

Paweł Trippner

Spółeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi

ZRÓŻNICOWANIE POLITYKI INWESTYCYJNEJ OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH

1. Wstęp

Formuła systemu emerytalnego w Polsce jest jednym z bardziej kontrowersyjnych problemów, jakie pojawiły w ostatnich latach. Oddziaływanie ekonomiczne świadczeń emerytalnych w naszym kraju wzrosło w latach dziewięćdziesiątych w sposób bardzo istotny. Spowodowało ono wzrost kosztów pracy oraz znaczne obciążenie budżetu państwa wydatkami na cele społeczne. Jest to rezultat znacznego wzrostu wysokości świadczeń emerytalnych i rentowych wynikającego z regularnych ich waloryzacji oraz wzrostu liczby świadczeniobiorców. Sytuacja ta jest efektem starzenia się społeczeństwa oraz wynikiem obowiązywania przepisów pozwalających na wcześniejsze przechodzenie na emeryturę. Dalsze utrzymywanie się takiej sytuacji spowodowałoby konieczność podniesienia poziomu składek płaconych do ZUS, czyli wzrost kosztów pracy. Niezbędne stało się zatem wprowadzenie reformy systemu emerytalnego, w wyniku której przyszłe świadczenia zostaną w znacznej mierze uniezależnione od sytuacji budżetu państwa. Ich wysokość będzie wynikać z poziomu dochodów obywateli, stażu w funduszu emerytalnym, a także efektywności prowadzonej przez niego polityki inwestycyjnej.

Powstanie otwartych funduszy emerytalnych stanowiło konsekwencję wprowadzenia do zreformowanego systemu emerytalnego zasady kapitalizacji składek, co stworzyło możliwości wykorzystania instrumentów rynku pieniężnego i kapitałowego do inwestowania i pomnażania przynajmniej części gromadzonych przez przyszłych emerytów środków finansowych.

Cechą charakterystyczną inwestowania za pośrednictwem instytucji finansowych jest różnicowanie dokonywanych przez nie lokat poprzez dywersyfikację

portfela inwestycyjnego. Takie działanie powoduje występowanie konkurencji między tymi instytucjami dotyczącej wysokości osiąganych stóp zwrotu, co dzieje się z korzyścią dla ich klientów.

Celem opracowania jest odpowiedź na pytanie, czy w obszarze II filaru emerytalnego występuje w tym zakresie pełna i swobodna konkurencja, czy też w wyniku obowiązywania minimalnej, oczekiwanej stopy zwrotu mniejsze fundusze budują swoje portfele lokacyjne na podstawie obserwacji struktur portfeli dużych uczestników rynku.

2. Zadania stawiane otwartym funduszom emerytalnym

Aktem prawnym, który reguluje działalność funduszy emerytalnych w Polsce, jest Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych¹ z dalszymi zmianami. Według ustawy fundusz emerytalny jest osobą prawną, której przedmiotem działalności jest gromadzenie środków pieniężnych i ich lokowanie z przeznaczeniem na wypłatę członkom funduszu po osiągnięciu przez nich wieku emerytalnego.

Ustawodawca, powołując do życia nowe instytucje finansowe, nałożył na nie precyzyjnie określone zadania. Podstawowym ich celem jest zgromadzenie na rachunku swoich klientów maksymalnie wysokiego poziomu kapitału, jednakże ze względu na bardzo długi horyzont inwestycyjny oraz społeczne konsekwencje ponoszenia zbyt wysokiego poziomu ryzyka polityka inwestycyjna nie może być prowadzona w sposób agresywny. Inwestorzy działający w II filarze emerytalnym zobowiązani są do przestrzegania zasady maksymalizowania stóp zwrotu przy ponoszeniu stałego i akceptowanego poziomu ryzyka inwestycyjnego [7, s. 178-179].

Ograniczenia inwestycyjne, jakie są nałożone przez ustawę na OFE, są bardzo restrykcyjne. Dotyczą one przede wszystkim instrumentów charakteryzujących się wysokim poziomem ryzyka. Intencją ustawodawcy było zapewnienie efektywnej dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych OFE oraz skuteczne ograniczenie poziomu ich ryzyka. Ustawa w sposób precyzyjny i jednoznaczny określa kategorie lokat, w które mogą lokować zebrane środki fundusze emerytalne, oraz ustala maksymalny poziom zaangażowania w każdą z nich. Jedynymi instrumentami, na jakie nie zostały nałożone ograniczenia, są obligacje i bony skarbowe, czyli te, które niosą minimalny poziom ryzyka, osoba emitenta gwarantuje zaś pełną wypłacalność. Wprowadzenie 40% ograniczenia lokat w akcje, czyli w instrumenty o wysokim ryzyku, umiejscawiają portfele OFE w pobliżu funduszy inwestycyjnych zrównoważonych oraz stabilnego wzrostu. Ich długookresowym celem jest stały i regularny wzrost wartości aktywów [3, s. 202-203].

¹ DzU nr 139, poz. 934.

Tabela 1. Kategorie lokat, w które mogą lokować swoje aktywa OFE, oraz ich ograniczenia

Typ lokaty	Maksymalny poziom aktywów (%)
Akcje spółek giełdowych	40
Akcje spółek giełdowych notowanych na CTO oraz akcje spółek dopuszczonych do obrotu, lecz nienotowanych na GPW i w centralnej tabeli ofert	10
Obligacje skarbowe i bony skarbowe	bez ograniczeń
Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	20
Jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych	15
Obligacje i inne papiery wartościowe, emitowane przez gminy i związki komunalne, niedopuszczone do publicznego obrotu	15
Certyfikaty uczestnictwa funduszy inwestycyjnych mieszanych i zamkniętych	10
Akcje narodowych funduszy inwestycyjnych	10
Świadczenia rekompensacyjne	7,5
Obligacje innych podmiotów niż gminy oraz obligacje i inne papiery dłużne spółek publicznych niedopuszczonych do obrotu publicznego	5
Inwestycje w zagraniczne papiery wartościowe	5

Źródło: [10].

Inwestorzy instytucjonalni, a więc również fundusze emerytalne, podczas wyboru instrumentów, które staną się ich aktywami, kierują się zasadą redukcji poziomu ryzyka. W wyniku postępowania zgodnie z tą zasadą instytucje muszą lokować swoje zasoby w wiele rodzajów papierów wartościowych. Działanie takie nosi nazwę dywersyfikacji portfela inwestycyjnego [4, s. 409]. Jest to również spowodowane ograniczeniami prawnymi nakładanymi na fundusze przez ustawy, które zabraniają im lokowania większej ilości swych środków w takie same instrumenty finansowe (np. w akcje) [1, s. 9]. Na skutek tych uwarunkowań inwestorzy instytucjonalni są zmuszeni do tworzenia portfeli papierów wartościowych o charakterze wieloskładnikowym. Zarządzający aktywami funduszy muszą stosować odpowiednie metody doboru składników do portfeli, aby zapewnić z jednej strony bezpieczeństwo powierzonych im środków, a z drugiej osiągnąć satysfakcjonujące klientów zyski.

3. Nadzór nad jakością polityki inwestycyjnej OFE

Ustawodawca w celu zapewnienia klientom wszystkich funduszy OFE poziomu zysku nieodbiegającego rażąco od wyników pozostałych funduszy wprowadził mechanizm minimalnej wymaganej stopy zwrotu, której ustalaniem zajmuje się KNUiFE, czyli organ powołany do nadzorowania rynku emerytalnego. Ustalanie poziomu minimalnej stopy zwrotu odbywa się następująco.

Każdy OFE, który przyjmował składki przez co najmniej 36 miesięcy jest zobowiązany do obliczania na koniec każdego kwartału stopy zwrotu za ostatnie 36 miesięcy. Informacja ta jest przekazywana do KNUiFE.

Stopa zwrotu funduszu z zainwestowanego kapitału równa jest wartości jednostki w ostatnim dniu roboczym miesiąca kończącego kwartał, od której odejmuje się wartość jednostki w ostatnim dniu roboczym miesiąca przypadającego przed 36 miesiącami. Otrzymaną różnicę dzieli się przez wartość jednostki w ostatnim dniu roboczym miesiąca przypadającego przed 36 miesiącami [10, rozdz. 17, art. 172].

Stopy zwrotu obliczone przez wszystkie fundusze stanowią punkt wyjścia do obliczenia średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich funduszy za ostatnie 24 miesiące, a od marca 2004 r. – za ostatnie 36 miesięcy [8, s. 117]:

$$\dot{SWSZ} = \sum_{i=1}^n (SZFi \times Uri),$$

gdzie: $\dot{SWSZ}$ – średnia ważona stopa zwrotu rynku funduszy emerytalnych,

$SZFi$ – stopa zwrotu i -tego funduszu,

Uri – udział w rynku i -tego funduszu.

Udział w rynku funduszu emerytalnego oblicza się w sposób następujący [10, rozdz. 17, art. 173]:

$$WPU = \frac{ANf}{ANrf},$$

gdzie: WPU – wskaźnik przeciętnego udziału funduszu emerytalnego w rynku,

ANf – wartość aktywów netto badanego funduszu,

$ANrf$ – wartość aktywów netto całego rynku funduszy emerytalnych.

Wszystkie przedstawione formuły mają zastosowanie podczas ustalania minimalnej stopy zwrotu [5, s. 45]. Niedobór występuje w OFE wtedy, gdy jego stopa zwrotu za ostatnie 36 miesięcy jest niższa od minimalnej stopy zwrotu.

Minimalna stopa zwrotu jest ustalana w dwojaki sposób:

- jako średnia ważona stopa zwrotu wszystkich funduszy x 50%.
- jako średnia ważona stopa zwrotu wszystkich funduszy pomniejszona o 4 punkty procentowe [2, s. 7]. Przez KNUiFE wybierana jest wielkość niższa.

W przypadku nieosiągnięcia przez fundusz minimalnej stopy zwrotu powstaje niedobór na rachunkach jego członków. Kwota niedoboru jest iloczynem wartości jednostki rozrachunkowej, będąc różnicą między wartością jednostki w przypadku, gdyby fundusz osiągnął poziom minimalnej stopy zwrotu, a rzeczywistą wartością jednostki oraz liczbą jednostek na rachunku członka w ostatnim dniu roboczym 36-miesięcznego okresu obliczeniowego. Fundusz ma obowiązek pokrycia niedoboru u wszystkich swoich członków ze środków zgromadzonych na swoim rachunku rezerwowym w terminie 3 dni od podania przez KNUiFE wysokości poziomu minimalnej stopy zwrotu. Jeśli środki zgromadzone na tym rachunku są niewystarczające, to pokrycia niedoboru musi dokonać Powołane Towarzystwo Emerytalne z własnych środków [6, s. 94].

Wśród ekspertów toczą się spory, czy taki właśnie mechanizm, oparty na obliczaniu udziałów w rynku przy wykorzystaniu jako wagi posiadanych przez fundusze aktywów, jest korzystny dla jakości prowadzonej polityki przez fundusze, zwłaszcza te mniejsze. Zachodzi uzasadniona obawa, iż mniejsi uczestnicy rynku,

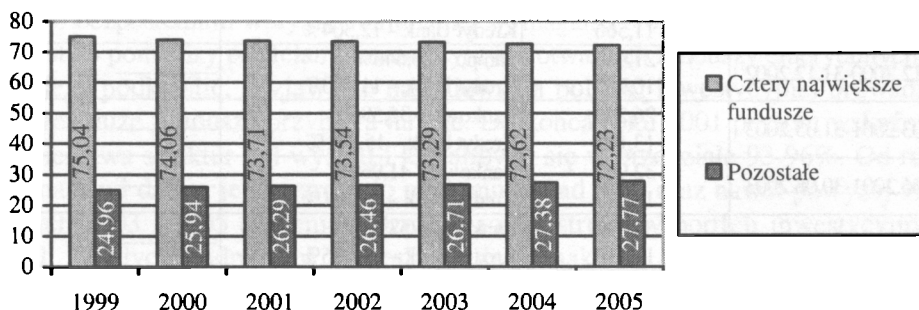
budując własne portfele inwestycyjne, będą powielać skład i strukturę portfeli dużych podmiotów. Działanie takie zapewni im osiągnięcie wymaganego poziomu zysku, lecz nie będzie służyć prowadzeniu niezależnej polityki inwestycyjnej.

W dalszej części artykułu zbadane będzie podobieństwo pomiędzy składami portfeli inwestycyjnych małych i dużych podmiotów na rynku OFE. Udzielona zostanie odpowiedź na pytanie, czy taka forma nadzoru ma wpływ na zależność prowadzonej polityki inwestycyjnej przez małe podmioty w stosunku do największych uczestników rynku OFE w Polsce.

4. Wpływ instrumentów nadzoru na politykę inwestycyjną OFE

Od początku na rynku otwartych funduszy emerytalnych w Polsce można było wyodrębnić cztery największe podmioty (AIG, Commercial Union, ING NN oraz PZU), które miały dominujący udział w rynku, oraz resztę funduszy. Na rysunku 1 zaprezentowano podział rynku OFE w latach 1999-2005.

Można zaobserwować tendencję do zmniejszania się udziału czterech największych podmiotów w rynku, ale jest to proces bardzo powolny (w ciągu 6 lat udział obniżył się zaledwie o 2,81 punktu procentowego). Nadal fundusze te mają ponad 72% aktywów znajdujących się na rynku. Oznacza to utrzymywanie się stanu jego koncentracji w rękach czterech podmiotów, co jest bardzo istotne z punktu widzenia podejścia małych graczy do kwestii minimalnej wymaganej stopy zwrotu.



Rys. 1. Podział rynku OFE w Polsce w latach 1999-2005 (udziały w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie [12].

W tekście zanalizowano strukturę portfeli inwestycyjnych czterech największych otwartych funduszy emerytalnych w Polsce (AIG, CU, ING NN i PZU) i porównano ją z uśrednionymi portfelami pozostałych (mniejszych) podmiotów na tym rynku w latach 1999-2005. Zaprezentowano również poziom, na jakim kształtowała się średnia stopa zwrotu rynku OFE, minimalna wymagana stopa zwrotu oraz fundusze, które jej nie osiągnęły i zanotowały niedobór.

Tabela 2. Struktura portfeli OFE w latach 1999-2005 (udziały w %)

Rok	4 największe fundusze emerytalne			Pozostałe fundusze emerytalne		
	akcje	papiery bezpieczne	inne	akcje	papiery bezpieczne	inne
1999	29,06	67,31	3,63	25,67	68,87	5,46
2000	31,44	62,36	6,20	34,15	55,64	10,21
2001	28,92	66,55	4,53	23,81	68,27	7,92
2002	27,38	68,89	3,73	25,32	68,77	5,91
2003	31,33	59,85	8,82	30,80	60,28	8,92
2004	32,56	59,15	8,29	33,42	60,05	6,53
2005	32,19	63,17	4,64	31,96	62,77	5,27

Źródło: obliczenia własne na podstawie [12].

Tabela 3. Historia minimalnej stopy zwrotu rynku OFE w Polsce

Okres	Średnia i minimalna stopa zwrotu (%)	Najlepszy i najgorszy fundusz	Fundusz posiadający niedobór
30.06.1999-29.06.2001	22,098 11,049	Pioneer – 29,554% Bankowy – 10,076%	Bankowy
30.09.1999-29.09.2001	18,091 9,046	Rodzina – 28,343% Bankowy – 1,376%	Bankowy
31.12.1999-31.12.2001	21,464 10,732	Polsat – 27,233% Bankowy – 11,849%	-----
31.03.2000-29.03.2002	15,614 7,807	PZU – 19,438% Bankowy – 5,409%	Bankowy
30.06.2000-28.06.2002	19,779 9,890	Sampo – 23,978% Skarbiec – 10,572%	-----
29.09.2000-30.09.2002	23,131 11,566	Sampo – 28,407% Kredyt Bank – 12,304%	-----
29.12.2000-31.12.2002	21,965 10,983	Sampo – 26,646% Kredyt Bank – 11,403%	-----
30.03.2001-31.03.2003	26,290 13,145	Bankowy – 35,596% Kredyt bank – 15,911%	-----
29.06.2001-30.06.2003	32,953 16,477	Bankowy – 41,969% Kredyt Bank – 20,581%	-----
28.09.2001-30.09.2003	38,829 19,415	Bankowy – 53,575% Kredyt Bank – 22,586%	-----
31.12.2001-31.12.2003	26,046 13,023	Bankowy – 30,278% Pekao – 18,215%	-----
29.03.2002-31.03.2004	25,966 12,983	Bankowy – 31,932% Pekao – 22,134%	-----
28.09.2001-30.09.2004	53,824 26,913	Bankowy – 74,751% Kredyt Bank – 36,104%	-----
29.03.2002-31.03.2005	41,480 20,740	Bankowy – 45,759% Commercial Union – 37,059%	-----
30.09.2002-30.09.2005	52,478 26,239	ING NN – 56,318% Allianz – 43,978%	-----
31.03.2003-31.03.2006	53,447 26,724	Polsat – 59,975% Allianz – 44,192%	-----

Źródło: opracowanie własne na podstawie [11; 12].

Na podstawie danych zawartych w tab. 2 możliwa jest ocena podobieństwa uśrednionych struktur portfeli dużych i małych podmiotów rynku OFE. W tym celu wykorzystany został wskaźnik podobieństwa struktur. Miara ta ma następującą postać [9, s. 33-34] :

$$\omega_p = \sum_{i=1}^n \min(\omega_{1i}, \omega_{2i}), \text{ przy czym } 0 < \omega_p \leq 1.$$

Informuje ona, jak podobne do siebie są badane struktury, przy czym im bliżej do wartości 1 (100%), tym podobieństwo struktur jest większe. Dla portfeli inwestycyjnych OFE wartości wskaźnika podobieństwa struktur zaprezentowane zostały w tab. 4.

Tabela 4. Wskaźnik podobieństwa struktur dla portfeli OFE w latach 1999-2005

Rok	Wskaźnik
1999	0,9661
2000	0,9328
2001	0,9489
2002	0,9782
2003	0,9947
2004	0,9824
2005	0,9937

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z tab. 2.

Wyniki obliczeń w sposób jednoznaczny pozwalają pozytywnie zweryfikować hipotezę o bezpośrednim wpływie minimalnej wymaganej stopy zwrotu na kształt i podobieństwo pomiędzy portfelami inwestycyjnymi otwartych funduszy emerytalnych.

Należy podkreślić, iż zjawisko naśladowania polityki inwestycyjnej prowadzonej przez duże fundusze przybiera na sile. Do końca roku 2001 poziom wskaźnika podobieństwa struktur był wysoki i kształtował się w przedziale 93-96%. Od roku 2002 nastąpił dalszy jego wzrost do poziomu ponad 97% oraz nawet powyżej 99% w latach 2003 i 2005 (obecnie). Oznacza to, że struktury portfeli inwestycyjnych dużych i małych podmiotów są praktycznie jednakowe. Co ciekawe, właśnie po roku 2002 nie zdarzyło się, aby jakikolwiek fundusz zanotował stopę zwrotu poniżej minimalnej (ostatni raz miało to miejsce w marcu 2002 r. – OFE Bankowy).

5. Zakończenie

Małe podmioty na rynku, aby mieć pewność, iż osiągną oczekiwany poziom rentowności, powielają praktycznie skład portfeli największych uczestników. Jest to bezpośredni dowód na to, że aktualnie obowiązująca forma nadzoru nad jakością polityki OFE w postaci tak wyliczanej minimalnej stopy zwrotu ogranicza w sposób istotny niezależność polityki inwestycyjnej małych funduszy na rzecz mechanicznego powielania struktur portfeli czterech największych graczy. Takie działanie nie daje gwarancji osiągnięcia moż-

liwie najwyższych stóp zwrotu z inwestycji, ale zapewnia spokój i bezpieczeństwo w zakresie uniknięcia ewentualnych dopłat w przypadku wystąpienia czasowych niedoborów. Należy pamiętać, iż z efektów polityki inwestycyjnej fundusze emerytalne powinny być rozliczane w długim okresie, obecnie zaś muszą one zwracać baczność uwagę na ich bieżące wyniki i rezygnować ze strategii długookresowych. Taki stan rzeczy nie jest z pewnością korzystny dla klientów funduszy, gdyż może wpłynąć negatywnie na poziom ich przyszłych świadczeń pochodzących z II filaru ubezpieczeniowego.

Literatura

- [1] Czekaj J., *Teoretyczne podstawy konstrukcji i oceny portfela*, AE, Kraków 2000.
- [2] Daniluk A., *O stopie minimalnej, czyli jak bronić się przed dopłatą*, „Parkiet”, 2001 nr 216, 9.11.2001.
- [3] Dybał M., *Portfel akcyjny PTE*, [w:] *Rynek kapitałowy – skuteczne inwestowanie*, vol. 2, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2004.
- [4] Francis J., Taylor R., *Podstawy inwestowania, ABC*, Kraków 2001.
- [5] Hadyniak B., Monkiewicz J., *Fundusze emerytalne II filar*, Poltext, Warszawa 1999.
- [6] *Instytucje wspólnego inwestowania w Polsce*, red. K. Sas-Kulczycka, WIG PRESS, Warszawa 1999.
- [7] Nowak E., Pielichaty E., Poszwa M., *Rachunek opłacalności inwestycji*, PWE, Warszawa 1999.
- [8] Olszewski J., *Fundusze emerytalne filar II i III*, INFOR, Warszawa 1999.
- [9] Ostasiewicz S., Rusnak Z., Siedlecka U., *Statystyka. Elementy teorii i zadania*, AE, Wrocław 2001.
- [10] Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (DzU nr 139, poz. 934).
- [11] www.e-insurance.pl.
- [12] www.knuife.gov.pl.

DIFFERENCES IN INVESTMENT POLICY OF OPEN PENSION FUNDS

Summary

The case study concerns obligatory tasks that have to be fulfilled by open pension funds within the scope of conducted investment policy. The legislative body possesses administrative tools for evaluation and control investment fund policies. The author analyzes the influenced of these tools on the independence of investment policy. As a result, an answer to the question whether current regulations promote an independence of open pensions funds investment policy is given.