

Wojciech Nagel

Uniwersytet w Białymstoku

KIERUNKI ZMIAN W POLITYCE LOKACYJNEJ FUNDUSZY EMERYTALNYCH: KONCEPCJE I IMPLIKACJE

Streszczenie: W 2008 r. rząd, z udziałem partnerów społecznych, przyspieszył prace programowe związane z tzw. dokończeniem reformy emerytalnej. Uchwalono kluczowe ustawy o emeryturach pomostowych i emeryturach kapitałowych. Konsekwencje kryzysu finansowego w USA, negatywnie oddziałujące na rynki finansowe, także w Polsce, skutkowały gwałtownym załamaniem się indeksów giełdowych. Pogorszyły się wyniki finansowe otwartych funduszy emerytalnych, które zakończyły ubiegły rok stratą w wysokości ok. 14,9 mld złotych. Podjęto dyskusję na temat realizowanych strategii lokacyjnych, konkurencji cenowej oraz wyników inwestycyjnych funduszy emerytalnych. W efekcie przedstawiono założenia do nowelizacji prawa regulującego ich funkcjonowanie. Zamiarem autora jest ich analiza oraz wskazanie możliwych implikacji projektowanych zmian.

Słowa kluczowe: fundusz emerytalny, polityka lokacyjna, aktywa.

1. Wstęp

Schyłek dekady, która upłynęła od wprowadzenia reformy systemowej zmieniającej architekturę ubezpieczeń społecznych, zaowocował próbą wypracowania zmian w działalności lokacyjnej funduszy emerytalnych. Zasadniczo dotyczyć one mają otwartych funduszy emerytalnych (OFE), jednakże konieczne korekty powinny objąć także funkcjonowanie pracowniczych funduszy emerytalnych. Prace merytoryczne doprowadziły do wyłonienia się dwóch koncepcji, które zostały przedstawione w 2008 r. przez Komisję Nadzoru Finansowego [Rekomendacje zmian... 2008] oraz Izbę Gospodarczą Towarzystw Emerytalnych [Propozycje IGTE... 2009]. Ukierunkowały one dalszą dyskusję ekspertów oraz przedstawicieli rynku finansowego, czego zwieńczeniem stały się prace grupy roboczej utworzonej przy Ministerstwie Finansów¹. Zostały one zakończone w końcu 2008 r., a rekomendacje zmian w prawie przedstawiono członkom grupy w styczniu 2009 r. Zamiarem autora jest doko-

¹ Grupa robocza ds. przeglądu prawa w zakresie możliwości lokowania aktywów otwartych funduszy emerytalnych została powołana 17 marca 2008 r. i działała w ramach Rady Rozwoju Rynku Finansowego przy Ministrze Finansów.

nanie ich analizy, przedstawienie oceny własnej oraz próba opisu ewentualnych implikacji ich wprowadzenia.

2. Istota rekomendacji Komisji Nadzoru Finansowego, cele nowelizacji prawa wedle założeń resortu pracy

Propozycje KNF przedstawione w marcu 2008 r. dotyczyły zniesienia części ograniczeń inwestycyjnych OFE oraz uwzględniały poszerzenie możliwości ekspozycji na ryzyka rynków zagranicznych [Rekomendacja... 2008, s. 1-2]. W celu ich implementacji zaproponowano spożytkowanie możliwości, których dostarcza istniejąca konstrukcja prawna, oraz określono horyzont czasowy, w którym zmiany miałyby zostać dokonane. Za zasadne uznano stopniowe, etapowe ich dokonywanie, począwszy od zmian w istniejących aktach wykonawczych do ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych². W następnej kolejności przewidywano uchwalenie nowych aktów wykonawczych, przy skorzystaniu z istniejących delegacji ustawowych, a w końcowym etapie – dokonanie zmian w ustawie. Miały one prowadzić w kierunku większej aniżeli dotychczas dywersyfikacji aktywów, w tym dopuszczenia do większej elastyczności w zakresie ekspozycji zagranicznej. W średnim horyzoncie czasowym, który jak można przypuszczać dotyczyłby okresu do 3 lat, zostałyby wprowadzone fundusze o zróżnicowanym profilu ryzyka. W rekomendacji Komisji wyodrębniono cztery typy funduszy (A, B, C, D), których wewnętrzna konstrukcja i stosowane polityki lokacyjne miały być zależne od rodzaju przyjętych strategii: od agresywnej (o największej ekspozycji na ryzyko) do konserwatywnej (najbezpieczniejszej). Koncepcja ta jest zbliżona do funkcjonującej formuły multifunduszy w Chile, gdzie każde towarzystwo emerytalne (AFP) zarządza ich pięcioma typami, od A do E [*Funded Systems...* 2008, s. 219]. Osiągane stopy zwrotu są uzależnione od ekspozycji na ryzyko rynku akcji – np. fundusz A może inwestować do 80% aktywów, D do 20%, E zaś wyłącznie w papiery dłużne.

W średnim horyzoncie czasowym przewidywano również rozwiązania prawne opisujące dodatkowe możliwości osiągnięcia dochodów przez otwarte fundusze emerytalne. Najdłuższy okres na realizację zmian w zamierzeniu Komisji miał być przeznaczony na kwestie najbardziej złożone. Dotyczą one nowego podejścia do limitowania ryzyka działalności inwestycyjnej, a co za tym idzie – zmiany koncepcji nadzoru nad rynkiem emerytalnym [Rekomendacje... 2008, s. 9]. Towarzyszyłaby temu zmiana systemu bodźców (premiowania) PTE, a także powiązanie ich interesu z horyzontem inwestycyjnym OFE.

Rekomendacja Komisji zdynamizowała prace w innych gremiach. Wyrazem tego było przedstawienie przez IGTE stanowiska zawierającego konkretne propozycje zmian zarówno w ustawie o offe, jak i w przepisach wykonawczych. Zostały one zawarte w dokumencie wprowadzającym, który stał się przedmiotem działań grupy

² Dalej w tekście – ustawy, ustawy o offe.

roboczej. Rozpoczęła ona swoje prace w dniu 2 kwietnia 2008 r., a ich efektem było przyjęcie stanowiska zawierającego 15 propozycji zmian w prawie. Najbardziej istotne z nich zostaną zanalizowane w dalszej części referatu.

Tematyka zarysowana w rekomendacji organu nadzoru znalazła odniesienie w założeniach zmian do ustawy o offe, przedstawionych przez Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej w styczniu 2009 r. Warto wspomnieć, że celem proponowanych przez MPiPS zmian uczyniono modernizację zasad działania funduszy emerytalnych [Założenia nowelizacji... 2009, s. 2]. Miała ona zostać dokonana poprzez przedsięwzięcia w czterech obszarach tematycznych:

- 1) wprowadzenia funduszy o profilowanym ryzyku (multifunduszy),
- 2) reformy systemu opłat i kosztów systemu,
- 3) poprawy adekwatności kapitałowej,
- 4) zmian w zasadach akwizycji.

Pomimo tak zakrojonego zakresu nowelizacji, przedmiotem przedstawionego w lutym 2009 r. projektu ustawy uczyniono kwestię wąską, ograniczoną do zmian w systemie opłat i kosztów funkcjonowania PTE i OFE. Prowadzić miały one do istotnej obniżki pobieranej prowizji od 2010 r. (z 7 do 3,5%) oraz zmiany algorytmu wynagradzania towarzystw po przekroczeniu określonej, zakumulowanej sumy aktywów w funduszu (ostatecznie ustalono ją na 45 mld zł) [*Uzasadnienie do projektu...* 2009, s. 22-23]. Propozycja wyłączenia kosztów z szerszego układu modernizacji i uczynienia zmian w ich konstrukcji wyłącznym przedmiotem dyskutowanej nowelizacji wzbudziła kontrowersje. Podnoszono, że co najmniej równie istotne jest wprowadzenie wielofunduszowości, a co za tym idzie – doprowadzenie do zróżnicowania strategii inwestycyjnych OFE. Doświadczenia zagraniczne wskazują, że wartością dodaną wprowadzenia multifunduszy stała się presja na konkurowanie w zakresie stóp zwrotu oraz indywidualizacja podejścia zarządzającego do uczestnika. W ujęciu makroekonomicznym wskazuje się na stabilizowanie lokalnego rynku kapitałowego oraz pojawienie się nowych klas instrumentów lokacyjnych [*Funded Systems...* 2008, s. 218-219].

Ograniczenie zakresu nowelizacji wzbudziło obawę, iż zahamuje to wdrożenie propozycji, które zostały wypracowane przez grupę roboczą. Ich charakter był konsensualny i stanowiły one efekt kilkumiesięcznego integrowania propozycji urzędów, w tym organu nadzoru oraz uczestników rynku finansowego. Dodatkowe zastrzeżenia odnośnie do przedmiotu nowelizacji, zgłaszane szczególnie przez przedstawicieli IGTE, dotyczyły skali redukcji prowizji i opłat, a także tempa ich wprowadzenia. Należy stwierdzić, że głosy ekspertów w tej sprawie były podzielone, a stanowiska instytucji opiniujących zmiany także nie były jednorodne. Argumentacja zawarta w projekcie węższej od oczekiwanej nowelizacji ustawy, przedstawiona przez resort pracy w lutym 2009 r., zawierała stwierdzenie o trudności w szybkim uzgodnieniu sposobu „dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych OFE”, uznając kwestię zmiany opłat za priorytetowe przedsięwzięcie [*Uzasadnienie...* 2009, s. 19-20]. Jednakże warto pamiętać, że już w styczniu 2009 r. zasadniczo gotowy był projekt zmian

w kierunkach polityki lokacyjnej, którego przyjęcie mogłoby przyspieszyć prace nad koncepcją wielofunduszowości.

3. Polityka lokacyjna funduszy w pracach grupy roboczej – konserwatyzm i elastyczność

Analiza rekomendacji grupy roboczej wskazuje, że miały one charakter uelastyczniającej platformę inwestycyjną funduszy emerytalnych. Podlegały kryteriom ostrożnościowym i zakładały ewolucyjną ścieżkę dojścia do założonych celów. W trakcie konsultacji zgłoszono szereg propozycji korekt przepisów w dwóch istotnych dla OFE aktach prawnych, rangi rozporządzeń:

1) Ministra Finansów z dnia 23 grudnia 2003 r. w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju (DzU nr 229, poz. 2286, z późn. zm.),

2) Rady Ministrów z dnia 3 lutego 2004 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne (DzU nr 32, poz. 276, z późn. zm.).

Podobnie jak uprzednio w rekomendacji KNF, przedłożono propozycję, aby w pierwszym rządzie dokonać zmiany przepisów rozporządzenia Ministra Finansów. Korekty ustawowe pozostawiono do dalszego wypracowania, podobnie jak w rozporządzeniu dotyczącym limitowania działalności lokacyjnej. Zakładano, że zostanie wówczas podjęta także kwestia przygotowania konstrukcji tzw. multifunduszy – funduszy o profilowanym ryzyku.

Zaproponowano rozszerzenie możliwości lokowania aktywów OFE poprzez uzupełnienie o tytuły uczestnictwa będące przedmiotem obrotu na podstawowych giełdach rynków kapitałowych. W tym celu miano wyodrębnić je jako osobną kategorię aktywów. Korzyści upatrywano w dywersyfikacji portfela inwestycyjnego oraz niskich opłatach za zarządzanie. Zaproponowano także, aby katalog lokat poszerzyć o „inne papiery wartościowe emitowane przez spółki notowane na podstawowych giełdach tych państw”. Pozwoliłoby to nie zawęzić możliwości lokowania aktywów. Uczestnicy konsultacji uznali, że ocena inwestycyjna (rating) emitenta określonego papieru wartościowego pod kątem jego zdolności do spłaty zaciągniętych zobowiązań powinna dotyczyć jedynie papierów wartościowych wynikających z zaciągniętego długu. Dominowało przekonanie, że inne papiery powinny podlegać jedynie profesjonalnej ocenie inwestorów, podobnie jak w przypadku lokat krajowych, a także ogólnym zasadom dotyczącym lokowania aktywów funduszu określonym w ustawie [Sprawozdanie z prac... 2008, s. 2-3].

Kolejna propozycja poszerzająca dotyczyła zmian w zakresie lokowania w instrumenty pochodne (IP), które mogą zabezpieczać zgromadzone aktywa przed utratą ich wartości związanej z ryzykiem inwestycyjnym i fluktuacją wyceny. Zapropono-

nowano, aby powszechne towarzystwo emerytalne było zobowiązane do prowadzenia analizy ryzyka inwestycyjnego wynikającego z lokaty w IP. Jednocześnie nie byłoby dozwolone zajmowanie tzw. opcji otwartej – zarówno długiej, jak i krótkiej. Uwzględniając to poszerzenie, uznano za właściwe wykorzystanie delegacji ustawowej do wydania przez rząd rozporządzenia regulującego lokowanie aktywów OFE w prawa pochodne lub instrumenty finansowe³. Dominujące stało się przekonanie, że istnieje konieczność stworzenia takiego prawa, które zapewni ograniczenie dowolności inwestowania w IP oraz kontrolę ryzyka inwestycyjnego.

Akceptację uzyskał pomysł uzupełnienia dotychczasowej kategorii lokat⁴ o tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania notowane na rynkach giełdowych. Chodziło o możliwość lokowania aktywów OFE w fundusze typu ETF (*Exchange-Traded Fund*), która miała zostać uwzględniona przy zmianach w zakresie ustawowych lokat w poszczególne instrumenty finansowe. Limit inwestycji określono do wysokości 10% aktywów funduszu, z koniecznością ustalenia definicji ETF na potrzeby nowelizacji.

Ważną inicjatywą, która zakreślała nowe brzmienie przepisu zawartego w art. 136 ust. 3 ustawy, była kwestia uznania lokat w otwarte fundusze inwestycyjne notowane na rynkach giełdowych (np. ETF) dopuszczone – na podstawie art. 141 ust. 1 pkt. 8 ustawy – jako odrębna kategoria aktywów. Uznano, że w tym przypadku decyzje inwestycyjne podejmują OFE, powinny one być zatem uwzględniane przy ustalaniu wartości zarządzanych aktywów netto funduszu, o której mowa w art. 136 ust. 2 i 2a ustawy o OFE. Jako punkt odniesienia dla systematyki pojęć należy ponadto uznać przepisy w ustawie z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych oraz w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Problematyka kosztów zarządzania aktywami OFE, która stała się centralnym punktem zaproponowanej przez resort pracy nowelizacji ustawy na początku 2009 r., była zauważalna także podczas prac grupy roboczej. Podjęto kontrowersyjny temat kosztów zarządzania aktywami OFE na rzecz zagranicznych instytucji rozliczeniowych. Konstrukcja art. 136a ustawy ograniczała dotychczas możliwość lokowania aktywów funduszu za granicą. Jest to związane z nałożeniem na PTE obowiązku pokrywania kosztów zarządzania aktywami funduszu, stanowiących równowartość opłat ponoszonych na rzecz zagranicznych instytucji rozliczeniowych – do wysokości nieprzekraczającej kosztów krajowych instytucji rozliczeniowych. Argumentowano, że rezygnacja z ust. 2 wymienionego artykułu spowoduje większą skłonność do inwestycji zagranicznych, tworząc przestrzeń do większej dywersyfikacji aktywów. Niezbędne wydaje się przy tej zmianie, aby dążąc w konsekwencji do zminimalizowania ryzyka utraty ich wartości, wprowadzić limit kosztów z zastosowaniem

³ Jest o nich mowa w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

⁴ Opisane w rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 3 lutego 2004 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne.

stawek uznanych izb rozliczeniowych. Sensownym kompromisem wydaje się zmiana brzmienia omawianego ustępu w sposób, który certyfikuje punkt odniesienia kosztów (uznane zagraniczne instytucje rozliczeniowe) do wysokości nie wyższej niż określona w statucie funduszu⁵.

Lokowanie aktywów w waluty obce jest zagadnieniem, które obejmuje instrument finansowy, problematykę limitu inwestycji oraz instytucji (jednej lub większej ich liczby), w których zarządzający dokonywaliby lokat. Limit inwestycji wyniósłby 5% wartości aktywów funduszu, a waluty obce stanowiłyby odrębną kategorię lokat. Miałyby to pozytywne znaczenie dla dywersyfikacji kierunków inwestowania, podnoszono także znaczenie obniżki kosztów ponoszonych przez OFE. Występowały one dotychczas w związku ze sprzedażą walut obcych po dokonaniu określonej transakcji, zgodnie z wymogami ustawy. Zasadność lokowania w waluty obce wynika również z konieczności wypłaty dywidendy w przypadku akcji bądź odsetek w przypadku obligacji. Ponadto w przypadku śmierci członka OFE może mieć miejsce wypłata środków osobom uposażonym zamieszkałym w innym kraju i konieczność wymiany waluty polskiej na walutę tego kraju [Sprawozdanie z prac... 2008, s. 5]. Aby uniknąć niebezpieczeństwa koncentracji aktywów w jednym miejscu, uznano, iż w jednym banku (albo w dwóch lub większej liczbie banków będących podmiotami związanymi) łącznie może być ulokowane nie więcej niż 5% wartości aktywów funduszu. W przypadku jednego dowolnie wybranego banku lub grupy banków będących podmiotami związanymi limit mógłby wynosić (po nowelizacji) 7,5%.

Postulowaną zmianą było wprowadzenie oddzielnej kategorii lokat w postaci tytułów uczestnictwa – emitowanych przez instytucje wspólnego inwestowania – notowanych na podstawowych giełdach rynków kapitałowych (UCITS). Miałyby być one oddzielone od notowanych instytucji wspólnego inwestowania typu ETF. Podobnie warranty subskrypcyjne, które są powszechnie stosowanym instrumentem finansowym na rynku kapitałowym, jednakże przepisy ustawy nie uwzględniają ich w możliwościach lokacyjnych.

Zagadnieniem, które wydaje się być jednym z najbardziej dyskutowanych z omawianej problematyki, jest kwestia wysokości limitów lokacyjnych oraz tempa ich uelastycznienia. Chodzi tutaj zasadniczo o możliwość większej ekspozycji zagranicznej w działalności PTE, także w kontekście zastrzeżeń Wspólnoty Europejskiej formułowanych wobec prawa funkcjonowania funduszy emerytalnych w Polsce [Uzasadniona opinia... 2008]. Wydaje się, że wypracowane w zasadzie konsensualnie⁶ stanowisko mogłoby się okazać wsparciem w dialogu rządu ze stroną wspólnotową, ze względu na poszerzenie możliwości inwestycji pozakrajowych. Zapropono-

⁵ Propozycja została zgłoszona przez przedstawiciela organu nadzoru i przyjęta do redakcji ostatecznej.

⁶ Zdanie odrębne przedstawiło Stowarzyszenie UNFE, które wyrażało obawę o zwiększenie ryzyka inwestycyjnego ponoszonego przez członków OFE, co w sytuacji aprecjacji złotego może doprowadzić do obniżenia stóp zwrotu osiągniętych przez OFE oraz poziomu przyszłych emerytur.

nowano, aby zmiany były wprowadzane etapowo, począwszy od roku 2010 (10% wartości aktywów w ewentualnej ekspozycji zagranicznej), następnie 15% – do końca roku 2012, kolejne 5% – do końca roku 2014. Całość koncepcji ma znamiona konserwatywne, zważywszy iż maksimum alokacji określono na 30%, począwszy od roku 2015, co w świetle porównań międzynarodowych wydaje się być ofertą skromną. Należy jednak pamiętać, że pomysł nowelizacji w tym obszarze był wypracowywany w okresie największego od lat załamania stóp zwrotu oraz znacznej utraty wartości portfeli funduszy na najbardziej rozwiniętych rynkach zagranicznych. Znamienny wydaje się być przykład Irlandii, w której aktywa funduszy emerytalnych w okresie II 2008 – II 2009 straciły przeciętnie blisko 35% swojej wartości [Pensions at Glance... 2009].

Przy konstruowaniu propozycji zmierzających ku dywersyfikacji w oparciu o wyższe limity lokat zagranicznych wskazywano, że w teorii portfelowej dywersyfikacja wiąże się z możliwością zarówno uzyskiwania wyższych stóp zwrotu, jak i zmniejszania ryzyka inwestycyjnego. Podejście to dowartościowuje długoterminowe strategie inwestycyjne, które są charakterystyczne w perspektywie emerytalnej. Przy spożytkowaniu przedstawionych uelastycznień można zaproponować budowę przykładowego portfela zrównoważonego, o strukturze aktywów: 35% akcje, 35% dłużne papiery krajowe oraz 30% zagraniczne instrumenty finansowe. Konstrukcja taka stanowiłaby jednocześnie duże wyzwanie dla podaży krajowej emisji oraz wykupu w terminach zapadalności bonów skarbowych. Proponowany limit docelowy nie stwarza zagrożenia dla inwestycji OFE, a dla racjonalizacji ich działalności lokacyjnej należy umożliwić zarządzającym nimi towarzystwom podejmowanie decyzji na bazie rachunku ekonomicznego. Ostatnią z istotnych propozycji stanowiła inicjatywa wprowadzenia możliwości inwestowania przez fundusze emerytalne w produkty strukturyzowane (w tym certyfikaty i obligacje strukturyzowane) notowane na giełdzie [Sprawozdanie z prac... 2008, s. 10]. Warto wspomnieć, że instrumenty te podlegają w większości państw UE emisji na podstawie przepisów prawa krajowego. Jest to powód, który może uzasadniać możliwość zakwalifikowania ich do kategorii innych zbywalnych papierów wartościowych, wyemitowanych na podstawie prawa obcego.

4. Podsumowanie

Przedstawiony powyżej katalog rekomendacji zmian w prawie, dywersyfikujących instrumentarium OFE, obejmuje najważniejsze propozycje uzgodnione w ramach grupy roboczej. Złożyły się one na skromną, jednakże poważną koncepcję modernizacji i odzwierciedlały wyważoną refleksję specjalistów z perspektywy dekady funkcjonowania rynku OFE. Bilans doświadczeń uzasadnia dywersyfikację portfeli, wzbogacenie instrumentarium finansowego oraz wprowadzenie wielofunduszowości. Działalność funduszy okrzepła, a dotychczasowe limity spełniły swoje zadanie. Mają one znaczenie zwłaszcza w okresie początkowego rozwoju rynku, stanowiąc

niezbędny mechanizm asekuracji ryzyka inwestycyjnego. Trafny wydaje się pogląd, iż z czasem „limity inwestycyjne przekształcają się w limity ekspansji” [Stańko 2005, s. 187]. Wydaje się także, iż petryfikacja możliwości lokacyjnych powoduje osłabienie motywacji zarządzających, co może wpłynąć na kształtowanie się długo-terminowych stóp zwrotu.

Istotną implikacją ograniczenia zmian w ustawie wyłącznie do aspektu kosztów systemowych jest podtrzymanie mechanizmu nabywania przez towarzystwa papierów dłużnych Skarbu Państwa. Stały się one głównym aktywem funduszy, osiągając blisko 72% struktury ich portfela inwestycyjnego (dane zagregowane za KNF, 30.06.09). Z drugiej strony OFE, posiadając aktywa w akcjach, wycenione na 37,6 mld zł (ok. 25% struktury portfela, jw.), stają się inwestorem dominującym. Powiększa się zatem ryzyko instytucjonalne w organizacji i funkcjonowaniu tej części rynku kapitałowego.

Pojawiające się w ostatnich dekadach nagłe szoki finansowe ujawniają skalę ryzyka wynikającego ze skutków przeceny walorów giełdowych oraz trudności finansowania deficytów budżetowych wielu państw. Zalicza się do nich także Polska, co bez wątpienia powinno skłaniać do uczynienia z modernizacji polityki lokacyjnej oraz implementacji nowoczesnych rozwiązań zagranicznych procesów trwałych. Wprowadzenie multifunduszy może także wpłynąć na podniesienie świadomości ubezpieczeniowej, ponieważ wzrośnie znaczenie uczestnika OFE oraz podejmowanych przez niego decyzji. Zaniechanie wprowadzenia zmian w działalności lokacyjnej uczyni je trudniejszymi do wdrożenia w przyszłości. Jest to przekonanie płynące z minionych doświadczeń, związanych z zaniechaniami we wprowadzaniu prawodawstwa dotyczącego chociażby emerytur pomostowych oraz zakładów emerytalnych. Brak postulowanych i oczekiwanych przez uczestników rynku finansowego zmian może posłużyć jako argumentacja przenosząca wspomniane zastrzeżenia KE na forum Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości. Jest to istotne ryzyko i możliwa implikacja zaniechania wdrożenia przedstawionych rekomendacji.

Literatura

Diamond P.A., *Social Security Reform*, Oxford University Press, 2002.

Conrads E., *Multi Funds: Experiences and Trends*, [w:] *Funded Systems: Their Role in Solving the Pension Problem*, International Federation of Pension Fund Administrators (FIAP), Santiago 2008.

Funded Systems: Their Role in Solving the Pension Problem, International Federation of Pension Fund Administrators (FIAP), Santiago 2008.

Pensions at Glance 2009: *Retirement-Income Systems in OECD Countries* (www.oecd.org/els/social/pensions/PAG), OECD(2009).

Propozycje IGTE dotyczące zmian w systemie emerytalnym, Warszawa, luty 2009.

Rekomendacje zmian w zakresie ograniczeń inwestycyjnych OFE, z uwzględnieniem zwiększenia możliwości ekspozycji na ryzyka rynków zagranicznych, KNF, Warszawa, marzec 2008.

Sprawozdanie z prac oraz rekomendacje Grupy Roboczej ds. przeglądu prawa w zakresie możliwości lokowania aktywów otwartych funduszy emerytalnych, działającej w ramach Rady Rozwoju Rynku Finansowego, RRRF, Warszawa 2008.

Stańko D., *Społeczne znaczenie istniejących i proponowanych mechanizmów bezpieczeństwa w kapitalowym systemie emerytalnym*, [w:] *Społeczne aspekty ubezpieczenia*, red. T. Szumlicz, SGH, Warszawa 2005.

Uzasadnienie do projektu zmiany ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej, Warszawa, styczeń 2009.

Uzasadniona opinia, naruszenie nr 2007/2262, Komisja Wspólnot Europejskich, Bruksela 2008.

Założenia nowelizacji ustawy o OFFE. Cele i efekty oczekiwanej nowelizacji, MPiPS, Warszawa 2009.

DIRECTIONS OF CHANGES IN INVESTMENT POLICY IN OPEN PENSION FUNDS: CONCEPTS AND IMPLICATIONS

Summary: In the years 2007-2008 the government with the assistance of social partners helped to quicken the work guidelines which closed the reform of social security sphere. It was connected with the conviction that key legislation especially on bridging and capital pensions should be passed as quickly as possible. The efforts fell to the period of appearing the consequences of the financial crisis in the USA. They negatively influenced the financial market in Europe as well as in Poland, causing a sudden breakdown of stock market indices. Consequently it worsened the financial results of the open pension funds which ended the last year at a loss of around 14.9 billion zlotys. That situation caused the strengthening discussion on realizing investment strategies, price competition problems as well as investing results competition among pension funds. It resulted in the presentation of assumptions to the amendment of law regulating their functioning and in the emergence of different concepts within detailed modifications. The purpose of the author is their analyzing and showing possible implications of solutions which are discussed in the article.