 516], ograniczeniu nie podlegają inwestycje w papiery dłużne emitowane przez Skarb Państwa oraz Narodowy Bank Polski. Z pozostałych grup aktywów, na które nałożono ograniczenia, największy udział w portfelu inwestycyjnym OFE mogą stanowić akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, a także notowane na regulowanym rynku giełdowym prawa poboru, prawa do akcji oraz obligacje zamienne na akcje. Łącznie ich wartość może stanowić 45% wartości portfela inwestycyjnego. Należy podkreślić, iż do 1 maja 2011 r. aktywa te mogły stanowić 40% wartości portfela. Zgodnie z rozporządzeniem Rady Ministrów ich dopuszczalny udział ma systematycznie wzrastać, aż do 90% w 2034 r.

Wzrost udziału akcji w portfelu inwestycyjnym OFE jest uzasadniony z kilku powodów. Po pierwsze fundusze powinny posiadać środki lokować w instrumenty, które umożliwią w dalszej kolejności finansowanie krajowych inwestycji, co byłoby bodźcem dla rozwoju gospodarczego. Do tej pory OFE przeznaczały około 60% środków na zakup obligacji skarbowych. Zbyt duża część środków lokowana w te

papiery wartościowe jest jednak niczym innym, jak powrotem do dawnego systemu emerytalnego, gdyż *de facto* powoduje przeniesienie zobowiązań emerytalnych na Skarb Państwa. Po drugiej części naukowców dowodzi bezzasadności obowiązujących do tej pory uregulowań dotyczących wzajemnych proporcji wartości akcji i obligacji będących w posiadaniu OFE. Przykładem mogą być tu badania L. S. Zaremby [2003]. W swoich pracach porusza on problem optymalnego podziału kapitału pomiędzy aktywa ryzykowne oraz te pozbawione ryzyka, tak by uzyskać jak największą wartość portfela na koniec długiego okresu. Rozważając ten problem, zastępuje rynek rzeczywisty, utożsamiany z ciągiem zmiennych losowych reprezentującym stopy zwrotu, których rzeczywisty rozkład prawdopodobieństwa jest trudny do zidentyfikowania, przez pomocniczy model hossa-bessa. Model ten utożsamiany jest z ciągiem zmiennych losowych przyjmujących tylko dwie wartości A i B, gdzie A reprezentuje typową wielkość wzrostu portfela w czasie hossy, natomiast B wyraża wielkość jego typowego spadku podczas bessy. Z przeprowadzonych za pomocą tego modelu badań wynika, iż istniejący do maja 2011 r. przepis o limicie 40% inwestycji w akcje zakłada, iż rynek papierów wartościowych bez ryzyka jest i zawsze będzie co najmniej 1,5 razy atrakcyjniejszy niż rynek akcji. Jest to oczywiście założenie nieprawdziwe. OFE powinny mieć zatem możliwość zwiększania udziału ryzykownych papierów wartościowych w swoich portfelach by móc maksymalizować zyski w długim okresie. Ponadto należy podkreślić, iż środki w OFE są tylko częścią całego portfela inwestycyjnego osoby gromadzącej oszczędności emerytalne. Pod uwagę należy wziąć przecież także całą repartycyjną część systemu emerytalnego.

Wzrost udziału akcji w portfelach OFE niesie ze sobą również pewne zagrożenie. OFE już teraz są jednymi z najważniejszych inwestorów instytucjonalnych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). W sytuacji systematycznie rosnących aktywów funduszy emerytalnych, podobnie powinien rozwijać się rynek giełdowy, przede wszystkim pod względem podaży akcji. Jeżeli będzie ona niska, warszawskiej giełdzie może grozić zjawisko znane od lat w ekonomii jako bańka spekulacyjna. Może ono wynikać ze znacznego przewartościowania notowanych akcji, spowodowanego nadmiernym popytem, niemającym uzasadnienia w czynnikach fundamentalnych emitentów. Jeżeli zjawisko to występuje na dużą skalę (mogą się do niego dołączyć czynniki spekulacyjne), wówczas może doprowadzić do załamania się koniunktury giełdowej i zagrożić stabilności rynku kapitałowego. Przy-

padek takiej bańki spekulacyjnej miał miejsce w Chile i spowodowany był z jednej strony wzrostem popytu na akcje zgłaszanych przez fundusze emerytalne, z drugiej zaś strony ograniczonymi możliwościami inwestowania przez fundusze za granicą [Dębski W., 2006].

Należałoby zatem w tym kontekście rozważyć zasadność dalszego utrzymywania limitu inwestycji zagranicznych, który wynosi 5% aktywów. Limit ten ustanowiono głównie ze względu na konieczność wykorzystania oszczędności gromadzonych poprzez OFE do finansowania rozwoju gospodarczego w kraju. Wydaje się, iż w obecnej sytuacji może on zostać podwyższony. Co prawda w przypadku znacznego udziału inwestycji zagranicznych w portfelach OFE, istnieje zagrożenie silniejszej transmisji skutków międzynarodowych kryzysów finansowych na wyniki inwestycyjne funduszy. Część badaczy uznaje jednak, że obawy te nie są do końca uzasadnione. Jako kontrargument stwierdzają oni, iż mając większą niż obecnie możliwość inwestowania na rynkach zagranicznych, zarządzający aktywami funduszy mogliby bardziej zdywersyfikować aktywa i w ten sposób zwiększać efektywność inwestycji. M. Flis, P. Pękała oraz W. Wojciechowski [2009] stwierdzają, że od lipca 2007 r. do marca 2009 r., kiedy indeks WIG spadł o ponad 56%, inwestycje w akcje notowane na parkietach zagranicznych pozwalały na osiągnięcie znacząco mniejszej straty, a w niektórych przypadkach nawet na wypracowanie niewielkiego zysku. Gdyby aktywa OFE zaangażowane w akcje na GPW mogły zostać przeniesione np. na giełdy w USA lub Wielkiej Brytanii, to OFE ograniczyłyby swoje straty o połowę. Gdyby OFE kupiły akcje spółek notowanych na giełdzie w Bratysławie, to dzięki deprecjacji złotego zarobiłyby w tym okresie niemal 13% (nie uwzględniając zmian kursowych odnotowałyby jednak 30% stratę).

### **3. Zmiana wysokości prowizji oraz opłat za zarządzanie**

Wysokość prowizji oraz opłat za zarządzanie w znacznym stopniu wpływa na wysokość kapitału zgromadzonego przez członków funduszy oraz środków wyprowadzanych z systemu emerytalnego na rzecz powszechnych towarzystw emerytalnych (PTE).

Maksymalna wysokość prowizji wynosiła 7% od każdej składki wpływającej do funduszu do końca 2009 r. Od początku 2010 r. prowizja ta może wynosić maksymalnie 3,5%. Jest ona pobierana przed przeliczeniem składki na jednostki rozrachunkowe i przekazywana na rzecz PTE. Większość funduszy funkcjonujących na polskim rynku posiadała w latach 2005-2011 maksymalną dopuszczalną wysokość prowizji. Do



końca 2009 r. tylko AVIVA OFE, AXA OFE, ING OFE, Pekao OFE oraz Warta OFE redukowały tę stawkę w przypadku członków z długim stażem (z reguły powyżej 2 lat). Od 2010 r. większość OFE stosuje maksymalną stawkę prowizji niezależnie od stażu. Wyjątkiem jest Allianz OFE, który w latach 2005-2009 stosował stawkę 4% niezależnie od stażu członka, natomiast od 2010 r., pobiera prowizję w wysokości 3,45% również niezależnie od stażu.

OFE może pokrywać bezpośrednio ze swoich aktywów także koszty zarządzania funduszem przez PTE według stawki ustalonej w statucie. Stawka ta jest jednak ograniczona. Do końca 2009 r. Fundusze o wysokości aktywów nieprzekraczającej 8 mld PLN mogły pobierać miesięczną opłatę za zarządzanie w wysokości do 0,045% aktywów netto. Fundusze o wysokości aktywów od 8 mld PLN do 20 mld PLN mogły pobierać miesięcznie opłatę w wysokości 3,6 mln PLN powiększoną o 0,04% nadwyżki ponad 8 mld PLN aktywów netto. Fundusze, których wysokość aktywów zawierała się w przedziale od 20 mld PLN do 35 mld PLN mogły pobierać maksymalną miesięczną opłatę za zarządzanie w wysokości 8,4 mln PLN powiększoną o 0,032% nadwyżki ponad 20 mld PLN aktywów netto. OFE którego aktywa zawierały się w przedziale od 35 mld PLN do 45 mld PLN mogły pobierać miesięczną opłatę za zarządzanie do wysokości 13,2 mln PLN powiększoną o 0,023% nadwyżki ponad 35 mld PLN wartości aktywów netto. Ostatnią grupę stanowiły OFE o wartości aktywów powyżej 45 mld PLN. Mogły one pobierać miesięczną opłatę za zarządzanie w wysokości do 20,1 mln PLN powiększoną o 0,015% nadwyżki ponad 65 mld PLN wartości aktywów netto. Opłata za zarządzanie pobierana jest z aktywów funduszu (proporcjonalnie do zgromadzonych środków ponosi ją każdy z członków funduszu) i ma odzwierciedlenie w wartości jednostki rozrachunkowej.

Na koniec 2009 r. najwięcej OFE należało do grupy o aktywach do 8 mld PLN. Były to: AEGON OFE, Allianz Polska OFE, AXA OFE, Generali OFE, Nordea OFE, Pekao OFE, PKO BP Bankowy OFE, OFE Pocztylion, OFE POLSAT, OFE WARTA. Do grupy o aktywach z przedziału od 8 mld PLN do 20 mld PLN kwalifikował się fundusz Amplico OFE. Aktywa z przedziału od 20 mld PLN do 35 mld PLN posiadał OFE PZU „Złota Jesień”, z przedziału od 35 mld PLN do 45 mld PLN – ING OFE, natomiast powyżej 45 mld PLN – Aviva OFE.

Od 2010 r. zasady pobierania opłat za zarządzanie uległy niewielkiej modyfikacji (tablica 2.). W przypadku OFE o wartości aktywów net-

to powyżej 45 mld PLN ograniczono miesięczną opłatę za zarządzanie do 15,5 mld PLN.

**Tablica 2. Miesięczne opłaty za zarządzanie OFE od aktywów netto według stanu na 31.12.2011 r.**

Wysokość aktywów netto (w mln PLN)		OFE	Maksymalna miesięczna opłata za zarządzanie otwartym funduszem od aktywów netto
ponad	do		
	8 000	Allianz Polska OFE, Pekao OFE, PKO BP Bankowy OFE, OFE Pocztylion, OFE POLSAT, OFE WARTA	0,045% wartości aktywów netto
8 000	20 000	AEGON OFE, Amplico OFE, AXA OFE, Generali OFE, Nordea OFE	3,6 mln PLN + 0,04% nadwyżki ponad 8 000 mln PLN wartości aktywów netto
20 000	35 000	OFE PZU „Złota Jesień”	8,4 mln PLN + 0,032% nadwyżki ponad 20 000 mln PLN wartości aktywów netto
35 000	45 000		13,2 mln PLN + 0,023% nadwyżki ponad 35 000 mln PLN wartości aktywów netto
45 000		Aviva OFE, ING OFE	15,5 mln PLN

Źródło: opracowanie własne na podstawie ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. O organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych [tekst jednolity: Dz. U. 2010, nr 34, poz. 189 z późn. zm.] oraz danych KNF.

W wyniku zwiększenia wartości aktywów AEGON OFE, AXA OFE, Generali OFE, oraz Nordea OFE przynależą według stanu na 31.12.2011 r. do grupy mogącej pobierać opłatę za zarządzanie powyżej 3,6 mln PLN miesięcznie. ING OFE osiągnęło w tym czasie wielkość aktywów powyżej 45 mld PLN, a tym samym dołączyło do grupy mogącej pobierać maksymalną miesięczną opłatę za zarządzanie w wysokości 15,5 mln PLN.

Zarówno zmniejszenie maksymalnej wysokości prowizji jak i opłaty za zarządzanie pobieranej przez największe fundusze stanowi istotny element ograniczający odpływ środków z systemu emerytalnego. O ile wpływ ograniczenia maksymalnej prowizji jest oczywisty, to zmiana

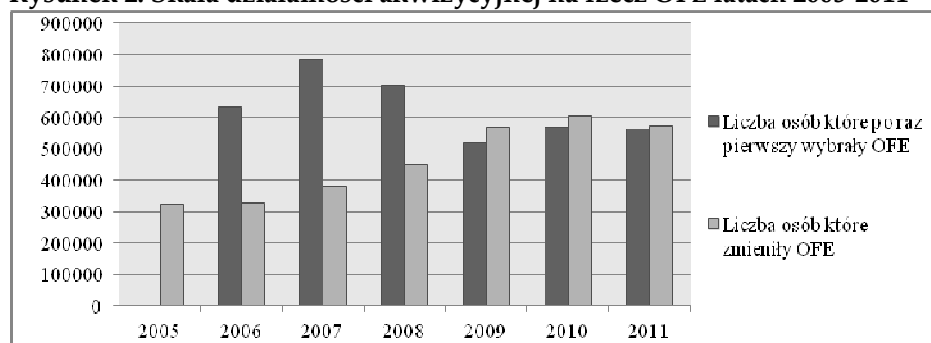
wysokości pobieranej opłaty za zarządzanie w tylko jednej grupie funduszy może zostać uznana za kosmetyczną. Należy jednak podkreślić, iż w skali roku oznacza ona w przypadku tylko jednego OFE oszczędności wysokości minimum 55,2 mln PLN. W sytuacji stałego zwiększania się wartości aktywów OFE, coraz więcej z nich będzie miało szansę znaleźć się w grupie mogącej pobierać maksymalną opłatę. Pod uwagę należy wziąć także potencjalne procesy konsolidacyjne na rynku OFE, które również mogą skutkować przechodzeniem coraz większej liczby funduszy do tej grupy. Ograniczenie miesięcznej opłaty do 15,5 mln PLN należy zatem traktować jako posunięcie, które obecnie nie wpływa znacząco na funkcjonowanie całego rynku OFE, lecz prawdopodobnie przyniesie pozytywne efekty w przyszłości.

#### **4. Zmiany w systemie akwizycji**

Jednym z istotnych aspektów działalności OFE do końca 2011 r. była akwizycja. Miała ona bowiem wpływ na liczbę członków funduszy, a co za tym idzie na wielkość środków jakimi OFE dysponują. Przez działalność akwizycyjną rozumiano wszelką działalność zarobkową, mającą na celu skłonienie kogokolwiek, aby przystąpił do OFE lub pozostawał jego członkiem. Działalność akwizycyjna obejmowała także zawieranie w imieniu OFE umów, na których podstawie następowało uzyskanie członkostwa w funduszu, oraz pośredniczenie przy zawieraniu takich umów. W ramach działalności akwizycyjnej zabronione było oferowanie dodatkowych korzyści materialnych z tytułu członkostwa w OFE, jeżeli celem takiego działania miałyby być skłonienie kogokolwiek do tego, aby przystąpił do funduszu bądź pozostawał jego członkiem. W praktyce chodziło o zakaz specjalnych promocji, losowań nagród dla członków OFE oraz wręczania okolicznościowych upominków lub innych korzyści majątkowych.

W latach 2005-2011 działalność akwizycyjna objęła zarówno osoby które po raz pierwszy przystępowały do OFE, jak i osoby które chciały fundusz zmienić (rysunek 2).

W okresie tym do OFE przystąpiło ok. 3,8 mln osób. Najwięcej – prawie 0,8 mln – w 2007 r. Najmniej – nieco ponad 0,5 mln w 2009 r. Liczba osób przystępujących do OFE w 2005 r. jest trudna do ustalenia, gdyż w roku tym ZUS uruchomił proces zamykania tzw. „martwych kont”. Do 2010 r. wzrastała liczba osób, które zmieniały fundusz. W 2005 r. OFE zmieniło ponad 300 tys. osób, natomiast w 2010 r. już ponad 600 tys. Osoby te również podlegały działalności akwizycyjnej.

**Rysunek 2. Skala działalności akwizycyjnej na rzecz OFE latach 2005-2011**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji o członkach otwartych funduszy emerytalnych i składkach przekazywanych do ZUS. Biuletyn roczny. Rynek OFE 2005-2011, Komisja Nadzoru Finansowego, 2006-2012.

Rywalizacja pomiędzy PTE o nowych członków OFE sprawiła, iż w latach 2005-2010 stale rosły koszty usług akwizycyjnych (tablica 3.). W okresie 2005-2011 pochłonęły one łącznie 2,47 mld PLN. Najniższe były w roku 2005, kiedy to wyniosły nieco ponad 224 mln PLN, najwyższe natomiast w roku 2010, kiedy wyniosły ponad 464 mln PLN. Szczególnie wysoka dynamika wzrostu kosztów akwizycji wystąpiła w latach 2005-2009. Była ona efektem pozyskiwania do funduszy coraz wyższej liczby osób zarówno na rynku pierwotnym jak i wtórnym. Szczególnie pożądane przez PTE było pozyskiwanie członków z rynku wtórnego. Członkom tym udało się bowiem już zgromadzić na rachunku kilka lub kilkanaście tysięcy PLN, co dawało towarzystwom możliwość szybkiego zwiększenia wartości zarządzanych aktywów, a tym samym czerpania większych środków z opłaty za zarządzanie.

**Tablica 3. Wysokość kosztów akwizycyjnych OFE oraz ich udział w całkowitych kosztach zarządzania OFE w latach 2005-2011**

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Koszty usług akwizycyjnych [mln PLN]	224	266	313	368	451	464	383
Koszty zarządzania OFE ogółem [mln PLN]	781	866	961	1050	1213	1232	1028
Udział kosztów akwizycyjnych w całkowitych kosztach zarządzania OFE [%]	28,70	30,79	32,64	35,06	37,20	37,70	37,25

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych OFE i PTE. Biuletyn roczny. Rynek OFE 2006-2012, Komisja Nadzoru Finansowego, 2006-2012.

Do 2010 r. stale wzrastał również udział kosztów akwizycji w ogólnych kosztach zarządzania OFE. W 2005 r. stanowiły one 28,7% całkowitych kosztów, natomiast w 2010 r. ich udział wyniósł już 37,7%. Jest to dowód na wadliwość panującego do końca 2011 r. modelu akwizycji. Oprócz wysokich kosztów wiązał się on również z możliwością nadużyć. W systemie tym nie zawsze o skuteczności pozyskiwania nowych członków decydowały czynniki obiektywne, takie jak cena czy jakość oferowanego produktu. Niekiedy głównym elementem stawała się wielkość środków przeznaczonych na akwizycję, co należy uznać za zjawisko wyjątkowo niekorzystne.

Na początku 2012 r. weszły w życie zmiany w prawie, wprowadzające zakaz akwizycji na rzecz OFE. Nowy zapis w ustawie zakazuje prowadzenia działalności akwizycyjnej na rzecz OFE polegającej na działaniach mających na celu skłonienie kogokolwiek, aby przystąpił do funduszu lub pozostawał jego członkiem. Można mieć nadzieję, iż zmiana ta doprowadzi do znacznego zmniejszenia kosztów zarządzania OFE i jednocześnie zmobilizuje OFE do konkurencji ceną (poprzez zmniejszenie wysokości prowizji i opłat za zarządzanie) oraz jakością świadczonych usług.

## **5. Propozycje dalszych modyfikacji kapitałowej części systemu emerytalnego w świetle doświadczeń wybranych państw**

Główną wadą systemu opartego na OFE, działającego na obecnych zasadach, jest brak możliwości dostosowania strategii inwestycyjnej do indywidualnych potrzeb członków funduszy. Osoba oszczędzająca na emeryturę powinna mieć możliwość wyboru OFE w kontekście horyzontu czasowego, jak również ryzyka, które jest w stanie ponieść. W początkowym okresie oszczędzania na emeryturę korzystnym jest posiadanie portfela inwestycyjnego opierającego się na akcjach. W miarę zbliżania się momentu przejścia na emeryturę w portfelu powinien natomiast wzrastać udział instrumentów bezpiecznych, czyli na przykład obligacji. Do końca 2011 wszystkie OFE posiadały bardzo podobną strukturę portfeli inwestycyjnych, co w praktyce uniemożliwia wybór OFE dostosowany do indywidualnych potrzeb.

Rozwiązaniem tego problemu, na jakie zdecydowała się część krajów, jest wprowadzenie systemu wielofundusowego nazywanego także multifunduszowym. Prekursorem takiego rozwiązania było Chile. Chilijskie fundusze emerytalne – *Administradoras de Fondos de Pensiones* (AFP) mogły bowiem do 2002 r. zaoferować członkom tylko jedno kon-

to, co przy zmniejszającej się stale liczbie funduszy sprawiało, iż osoba, która przystępowała do któregoś z nich, nie miała zbyt wielkiej możliwości wyboru. Od 2002 r. od każdego AFP wymaga się, aby prowadził co najmniej cztery rodzaje subfunduszy o różnych stopniach ryzyka. Część AFP posiada pięć subfunduszy. Oznaczone są one literami A-E, gdzie fundusz A jest funduszem o najwyższym stopniu ryzyka (inwestującym 40-50 % aktywów w akcje), natomiast fundusz E jest funduszem o najmniejszym stopniu ryzyka (inwestuje tylko w instrumenty bezpieczne). Prowadzenie subfunduszu o najwyższym stopniu ryzyka nie jest obowiązkowe. Każdy z subfunduszy musi natomiast uzyskiwać określoną stopę zwrotu oraz posiadać fundusz rezerwowy. W przypadku niezyskania minimalnej stopy zwrotu, środki wyrównawcze pobierane są z funduszu rezerwowego [Kritzer B. E., 2008].

Rozwiązania wielofunduszowe wprowadzono także w krajach nadbałtyckich. Od 2002 r. w Estonii funkcjonują obowiązkowe fundusze emerytalne. Firmy zarządzające mogą od 2005 r. oferować trzy rodzaje strategii inwestycyjnych (konserwatywną, zrównoważoną, agresywną), a członkowie muszą wybrać jedną z nich. Na rynku estońskim istnieją portfele konserwatywne (oferowane przez siedem instytucji), zrównoważone (pięć) oraz aktywne (siedem). Od września 2009 r. istnieją też portfele agresywne, prowadzone przez dwie instytucje. Łotewski obowiązkowy system kapitałowy został wprowadzony w lipcu 2001 r., jednakże do 2003 r. był on zarządzany przez państwo. Od stycznia 2003 r. ubezpieczeni mogą wybrać jedną spośród trzech strategii inwestycyjnych, które muszą być oferowane przez pięć otwartych funduszy emerytalnych. Każde towarzystwo może oferować więcej niż jeden fundusz dla danej strategii inwestycyjnej. Litewski system to dobrowolne fundusze emerytalne i inwestycyjne, które oferują 4 opcje inwestycyjne. W regionie Europy Środkowej obowiązkowy system multifunduszowy pojawił się już na Słowacji. W kraju tym ubezpieczony może wybrać tylko jedną strategię inwestycyjną. Słowackie fundusze emerytalne oferują od stycznia 2005 r. trzy rodzaje funduszy: konserwatywny, zrównoważony i agresywny. Od stycznia 2005 r. systemy wielofunduszowe funkcjonują także w Peru oraz Meksyku [Stańko D., 2010].

Polska również zmierza w kierunku wielofunduszowego systemu emerytalnego. Powstało już kilka koncepcji takiego systemu (swoje propozycje wysunęły między innymi Komisja Nadzoru Finansowego oraz Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych). Istotną kwestią przy projektach zmian jest udział inwestycji zagranicznych w portfelach nowych

funduszy. Wydaje się, iż korzystnym rozwiązaniem byłoby zwiększenie limitu tych inwestycji dla funduszy agresywnych (dynamicznych) oraz zrównoważonych. Pomogłoby to rozwiązać problem niedostatecznej podaży akcji na polskich rynkach kapitałowych oraz zagrożenia tzw. bańką spekulacyjną. Dodatkowo umożliwiłoby większą dywersyfikację aktywów oraz odejście od nadmiernego inwestowania w obligacje skarbowe. W przypadku funduszy konserwatywnych, dedykowanych osobom, które w niedługim czasie mają przejść na emeryturę, udział inwestycji zagranicznych powinien być ograniczony, aby minimalizować niekorzystny wpływ potencjalnych kryzysów rynku międzynarodowego na wartość zgromadzonych oszczędności. Podobnie można uregulować zasady wykorzystania pochodnych instrumentów finansowych. Fundusze agresywne oraz zrównoważone powinny mieć możliwość używania ich w celu zabezpieczenia inwestycji. Korzystanie z instrumentów pochodnych w celach spekulacyjnych powinno być nadal zabronione.

Osobnym elementem wymagającym zmian jest sposób oceny efektywności inwestycyjnej funduszy. Stosowany do tej pory *benchmark* w postaci minimalnej wymaganej stopy zwrotu obliczanej w okresie trzyletnim poddawany jest szerokiej krytyce ze strony środowisk eksperckich. Po pierwsze jest to *benchmark* wewnętrzny (skład portfela *benchmarku* jest określany na podstawie składów portfeli grupy podmiotów, dla której jest tworzony). Poza warunkiem mierzalności nie spełnia on jednak żadnego z kryteriów prawidłowego *benchmarku*. W szczególności, jego główną wadą jest to, iż nie jest określony na początku procesu zarządzania portfelem. Oznacza to, iż zarządzający nie może wprowadzić *benchmarku* do procesu zarządzania [Jajuga K., 2010]. Po drugie istotną wadą średniej ważonej stopy zwrotu jest obliczanie jej dla okresu trzyletniego. Wymusza to ocenę działalności funduszu również w horyzoncie trzyletnim, a przecież OFE to inwestor o długim horyzoncie. Z powyższych rozważań wynika, że istniejące rozwiązanie w postaci średniej ważonej stopy zwrotu jest nieodpowiednie i powinno być zastąpione inną miarą efektywności działalności funduszy, która ma u podstaw *benchmark* zewnętrzny (skład tego *benchmarku* nie jest zdefiniowany składem portfeli, które są na jego podstawie oceniane).

## Zakończenie

Modyfikacja polskiego systemu emerytalnego jest nadal jednym z kluczowych problemów przed jakimi stają rządzący. Istniejący do 1999

r. system repartycyjny dobrze spełniał swoją rolę, dopóki kraj cechował się rozwojem demograficznym i młodą strukturą wieku ludności. Pogłębiające starzenie się społeczeństwa spowodowało jednak konieczność zmiany systemu emerytalnego na częściowo kapitałowy. Okazało się jednak, iż nowe rozwiązania nie do końca spełniają pokładane w nich oczekiwania. Globalny kryzys finansowy zapoczątkowany w 2007 r. uwypuklił niedoskonałości istniejącego systemu, co zaowocowało wprowadzeniem do niego szeregu modyfikacji. Główne zmiany skupiły się na funkcjonowaniu OFE.

Podstawową modyfikacją było ograniczenie części składki przekazywanej do funduszy (z 7,3% do 2,3% podstawy wymiaru składki). Rząd argumentował, iż zbyt wysoka składka odprowadzana do OFE jest jedną z najważniejszych przyczyn niedoboru w systemie emerytalnym oraz deficytu budżetowego. Niestety przyczyn tych zjawisk należy szukać gdzie indziej, gdyż zarówno wzrost niedoboru w FUS jak również deficytu budżetowego, nie był proporcjonalny do wzrostu odprowadzanych do OFE składek.

Reformy z 2011 r. wprowadziły również modyfikacje w innych aspektach funkcjonowania OFE. Wprowadzono między innymi zakaz akwizycji na rzecz OFE, który wszedł w życie 01.01.2012. Zmianę tę należy uznać za korzystną. Funkcjonujący do tej pory system akwizycji generował bardzo wysokie koszty. Mógł również prowadzić do nadużyć i dokonywania nieracjonalnych wyborów przez członków funduszy. Do dużych zmian doszło w regulacjach dotyczących działalności inwestycyjnej OFE. Podkreślić należy wagę systematycznego zwiększania limitu inwestycji w akcje. Powinien on umożliwić funduszom bardziej elastyczne i efektywne tworzenie portfeli inwestycyjnych. Część kapitałowa systemu wymaga jednak dalszych przekształceń. Nastąpić powinno przede wszystkim umożliwienie członkom funduszy wyboru OFE dostosowanego do indywidualnych potrzeb (szczególnie w kontekście horyzontu czasowego oszczędzania). Można tego dokonać przez wprowadzenie systemu wielofunduszowego tak jak miało to miejsce w Chile, Peru, krajach Europy Bałtyckiej czy na Słowacji. Stworzenie funduszy, czy też subfunduszy o różnych strategiach inwestycyjnych, dostosowanych do indywidualnych potrzeb uczestników systemu zwiększyłoby znacznie efektywność całego systemu emerytalnego. Ważną rolę zaczęłyby odgrywać również działalność doradcza OFE, która dotychczas traktowana była marginalnie.



Również system emerytalny jako całość wymaga poważnych modyfikacji. Do najważniejszych należy likwidacja przywilejów emerytalnych, reforma KRUS, stopniowe podwyższanie wieku emerytalnego. Wdrożenie każdej z tych zmian potrwa prawdopodobnie wiele lat. Nie będzie ono z pewnością proste, z powodu sprzeciwu części grup społecznych. Zmiany te są jednak niezbędne i powinny być dokonane jak najszybciej.

## Literatura

1. *Biuletyn roczny. Rynek OFE 2005-2011 (2006-2012)*, Komisja Nadzoru Finansowego.
2. Dębski W. (2006), *Fundusze emerytalne w Polsce i ich wpływ na rozwój rynku kapitałowego*, Bank i Kredyt, listopad-grudzień.
3. Flis M., Pękała P., Wojciechowski W. (2009), *Co warto zmienić?*, Gazeta Bankowa, nr 29.
4. Jajuga K. (2010), *Ocena wyników zarządzania inwestycjami – zastosowanie zewnętrznego benchmarku w odniesieniu do funduszy emerytalnych*, w: *Wielofunduszowość w systemie emerytalnym*, Wiktorow A., Wyżnikiewicz B. (red.), Instytut Badań Nad Gospodarką Rynkową, Warszawa.
5. Kritzer B. E. (2008), *Chile's Next Generation Pension Reform*, Social Security Bulletin, U.S. Social Security Administration – Office of Retirement and Disability Policy, październik.
6. Misiąg W. (2010), *Wpływ systemu emerytalnego na budżet państwa i dług publiczny*, w: *Wielofunduszowość w systemie emerytalnym*, Wiktorow A., Wyżnikiewicz B. (red.), Instytut Badań Nad Gospodarką Rynkową, Warszawa.
7. Oficjalna strona internetowa Głównego Urzędu Statystycznego, [www.stat.gov.pl](http://www.stat.gov.pl), (15.01.2012).
8. Oficjalna strona internetowa Komisji Nadzoru Finansowego, [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl), (16.03.2012).
9. Oficjalna strona internetowa Zakładu Ubezpieczeń Społecznych, [www.zus.pl](http://www.zus.pl), (20.03.2012).
10. Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 26 kwietnia 2011 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, Dz. U. 2011, nr 90, poz. 516.
11. Stańko D. (2010), *Doświadczenia we wprowadzaniu wielofunduszowości w innych krajach*, w: *Wielofunduszowość w systemie emerytalnym*, Wik-

- torow A., Wyżnikiewicz B. (red.), Instytut Badań Nad Gospodarką Rynkową, Warszawa.
12. Ustawa z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych, tekst jednolity: Dz.U. 2011, nr 75, poz. 398.
  13. Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, tekst jednolity: Dz. U. 2010, nr 34, poz. 189 z późn. zm.
  14. Zaremba L. S. (2003), *Optymalny podział kapitału w funduszach emerytalnych*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Białymstoku, Białystok.
  15. Zieliński M. (2011), *OFE a dług publiczny*, Nowe Życie Gospodarcze, nr 2.

### Streszczenie

Celem niniejszego artykułu jest prezentacja oraz ocena przeprowadzonych zmian w zasadach funkcjonowania otwartych funduszy emerytalnych w Polsce w latach 2009-2012. Modyfikacji uległy wówczas między innymi: wysokość składki trafiająca do funduszy, wysokość pobieranych prowizji oraz opłat za zarządzanie, limity inwestycyjne, zasady akwizycji. Praca prezentuje także propozycje dalszych reform kapitałowej części systemu emerytalnego. W badaniach wykorzystano materiały statystyczne z lat 2005-2011 udostępniane przez Główny Urząd Statystyczny, Komisję Nadzoru Finansowego oraz Zakład Ubezpieczeń Społecznych. W wyniku przeprowadzonych analiz pozytywnie oceniono zwiększenie dopuszczalnego udziału akcji w portfelach inwestycyjnych funduszy, zniesienie działalności akwizycyjnej oraz zmniejszenie wysokości pobieranych opłat i prowizji. Za nieuzasadnione uznano natomiast zmniejszenie składki trafiającej do funduszy i przekazanie uzyskanych środków na subkonta w Zakładzie Ubezpieczeń Społecznych.

### Słowa kluczowe

fundusze emerytalne, system emerytalny, zmiany

### Changes of the rules of the open pension funds functioning in the years 2009-2012 (Summary)

The aim of this article is to present and to assess changes made in the rules of functioning of the open pension funds in Poland in the years 2009-2012. Many alterations were made, including the amount of premium transferred to funds, the amount of commissions and management fees, investment limits and the rules of direct selling. In addition, the article presents the propositions of the further reforms of the capital part of the pension system. Statistical data from

---

the years 2005-2011, provided by the Central Statistical Office (GUS), Financial Supervisory Commission (KNF) and Department of Social Insurance (ZUS) were used in the research. As the result of the conducted analysis the increase of maximal participation of stock in the investment portfolio, abolition of the direct selling and lowering the amount of commissions and management fees were rated positively. The lowering of the premium transferred to funds and transmission of the obtained money to the sub-accounts of the Department of Social Insurance were rated as unreasonable.

**Keywords**

pension funds, social security system, Poland, changes