

*Iwona Dorota Czechowska**

**DZIAŁALNOŚĆ LOKACYJNA OFE
– ŹRÓDŁO FINANSOWANIA UBEZPIECZEŃ EMERYTALNYCH**

1. WPROWADZENIE

Wzrost zainteresowania zabezpieczeniem na starość powoduje wiele konsekwencji, jedną z ważniejszych jest instytucjonalizacja form zabezpieczenia różnych grup społecznych przed ryzykiem utraty dochodów w postaci ubezpieczenia społecznego. Sprawność funkcjonowania tego systemu uwarunkowana m. in.: wielkością dochodu narodowego, dostosowaniem potrzeb do możliwości, efektywnymi źródłami finansowania, wzbudza zainteresowanie i dyskusję w wielu państwach, także w Polsce.

Celem opracowania jest ukazanie funkcjonowania działalności lokacyjnej otwartych funduszy emerytalnych w Polsce, a także próba jej oceny po przeszło dwuletnim okresie istnienia. Przedstawiona zostanie struktura portfela inwestycyjnego. Autorka będzie szukać odpowiedzi na pytanie, czy istniejący system działalności inwestycyjnej OFE okazał się sprawny, wystarczająco skuteczny i efektywny, a także, jaką rolę pełnią instytucje wspomagające jego działanie.

Praca składa się z kilku części. W początkowych przedstawiono funkcjonowanie drugiego filaru ubezpieczeń emerytalnych w kontekście teorii ubezpieczeń społecznych, wykorzystując metodę opisowo-analityczną. W części ostatniej dokonano analizy polityki inwestycyjnej OFE działających w Polsce. Zwrócono uwagę na zróżnicowane podejście inwestycyjne funduszy emerytalnych oraz efekty realizacji polityki inwestycyjnej odzwierciedlone w formie osiągniętej stopy zwrotu z inwestycji.

* Dr w Katedrze Finansów i Bankowości UŁ.

2. ELEMENTY TEORII UBEZPIECZEŃ SPOŁECZNYCH

Istota ubezpieczeń społecznych jest interpretowana w różny sposób. Definiując tę kategorię zwraca się uwagę na aspekt: techniczny w postaci organizacji funduszy na wypłatę świadczeń, aspekt solidarności społecznej, ochrony społecznej, a także aspekt ekonomiczny¹. Ubezpieczenie społeczne jest określane także poprzez realizację wielu funkcji, spośród których dla potrzeb niniejszego opracowania ważna jest funkcja fiskalno-ekonomiczna, często łączona z funkcją rozdzielczą. Różnice w ich pojmowaniu dotyczą faktu, że funkcja rozdzielcza obejmuje podział środków społecznych między grupy uprawnionych osób, natomiast podziały dokonywane w ramach funkcji fiskalno-ekonomicznej obejmują sferę finansów i łączą się ze skutkami ekonomicznymi mającymi wymiar np. podatkowy (składka ubezpieczeniowa). Funkcja fiskalno-ekonomiczna odnosi się także do działalności lokacyjnej zgromadzonych środków, uzależnionej od stanu koniunktury gospodarczej².

Gromadzenie i podział środków pieniężnych jest realizowane poprzez fundusze ubezpieczeniowe. W ramach funduszy następuje dopasowywanie strumieni kosztów ryzyka do strumienia dochodów pracowników i pracodawców. Z jednej strony fundusze zasilane są poprzez składki, natomiast z drugiej strony fundusze finansują różnego rodzaju ryzyka poprzez wypłatę świadczeń i odszkodowań. Finansowanie ubezpieczeń społecznych może być realizowane za pomocą jednej z metod: repartycji albo metody kapitalizacji. Wybór tych form finansowania jest uwarunkowany podejściem do problemu sprawiedliwości społecznej i efektywności zabezpieczenia społecznego.

W Polsce od 1999 r. stosuje się metodę repartycyjno-kapitałową, polegającą na wykorzystaniu finansowania repartycyjnego z inwestowaniem funduszu składkowego, który gromadzi kapitał na przyszłe świadczenia³. Metoda kapitalizacji dotyczy tworzenia rezerwy kapitałowej ze składek, wykorzystującej lokowane inwestycje i utrzymywanie wartości oszczędności w długim okresie, które mogą również prowadzić do osiągnięcia nadwyżki z tytułu inwestowania

¹ Ekonomiczne znaczenie ubezpieczeń społecznych wynika z wyrażania sfery stosunków redystrybucyjnych, stanowiących część całokształtu stosunków produkcyjnych stanowiących ekonomiczną bazę społeczną, L. Mackiewicz-Golnik, *Powszechne Ubezpieczenia Emerytalne*, PWE, Warszawa 1983, s. 13.

² Zgodnie z inną interpretacją ubezpieczenia realizują funkcje: społeczną, ekonomiczną, finansową, redystrybucyjną i prewencyjną. Wyjaśniając dla potrzeb niniejszego opracowania wybrane funkcje należy stwierdzić, że w tym podziale funkcja ekonomiczna jest utożsamiana z zapewnieniem ubezpieczonemu bytu poprzez minimalizację szkód losowych, funkcja finansowa rozumiana jako gromadzenie środków np. przez fundusze a funkcja redystrybucyjna oznacza dostarczanie środków innym podmiotom, J. Visan, *Funkcje ubezpieczeń*, „Przegląd Ubezpieczeń Społecznych i Gospodarczych”, marzec 1998, s. 38.

³ T. Szumlich, *Vademecum funduszy emerytalnych*, „Przegląd Ubezpieczeń Społecznych i Gospodarczych”, grudzień 1998, s. 37.

zgromadzonych składek. W tej technice składki kalkulowane są na poziomie odpowiadającym prawdopodobieństwu wystąpienia ryzyka, a przeciętna stopa zwrotu płaconych składek jest porównywalna do stopy procentowej⁴. Wadą tego systemu jest fakt, że nabycie pełnych praw emerytalnych następuje po długim czasie, co wynika z wieloletniego gromadzenia potrzebnego kapitału dającego możliwość generowania rocznej renty dożywotniej, pozwalającej na utrzymanie się w wieku emerytalnym⁵.

Doświadczenia wielu państw wskazują, że ten system jest bardziej pewny, daje większe możliwości i wymusza większą dyscyplinę finansową. Wiele krajów podjęło trud zreformowania swoich systemów emerytalnych. Można wskazać na istnienie powszechnej tendencji do tworzenia rozwiązań wykorzystujących różne filary finansowania, jest to przeważnie kombinacja dwufilarowego systemu publicznego obejmującego świadczenia powszechne, gwarantujące minimum dochodów i dodatkowe świadczenia typu ubezpieczeniowego, a także trzeci filar uzupełniający, w postaci prywatnych przedsiębiorstw emerytur pracowniczych i indywidualnych oszczędności na cele emerytalne⁶. Występowanie takiej architektury finansowania systemów emerytalnych jest zgodne z poglądami obecnymi w literaturze krajów wysoko rozwiniętych, zgodnie z którymi system repartycyjny i kapitałowy mają charakter ekwiwalentny, a rentowność składki repartycyjnej i kapitałowej w długich okresach uwarunkowana osiągniętym poziomem dochodu narodowego jest podobna⁷. Obecny polski system ubezpieczeń emerytalnych został ukształtowany z wykorzystaniem powyższych rozwiązań. Jeden z jego elementów stanowią otwarte fundusze emerytalne. Wdrażana od 1999 r. reforma systemu ubezpieczeń zakłada istnienie w Polsce trzech filarów, uwzględniających zarówno zabezpieczenie społeczne, jak i ubezpieczenie w ramach otwartych funduszy emerytalnych, czy towarzystw ubezpieczeniowych.

3. ZARYS DZIAŁANIA OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH

Fundusze emerytalne można zdefiniować jako osoby prawne, których przedmiot działania stanowi gromadzenie i lokowanie środków pieniężnych,

⁴ S. Golińska, *Polityka społeczna państwa w gospodarce rynkowej*, PWN, Warszawa 1994, s. 71.

⁵ J. Nawrońska, N. Skorupa, *Problem odpłatności i kapitalizacji w zabezpieczeniu społecznym*, [w:] *Finanse i bankowość – dźwignie wzrostu gospodarczego*, cz. I, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 1998, s. 110.

⁶ W. Rutkowski, *W poszukiwaniu modelu zabezpieczenia społecznego*, „Polityka Społeczna”, luty 1995, s. 1.

⁷ U. Kalina-Prasznica, *Kontrowersje wokół reformowania systemów emerytalnych*, „Przegląd Ubezpieczeń Społecznych i Gospodarczych”, lipiec 1997, s. 19.

przeznaczonych na wypłatę świadczeń członkom funduszu emerytalnego, pod warunkiem osiągnięcia wieku emerytalnego⁸. Otwarte fundusze emerytalne są instytucjami zaufania publicznego, co determinuje fakt ścisłego nadzoru państwa. Przesłankę aktywności państwa stanowi także fakt, że gromadzone środki są opodatkowane dopiero w momencie wypłaty świadczeń. A zatem wpływy państwa są odroczone w czasie i biorąc pod uwagę tę okoliczność nie jest obojętna ich przyszła wielkość. Ponadto środki zgromadzone przez fundusze mają niebagatelny wpływ na rozwój gospodarczy kraju⁹. Ingerencja państwa w tej dziedzinie polega na określaniu zasad działania, których celem jest zapewnienie gwarancji otrzymania określonego świadczenia po osiągnięciu wieku emerytalnego. Zgodnie z prawem zakłady ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne lokują swoje środki adekwatnie do rodzaju i struktury prowadzonych ubezpieczeń, w sposób zapewniający im bezpieczeństwo i rentowność przy jednoczesnym zachowaniu płynności środków¹⁰. Aby minimalizować ryzyko, lokaty tego sektora podlegają limitom określonym w regulacjach prawnych.

Jedną z podstaw utworzenia otwartego funduszu emerytalnego jest zawarcie umowy z depozytariuszem o przechowywanie aktywów funduszu. Tę rolę na rzecz OFE pełnią banki, posiadające fundusze własne w wysokości co najmniej 100 mln i 30 mln euro w przypadku banku występującego w roli depozytariusza aktywów pracowniczego funduszu emerytalnego. Kapitał banku jest dodatkowym zabezpieczeniem środków powierzonych funduszom przez jego uczestników.

Instytucją powołaną w celu przechowywania aktywów funduszu emerytalnego, pełniącą funkcję depozytariusza, może być zgodnie z ustawą bank krajowy, którego siedziba znajduje się na obszarze Polski albo Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych¹¹. Funkcjonowanie depozytariusza podlega wielu ograniczeniom. Depozytariusz nie może pozostawać w związkach kapitałowych i personalnych z towarzystwem emerytalnym zarządzającym funduszem, którego aktywa przechowuje, jak i z podmiotami powiązanymi z tym towarzystwem. Nie może udzielać pożyczek lub kredytów funduszowi emerytalnemu, którego aktywa przechowuje, a także towarzystwu emerytalnemu zarządzającemu tym funduszem¹².

⁸ Zob. szerzej T. Szumlicz, *Vademecum funduszy emerytalnych*, „Przegląd Ubezpieczeń Społecznych i Gospodarczych”, październik 1998, s. 15.

⁹ M. Góra, *Reforma systemu emerytalno-rentowego w Polsce*, „Służba Pracownicza”, luty 1998, s. 11.

¹⁰ Ustawa z dnia 28.07.1990 o działalności ubezpieczeniowej, DzU nr 59, poz. 344; Ustawa z dnia 28.08.1997 o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, DzU nr 139, poz. 934.

¹¹ Ustawa z dnia 28.08.1997 o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, DzU nr 139, poz. 934.

¹² Chyba że kwota pożyczki lub kredytu nie przekracza 1% wartości aktywów funduszu.

Funkcję przechowywania aktywów funduszu depozytariusz może powierzyć innym instytucjom finansowym lub bankom zagranicznym, posiadającym fundusze własne na poziomie co najmniej 200 mln ecu. Przechowywane przez depozytariusza aktywa są oddzielone od ich własnego majątku, z tego powodu nie mogą być przedmiotem skierowanej przeciwko nim egzekucji, nie wchodzi do ich masy upadłościowej i nie mogą być objęte postępowaniem układowym¹³.

Do obowiązków depozytariusza należy prowadzenie rejestru aktywów, zapewnienie zgodności działalności inwestycyjnej z prawem i statutem funduszu, a także nadzorowanie terminowego rozliczania umów dotyczących aktywów oraz umów z członkami funduszu. Obowiązkiem depozytariusza jest także realizacja poleceń funduszu emerytalnego. Ponadto depozytariusz czuwa nad prawidłowym ustalaniem przez fundusz wartości jego aktywów netto i informuje UNFE o nieprawidłowościach dotyczących obliczeń przez fundusz wartości jednostki rozrachunkowej i wysokości stopy zwrotu.

A zatem działalność depozytorska, na której spoczywa ustawowy obowiązek przechowywania aktywów funduszy, polega na przechowywaniu papierów wartościowych, realizowaniu transakcji na zlecenie klienta, naliczaniu należnych z tego tytułu dochodów. W scharakteryzowanej powyżej roli banku depozytariusza, uwzględniającego różne ustawowe ograniczenia, występuje następująca grupa banków: Pekao, BRE Bank, Citibank Poland, BSK, Deutsche Bank, Kredyt Bank.

Tabela 1

Banki depozytariusze OFE

Nazwa banku	Poziom funduszy własnych w 2000 r. (tys.)	Liczba obsługiwanych OFE
Bank Śląski SA	1 654 838	1
BRE Bank SA	2 213 435	6
Citibank Poland SA	1 105 900	6
Deutsche Bank Polska SA	560 300	1
Kredyt Bank SA	1 797 883	1
Bank Polska Kasa Opieki SA	5 520 824	6

Źródło: opracowanie własne na podstawie: G. Gądomski i in., *Wyniki rosną jak aktywa*, „Bank”, marzec 2001, edycja specjalna, s. 24.

¹³ I. D. Czechowska, *Instytucje wspomagające działalność inwestycyjną sektora ubezpieczeniowego*, „Przegląd Ubezpieczeń Społecznych i Gospodarczych”, lipiec 2000, s. 35–37.

Otwartym funduszem emerytalnym zarządza w sposób odpłatny towarzystwo, otrzymujące w zamian środki pochodzące z wpłacanych składek. Wysokość kosztów zarządzania funduszem przez towarzystwo nie może być większa niż 0,05% wartości zarządzanych aktywów netto w skali miesiąca¹⁴.

Ocena działania OFE może być dokonywana na podstawie wyceny aktywów, wartości jednostki rozrachunkowej i minimalnej stopy zwrotu. Wpłacane składki, uzyskane z ich tytułu prawa oraz inne korzyści stanowią aktywa funduszy emerytalnych. Aktywa netto stanowią wielkość uzyskaną w wyniku zmniejszenia aktywów o zobowiązania funduszu. W każdym dniu roboczym, stanowiącym dzień wyceny ustalana jest wartość aktywów netto. Na tej podstawie fundusz dokonuje obliczeń wartości jednostki rozrachunkowej. W następstwie wpłaty pierwszej składki, w pierwszym dniu przeliczania, wartość jednostki rozrachunkowej we wszystkich funduszach wynosiła tyle samo (10 zł). Aktualna wartość jednostki rozrachunkowej wykorzystuje obecną wartość rynkową poszczególnych aktywów funduszu. Wartość jednostki rozrachunkowej stanowi wielkość uzyskaną przez podzielenie wartości aktywów netto w dniu przeliczania przez liczbę jednostek zapisanych w tym dniu na rachunkach prowadzonych przez fundusz.

Stopa zwrotu stanowi iloraz wyrażony w procentach, wartości jednostki rozrachunkowej w ostatnim dniu roboczym miesiąca kończącego dany kwartał i wartości jednostki w ostatnim dniu roboczym przypadającym przed 24 miesiącami¹⁵. W celu zapewnienia bezpieczeństwa środków wpłacanych przez uczestników systemu zaleca się osiągnięcie przez fundusz minimalnej stopy zwrotu. W związku z tym na koniec każdego miesiąca kończącego kwartał Urząd Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi będzie wyliczał średnią ważoną stopę zwrotu, którą osiągnęły w czasie ostatnich 24 miesięcy wszystkie otwarte fundusze, przy czym udział każdego funduszu w kształtowaniu tej średniej jest uwarunkowany wartością aktywów funduszu na koniec okresu rozliczeniowego. Te PTE, które osiągnęły poziom niższy od średniej o więcej niż 50% realnej stopy zwrotu wszystkich funduszy (albo o 4 punkty procentowe (p.p.), w zależności od tego, która z tych wielkości jest większa) są zobowiązane do dopłaty do majątku funduszu. W tym celu wszystkie towarzystwa prowadzą specjalne rachunki rezerwowe. W sytuacji, gdyby środki zgromadzone na tym rachunku nie wystarczały,

¹⁴ K. Pater, *Otwarte fundusze emerytalne w zreformowanym systemie ubezpieczeń społecznych*, „Przegląd Ubezpieczeń Społecznych i Gospodarczych”, maj 1997, s. 26.

¹⁵ Fundusze przyjmujące składki, od co najmniej 2 lat, mają obowiązek wyliczania na koniec kwartału stopy zwrotu za ostatnie 24 miesiące.

nastąpi ogłoszenie upadłości towarzystwa, a pozostałość zostanie uzupełniona przez wypłatę środków z Funduszu Gwarancyjnego. Pewne kontrowersje wzbudza kwartalny okres rozliczania poziomu stopy zwrotu. Przeciwnicy tego rozwiązania zwracają uwagę, że fundusze emerytalne są podmiotami mającymi osiągać widoczne efekty w długim okresie, a nie spektakularne sukcesy w krótkiej perspektywie. W praktyce niektóre fundusze podawały do publicznej wiadomości swoje stopy zwrotu za okresy niestandardowe. Kolejna okoliczność, mająca wpływ na skuteczne zarządzanie funduszami, to opóźnienia w przekazywaniu składek przez ZUS, co ma niebagatelny wpływ na ustalanie poziomu wartości jednostki rozrachunkowej.

Analizując wartość jednostki rozrachunkowej należy zauważyć, że bardziej korzystna jest sytuacja, w której występuje trwała tendencja rosnąca, niż gdy jednostka rozrachunkowa przybiera zróżnicowane wartości w ramach gwałtownych spadków i wzrostów. Biorąc pod uwagę istniejące możliwości lokowania na polskim rynku finansowym nie należy oczekiwać zbyt dużych rozbieżności w tym zakresie (patrz tab. 2). Z powyższych danych wynika, że najwyższy wzrost wartości jednostki rozrachunkowej uzyskały następujące fundusze: Rodzina, Polsat, Skarbiec Emerytura, Dom. Natomiast najmniej efektywnie inwestowały swoje środki: Bankowy, Pekao/Alliance, Pioneer, PZU, „Złota Jesień”.

Nasuwa się w tym przypadku wniosek, że najlepszymi efektami mogły się pochwalić fundusze średnie i małe¹⁶ o nie najwyższych aktywach, te, którym łatwiej było zaryzykować i które z powodu swoich rozmiarów były bardziej mobilne. Często osiąganе sukcesy wynikały nie z profesjonalizmu i wyczucia rynku, ale z przyjętych rozwiązań rachunkowych, mających wpływ na zawyżanie bieżącej wyceny aktywów, nie powiększających kapitału klientów.

Wartość łączna aktywów netto wszystkich funduszy wyniosła 9 mld 925 mln zł, co oznacza przeszło czterokrotny wzrost wobec poziomu tej wartości z poprzedniego roku (1999), w którym otwarte fundusze emerytalne posiadały aktywa netto na poziomie 2 mld 275 mln zł. Niewątpliwym liderem pod tym względem jest Commercial Union, Nationale Nederlanden, które osiągnęły w końcu roku przeszło 2 mld zł. Trzecią pozycję w tym rankingu zajmuje PZU „Złota Jesień”, ok. 1,5 mld zł.

¹⁶ Najwięcej klientów na koniec 2000 r. posiadało Commercial Union – 2,42 mln osób, następnie PZU „Złota Jesień” – 1,74 mln, Nationale Nederlanden – 1,68 mln, AIG 840 tys., Norwich Union – 469 tys., – <http://www.ptenn.pl/nawosci/index.html>.

Tabela 2

Wartości jednostki rozrachunkowej otwartych funduszy emerytalnych

Fundusz emerytalny	Wartość jednostki rozrachunkowej w dniu		Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej (%)	Stopa zwrotu (%)
	31.12.1999	29.12.2000		
AIG	11,43	12,63	10,50	10,50
Allianz	10,88	12,49	14,80	14,80
Arka-Invesco	10,69	12,09	13,10	13,10
Bankowy	11,90	12,81	7,65	7,65
Commercial Union	11,59	13,04	12,51	12,90
DOM	11,99	14,16	18,10	18,10
EGO	11,88	13,53	13,89	13,89
Epoka	10,66	11,76	10,32	10,32
Kredyt Bank	10,65	12,19	14,46	14,46
Nationale Nederlanden	11,50	13,30	15,65	15,65
PBK „Orzeł”	12,05	13,57	12,61	12,61
Pekao/Alliance	11,28	12,41	10,02	10,02
Pioneer	12,00	13,21	10,08	10,08
Pocztynion	11,24	13,15	16,99	16,99
Polsat	11,42	13,51	18,30	18,30
PZU „Złota Jesień”	11,38	12,54	10,19	10,19
Rodzina	10,73	13,98	30,29	30,29
Sampo Norwich Union	11,85	13,06	10,21	10,21
Skarbiec-Emerytura	11,26	13,31	18,21	18,21
Winterthur	11,32	12,99	14,75	14,75
Zurich	11,34	13,19	16,31	16,31
Średnia arytmetyczna	11,59	13,24	14,24	
Średnia ważona	11,54	13,05	13,08	

Źródło: opracowanie własne na podstawie: E. Więclaw, *Bez paniki i zachwyty*, „Rzeczpospolita” 19.01.2001 r. „Moje pieniądze”, dodatek.

Tabela 3

Aktywa netto otwartych funduszy emerytalnych (w mln zł)

Nazwa funduszu emerytalnego	Stan na		Wzrost w %
	31.12.1999	31.12.2000	
AIG	180,6	897,91	497,2
Allianz	30,6	223,90	731,7
Arka-Invesco	5,3	44,70	843,4
Bankowy	77,0	318,50	413,6
Commercial Union	700,0	2878,20	411,2
DOM	34,9	140,80	403,4

Tabela 3 (cd.)

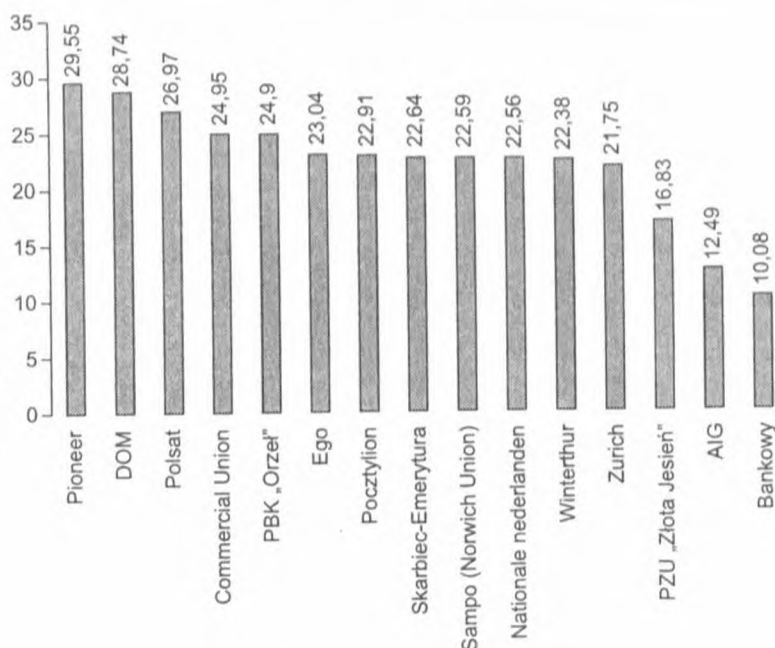
Nazwa funduszu emerytalnego	Stan na		Wzrost w %
	31.12.1999	31.12.2000	
EGO	34,0	147,27	433,1
Epoka	3,1	18,12	584,3
Kredyt Bank	1,6	28,82	1801,2
Nationale Nederlanden	478,2	2122,91	443,9
PBK „Orzeł”	32,4	147,47	455,1
Pekao/Alliance	10,0	69,14	691,4
Pioneer	13,9	66,07	475,2
Pocztynion	27,9	156,60	561,2
Polsat	2,9	36,75	1267,1
PZU „Złota Jesień”	360,2	1450,42	402,6
Rodzina	0,3	9,21	3068,7
Sampo Norwich Union	75,5	310,78	411,6
Skarbiec Emerytura	60,1	234,26	389,8
Winterthur	50,5	237,72	470,7
Zurich Solidarni	96,9	386,00	398,3
Ogółem	2275,9	9925,53	436,1

Źródło: <http://www.ptenn.pl/nawosci/index.html>.

W końcu czerwca 2001 r. Urząd Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi ogłosił oficjalne wyniki inwestycyjne i wskaźniki efektywności inwestowania, wyznaczył średnią ważoną stopę zwrotu na podstawie dokonanych przez fundusze inwestycji. W sytuacji osiągnięcia przez fundusz wyników niższych od średniej odpowiednie towarzystwo emerytalne będzie musiało wyrównać różnicę klientom funduszu. Minimalna wymagana stopa zwrotu OFE za ostatnie 24 miesiące wyniosła 11,5%. Takiego poziomu zysków nie osiągnął OFE Bankowy. Natomiast najwyższą stopę zwrotu uzyskał OFE Pioneer. Pomiędzy skrajnymi wynikami występują duże różnice, prawie 20 p.p. Patrz wykres 1.

Należy zauważyć, że środowisko ubezpieczeniowe poddaje krytyce efektywność tego narzędzia oceny jakości zarządzania aktywami OFE. Kontrowersje wzbudza na przykład sposób wyceny aktywów funduszy, zniekształcany przez akcje o minimalnej płynności. Ponadto obawy przed dopłatami będą powodować upodabnianie portfeli i polityk inwestycyjnych. Uważa się, że lepszym miernikiem oceny efektywności zarządzania aktywami byłoby porównanie rezultatów funduszy do tzw. *benchmarku* – punktu odniesienia, składającego się z określonego procentowo portfela instrumentów inwestycyjnych¹⁷.

¹⁷ S. Karpiński, *Powielanie portfeli*, „Rzeczpospolita”, 27.06.2001, nr 148.



Wykres 1. Stopy zwrotu w otwartych funduszach emerytalnych od 06.1999 do 06.2001 r.

Źródło: S. Karpiński, *Zyski niższe niż przewidziane*, „Rzeczpospolita”, 5.07.2001 r.

4. STRUKTURA SKŁADNIKÓW PORTFELA INWESTYCYJNEGO OFE

Zważywszy na poziom aktywów otwartych funduszy emerytalnych są one liczącym się inwestorem na polskim rynku finansowym. Napływające do funduszy co miesiąc środki są inwestowane, zgodnie z określoną polityką lokacyjną¹⁸. Jednym z ważniejszych czynników determinujących charakter tej polityki są uwarunkowania prawne określone w ustawie¹⁹. Wysokość poszczególnych limitów wprowadzonych przez ustawodawcę wynika z płynności danego instrumentu i ryzyka związanego z danym emitentem. Za najbardziej bezpieczne uważa się papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa i NBP. Jednak bezpieczeństwo tych lokat jest realizowane kosztem ich rentowności, która tylko w niewielkim stopniu przewyższa poziom stopy inflacji w danym roku. Za podstawowy instrument determinujący poziom rentowności funduszy uważa się akcje dopuszczone do

¹⁸ Przychody z lokat stanowią liczącą się, drugą po składkach pozycję pod względem wartości i nie bez znaczenia jest fakt ich podmiotowej obsługi.

¹⁹ Ustawa z dnia 28.08.1997...

publicznego obrotu. W sumie w tego typu przedsięwzięcia fundusze mogą inwestować do 50% swoich aktywów, na co składają się akcje notowane na regulowanym rynku giełdowym do 40% i pozostałe, pochodzące z nieregulowanego rynku pozagiełdowego, ale dopuszczone do obrotu publicznego²⁰.

Na obecnym etapie rozwoju sektora ubezpieczeniowego i rynku finansowego w Polsce występują tendencje do ostrożnego lokowania aktywów głównie w płynne instrumenty dłużne emitowane przez NBP i Skarb Państwa oraz akcje spółek giełdowych. W przyszłości należy się spodziewać wzrostu aktywności np. na rynku obligacji korporacyjnych, czy listów zastawnych, ponieważ segment papierów skarbowych nie oferuje zbyt atrakcyjnych pod względem rentowności warunków, w kontekście malejących kosztów finansowania deficytu budżetowego i inflacji. Podobną rolę jak kpd mogą odegrać w przyszłości inwestycje w listy zastawne, będące papierami o małym stopniu ryzyka i wysokiej przewidywalności przepływu gotówki²¹. Światowe przeobrażenia w zakresie struktury i charakteru inwestycji dotyczą zmniejszenia poziomu lokat w nieruchomościach i bezpiecznych, rządowych papierach wartościowych na rzecz inwestycji bardziej ryzykownych, na których można zarobić więcej. Podjęcie takiej strategii inwestycyjnej wynika m. in. z większego udziału w przedsięwzięciach ubezpieczeniowych reasekuratorów, którzy pozwalają lepiej oszacować i wycenić ryzyko²².

Dotychczasowa ewolucja lokat inwestycyjnych funduszy emerytalnych, mających wpływ na wycenę jednostki rozrachunkowej, polegała na tym, że początkowo, to znaczy w czerwcu 1999 r., od kiedy zaczęły napływać składki przesyłane przez ZUS, lokowano je w depozytach bankowych, a następnie w bonach skarbowych²³. Wraz z powiększaniem się wpłat fundusze podjęły coraz bardziej aktywną politykę inwestycyjną w postaci dokonywania lokat w akcje, obligacje komunalne, obligacje firm i NFI. Koniec roku 1999 przyniósł zmianę wynikającą ze stosunkowo niskich cen na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych, stanowiącą konkretną przesłankę do bardziej agresywnej strategii inwestycyjnej. Zarządzający portfelami funduszy o większym lub mniejszym udziale akcji działali w dwóch kierunkach: bardziej odważnym, wykorzystującym giełdową hossę i mniej ryzykownym, starającym się zachować maksymalne bezpieczeństwo inwestycyjne. Realizatorzy drugiego trendu tłumaczyli ten fakt postępowania

²⁰ W przypadku inwestycji w akcje na nieregulowanych rynkach giełdowych może dochodzić do manipulacji cenami nabywanych papierów wartościowych, problemów z ustaleniem ich rzeczywistej wartości, co może niekorzystnie wpłynąć na wartość jednostek rozrachunkowych.

²¹ A. Lach, *Średni portfel*, „Gazeta Bankowa”, styczeń 2001 nr 2, s. 19. W. Przybylska-Kapuścińska, *Szanse i bariery rozwoju rynku hipotecznego w Polsce*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Współczesne tendencje w teorii i praktyce*, materiały na konferencję naukową, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2000, s. 700–769.

²² J. Barańska, *Mniej obligacji*, „Asekuracja&Re”, luty 2000, nr 2, s. 20.

²³ A. Lach, Ł.W., *Skromnie, ale już popłynęło*, „Gazeta Bankowa”, 12–18 czerwca 1999.

wyższym ryzykiem i asekuracją przed ewentualnymi stratami, a w konsekwencji spadkiem stopy zwrotu. PTE, poszukując aktywów pozwalających na osiągnięcie lepszej stopy zwrotu od przeciętnej, inwestują w spółki mniejsze, chociaż generalnie wybór dotyczy spółek wchodzących w skład indeksu giełdowego po to, aby połączyć portfel akcji z WIG, odzwierciedlającym koniunkturę giełdową. Niektóre z funduszy dzielą inwestycje w akcje na dwie grupy – indeksową (spółki o dużej kapitalizacji) i fundamentalną (spółki małe i średnie o dużych perspektywach rozwoju)²⁴. Chociaż dobór spółek z portfela dotyczy przeważnie rynku podstawowego, renomowanych spółek z sektora bankowego, budowlanego i informatyczno-telekomunikacyj-

Tabela 4

Struktura procentowa portfela inwestycyjnego otwartych funduszy emerytalnych
– główne instrumenty (stan na koniec 1999 i 2000 r.)

Nazwa funduszu emerytalnego	Papiery skarbowe		Depozyty bankowe		Akcje	
	1999	2000	1999	2000	1999	2000
AIG	65,4	49,85	–	1,18	13,6	35,67
Allianz	63,0	57,8	12,7	1,40	12,2	33,70
Arka-Invesco	74,5	55,37	9,0	2,57	12,2	35,62
Bankowy	56,9	48,3	17,4	0	18,1	38,80
Commercial Union	60,0	66,38	–	0	31,0	20,00
DOM	66,5	45,19	4,4	3,16	24,8	36,78
EGO	63,9	b.d.	5,2	b.d.	22,2	b.d.
Epoka	85,7	b.d.	7,8	b.d.	4,7	b.d.
Kredyt Bank	79,2	56,85	20,9	12,27	–	30,77
Nationale						
Nederlanden	74,4	70,43	5,0	0	18,3	29,24
PBK „Orzeł”	69,8	71,52	7,6	5,50	13,2	19,57
Pekao/Alliance	62,5	b.d.	13,5	b.d.	23,8	b.d.
Pioneer	59,8	61,72	11,3	10,03	23,7	22,93
Pocztylion	71,3	52,80	16,8	5,39	11,7	3,52
Polsat	76,2	56,18	7,5	1,22	13,2	34,77
PZU „Złota Jesień”	82,1	58,84	5,1	1,73	12,4	34,0
Rodzina	78,5	69,54	7,7	0,15	4,8	15,76
Sampo Norwich						
Union	87,9	57,96	5,4	8,26	5,5	26,48
Skarbiec emerytura	78,4	54,76	2,1	7,27	14,1	34,05
Winterthur	82,5	50,43	8,3	9,35	9,1	28,58
Zurich Solidarni	74,6	55,58	2,1	13,27	22,8	31,12

Źródło: A. Lach, *Domowa hossa*, „Gazeta bankowa”, z dn. 14–20 grudnia 1999 r., nr 49, s. 25, *Mocny finał*, „Gazeta Bankowa”, nr 2/01 oraz półroczne i roczne raporty o strukturze OFE.

²⁴ D. Skrobisz, *Małe fundusze w natarciu*, „Asekuracja&Re”, luty 2000, s. 32–33.

nego²⁵. W kwietniu 2001 r. fundusze uzyskały najlepsze od początku roku rezultaty, po dwóch miesiącach strat. W czasie kilku ostatnich miesięcy na początku roku 2001 obserwuje się jednak spadek wyników inwestowania, co wynika z gwałtownego pogorszenia się koniunktury na giełdzie. Fundusze emerytalne ostrożnie inwestują w akcje, o czym świadczy porównanie ich zaangażowania w te instrumenty w lutym 2000 r. (33%) i w kwietniu 2001 r. (28%). A zatem można zauważyć zmiany w strukturze portfela inwestycyjnego, których przesłanką było minimalizowanie spadku cen na rynku akcji i wykorzystanie podniesienia stóp procentowych.

Analiza działalności inwestycyjnej otwartych funduszy emerytalnych obejmuje okres 1999–2000. Jednak dopiero rok 2000 można uznać za właściwy okres badawczy, charakteryzujący się ustabilizowanymi tendencjami, ponieważ w roku poprzednim fundusze rozpoczynały swoją działalność w różnym terminie, co nie dawało jednakowej płaszczyzny do dokonywania porównań. Główne tendencje aktywności w tej dziedzinie dotyczą ustalenia trwałej struktury podstawowych kierunków lokat. Podstawę portfela inwestycyjnego OFE stanowią papiery skarbowe, w które fundusze lokują przeciętnie ok. 50–60%, następnie akcje (ok. 30%) i depozyty bankowe, około kilku procent. Prawie dwuletni okres funkcjonowania funduszy emerytalnych pozwala na wyłonienie liderów spośród zarządzających majątkiem przyszłych emerytów, należą do nich reprezentujący największe na rynku fundusze: Commercial Union, Nationale Nederlanden, PZU „Złota Jesień”. Na podstawie zaprezentowanych danych można stwierdzić stopniowy wzrost wartości jednostek rozrachunkowych, wartości aktywów netto oraz stopy zwrotu, co pozwala wysunąć wniosek, że został osiągnięty przez większość funduszy cel działalności inwestycyjnej, którym jest powiększanie zgromadzonych środków, na kontach członków OFE, dający podstawę do zabezpieczenia w przyszłości.

Kolejne zjawisko, które należy odnotować na rynku emerytalnym jest związane z procesem konsolidacji. Zgodnie z prawami rynku i rządzącej nim konkurencji fundusze osiągające dobre wyniki powinny mieć prawo pozyskiwania nowych członków, nie poprzez kupowanie udziałów w rynku, ale poprzez przyciąganie lepszymi wynikami. UNFE wydał już kilka zgód na połączenia funduszy²⁶, chociaż nadal wyznaje stanowisko, że eliminacja funduszy jest niekorzystnym zjawiskiem w kontekście funkcjonowania konkurencji.

²⁵ D. Skrobisz, *Fundusze lubią akcje*, „Asekuracja&Re”, styczeń 2000, s. 47.

²⁶ Na przykład OFE Pioneer połączył się z OFE Pekao na skutek przejęcia PTE Pioneer przez PTE Pekao. Aktywa obu funduszy wynoszą 220 mln zł. UNFU wyraził zgodę na przejęcie zarządzania OFE Rodzina przez Pekao PTE.

Iwona Dorota Czechowska

INVESTMENT ACTIVITY OF OFEs
- SOURCE OF FINANCING OF PENSIONS INSURANCES

The purpose of this article is to demonstrate and access the open pension funds after more than two years of operation in the Polish Market. The author will presents the structure of investment portfolio and will also answer the questions as to whether the existing investment system of the open pension fund has proved assicient and sufficiently effective and to what is the role of the institutions that aid the open pension fund activities.