

**Elwira Leśna-Wierszolicz**

Zachodniopomorski Uniwersytet Technologiczny w Szczecinie

## **OCENA OGRANICZEŃ DECYZJI INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH**

### **1. Wstęp**

Od początku funkcjonowania w Polsce zreformowanego systemu emerytalnego trwa dyskusja na temat właściwych uregulowań prawnych w zakresie działalności inwestycyjnej otwartych funduszy emerytalnych (OFE). W związku ze zwiększaniem środków zarządzanych przez otwarte fundusze emerytalne zarządzający coraz częściej wskazują na konieczność zmiany limitów inwestycyjnych zarówno w odniesieniu do inwestycji zagranicznych, jak i udziału poszczególnych kategorii lokat w portfelach OFE.

### **2. Limity w zakresie działalności lokacyjnej OFE oraz propozycje zmian**

Pieniądze pochodzące ze składek członków otwartych funduszy emerytalnych mogą być inwestowane tylko w ściśle określony sposób. Limity inwestycyjne<sup>1</sup> należą bez wątpienia do najważniejszych regulatorów całej polityki inwestycyjnej. Wysokość limitu dotyczącego danej kategorii lokat uzależniona jest od ryzyka, jakim są one obciążone. W związku z nadrzędnym celem zapewnienia maksymalnego bezpieczeństwa lokat oraz znacznymi ograniczeniami inwestycyjnymi aktywa otwartych funduszy emerytalnych są przede wszystkim lokowane w bezpieczne papiery wartościowe, takie jak obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez Skarb

---

<sup>1</sup> Limity inwestycyjne dotyczą zarówno kategorii lokat, jak i ograniczeń ilościowych w ramach określonych kategorii. Limity odnoszące się do poszczególnych kategorii lokat narzuca art. 141 Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (DzU nr 139, poz. 934, z późn. zm.). Ustawa nie określa natomiast, jaka maksymalna część aktywów funduszu emerytalnego może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach – obowiązek taki w odniesieniu do otwartych funduszy emerytalnych spoczywa na Radzie Ministrów.

Państwa lub Narodowy Bank Polski lub obligacje i inne papiery wartościowe opiewające na świadczenia pieniężne gwarantowane lub poręczne przez te podmioty.

Zgodnie z art. 142 ust. 2 Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych jedną z podstawowych zasad dywersyfikacji portfela inwestycyjnego jest zakaz inwestowania więcej niż 5% aktywów funduszu w papiery wartościowe jednego emitenta. Ponadto, w przypadku lokat w depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe w walucie polskiej, nie więcej niż 5% wartości aktywów funduszu może być ulokowane w jednym banku lub w większej liczbie banków będących podmiotami związanymi, przy czym w przypadku jednego dowolnie wybranego banku lub grupy banków będących podmiotami związanymi limit ten może wynosić 7,5%.

Otwarty fundusz emerytalny może prowadzić działalność inwestycyjną także poza granicami kraju. Uwarunkowania prawne w tym zakresie podaje Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 23 grudnia 2003 r. w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju<sup>2</sup>. Zgodnie z zawartymi tam przepisami aktywa funduszu emerytalnego mogą być lokowane w państwach będących członkami Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) oraz w państwach, z którymi Rzeczpospolita Polska jest związana umowami o popieraniu i wzajemnej ochronie inwestycji. Maksymalny pułap inwestycji zagranicznych został określony na 5% wartości aktywów.

Obowiązujące w Polsce regulacje prawne powodują, że blisko 100% aktywów funduszy emerytalnych jest lokowanych na rynku krajowym. Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych<sup>3</sup> zwraca uwagę, że tak wysoka koncentracja na jednym rynku jest sprzeczna z zasadą dywersyfikacji ryzyka inwestycyjnego, przez co może stanowić zagrożenie dla wielkości kapitału emerytalnego gromadzonego w funduszach emerytalnych i w konsekwencji – dla wysokości emerytur wypłacanych w przyszłości uczestnikom programu emerytalnego<sup>4</sup>. Wprowadzenie wyższych limitów dla inwestycji zagranicznych powinno się odbywać stopniowo w celu zapewnienia bezpieczeństwa efektów działalności inwestycyjnej funduszy<sup>5</sup>. Zdaniem IGTE

<sup>2</sup> DzU nr 229, poz. 2286.

<sup>3</sup> Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych (IGTE) powstała 28 maja 1999 r. Podstawą prawną jej działalności są Ustawa z dnia 30 maja 1989 r. o izbach gospodarczych oraz statut przyjęty przez członków IGTE. Izba jest organizacją samorządu gospodarczego i zrzesza obecnie 12 towarzystw emerytalnych spośród 14 działających na rynku. Członkami Izby są powszechnie towarzystwa emerytalne działające na podstawie przepisów Ustawy z dnia 26 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, takie jak: AEGON PTE SA, AIG PTE SA, PTE ALLIANZ POLSKA SA, AXA PTE SA, PTE BANKOWY SA, COMMERCIAL UNION PTE BPH CU WBK SA, GENERALI PTE SA, ING PTE SA, NORDEA PTE SA, PEKAO PIONEER PTE SA, PTE WARTA SA oraz PTE PZU SA.

<sup>4</sup> *Stanowisko Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych wobec wystąpienia Komisji Wspólnot Europejskich do Rządu RP z dnia 23 października 2007 roku w sprawie ograniczeń w przepisach dotyczących inwestycji OFE*, Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych, 14 listopada 2007 r.

<sup>5</sup> T. Miziołek, *Zmiany w polityce inwestycyjnej OFE*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2008, nr 3, s. 36.

dywersyfikacja aktywów umożliwi nie tylko wypracowanie wyższych stóp zwrotu, ale także zmniejszenie ryzyka inwestycyjnego, co jest niezmiernie istotne w przypadku długoterminowych strategii inwestycyjnych funduszy emerytalnych<sup>6</sup>.

Za zwiększeniem limitu na inwestycje zagraniczne do 30% opowiada się także wiceprezes NBP Krzysztof Rybiński, który twierdzi, że „przyszli polscy emeryci powinni mieć prawo do większej dywersyfikacji aktywów, co powinno prowadzić do wyższych stóp zwrotu lub mniejszego ryzyka w długim okresie”. Przedstawiciele powszechnych towarzystw emerytalnych także na ogół postulują zwiększenie limitu na inwestycje zagraniczne, do np. 20% w perspektywie kilku lat. Rafał Mikusiński, zarządzający aktywami AIG OFE, uważa, że „otwarte fundusze emerytalne chcą większej swobody w inwestowaniu, ponieważ (...) limity inwestycyjne nałożone na OFE zagrażają bezpieczeństwu aktywów klientów”<sup>7</sup>. Z kolei Michał Szymański, dyrektor inwestycyjny Commercial Union OFE BPH CU WBK, jest przekonany o tym, że Giełdzie Papierów Wartościowych grozi tzw. bąbel spekulacyjny. Fundusze emerytalne inwestują bowiem przede wszystkim w największe spółki na rynku, co może się przyczynić do przewartościowania papierów wartościowych tych przedsiębiorstw, a w konsekwencji do narastania bąbla spekulacyjnego. Co więcej, według Michała Szymańskiego „potrzebne jest zniesienie barier, które utrudniają, a czasem nawet uniemożliwiają inwestycje w atrakcyjne inwestycje zagraniczne w ramach obecnego limitu”<sup>8</sup>. Adam Kałdus, ówczesny dyrektor Departamentu Nadzoru Funduszy Emerytalnych KNUiFE, również twierdzi, że „poszerzenie limitu inwestycji zagranicznych do 20% umożliwi efektywną dywersyfikację, jednocześnie nie ograniczając istotnie strumienia środków funduszy kierowanych do gospodarki krajowej. Polska gospodarka potrzebuje kapitału, ograniczenia dla inwestycji powinny więc pozostać, ale na poziomie nieco wyższym od obecnego”. Profesor Marek Góra, współtwórca reformy systemu emerytalnego, uważa, że „limity na inwestycje OFE wprowadzone w 1999 roku były konieczne na wczesnym etapie rozwoju rynku (...). Dziś wiadomo jednak, jak rynek funkcjonuje, i czas by te ograniczenia rozluźnić, co przyniesie korzyść uczestnikom systemu emerytalnego (...). Trzymanie się obecnego limitu to przejaw archaicznego myślenia”<sup>9</sup>.

Powszechnie krytykowany jest także sposób obciążania powszechnych towarzystw emerytalnych kosztami związanymi z dokonywaniem inwestycji zagranicznych. Obecnie dla powszechnych towarzystw emerytalnych inwestycje zagraniczne są bardziej kosztowne niż krajowe. Na mocy art. 136a ust. 2 oraz art. 137 Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych opłaty ponoszone na rzecz zagranicznych instytucji rozliczeniowych za obsługę transak-

<sup>6</sup> *Propozycje zmian przepisów dotyczących instrumentów finansowych dostępnych dla funduszy emerytalnych przygotowane przez Izbę Gospodarczą Towarzystw Emerytalnych, Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych*, 6 lutego 2008 r.

<sup>7</sup> A. Piwowska, *Zarządzający: mie możemy efektywnie inwestować*, „Dziennik Finansowy” z 22 czerwca 2007, s. 11.

<sup>8</sup> A. Stec, *Jak zapobiec bańce spekulacyjnej*, „Gazeta Wyborcza” z 25 lipca 2007, s. 22.

<sup>9</sup> M. Żuk, *Jak bronić interesu członków OFE?*, „Gazeta Ubezpieczeniowa” 2007, nr 48 (451), s. 13.

cji kupna/sprzedaży zagranicznych aktywów pokrywane są z aktywów funduszu do wysokości, która nie przekracza odpowiednich kosztów krajowych instytucji rozliczeniowych. Pozostałą część pokrywa powszechne towarzystwo emerytalne. Ponadto wciąż nie ustalono, czy płacenie podatku od dywidendy z inwestycji zagranicznych jest obowiązkiem otwartego funduszu, czy towarzystwa emerytalnego. Wszelkie koszty operacyjne związane z inwestycjami zagranicznymi (takie jak: prowizja, opłata za przechowywanie aktywów, wspomniany wyżej podatek od dywidendy) powinien pokrywać otwarty fundusz emerytalny.

Co więcej, należy umożliwić otwartym funduszom emerytalnym lokowanie części aktywów na rynku nieruchomości, który w długim okresie mógłby zapewnić wysokie stopy zwrotu, pod warunkiem że inwestowanie odbywałoby się za pośrednictwem specjalnych funduszy nieruchomościowych, których jednostki uczestnictwa notowane byłyby na GPW. Strategia inwestycyjna funduszu nieruchomościowego musiałaby być zorientowana na dywersyfikację ryzyka inwestycyjnego między różne segmenty rynku nieruchomości<sup>10</sup>.

Prezes Giełdy Papierów Wartościowych, Ludwik Sobolewski, opowiada się natomiast za zwiększeniem limitów inwestycyjnych w akcje. Jego zdaniem limit 40% na inwestycje w akcje jest umiarkowany w porównaniu z innymi krajami i należy go podnieść<sup>11</sup>. Za zwiększeniem limitu na inwestycje w akcje opowiada się także IGTE, która twierdzi równocześnie, że z powodu braku alternatywnych instrumentów otwarte fundusze emerytalne muszą kupować obligacje skarbowe po cenie zawyżonej przez ich własny, sztuczny popyt<sup>12</sup>.

### 3. Wyniki ankietyzacji

W celu potwierdzenia założeń dotyczących konieczności przeprowadzenia zmian w działalności inwestycyjnej OFE do zarządzających aktywami funduszy emerytalnych rozesłano ankiety z prośbą o ich wypełnienie. Mimo iż ankiety zostały odesłane jedynie przez cztery fundusze emerytalne spośród wszystkich funkcjonujących na rynku, można sformułować pewne wnioski. Jednocześnie należy zaznaczyć, że ze względu na to, iż osoby zarządzające aktywami zastrzegły sobie prawo do anonimowości, przytaczanie ich wypowiedzi z podaniem nazw funduszy emerytalnych, które reprezentują, jest niemożliwe.

Zarządzający aktywami dwóch funduszy emerytalnych stwierdzili, że obowiązujące obecnie limity inwestycyjne powinny pozostać na niezmiennym poziomie. Osoba odpowiedzialna za strategię inwestycyjną jednego z funduszy argumentowała

<sup>10</sup> Por. A. Szyszka, *Działalność otwartych funduszy emerytalnych a funkcjonowanie polskiego rynku kapitałowego*, „Bank i Kredyt”, luty 2005, s. 75.

<sup>11</sup> B. Golba, *Resort finansów zajmie się limitami OFE*, „Dziennik Finansowy” z 28-29 lipca 2007, s. 10.

<sup>12</sup> *Stanowisko Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych wobec wystąpienia Komisji Wspólnot Europejskich do Rządu RP z dnia 23 października 2007 roku...*

to tym, że owe „limity (w tym także na inwestycje zagraniczne) gwarantują wysoki poziom bezpieczeństwa powierzonych środków oraz umożliwiają lokowanie środków w szeroką gamę instrumentów finansowych”. Zarządzający drugim funduszem, który także nie popierał zmiany obowiązujących limitów inwestycyjnych, stwierdził, że „obecny system limitów funkcjonuje od wielu lat i że nie należy pochopnie go zmieniać”. Dodatkowym argumentem przemawiającym za pozostawieniem limitów na dotychczasowym poziomie było uzasadnienie, że „wiele limitów (w tym na inwestycje zagraniczne, inwestycje w certyfikaty inwestycyjne czy inwestycje w obligacje nieskarbowe) nie jest w pełni wykorzystanych przez zarządzających”. Można przy tym zaobserwować pewną prawidłowość: przeciwnikami zmian limitów inwestycyjnych okazali się zarządzający funduszami emerytalnymi, które nie są członkami Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych.

Natomiast zarządzający dwoma innymi funduszami emerytalnymi, które są zrzeszone w IGTE, opowiedzieli się za zmianą obowiązujących obecnie limitów inwestycyjnych. Można zatem przypuszczać, że zarządzający aktywami pozostałych funduszy emerytalnych, które także są zrzeszone w IGTE i identyfikują się z jej stanowiskiem, są zwolennikami zmian w ustanowionych limitach inwestycyjnych.

Jeden z zarządzających stwierdził, że „limity nie przystają do etapu rozwoju rynków finansowych oraz sytuacji funduszy emerytalnych. Aktywa otwartych funduszy emerytalnych są zbyt duże w porównaniu do oferty lokalnego rynku”. Zaproponował również zmianę limitu w odniesieniu do akcji spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, a także notowanych na regulowanym rynku giełdowym prawach poboru, prawach do akcji oraz obligacjach zamiennych na akcje tych spółek oraz akcji NFI z 40% na 20-70% (uzależniając konkretną wielkość od wieku ubezpieczonego oraz lat do emerytury). Ten sam zarządzający uznał, że skutkiem zwiększenia limitu na inwestycje zagraniczne będzie „dodatkowa możliwość dywersyfikacji portfela inwestycyjnego funduszy zmniejszająca ryzyko prowadzenia działalności inwestycyjnej oraz inwestycje w aktywa o długoterminowych perspektywach wzrostu, których brak na rynku lokalnym”. Uznał również, że „konieczność inwestowania większości aktywów w obligacje skarbowe zmniejsza efektywność działalności funduszy emerytalnych”. Zgodził się również z tym, że:

- narzucone limity inwestycyjne utrudniają swobodny wybór instrumentów do portfela inwestycyjnego, przez co uniemożliwiają efektywne zarządzanie funduszami,
- należałoby umożliwić funduszom lokowanie części aktywów na rynku nieruchomości tylko przez wyspecjalizowane fundusze (zamknięte, specjalistyczne),
- należałoby umożliwić funduszom zabezpieczenie portfela inwestycyjnego instrumentami pochodnymi,
- istnieje niebezpieczeństwo przewartościowania papierów wartościowych tych przedsiębiorstw i w rezultacie narastanie tzw. bąbla spekulacyjnego ze względu na to, że fundusze emerytalne inwestują głównie w największe spółki na rynku.

#### 4. Rekomendacje zmian w zakresie polityki inwestycyjnej OFE

We wrześniu roku 2008 zastrzeżenia w stosunku do obowiązującego limitu na inwestycje zagraniczne zgłosiła Komisja Europejska. Komisja zażądała od Polski zniesienia ustawowych ograniczeń, jakim podlegają otwarte fundusze emerytalne przy dokonywaniu inwestycji za granicą, uznając, że nałożone na OFE limity stanowią ograniczenie swobodnego przepływu kapitału, czyli są sprzeczne z podstawową zasadą wspólnego unijnego rynku. Komisja Europejska poddała także krytyce sposób obciążania powszechnych towarzystw emerytalnych kosztami inwestycji zagranicznych.

Minister finansów w obliczu konieczności zmian w przepisach regulujących politykę inwestycyjną otwartych funduszy emerytalnych powołał na wniosek Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych grupę roboczą przy Radzie Rozwoju Rynku Finansowego, która wydała wstępne rekomendacje<sup>13</sup>. Grupa robocza pod koniec stycznia br. podjęła decyzję o stopniowym zwiększaniu limitu na inwestycje zagraniczne z obecnych 5% wartości aktywów do poziomu 30% w roku 2015 (10% do końca roku 2010, 15% do końca roku 2012 oraz 20% do końca roku 2014).

Zniesiony ma być ponadto przepis, który przewiduje możliwość inwestowania OFE tylko w akcje firm posiadających rating, czyli ocenę wiarygodności kredytowej na poziomie inwestycyjnym. Sytuacja taka ogranicza bowiem możliwość zakupu spółek w dobrej kondycji, które nie finansują się długiem i w związku z tym nie potrzebują ratingu będącego potwierdzeniem możliwości jego spłaty. Grupa robocza przy Radzie Rozwoju Rynku Finansowego ostatecznie ustaliła, że rating będzie wymagany jedynie w odniesieniu do dłużnych papierów wartościowych. Inwestycje w pozostałe instrumenty, czyli m.in. akcje, prawa do akcji, prawa poboru, warianty subskrypcyjne czy kwity depozytowe emitowane na podstawie zagranicznych przepisów, mają podlegać tylko ocenie inwestorów, czyli samych otwartych funduszy emerytalnych<sup>14</sup>.

Grupa robocza proponuje także, aby koszty związane z inwestycjami zagranicznymi pokrywane były z aktywów otwartych funduszy emerytalnych, pod warunkiem że rozliczenia dokonywane będą z uznanymi zagranicznymi izbami rozliczeniowymi (odpowiednikami Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych). Ponadto grupa robocza przy Radzie Rozwoju Rynku Finansowego rekomenduje umożliwienie otwartym funduszom emerytalnym lokowania do 10% aktywów w tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania będące przedmiotem obrotu na podstawowych giełdach rynków kapitałowych (tzw. fundusze ETF). Poza tym OFE będą mogły inwestować w warianty subskrypcyjne, co stwarza z kolei dodatkowe możliwości udziału OFE w nowych emisjach akcji spółek notowanych na rynku krajowym. Otwarte fundusze emerytalne będą miały również możliwość pożyczania papierów wartościowych oraz inwestowania w prawa pochodne, które będą służyć jako zabezpieczenie przed spadkiem wartości posiadanych aktywów<sup>15</sup>.

<sup>13</sup> Por. M. Dygas, *Izba krytykuje „Gazeta Bankowa”* 2009, nr 8 (1060), s. 35.

<sup>14</sup> M. Jaworski, *Do 30 proc. aktywów OFE za granicą*, „Gazeta Prawna” 2009, nr 20, s. A10.

<sup>15</sup> Por. K. Ostrowska, *Nowe kategorie lokat dla OFE*, „Rzeczpospolita” z 29 stycznia 2009, s. B7.



## 5. Podsumowanie

W pierwszych latach funkcjonowania nowego systemu emerytalnego ograniczenia inwestycyjne były niewątpliwie wskazane, a nawet można stwierdzić, że były niezbędne. W tamtym okresie założono jednocześnie, że wraz z rozwojem rynku i ze wzrostem aktywów otwartych funduszy emerytalnych nastąpią zmiany w zakresie regulacji działalności inwestycyjnej OFE. W styczniu br. grupa robocza przy Radzie Rozwoju Rynku Finansowego, mając na uwadze fakt, iż narzucone limity utrudniają swobodny wybór instrumentów do portfela inwestycyjnego, przez co uniemożliwiają efektywne zarządzanie otwartymi funduszami emerytalnymi, podjęła ostateczne działania zmierzające do zwiększenia limitu na inwestycje zagraniczne oraz rozszerzenia katalogu instrumentów finansowych dostępnych dla OFE.

## Literatura

- Dygas M., *Izba krytykuje*, „Gazeta Bankowa” 2009, nr 8 (1060).
- Golba B., *Resort finansów zajmie się limitami OFE*, „Dziennik Finansowy” z 28-29 lipca 2007.
- Jaworski M., *Do 30 proc. aktywów OFE za granicą*, „Gazeta Prawna” 2009, nr 20.
- Miziołek T., *Zmiany w polityce inwestycyjnej OFE*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2008, nr 3.
- Ostrowska K., *Nowe kategorie lokat dla OFE*, „Rzeczpospolita” z 29 stycznia 2009.
- Piwońska A., *Zarządzający: nie możemy efektywnie inwestować*, „Dziennik Finansowy” z 22 czerwca 2007.
- Propozycje zmian przepisów dotyczących instrumentów finansowych dostępnych dla funduszy emerytalnych przygotowane przez Izbę Gospodarczą Towarzystw Emerytalnych*, Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych, 6 lutego 2008 r.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 23 grudnia 2003 r. w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju.
- Stanowisko Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych wobec wystąpienia Komisji Wspólnot Europejskich do Rządu RP z dnia 23 października 2007 roku w sprawie ograniczeń w przepisach dotyczących inwestycji OFE*, Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych, 14 listopada 2007.
- Stec A., *Jak zapobiec bańce spekulacyjnej*, „Gazeta Wyborcza” z 25 lipca 2007.
- Szyszka A., *Działalność otwartych funduszy emerytalnych a funkcjonowanie polskiego rynku towarzystw emerytalnych*, 6 lutego 2008.
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych.
- Żuk M., *Jak bronić interesu członków OFE?*, „Gazeta Ubezpieczeniowa” 2007, nr 48 (451).

## THE EVALUATION OF INVESTMENT DECISIONS LIMITS OF OPEN PENSION FUNDS

### Summary

The article contains the evaluation of investment limits of open pension funds, proposals of changes in this range and conclusions from the questionnaire. The article also presents the recommendations of changes in range of the investment policy given by the Development Board Working Group of Financial Market in January this year.