

MARCIN GÓRECKI

Propozycje zmian w konstrukcji OFE – możliwe warianty i implikacje lokacyjne

Artykuł wpisuje się w dyskusję o potrzebie wprowadzenia wielofunduszowości jako metody pomnażania środków gromadzonych w OFE¹. Poniższy tekst przedstawia możliwość podziału aktywów w portfelu OFE na subfundusze o zróżnicowanym stopniu ryzyka. Zakładana jest także możliwość budowania przez członka funduszu indywidualnego portfela inwestycyjnego oraz przemieszczania między utworzonymi subfunduszami kapitału gromadzonego na rachunku. W wyniku pobudzenia konkurencji między PTE oraz zmiany charakteru członkostwa w OFE, w drugim filarze mogłaby zwiększyć się efektywność lokacyjna.

Wprowadzenie

Ponad dziesięć lat temu dokonano zmiany bazowego systemu zabezpieczenia emerytalnego. Uprawnienia emerytalne, nabywane dotychczas przez osoby urodzone po 31 grudnia 1948 r. w formule zdefiniowanego świadczenia, zastąpiono zdefiniowaną składką. Repartycyjna metoda finansowania świadczeń została uzupełniona o część kapitałową². Powołano do życia nowe instytucje, m.in. Otwarte Fundusze Emerytalne.

1. Koncepcja wielofunduszowości w polskim systemie zabezpieczenia emerytalnego przedstawiana jest szerzej m.in. w opracowaniu IBnGR i AXA PTE SA *Wielofunduszowość w systemie emerytalnym* pod red. A. Wiktorow, B. Wyżnikiewicz, Gdańsk 2010 r.; Stańko D., *Czy zmiany na rynku OFE idą w dobrym kierunku?* Raport FOR, Warszawa 2010 r.
2. Dyskusję poprzedzającą celowość i kierunek zmian opisują m.in. opracowania: M. Rymsza, *Urynkowienie państwa czy uspołecznienie rynku? Kwestia socjalna w Trzeciej Rzeczypospolitej na przykładzie ubezpieczeń społecznych*, ISNS UW, Warszawa 1998 r.; T. Szumlicz, *Reforma zabezpieczenia emerytalno-rentowego*, w: *Druga fala polskich reform*, pod red. L. Kolarskiej-Bobińskiej, ISP, Warszawa 1999 r.; M. Książkowski, *Co dalej z polityką społeczną w Polsce? Od socjalistycznych gwarancji do paternalistyczno-rynkowej hybrydy*, w: *Reformy społeczne Bilans dekady*, pod red. M. Rymszy, ISP, Warszawa 2004 r.; M. Góra., *Zmiany w społeczeństwie a system emerytalny* oraz M. Rymsza, *Solidaryzm w ubezpieczeniach społecznych*, w: *Społeczne aspekty ubezpieczenia*, pod red. T. Szumlicza, SGH, Warszawa 2005 r.; N. Barr, *Reforming Pensions: Myths, Truths, and Policy Choices*, IMF Working Paper No 139, Washington 2000;
Sumaryczny obraz stanu zabezpieczenia emerytalnego i sposobu jego zmian zawierają również raporty: *Averting the Old Age Crisis, Policies to Protect the Old and Promote Growth*, Oxford University Press, Bank Światowy, Washington 1994 r.; *Bezpieczeństwo dzięki różno-*

1. OFE jako nowa instytucja w zabezpieczeniu emerytalnym

W wyniku reformy systemu emerytalnego, podjętej pod koniec lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku, powstały w Polsce Powszechne Towarzystwa Emerytalne i zarządzane przez nie Otwarte Fundusze Emerytalne³. Główny przedmiot działalności OFE określono jako gromadzenie środków pieniężnych oraz ich lokowanie z przeznaczeniem na wypłatę członkom funduszu⁴, dążąc do osiągnięcia maksymalnego stopnia bezpieczeństwa i rentowności dokonywanych lokat⁵. Ustawodawca określił również kategorie lokat⁶ oraz dopuszczalne poziomy zaangażowania w nie kapitałów zgromadzonych w OFE⁷.

W wyniku fuzji i zmian organizacyjnych, z działających pierwotnie 21 PTE, pozostało na rynku 14 towarzystw, które na koniec 2009 r. zarządzały aktywami zgromadzonymi w Otwartych Funduszach Emerytalnych w kwocie 178 mld 600 mln zł⁸.

Jednym z podstawowych zagadnień interesujących 14 milionów członków funduszy emerytalnych jest efektywność lokacyjna zgromadzonych w nich środków. Suma składek zebranych na indywidualnym rachunku oraz dochodów uzyskanych z ich inwestowania na rynku kapitałowym przez cały, kilkudziesięcioletni okres członkostwa w funduszu, ma umożliwić zakup dożywotniej renty. To świadczenie, wypłacane przez Zakład Ubezpieczeń Emerytalnych⁹, oraz emerytura, obliczona na podstawie zgromadzonych uprawnień emerytalnych w ramach I filaru, wypłacana przez FUS, mają być podstawowym źródłem utrzymania dla osób, które z racji swojego wieku zaprzestaną aktywności

rodności. Reforma systemu emerytalno-rentowego w Polsce. Biuro Pełnomocnika Rządu do spraw Reformy Zabezpieczania Społecznego, Warszawa, luty 1997 r.

3. Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, Dz.U. 1997 Nr 139 poz. 934, nowelizowana aktem z 27 sierpnia 2003 r. Dz.U. z 2003 r. Nr 170, poz. 1651 oraz 26 czerwca 2009r. Dz.U. 2009 nr 127 poz. 1048, nazywana w dalszej części artykułu ustawą.
4. Chróścicki A. *Ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych. Komentarz*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010 r. s. 63-67.
5. Art. 2 pkt 2 oraz art. 139 Ustawy.
6. Art. 141 Ustawy.
7. Art. 141 do 156 Ustawy (obejmujący również zakazy inwestycyjne dotyczące lokat w papierach wartościowych, których emitentem jest samo PTE oraz zasady lokat prowadzonych przez fundusze pracownicze) oraz Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 3 lutego 2004 r. Dz.U. 2004 nr 32 poz. 276 (uchylające pierwotne rozporządzenie w Dz.U. 1998 nr 63 poz. 406) w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowania w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne, wraz ze zmianami w Dz.U. 2004 nr 175 poz. 1814 oraz Dz.U. 2006 nr 13 poz. 91, nazywane w dalszej części rozporządzeniem.
8. *Sytuacja finansowa powszechnych towarzystw emerytalnych w 2009 roku*, Urząd KNF, Warszawa 2010 r.
9. Zasady nabywania i wypłat dożywotnich emerytur kapitałowych nie zostały jak dotąd prawnie uregulowane. Została jedynie przyjęta ustawa z dn. 21 listopada 2008 r. o emeryturach kapitałowych (Dz. U.2008 nr 228, poz. 1507), określająca zasady wypłat świadczeń dla kobiet nabywających po osiągnięciu wieku 60 lat uprawnienie do przejścia na świadczenie emerytalne. Jest ono wypłacane przez ZUS ze środków zgromadzonych na indywidualnym rachunku uczestniczki w OFE. Nazwa Zakład Ubezpieczeń Emerytalnych pochodzi od prof. T. Szumlicza, wg którego taki charakter – nabywanie u ubezpieczyciela aktualnie obliczonego dożywotniego świadczenia rentowego o charakterze *annuity*, powinno znaleźć się w docelowym uregulowaniu ustawowym. Za: Szumlicz T., *Wypłaty emerytur kapitałowych*, w: *System ubezpieczeń społecznych*, pod red. G. Szpor, Lexis Nexis, Warszawa 2009 r., s. 203-229.

zawodowej. Ograniczona skala innych długoterminowych oszczędności, gromadzonych przez pokolenia objętych zmienionym systemem emerytalnym¹⁰, pozwala sądzić, że dla wielu z nich emerytura z systemu bazowego będzie ich jedynym dochodem na starość. Według szacunków T. Szumlicza, jej wysokość określona poprzez stopę zastąpienia wynagrodzenia przez emeryturę w nowym systemie, wynosić będzie od 43 proc. dla kobiet kończących swoją aktywność zawodową w wieku 60 lat, do 63 proc. dla tych, którzy odchodzą na emeryturę w wieku 65 lat¹¹. Stąd, tym bardziej istotna jest jakość działań inwestycyjnych podejmowanych przez zarządzających OFE.

Polityka lokacyjna OFE jest zdeterminowana zapisami ustawowymi, określającymi m.in. maksymalny udział papierów akcyjnych notowanych na rynku publicznym na 40 proc. w aktywach funduszu ogółem, nieskarbowych papierów dłużnych na 90 proc., a inwestycji na rynkach zagranicznych 5 proc.¹². Jednocześnie OFE nie może nabywać instrumentów pochodnych, które pomogłyby zdywersyfikować transakcje z rynku kasowego¹³.

Praktyka zarządzających OFE w ostatnim dziesięcioleciu wskazuje, że około 25-35 proc. aktywów funduszu lokują oni na rynku akcji, około 60-70 proc. w skarbowych papierach dłużnych i poniżej 10 proc. w komercyjnych papierach dłużnych i lokatach bankowych¹⁴.

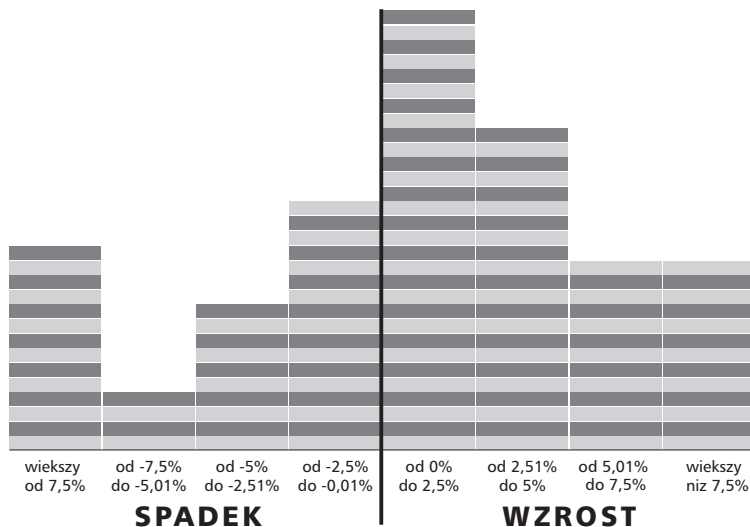
Realizując taką politykę lokacyjną, osiągnięta efektywność funduszy, wyrażona jako liczba miesięcy, w których wartość jednostki rozrachunkowej wzrosła w stosunku do miesiąca poprzedniego, jest wyższa w stosunku do zachowania się kursów akcji spółek notowanych na szerokim rynku GPW. Obrazują to rysunki 1 oraz 2¹⁵.

Analizie poddano okres od stycznia 2000 r. do końca kwietnia 2010 r. Miesięczne wartości głównego indeksu warszawskiej giełdy obliczono jako średnią arytmetyczną jego dziennych wartości z zamknięcia sesji i porównano je z miesiącem poprzednim, uzyskując 123 wyniki. Za istotną przyjęto zmianę wartości o 2,5 punktu procentowego. W przypadku jednostek rozrachunkowych OFE, podobnie jak dla indeksu giełdowego, obliczono średnie miesięczne dla każdego z czternastu funduszy. W graficznej prezentacji liczbę dokonanych obserwacji zmniejszono proporcjonalnie – z 1722 do 123. Przyjęcie 1,25 punktu procentowego za zmianę istotną w przypadku inwestycji fundu-

-
10. Depesza PAP za Money.pl o badaniu przeprowadzonym przez CBOS o oszczędnościach w gospodarstwach domowych <http://www.money.pl/gospodarka/wiadomosci/artikel/wiekszc;gospodarstw;domowych;nie;ma;oszczednosci,202,0,611786.html> odczyt: 2010-05-23.
 11. Szumlicz T., *Problem wieku emerytalnego w nowym systemie emerytalnym*, ekspertyza dla Komitetu Obywatelskiej Inicjatywy Ustawodawczej Razem.
 12. Szumlicz T., *Organizacja i funkcjonowanie funduszy emerytalnych*, w: *System ubezpieczeń społecznych*, pod red. G. Szpor, Lexis Nexis, Warszawa 2009 r., s. 190-192.
 13. Staniec I. *Zarządzanie ryzykiem finansowym w otwartych funduszach emerytalnych*, w: *Otwarte fundusze emerytalne w Polsce. Analiza działalności inwestycyjnej, finansów oraz decyzji członków*, pod. red. F. Chybalskiego, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009 r., s.171-180.
 14. Dane kwartalne KNF; http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_emerytalny/dane_o_ryunku/rynek_ofe/Dane_kwartalne/dane_kwartalne.html odczyt: 2010-05-16.
 15. Należy zastrzec, że indeksy warszawskiej GPW obrazują zmiany kursów akcji, gdy wartość jednostki rozrachunkowej zawiera w sobie również reinwestowany przychód z dywidendy czy realizację praw poboru, które stanowią dodatkowe źródło zmiany wartości jednostki. Jednakże z powodu braku do jesieni 2010 r. funduszy typu ETF i dotychczasowej niskiej stopy dywidendy, WIG został przyjęty jako *benchmark*.

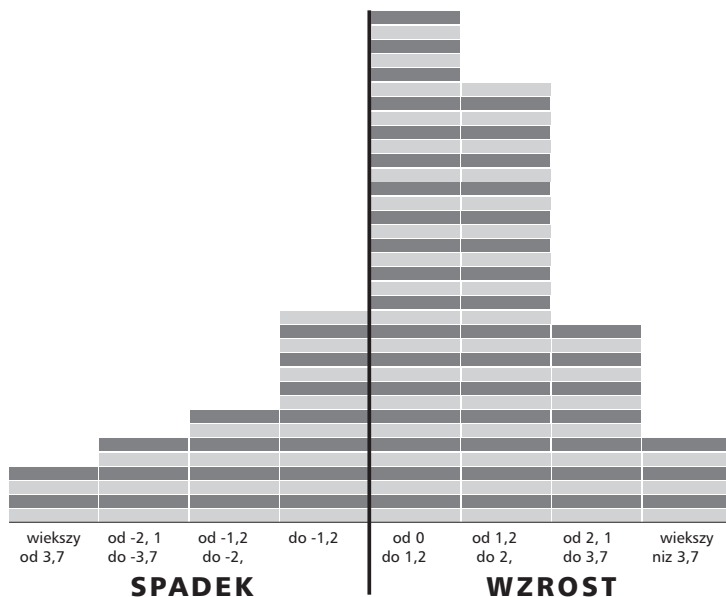
szu emerytalnego wynika ze struktury lokacyjnej OFE – wysokiego udziału w ich aktywach stałoprzychodowych papierów dłużnych, zapewniających niezależny od sytuacji na rynku papierów udziałowych dochód i ochronę wartości kapitału.

Wykres 1. Średnie miesięczne zmiany wartości WIG w okresie od stycznia 2000 r. do kwietnia 2010 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z gpwinforefa.pl

Wykres 2. Średnie miesięczne zmiany wartości jednostek rozrachunkowych OFE w okresie od stycznia 2000 r. do kwietnia 2010 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF, jako miesięczne zmiany wartości jednostki rozrachunkowej każdego z 14 OFE w 123 porównywanych okresach.

W okresie od stycznia 2000 r. do kwietnia 2010 r. dla czternastu funduszy i 123 zmian liczonych miesiąc do miesiąca wartości jednostki rozrachunkowej, w 1241 przypadkach wartość jednostki była większa niż miesiąc wcześniej, a w 481 jej wartość zmalała. Na rynku akcji 78 miesięcy było rosnących, a w 45 miesiącach akcje traciły na wartości.

Zawężenie możliwości inwestowania jakie ustawodawca nałożył na OFE, mogło przyczynić się do względnie stałego wzrostu wartości składek zgromadzonych w funduszach, mimo dwóch silnych spadków, jakie wystąpiły na rynku papierów akcyjnych. Jednakże podobieństwo kierunku zmian wartości jednostek rozrachunkowych OFE dotyczy również struktury aktywów samych funduszy. Od 2003 r. obserwowana jest tendencja do upodobniania się strategii inwestycyjnych oraz struktury akcji w portfelach każdego z funduszy¹⁶.

Wśród przyczyn stadnych zachowań OFE¹⁷ upatrywany jest jeden z głównych elementów chroniący członków funduszy emerytalnych przed nadmiernymi stratami, wynikającymi z błędnych decyzji zarządzających – wymóg osiągnięcia minimalnej wymaganej stopy zwrotu¹⁸. Jeśli zmiana wartości jednostki rozrachunkowej danego funduszu, porównywanej dwa razy w roku za trzyletnie okresy inwestycyjne, różniłaby się od wyników osiągniętych przez pozostałych zarządzających ponad dopuszczalne minimum, PTE byłoby zobligowane do wyrównania strat członkom zarządzanego przez siebie funduszu do wartości minimalnej wymaganej stopy zwrotu¹⁹. Waga ewentualnej dopłaty w wysokości jednego dodatkowego punktu procentowego stopy zwrotu dla największych towarzystw miałyby równowartość ponaddwurocznego zysku osiąganego przez Aviva PTE BZ WBK, czy zysku za 19 miesięcy realizowanego przez ING PTE. PTE Polsat, zarządzające najmniejszym OFE, musiałoby dopłacić kwotę przekraczającą jego roczny wynik finansowy²⁰.

Jednorodność zachowań inwestycyjnych OFE nie jest z założenia zjawiskiem negatywnym, pod warunkiem jednak, że przenoszone są wzorce pozytywne, zapewniające

-
16. F. Chybalski, *Analiza podobieństwa struktur portfeli inwestycyjnych OFE*, w: *Otwarte fundusze emerytalne w Polsce. Analiza działalności inwestycyjnej, finansów oraz decyzji członków*, pod. red. F. Chybalskiego, Wydawnictwo C.H.Beck, Warszawa 2009 r., s. 121-134.
 17. Szerzej o stadnym zachowaniu funduszy (ang: *herding*) w opracowaniu Voronkova S., Bohl M., *Institutional Traders' Behavior in an Emerging Stock Market: Empirical Evidence on Polish Pension Fund Investors*, „Journal of Business Finance & Accounting”, Nr 32 (wrzesień-październik) 2005 r., s. 1537-1560; Stańko D., *Polish Pension Funds, Does the System Work? Cost, Efficiency and Performance Measurement Issues*, Discussion Paper PI-0302, The Pensions Institute Cass Business School City University, Londyn 2003 r.
 18. Minimalna wymagana stopa zwrotu jest niższa o 50 proc. od średniej ważonej stopy zwrotu dla wszystkich OFE za dany okres albo niższa o 4 punkty procentowe od tej średniej, w zależności od tego, która z tych wielkości jest mniejsza (bardziej odległa od średniej ważonej). Średnie wylicza się na koniec marca i września, porównując wartości jednostki rozrachunkowej za ostatnie 3 lata – za: T. Szumlicz, *Organizacja i funkcjonowanie funduszy emerytalnych w: System zabezpieczeń społecznych. Zagadnienia podstawowe*, pod red. G. Szpor, Lexis-Nexis, Warszawa 2009, ss.193-194.
 19. Niedobór w OFE pokrywany jest w pierwszej kolejności ze środków zgromadzonych w Funduszu Gwarancyjnym: jego części podstawowej oraz dodatkowej (do którego bieżące składki wnoszone są przez PTE), następnie ze środków własnych PTE. Ostatecznym organem gwarantującym wyrównanie niedoboru jest Skarb Państwa.
 20. Obliczenia własne oparte na wynikach PTE za 2009 r. na podstawie danych z: *Sytuacja finansowa powszechnych towarzystw emerytalnych w 2009 roku*, Urząd KNF, Warszawa 2010 r.

wysoką stopę zwrotu. Osiągnięcie przez każdy z funduszy minimalnej stopy zwrotu gwarantuje członkowi funduszu, iż jego składki przez ostatni okres były zarządzane w stopniu nie gorszym niż kapitał innych uczestników II filaru powierzony innym funduszom emerytalnym. Nie oznacza to jednak, że podobna stopa zwrotu jest najwyższą z możliwych. Nawet jeśli wartość aktywów funduszu zmalała, zarządzający nim nie musi pokrywać powstałej straty. Wystarczy by osiągnięta ujemna stopa zwrotu była zbliżona do wyników pozostałych funduszy emerytalnych.

Podobnie, jak oczekiwaniem członków funduszu emerytalnego jest maksymalizacja zysku ze składek powierzonych OFE, celem właściciela PTE jest zrealizowanie satysfakcjonującej stopy zwrotu z kapitału, bez narażania realizowanego zysku na ewentualną konieczność wyrównywania wartości aktywów OFE do poziomu minimalnej wymaganej stopy zwrotu.

Główną część dochodów towarzystwa stanowią przychody z opłat od składek i z opłat za zarządzanie, a po stronie wydatków – koszty akwizycji, koszty zarządu oraz koszty ponoszone na rzecz ZUS, KDPW i agenta transferowego. Opłaty od składek stanowiły w 2009 r. 60 proc. całkowitych przychodów towarzystw, jednak w porównaniu do poprzednich lat mają one tendencję malejącą. Opłata za zarządzanie, liczona od wartości netto aktywów funduszu, zapewniła 29,5 proc. przychodów. Trzecim źródłem przychodów towarzystwa była premia, pochodząca z wyodrębnionego rachunku premiowego. Tworzony jest on z wpłat towarzystwa. To PTE, które osiągnie najwyższą stopę zwrotu, otrzymuje całą zgromadzoną na rachunku kwotę (maksymalnie 0,06 proc. zarządzanych aktywów netto), a towarzystwo, którego stopa zwrotu była najniższa, całą kwotę zasila aktywa OFE. W 2009 r. przychody wszystkich PTE z tytułu wynagrodzenia premiowego wyniosły 37 mln zł, co stanowiło 1,7 proc. w ich łącznych przychodach.

Powyższa struktura przychodów, czyli proporcjonalna do ilości i jakości pozyskanych członków opłata od wnoszonych składek, liczona degresywnie wraz ze wzrostem wartości aktywów opłata za zarządzanie i premia za ryzyko realizacji różnej od prowadzonej przez duże OFE skutecznej strategii inwestycyjnej, przekłada się na strukturę kosztów PTE. W 2009 r. wydatki towarzystw na akwizycję i reklamę stanowiły 39,4 proc. wszystkich kosztów PTE i były największą i najszybciej rosnącą pozycją kosztową. Tak zoptymalizowana struktura przychodów do kosztów zapewniła rentowność netto na poziomie 30,9 proc.²¹

Choć toczy się dyskusja o realizowanej przez OFE stopie zwrotu, wysokości opłat pobieranych za zarządzanie aktywami i od wpłaconych składek, czy swobodzie działań akwizycyjnych PTE pozyskujących nowych członków w drodze transferu od innych towarzystw²², wciąż nierozwiązany pozostaje problem momentu wyjścia z funduszu emerytalnego. Chwila rozpoczęcia korzystania ze świadczenia emerytalnego wraz z osiągnięciem 60./65. roku życia, nie musi być najkorzystniejsza dla bieżącej wyceny wartości aktywów zgromadzonych na rachunku OFE.

21. Obliczenia własne oparte na wynikach PTE za 2009 r. na podstawie danych z: *Sytuacja finansowa powszechnych towarzystw emerytalnych w 2009 roku*, Urząd KNF, Warszawa 2010 r.

22. Rozmowa z dr. M. Rutkowskim w „Rzeczpospolita”, z dn. 26 sierpnia 2009 r. *Zmowy wśród OFE popsuły rynek*.

W założeniach nowego systemu emerytalnego podstawowym elementem zabezpieczającym wartość przyszłego świadczenia jest jego trójfilarowa konstrukcja. Parametrycznie indeksowana wartość uprawnień ewidencjonowanych na imiennym rachunku w ramach pierwszego filaru jest niezależna od wahań wartości aktywów, w które lokowana jest pozostała część z 19,52 proc. składki. Natomiast lokowanie kapitału przyszłych emerytów na rynku kapitałowym chroni realną wartość świadczeń przed zmianami demograficznymi, których niekorzystny kierunek mógłby wpłynąć na wymiar emerytury opartej wyłącznie o repartycyjną metodę ich finansowania²³.

Pytanie o wystarczający charakter tego zabezpieczenia jest o tyle istotne, iż wartość aktywów zgromadzonych w OFE ulegała również zmniejszeniu. Najgłębszy z jednomiesięcznych spadków osiągnął wartość 7,14 proc.²⁴. Dla młodego członka funduszu ma to jedynie charakter statystyczny, jednak dla innego, który w tym okresie transferowałby kapitał na swoim rachunku, oznaczałoby to o tyle mniejszą część świadczenia emerytalnego z II filaru.

Zmniejszenie wartości aktywów funduszy emerytalnych, będące skutkiem kryzysów na rynkach finansowych, obejmuje nie tylko polskie OFE, których aktywność lokacyjna została zawężona do krajowego rynku papierów wartościowych. Na rynku amerykańskim, dotkniętym kryzysem *subprime*²⁵, aktywa prywatnych planów emerytalnych o formule zdefiniowanej składki zostały w 2008 r. umniejszone w porównaniu z rokiem poprzednim o 28,5 proc. Skutkiem zmniejszenia wartości oszczędności emerytalnych część Amerykanów musiała przedłużyć swoją obecność na rynku pracy, odbudować ubytek kapitału w swoim funduszu emerytalnym, bądź zaakceptować niższe świadczenia²⁶. W amerykańskiej gospodarce indywidualna decyzja o wydłużeniu okresu pracy lub zmianie struktury nabywanych aktywów na przeważanie akcji dłużnymi papierami rządowymi²⁷ na 10-20 lat przed planowaną emeryturą, jest jednym z rozwiązań, jakie mogą służyć zapewnieniu w okresie starości dochodów, nieumniejszonych ewentualnym kryzysem²⁸.

Po dwunastu latach istnienia w Polsce OFE jako elementu współtworzącego zmieniony system emerytalny, prostota przyjętej metody alokacji składki, którą najogólniej można opisać jako 30 proc. kapitału lokowanego w akcje polskich przedsiębiorstw

23. Góra M. *Integralny charakter systemu emerytalnego w Polsce. Jeszcze raz o „bezpieczeństwie dzięki różnorodności”*, Zeszyty FOR, Warszawa, maj 2009 r.
24. Najgłębszy spadek w okresie I 2000 r. do IV 2010 r. obliczony dla średniej miesięcznej zmiany wartości jednostki rozrachunkowej zanotowany IX/X 2008 r. dla PTE Polsat, następnie PTE ING 7,01 proc., również w tym samym miesiącu.
25. Sikorska E., Wiatrak P. *Wybrane kryzysy finansowe XX wieku a obecny kryzys finansowy na świecie*, w: *Koniunktura gospodarcza. Od bańki internetowej do kryzysu subprime*, pod. red. J. Czech-Rogosz, J. Pietrucha, R. Żelaznego, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009 r. s. 133-142.
26. Clark R. L., Sabelhaus J., *How will the stock market crash affect the choice of pension plans?*, „National Tax Journal”, Vol. LXII, Nr 3, wrzesień 2009 r., s. 477-496.
27. Autor cytowanego artykułu rozważa papiery typu TIPS (*Treasury Inflation-Protected Securities*), emitowane przez urząd federalny, o okresie zapadalności 5, 10 lub 30 lat, indeksowane wskaźnikiem cen konsumpcyjnych. Na rynkach europejskich są one określane jako *inflation-linked bonds*.
28. Brady P. J., *What does the market crash mean for the ability of 401(k) plans to provide retirement income?* „National Tax Journal”, Vol. LXII, Nr 3, wrzesień 2009 r., s. 455-476.

i 65 proc. w papiery dłużne, zapewniło przyrost wartości kapitału zgromadzonego na indywidualnym rachunku emerytalnym ponad wartość wpłaconych składek. Toczy się natomiast dyskusja na temat sposobów ewentualnych zmian zasad, dzięki którym realizowana stopa zwrotu byłaby wyższa. Jednym z poruszanych w niej wątków jest wielofunduszowość OFE.

2. Multifundusze w systemie emerytalnym

Wielofunduszowość systemu emerytalnego to przynajmniej kilka funduszy o różnej strategii inwestycyjnej oraz możliwość dokonania ich wyboru przez członka funduszu. Potrzebę ich utworzenia odnosi się do różnorodności samych uczestników funduszu – ich różnej indywidualnej tolerancji na ryzyko oraz oczekiwanej stopy zwrotu z aktywów. Członkowie funduszu nie są jednorodni, zatem ich kapitał nie powinien być w jednakowy sposób inwestowany.

L. Viceira postrzega człowieka jako podmiot ekonomiczny, który dysponuje określoną wiedzą, umiejętnościami, biologiczną żywotnością i potrafi przez wiele lat generować dochód²⁹. Ów względnie stały strumień gotówki, uzyskiwany własną pracą w niezagrożony, nieprzerwany sposób, będzie później odwzorowany poprzez transfery z ubezpieczenia społecznego, płacone w okresie starości³⁰. Uważa on, że im dochód z pracy jest bardziej stabilny, tym w większym stopniu powinny być różnicowane sposoby inwestowania, które będą stanowiły źródło pozostałych dochodów emerytalnych. Jeśli wynagrodzenie za pracę jest względnie niezależne od sytuacji na rynkach kapitałowych³¹, to dodatkowe oszczędności powinny uwzględniać inwestycje w akcje, z których dochód jest skorelowany ze zjawiskami występującymi na tych rynkach³².

R. Garnczarek dowodzi, iż inwestowanie na rynku akcji, niezależnie od występujących na rynku kapitałowym okresów *bessy*, jest w długim okresie korzystniejszą alternatywą inwestycyjną³³. Porównuje on wysokość realnych stóp zwrotu i ich wahań dla portfeli o różnym udziale papierów akcyjnych i dłużnych. Posługując się danymi historycznymi z rynku amerykańskiego w okresie 1925-2008, dla dowolnego piętnastoletniego okresu, lokujący w akcje amerykański inwestor był narażony na osiągnięcie straty w 15 z 1000 scenariuszy inwestycyjnych. Najgorszy uśredniony wynik inwestycyjny dla 30 lat zakończył się 4 proc. realną stopą zwrotu. W tym samym okresie 1925-2008,

29. L. M. Viceira, *Pension Fund Design In Developing Economies*, Harvard Business School, 2009 r.

30. W polskim systemie emerytalnym tę rolę spełnia I filar, w którym gromadzone składki są indeksowane o przeciętny wzrost płac i zmianę wskaźnika cen, i tak urealniony kapitał uprawnień emerytalnych będzie podstawą wyliczenia indywidualnego świadczenia emerytalnego.

31. Przykładem może być stały wymiar pensji urzędnika państwowego a premia od sprzedaży wypłacana wraz z podstawowym wynagrodzeniem doradcy inwestycyjnemu, której wysokość jest pochodną sytuacji na rynku kapitałowym.

32. F. J. Gomes, L. J. Kotikoff, L. M. Viceira, *Optimal Life-Cycle Investing with Flexible Labor Supply: A Welfare Analysis of Life-Cycle Funds*, „American Economic Review: Papers & Proceedings”, Vol. 98, s. 297-303, 2008 r.

33. Opracowanie w ramach prowadzonych konsultacji społecznych do założeń do ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych prowadzonych przez MPiPS <http://www.mpips.gov.pl/bip/index.php?idkat=1901&rz=1&rzid=6853>, odczyt: 2010-07-05.

ryzyko poniesienia straty przez inwestującego w obligacje wyniosło 40-43 proc. dla 10-30-letniej perspektywy inwestycyjnej. Stąd też autor dowodzi, iż nie zmienność cen na rynku akcji, ale inflacja stanowi główne ryzyko utraty realnej wartości dla inwestycji o długim horyzoncie czasowym.

Akcje jako instrument lepiej pokrywający ryzyko inwestycyjne są zalecane także przez G. Chłopka³⁴. Przeprowadzone przez tego autora kalkulacje, obejmujące również brytyjski rynek kapitałowy w latach 1900-2008, wykazały niższą wartość kapitału końcowego w scenariuszach o stałym, wysokim udziale papierów dłużnych, bądź tych z wczesnym przechodzeniem z agresywnej na bezpieczną strategię inwestycyjną.

Przywoływana koncepcja ograniczania zmienności wartości zakumulowanego kapitału poprzez zmianę formuły inwestowania wraz ze starzeniem się uczestnika funduszu jest określana jako *Life-Cycle Funds*³⁵. Stanowi ona część założeń do nowelizacji ustawy o funduszach emerytalnych, które zaproponowało Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej³⁶. Zawierają one m.in. propozycję utworzenia funduszy o różnym poziomie ryzyka. Istotnym w ocenie MPiPS jest utworzenie w każdym z OFE funduszu (lub formuły subfunduszu) inwestującego łącznie do 20 proc. w akcje, pochodne papiery udziałowe i jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych. Przeniesienie do tego funduszu kapitału emerytalnego członka OFE byłoby obowiązkowe najpóźniej 5 lat przed jego przejściem na emeryturę³⁷.

Szerszy wobec propozycji Ministerstwa projekt zaproponowała Komisja Nadzoru Finansowego³⁸. Proponuje ona utworzenie dodatkowo dwóch funduszy o większej niż zakłada to obecna strategia inwestycyjna OFE ekspozycji na ryzyko, a jako czwartego funduszu lokującego co najmniej 80 proc. aktywów w instrumenty dłużne o stałej stopie dochodu. Zdaniem Komisji, ostatni z funduszy powinien być obowiązkowy dla członka funduszu na kilka lat przed przejściem na emeryturę. W okresie pełnej aktywności zawodowej uczestnik OFE mógłby względnie samodzielnie decydować, w którym z funduszy określanych jako typ A, B bądź C chce lokować gromadzony kapitał emerytalny. Pomocne w podjęciu decyzji inwestycyjnej byłyby również nowe *benchmarki*.

Mimo wielu rozbieżnych stanowisk stron rynku emerytalnego, podstawowym problemem utworzenia – w miejsce jednego – kilku funduszy, nie jest samo zorganizowa-

34. G. Chłopek, *Badania założeń koncepcji multifunduszy oraz czasu przejścia do funduszy o mniejszym ryzyku*, Opracowanie w ramach prowadzonych konsultacji społecznych do założeń do ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych prowadzonych przez MPiPS <http://www.mpips.gov.pl/bip/index.php?idkat=1901&rz=1&rzid=6853>, odczyt: 2010-07-05.

35. W inwestycjach w fundusze typu *Life-Cycle* powinny być brane pod uwagę indywidualne cechy inwestora, m.in. zależność wysokości i ciągłości otrzymywanych przez niego dochodów z pracy od faz cyklu gospodarczego, tempo przyrostu wynagrodzenia wynikające z nabywanego doświadczenia i nowych umiejętności czy ponoszone na pewnym etapie życia wydatki w związku z założeniem rodziny.

36. *Ibidem*.

37. Charakter inwestycji określony datą przejścia na świadczenie emerytalne jako docelowym punktem, w którym ekspozycja na ryzyko inwestycyjne uczestnika funduszu będzie najniższa nosi nazwę funduszu z docelowym rokiem przejścia na emeryturę (ang. *target-date funds*).

38. Rekomendacje zmian w zakresie ograniczeń inwestycyjnych OFE z uwzględnieniem zwiększenia możliwości ekspozycji na ryzyka rynków zagranicznych http://www.knf.gov.pl/Images/KNF_OFE_inwest_7_03_2008_tcm75-7046.pdf, odczyt: 2010-07-06.

nie procesu³⁹, ale określenie właściwego czasu, w którym pożądana byłaby zmiana strategii inwestycyjnej. Uczestnicząc w funduszach akcyjnych, członek OFE będzie oczekiwał wysokiej stopy zwrotu, ale w krótkim okresie będzie musiał zaakceptować również wysoką zmienność wartości swoich aktywów, w tym również jej głąbokie spadki. Decydując się natomiast na fundusz inwestujący w głównej mierze w papiery dłużne – musiałby zrezygnować z możliwości ponadprzeciętnego zysku, jaki w latach koniunktury realizowany jest na rynku akcji. Jednocześnie przyjmowałby na siebie ryzyko wysokiej inflacji, która mogłaby zmniejszyć realny wymiar jego kapitału emerytalnego, podczas gdy stabilna wartość kapitału stanowi główne oczekiwanie nabywców dłużnych papierów wartościowych.

Otwarte pozostaje pytanie, czy z uwagi na obecną skalę kryzysu finansowego, ryzyko niewypłacalności zarówno państw, a nawet całych struktur gospodarczych, bądź utrzymującej się deflacji⁴⁰, należy uznać za nowe, dodatkowe zagrożenia dla kapitałowych funduszy emerytalnych, czy też traktować je jako jeszcze jedno, powtarzalne zjawisko ekonomiczne w skali 50-letnich cykli gospodarczych⁴¹.

Rodzi się też pytanie, na ile zachowanie polskiego rynku kapitałowego będzie powtarzalne wobec historycznych zdarzeń na rynkach bardziej rozwiniętych. Nie wiadomą jest też, czy polska gospodarka powieli problemy finansowe innych państw Unii Europejskiej, i w jaki sposób poradzi sobie z własnymi. Należy zastanowić się także nad narzędziami, których należałoby użyć, aby w zrozumiały sposób przekonać członka funduszu, że inny sposób lokowania jego składek pełniej niż dotychczas odzworowuje jego indywidualny stosunek do ryzyka.

3. Propozycje zmian w działalności lokacyjnej OFE

Wśród wielu możliwych rozwiązań tak postawionego problemu, można wymienić trzy skrajne scenariusze. Pierwszym jest pozostawienie obecnej, jednorodnej stopy zwrotu z aktywów. Element konkurencji pomiędzy funduszami można by wtedy zawęzić do minimalizowania kosztów obsługi uczestnictwa w OFE, jakie ponoszą ich członkowie. Skutkiem tego na rynku prawdopodobnie pozostałoby tylko kilka towarzystw, osiągających najwyższe efekty skali.

39. D. Stańko wymienia tutaj m.in. formę prawną multifunduszy (fundusze/subfundusze), transfer oszczędności pomiędzy multifunduszami, wysokość opłat, system oceny wyników czy gwarancji dla członków OFE. Autor zwraca także uwagę na problem wyboru funduszu domyślnego, do którego trafiliby początkowo wszyscy obecni członkowie OFE jak również nowo zapisani, którzy nie określiliby sposobu w jaki miałyby być inwestowane ich składki oraz moment wprowadzenia systemu wielofunduszowego. Jeśli zmiana systemu miałyby się odbyć podczas dekonunktury na rynku papierów wartościowych o zmiennej charakterystyce wypłat, ewentualne początkowe straty członków funduszu, decydujących się na agresywne strategie inwestycyjne, mogłyby zbudować negatywny obraz idei samych zmian. Za: D. Stańko, *Doświadczenia we wprowadzaniu wielofunduszowości w innych krajach*, w: *Wielofunduszowość w systemie emerytalnym*, pod red. A. Wiktorow, B. Wyżnikiewicz, IBnGR i AXA PTE, Gdańsk 2010 r.

40. *Repent at leisure. A special report on debt*, „The Economist”, Vol. 395 No 8688, z 26.06-2.07.2010.

41. Winiecki J., *Zmiany w gospodarce światowej z perspektywy cyklu surowcowego*, w: *Kryzys gospodarczy. Początek czy koniec?* pod red. J. Winieckiego, Regan Press, Gdańsk 2009 r., s. 85-109.

W drugim scenariuszu zmniejszone zostają obecne ograniczenia inwestycyjne narzucone na fundusze, a rywalizacja między nimi maksymalizowana jest poprzez stopę zwrotu z aktywów. Kapitał członków OFE lokowany jest wyłącznie w akcje, dywersyfikowane krajem pochodzenia aktywów, walutą i branżą. Skutkiem wprowadzenia takich rozwiązań, uczestnik funduszu, którego czas przejścia na emeryturę zbiegłby się z dekoniunkturą na rynkach kapitałowych, pozostawałby na rynku pracy do momentu odbudowania jego kapitału emerytalnego lub musiałby zaakceptować dużą dysproporcję między swoim świadczeniem emerytalnym a emeryturą osoby, która wycofała się z OFE tuż przed spadkami na giełdach papierów wartościowych.

Trzeci scenariusz to każde inne rozwiązanie pozwalające z pewnym wyprzedzeniem zaplanować czas zaprzestania aktywności zawodowej, zbliżony do indywidualnych fizycznych możliwości pracy, a jednocześnie akceptujący mniejszą wartość kapitału emerytalnego na skutek nieuczestniczenia w części potencjalnie zyskowych, ale ryzykownych inwestycji.

Ku takiemu rozwiązaniu skłania się minister Michał Boni⁴². Według doniesień medialnych, przygotowana w kierowanym przez niego zespole propozycja zmian w ustawie o OFE zakłada m.in. wprowadzenie trzech subfunduszy: agresywnego – lokującego do 85 proc. aktywów w akcje, do którego trafiłyby składki najmłodszych członków OFE, umiarkowanego – z 45 proc. zaangażowaniem w papiery udziałowe, do którego trafiłby kapitał zgromadzony dotychczas przez członków OFE oraz ostrożnego – z 15 proc. limitem inwestycyjnym na rynku akcji, dedykowanego osobom po 55. roku życia⁴³. Stanowiłoby to nawiązanie do pierwotnego kształtu ustawy o OFE z końca lat dziewięćdziesiątych.

W scenariusz zmiany struktury aktywów wraz z wiekiem uczestnika OFE wpisuje się także propozycja wielofunduszowości OFE. Oparto ją o prostotę zasad i odpowiedzialność samego uczestnika funduszu. Skutkami zaproponowanych zmian mogłyby być: większa czytelność prezentowanych wyników inwestycyjnych osiąganym przez OFE i nałożenie na członka funduszu współodpowiedzialności za sposób inwestowania jego składek.

Zadaniem II filaru systemu emerytalnego jest pomnażania środków ze składek pracujących obywateli poprzez ich lokowanie na rynku kapitałowym. Przyjęto założenie, że członkowie OFE nie znajdują się na inwestowaniu, dlatego tę rolę ustawodawca powierzył konkurującym ze sobą podmiotom prywatnym, pozostawiając sobie funkcje formalnokontrolne. Wyrazem jakości działań zarządzających funduszem jest publikowana wartość jednostki rozrachunkowej i wyliczana na jej podstawie stopa zwrotu z aktywów. Mimo szeregu wad⁴⁴, pozwala ona porównać OFE między sobą. Nie jest jednak

42. Informacja za: <http://www.wirtualnemedial.pl/artykul/michal-boni-w-dynamicznych-subfunduszach-ofe-moglyby-inwestowac-85-proc-srodkow-w-akcje> odczyt:2010-09-27.

43. Informacja za: <http://www.tvn24.pl/12692,1673967,0,1,agresywnosc-dla-mlodych--ostroz-nosc-dlanbspstarszych,wiadomosc.html> odczyt:2010-09-27.

44. Do wad publikowanej stopy zwrotu zaliczane jest m.in. błędne postrzeganie przez członka funduszu zmiany wartości stopy zwrotu, jako takiej samej zmiany wartości aktywów na jego rachunku. Dla dwóch OFE mających tę samą stopę zwrotu z aktywów dla tego samego okresu, indywidualna wartość rachunku członka funduszu będzie różna. Dzieje się tak dlatego, że pomiędzy dniem „zero” a dniem pomiaru stopy zwrotu, aktywa każdego z tych funduszy

uprawnione porównanie funduszu emerytalnego do jakiejkolwiek innej instytucji finansowej niebędącej OFE, nawet funduszu prowadzonego w formule otwartego lub zamkniętego funduszu inwestycyjnego⁴⁵.

Zadając pytanie o alternatywny sposób obiektywnego zobrazowania atrakcyjności inwestycyjnej danego OFE, można posłużyć się np. wskaźnikiem korelacji, odchyleniem standardowym stopy zwrotu czy wskaźnikami Sharpe'a, Jensena bądź Treynora⁴⁶. Należałoby przy tym oczekiwać ich zrozumienia przez członka funduszu lub użyć prostszych określeń, znanych szerszemu kręgowi odbiorców.

POSTULAT 1

Wśród wielu wielkości za pomocą których można opisać każdą inwestycję są m.in. wysokość zysku i poziom ryzyka, jakie trzeba ponieść dla osiągnięcia zakładanego wyniku.

Przyjmowane jest założenie, iż członek funduszu rozumie, bądź w przystępny sposób mogą mu zostać wyjaśnione takie pojęcia jak akcja, obligacja czy ryzyko kursowe. W sposób intuicyjny, bądź nauczony doświadczeniem jako samodzielny inwestor lub obserwator, przypisuje on posiadaniu akcji większe ryzyko zmiany ceny niż w przypadku obligacji.

Uznając powyższe założenie za prawdziwe, należałoby każdemu z aktywów nabywanych przez OFE przypisać równie zrozumiałe kategorie ryzyka, dzieląc je uprzednio na kilka jednorodnych grup.

Do **grupy ryzyka I**, jako najmniej narażonej na zmiany cen i utraty zdeponowanego kapitału, należałoby przyporządkować emitowane bądź gwarantowane przez Skarb Państwa lub NBP papiery dłużne, komunalne papiery dłużne, papiery dłużne przedsiębiorstw z kuponem odsetkowym, dyskontem oraz przychodowe (zabezpieczone lub o dobrym *ratingu*), lokaty bankowe, certyfikaty depozytowe, publiczne i hipoteczne listy zastawne. Pomimo swojej różnorodności, wymienione aktywa bez większego błędu można określić **wspólnym mianem obligacji**.

miały inną wartość, ponieważ OFE nie mają identycznych portfeli aktywów i różne aktywa każdego dnia po innej cenie dokupiły bądź sprzedały. Każda wpływająca od członka funduszu składka została przeliczona na jednostki rozrachunkowe po bieżącej wycenie aktywów, posiadanych przez fundusz danego dnia. Stąd za tą samą sumę złotych w dwóch dniach lub we dwóch funduszach uczestnik nabywa różną ilość jednostek. Skutkiem wpłacania nowych składek na rachunek funduszu pomiędzy dniem „zero” a pomiaru stopy zwrotu, ilość jednostek rozrachunkowych będzie zatem różna dla dwóch rachunków dwóch członków OFE, pomimo pozornej zbieżności stóp zwrotu samych OFE.

45. TFI zarządzające FIO realizują politykę maksymalnego zysku, podczas gdy PTE odpowiadają także za bezpieczny wzrost wartości aktywów. Suma już zgromadzonych przez OFE kapitałów nie pozwala im ponadto elastycznie reagować na trendy rynkowe i równie szybko jak FIO zamykać poszczególnych pozycji czy wycofywać się z inwestycji w całych branżach. Fundusze inwestycyjne, w przeciwieństwie do OFE, są dobrowolne, stąd kapitał powierzany TFI, również pod wpływem emocjonalnych czynników, może niecyklicznie napływać bądź być wycofany, bez związku z sytuacją na rynku lub pod wpływem czynników niezależnych od samego towarzystwa. Fundusze emerytalne jeszcze przez kilkanaście lat będą więcej gotówki otrzymywać, niż jej wypłacać, dlatego ważny dla TFI aspekt utrzymywania płynnych, szybko zbywalnych aktywów, jest dla PTE mniej istotny.
46. Tymi metodami posługują się m.in. autorzy opracowania *Otwarte fundusze emerytalne w Polsce. Analiza działalności inwestycyjnej, finansów oraz decyzji członków*, pod. red. F. Chybalskiego, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009 r.

Grupa ryzyka II, odwzorowująca potoczne rozumienie pojęcia „akcja”, zawierałaby w sobie dopuszczone do publicznego obrotu na krajowym rynku akcje spółek o wysokiej płynności oraz obligacje zamienne na akcje.

Grupa ryzyka III obejmowałaby natomiast krajowe papiery o najwyższym poziomie ryzyka, charakteryzujące się, jak np. prawa poboru, wysoką zmiennością cen bądź ograniczoną płynnością, jak akcje spółek małych lub nienotowanych na regulowanym rynku czy certyfikaty inwestycyjne FIZ.

Bez konieczności zmiany nazewnictwa dla wymienionych wyżej grup ryzyka, mogłyby zostać w nich umieszczone również płynne i wiarygodne papiery wartościowe, obciążone ryzykiem walutowym⁴⁷. W grupie ryzyka II byłyby to papiery dłużne emitowane w krajach OECD, a w grupie ryzyka III – akcje zagranicznych spółek, notowane na wiodących rynkach giełdowych państw członkowskich OECD.

Podobnie jak dziś, wszystkie nabywane przez fundusz papiery wartościowe, musiałby spełniać ograniczenia nałożone ustawą i rozporządzeniem, dotyczące zasad koncentracji aktywów emitowanych przez jeden podmiot, grupę kapitałową czy pojedynczej emisji⁴⁸.

Dokonując technicznego podziału aktywów funduszu emerytalnego na trzy podgrupy o relatywnie jednorodnych typach papierów wartościowych, powstaje możliwość ich bardziej obiektywnego porównania. Wydzielając portfel aktywów w postaci papierów dłużnych, emitowanych w złotych oraz o wysokiej płynności i *ratingu*, można dokonać oceny jakości zgromadzonych w nim papierów. Zamiast zestawiać taki subfundusz z subfunduszem obligacyjnym lub papierów skarbowych TFI, prostszym staje się ustalenie zewnętrznego benchmarku, stanowiącego odniesienie dla – nadal specyficznej – działalności lokacyjnej OFE w jednym z trzech segmentów. Podział aktywów istniejących funduszy na trzy podgrupy stworzyłby presję na PTE o trzykrotnie większą staranność. Członek OFE mógłby dowiedzieć się ile zarobił, a ile mógł zarobić bądź stracić, trzymając swoje oszczędności w każdej z trzech grup.

POSTULAT 2

Przyjmując założenie, że członek funduszu jest świadomy zarówno możliwości, jak i zagrożeń płynących z lokowania kapitału w każdą z trzech grup aktywów, należałoby umożliwić mu wybór strategii inwestycyjnej.

Jednocześnie uznając nadrzędność celu funkcjonowania II filaru, tj. bezpieczne zapewnienie kapitału na zakup świadczeń emerytalnych, indywidualna skłonność do ryzyka powinna zostać ograniczona przez wiek członka funduszu.

Zawężenie swobody wyboru strategii inwestycyjnej, a w związku z tym ograniczenie ekspozycji na ryzyko, w większym stopniu powinno dotyczyć osób starszych.

47. Ryzyko walutowe wpływające negatywnie lub pozytywnie na stabilną wartość całego portfela aktywów może być realizowane przez inwestycje w papiery dłużne rządu amerykańskiego, które są oceniane jako ujemnie skorelowane ze światowym rynkiem akcji i jako takie same w sobie stanowią zabezpieczenie przed ryzykiem kursowym lub papiery denominowane w walutach krajów eksporterów surowców, które wymagają *hedgingu* – za: L. M. Viceira, *Pension Fund Design In Developing Economies*, Harvard Business School, 2009 r.

48. Należałoby rozważyć również ograniczenie koncentracji aktywów w jednej branży, czego nie przewidują obecne uregulowania.

Przyczyną tego jest niepewność krótkoterminowych rezultatów podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Osiągnięcie zysku wymaga bowiem upływu czasu potrzebnego do wystąpienia pozytywnego zjawiska, zakładanego przy podejmowaniu danej inwestycji. Jeśli nie będzie miało ono miejsca, inwestor może zrealizować stratę, a odzyskaną część kapitału ulokować w inne aktywa lub czekać na realizację zysku dłużej niż pierwotnie zakładał. Członek funduszu z każdym rokiem przybliża się do emerytury, stąd powyższe ograniczenie również musi narastać. Jednocześnie sposób, w jaki by odbywało się to zawężanie ilości dostępnych scenariuszy inwestycyjnych, musi być jednoznacznie określony, aby członek funduszu mógł dopasować w nie swoją indywidualną strategię inwestycyjną.

W związku z nieprzewidywalnością przyszłych tendencji na rynku, umożliwiających dobranie optymalnego czasu konwersji aktywów (ang. *timing*), przyjęta zostanie najprostsza – liniowa i degresywna metoda ochrony przed ubytkiem zgromadzonego kapitału emerytalnego.

Do opisanego postulowanych zmian użyta zostanie teoretyczna konstrukcja. Za model przyjmuje się w niej osobę przystępującą do OFE w wieku 20 lat i przechodzącą na emeryturę w 70. roku życia⁴⁹. Będzie ona uczestnikiem II filaru przez 50 lat, mając możliwość obciążania ryzykiem składek wpłacanych w jej imieniu. Za maksymalny wskaźnik ekspozycji na ryzyko dla członka funduszu o najdłuższym horyzoncie inwestycyjnym przyjmuje się wartość 200. Minimalne wystawienie na ryzyko (wartość 100) przypisuje się uczestnikom OFE o górnej wartości wieku (70 lat) przejścia na emeryturę.

Za podstawowy model przyjęto pracę w przedziale wieku między 20. a 70. rokiem życia. Umożliwia to uwzględnienie w nim charakterystyki lokacyjnej każdego uczestnika rynku pracy. Osoby w tym przedziale wieku podejmą i zakończą oskładkowany typ pracy zarobkowej. Nieliczne z osób w wieku 16-19 lat, podejmujące pracę na podstawie umowy o pracę, można na potrzeby niniejszego modelu ująć w jednorodnej grupie o najwyższej swobodzie inwestowania kapitału na przyszłe świadczenia emerytalne, jaką dysponowałiby dwudziestolatkowie. Dla osób starszych przyjęto założenie, że po przekroczeniu 70. roku życia, nawet gdyby kontynuowały one pracę zarobkową, nie będą ani prawnie zobligowane, ani zainteresowane dobrowolnym odprowadzaniem dalszych składek do ZUS⁵⁰.

W przyjętym modelu – wzorcowy członek funduszu składa w swoje 20. urodziny deklarację, by 100 proc. jego składek inwestowane było w akcje (100 proc. kapitału x grupa ryzyka aktywów II, do którego przypisane są akcje notowane na GPW w Warszawie $100 \times 2 = 200$).

W 30. roku życia jego strategia ulega zmianie i chce by PTE inwestowało 20 proc. jego kapitału w grupie ryzyka III, 30 proc. ulokowało w aktywach należących do grupy II, i pozostałe 50 proc. w papiery grupy I. Obciążałoby to jego inwestycje ryzykiem na

49. Założenie 70 lat jako wieku przejścia na świadczenie emerytalne, jest różne od obecnego kryterium 60/65lat dla kobiety/mężczyzny, stanowi jednak punkt odniesienia docelowego wieku zaprzestania aktywności zawodowej, do którego stopniowo zbliżają się rozwiązania emerytalne w innych krajach OECD.

50. Własne wpłaty na FUS/OFE rozumiane jako wpłacanie kwot przekraczających wysokość obowiązkowej składki na ubezpieczenie społeczne nie są dopuszczone prawem.

poziomie 170 (20x3 + 30x2 + 50x1), choć zgodnie ze swoim wiekiem miałby możliwość zadeklarowania bardziej agresywnej strategii – do maksymalnej wartości parametru ryzyka równej 180.

Docelowo inwestycje modelowego klienta OFE ulegają dalszym ograniczeniom – o 2 punkty dopuszczalnego ryzyka każdego roku, by w jego 70. urodziny osiągnąć 100 proc. zaangażowania wyłącznie w aktywa z grupy I.

PTE zamiast jednego produktu, jakim obecnie dysponują dla każdego z członków swojego OFE, mogłyby zaproponować gotowe „koszyki” produktów dla grup wiekowych: 25-, 35-, 45- czy 55+, dobierając strukturę produktów z trzech grup ryzyka według własnej wiedzy i doświadczenia. Możliwe byłoby także tworzenie indywidualnych strategii dla konkretnego członka funduszu.

Elastyczność miar ekspozycji na ryzyko, ograniczonej tylko ich górnym wymiarem, wpisuje się w polityczną wolę pozostawienia każdemu uczestnikowi OFE swobody decyzji o czasie przejścia na świadczenie emerytalne⁵¹, stąd powiązanie wystawienia na ryzyko wraz z metrykalnym wiekiem członka funduszu zamiast czasem pozostającym mu do ustawowego wieku przejścia na świadczenie emerytalne. Natomiast członek OFE, planując zaprzestanie pracy w perspektywie następnych 5-10 lat, mógłby sam ograniczyć zmienność wartości swojego kapitału emerytalnego, przyjmując za cel osiągnięcie wskaźnika ryzyka 100 wcześniej – dla ostatniego roku swojej aktywności zawodowej lub roku przejścia na świadczenie emerytalne przez współmałżonka, nie zaś osiągnięcia wieku 70 lat, jak zostało to przyjęte w modelu.

4. Efekty modyfikacji działalności lokacyjnej OFE

Zmiana zasad prezentacji aktywów OFE, poprzez przypisanie ich do jednej z trzech grup ryzyka, nałoży na PTE dodatkowe obowiązki informacyjne. Łatwiejsze zrozumienie przez członka funduszu tak przekazywanych danych powinno wywołać silniejszą presję na wzrost konkurencyjności w prowadzonych przez fundusze działaniach lokacyjnych.

Większa będzie także możliwość konkurowania funduszy między sobą. Posiadając trzy subfundusze każdy OFE może dążyć do osiągnięcia dobrych wyników w każdym z nich albo wyspecjalizować się w jednej z kategorii zarządzanych aktywów, pozyskując członków innych OFE, zainteresowanych konkretnym rodzajem subfunduszu.

PTE zyskają narzędzie do utrzymania niezadowolonego z przyrostu wartości kapitału członka OFE. Dotąd mógł on jedynie zmienić fundusz. Po wprowadzeniu postulowanych zmian towarzystwo mogłoby zaproponować takiej osobie kilka czy nawet kilkanaście różnych koszyków produktów. Choć składałyby się one z tych samych aktywów, to dzięki ich zmienionym proporcjom, możliwe byłoby szybsze pomnażanie kapitału

51. W toczącej się dyskusji swoboda indywidualnych decyzji o czasie przejścia na świadczenie emerytalne miałyby zostać ograniczona wymogiem osiągnięcia minimalnego wieku lub zebranego kapitału, skorygowanego o płeć członka funduszu, jako warunku uprawniającego do przejścia na emeryturę. Ostatecznego rozstrzygnięcia nie ma również w kwestii ilości lat składkowych dających prawo ubiegania się o państwową emeryturę minimalną (stałe świadczenie socjalne będące odpowiednikiem minimalnej emerytury w starym systemie).

emerytalnego. Stając się współodpowiedzialnym za wybór strategii inwestycyjnej, klient przejąłby część ryzyka, ale także możliwości większego zarobku.

Członek OFE nieznający się na inwestowaniu mógłby, podobnie jak dziś, zdać się na profesjonalizm zarządzających funduszem i zaakceptować dedykowany mu koszyk, optymalny zdaniem towarzystwa z racji jego wieku. Osoba z awersją do ryzyka mogłaby wybrać koszyk bardziej konserwatywny np. 35- czy 55+. Decyzję o sposobie lokowania każdy członek mógłby zmieniać raz w roku, co zapobiegłoby nagłemu napływowi bądź ucieczce kapitału z aktywów przypisanym konkretnym grupom ryzyka, często wynikającym z emocjonalnych pobudek⁵².

Zasada ograniczająca ekspozycję gromadzonego kapitału emerytalnego na ryzyko zyska płynny charakter. Zamiast wyznaczania w drodze ustawy wieku, od którego członek funduszu powinien dokonać konwersji jednostek na skrajnie konserwatywny fundusz, każdy uczestnik OFE corocznie będzie zmieniał strukturę portfela co najmniej o 1/50, przechodząc ze zmiennoprzychodowych papierów wartościowych na stałoprzychodowe papiery wartościowe.

Wysoki udział stałoprzychodowych papierów dłużnych w lokatach 60- i 65-latków ułatwi OFE ich spieniężenie, konieczne przy umorzeniu jednostek rozrachunkowych i przekazaniu środków na zakup renty dożywotniej. Odpowiednio skorelowana struktura posiadanych przez fundusz emerytalny obligacji z harmonogramem wypłat do Zakładów Ubezpieczeń Emerytalnych, umożliwi ich zamianę na gotówkę poprzez przedstawienie papierów dłużnych do wykupu zgodnie z terminem ich zapadalności (co jest neutralne dla rynku) zamiast ich odsprzedaży innym podmiotom. Takie działanie dodatkowo ograniczy ryzyko zmiany ceny samych obligacji, spowodowanej nadpodażą papierów dłużnych ze strony innych OFE w tym samym okresie lub nowymi emisjami Skarbu Państwa. Gdyby OFE musiały spieniężać również akcje, pojawienie się ich dużej liczby na giełdzie mogłoby zakłócić równowagę rynkową i spowodować zarówno znaczący spadek wartości sprzedawanych papierów, jak i obniżyć wycenę walorów posiadanych przez OFE. Spadek cen akcji odbiłby się negatywnie na wartości portfeli 20-40-latków, którzy takie papiery wybrali jako dominującą formę lokaty dla swych oszczędności emerytalnych.

Do rozważenia pozostaje wysokość nowych prowizji i opłat pobieranych przez PTE od członków funduszu, chcących aktywnie zarządzać swoim rachunkiem oraz poziom ich zróżnicowania. Wyższe opłaty odzwierciedlałyby większe od przeciętnych koszty ponoszone przez PTE w związku z zarządzaniem bardziej ryzykownymi aktywami. Jednak mogłoby to demotywować młodszych członków OFE, którzy zdecydowaliby się na konserwatywną strategię inwestycyjną, kierując się kryterium wysokości opłat, niższych dla lokat w papiery dłużne, tracąc przez to możliwość uzyskania wyższych stóp zwrotu, realizowanych poprzez akcje.

52. Innym zabezpieczeniem stabilności aktywów całego systemu kapitałowych funduszy emerytalnych mogłoby być wprowadzenie również maksymalnej jednorazowej zmiany struktury aktywów dla członka funduszu w kolejnych 24 miesiącach, co ograniczyłoby możliwość nieprzemyslanej zmiany strategii z wysokiego zaangażowania w akcje do 100 proc. przejścia na papiery dłużne. Do rozważenia jest także opcja minimalnej ekspozycji na ryzyko dla poszczególnych kohort, co kierowałoby młodych członków OFE do aktywów grupy ryzyka II i III zapewniających dla ich perspektywy inwestycyjnej wyższą stopę zwrotu.

Istotny jest sposób obiektywnej edukacji ekonomicznej uczestników II filaru, obejmującej zalety i zagrożenia związane z nowymi rozwiązaniami inwestycyjnymi, jak i sama ocena zdolności do podejmowania świadomych decyzji ekonomicznych przez 14 milionów członków funduszy emerytalnych. D. Stańko opierając się o finanse behawioralne, przytacza argumenty przeciwko racjonalności indywidualnych decyzji ekonomicznych w sferze systemu emerytalnego (nie wiązanie przez członka OFE wysokości prowizji, stopy zwrotu przy zmianie funduszu emerytalnego) oraz pasywność przy podejmowanych decyzjach, co uzasadniać mogłoby konieczność wprowadzenia obligatoryjnych zasad przypisywania jednej z metod pomnażania kapitału uczestnikom OFE, którzy nie wybrali żadnego z koszyków oferowanych im przez ich fundusz. Zmianie ulec musiałyby zasady nadzoru nad zmienionymi OFE realizowanego przez KNF oraz określanie minimalnych stóp zwrotu.

5. Struktura aktywów OFE po implementacji zaleceń

Dla zobrazowania wpływu proponowanych modyfikacji na strukturę aktywów portfela OFE, przedstawiono poniżej modelowe scenariusze.

Założenia symulacji: modelowe OFE pozyskiwało członków funduszu od pierwszego roku reformy emerytalnej, w równej liczbie z każdego rocznika całej populacji. Każdego roku do funduszu przystępowali w równej liczbie 20-latkowie, a każdy wnosił corocznie składkę netto po potrąceniu opłat równą 1200 zł. Każdego roku funduszowi udało się zarobić netto dla każdego uczestnika po 5 proc. Ceny dóbr konsumpcyjnych oraz wynagrodzenia w całym okresie nie uległy zmianie a suma transferów netto z i do funduszu wyniosła zero. Za moment przejścia do subfunduszy umożliwiający członkom OFE swobodę wyboru koszyków aktywów, w jakie mogą oni inwestować, przyjęto koniec 2010 r. Dla tego momentu, w kalkulacji przyjęto kapitał zebrany przez 12 lat dotychczasowej działalności OFE.

W scenariuszu I każdy z uczestników OFE chce zmienić strukturę aktywów swojego portfela na maksymalnie ryzykowną. Oznacza to, że całość kapitału zabranego w ciągu roku przez 20-latkę w 2011 r. musiałaby być inwestowana przez OFE wyłącznie w akcje (poziom ryzyka 200), a kapitał najstarszego obecnie członka funduszu, liczącego 62 lata – w 84 proc. w stałoodsetkowe papiery dłużne (wielkość parametru ryzyka 116).

Tabela 1. Obciążenie ryzykiem portfela inwestycyjnego modelowego OFE w scenariuszu maksymalnej ekspozycji na ryzyko wprowadzonym po 12 latach od reformy emerytalnej

liczba lat uczestnictwa w OFE	obecny wiek	wybrany poziom ryzyka inwestycyjnego na 2011 r.	suma zgromadzonego kapitału do grudnia 2010 r.	techniczny iloczyn obciążenia kapitału ryzykiem
	20	200	1 200,00 zł	240000
1	21	198	2 460,00 zł	487080

Ciąg dalszy tabeli na s. 88

Ciąg dalszy tabeli ze s. 87

liczba lat uczestnictwa w OFE	obecny wiek	wybrany poziom ryzyka inwestycyjnego na 2011 r.	suma zgromadzonego kapitału do grudnia 2010 r.	techniczny iloczyn obciążenia kapitału ryzykiem
...
11	31	178	19 100,55 zł	3399898
12	32	176	21 255,58 zł	3740982
...
12	62	116	21 255,58 zł	2465647
Średnia ważona: 151,70			Σ 772 034,57 zł	Σ 117117081

Źródło: opracowanie własne.

Scenariusz II i III przedstawia tych samych członków funduszu, którzy również wyrazili wolę obciążenia swojego kapitału emerytalnego najwyższym dopuszczalnym ryzykiem inwestycyjnym. PTE nie zdecydowało się jednak zaproponować im indywidualnych programów inwestycyjnych, a przygotowało pakiety produktów dla grup klientów w określonym wieku.

Tabela 2. Obciążenie ryzykiem portfela inwestycyjnego modelowego OFE w scenariuszu wysokiej ekspozycji na ryzyko wprowadzonym po 12 latach od reformy emerytalnej, dla każdej z kohort różniących się o 5 lat

grupy wiekowe	maksymalny poziom ryzyka dla inwestycji w 2011 r. w grupie wiekowej	suma zebranego kapitału do grudnia 2010 r. przez wchodzących w skład grupy	techniczny iloczyn obciążenia kapitału ryzykiem
20-25	190	27 408,20 zł	5207559
26-30	180	66 602,83 zł	11988510
...
41-45	150	106 277,90 zł	15941685
...
56-60	120	106 277,90 zł	12753348
61+	110	42 511,16 zł	4676228
Średnia ważona: 148		Σ 772 034,57 zł	Σ 113967714

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 3. Obciążenie ryzykiem portfela inwestycyjnego modelowego OFE w scenariuszu wysokiej ekspozycji na ryzyko wprowadzonym po 12 latach od reformy emerytalnej, dla każdej z kohort różniących się o 10 lat

grupy wiekowe	maksymalny poziom ryzyka dla inwestycji w 2011 r. w grupie wiekowej	suma zebranego kapitału do grudnia 2010 r. przez wchodzących w skład grupy	techniczny iloczyn obciążenia kapitału ryzykiem
20-30	180	94 011,04 zł	16921987
31-40	160	210 400,77 zł	33664123
41-50	140	212 555,80 zł	29757812
51-60	120	212 555,80 zł	25506696
61+	100	42 511,16 zł	4251116
Średnia ważona: 143		Σ 772 034,57 zł	Σ 110101734

Źródło: opracowanie własne.

Powyższe symulacje wskazują, że na skutek wprowadzenia w życie postulowanych zmian, struktura papierów wartościowych posiadanych przez OFE musiałaby zmienić się tylko nieznacznie. Gdyby każdy członek funduszu chciał czynnie zarządzać swoim kapitałem emerytalnym⁵³ i jednocześnie zdecydowałby się na wysoki udział papierów akcyjnych oraz zagranicznych papierów wartościowych w swoich aktywach, udział w całym portfelu OFE papierów innych niż stałoprzychodowe obligacje, byłby nieznacznie wyższy od obecnie posiadanego. Zmiany będą miały natomiast wpływ na indywidualne stopy zwrotu realizowane na rachunkach członków funduszu.

Z każdym kolejnym rokiem, napływającymi nowymi członkami OFE, ale przede wszystkim wraz z rosnącym kapitałem już zapisanych do funduszu oraz ich starzeniem się (a co za tym idzie – zawężeniem możliwości podejmowanego ryzyka), ilość papierów dłużnych na rachunku OFE znacząco wzrośnie.

Scenariusz IV obrazuje pełen cykl życia modelowego funduszu, który obsługuje rachunki emerytalne przez 51 lat. Średnia ryzyka w takim OFE, ważona wiekiem i wielkością kapitału zgromadzonego w całym portfelu funduszu i dla całej populacji, wyniosłaby 125 proc., co przy klasycznej formule inwestowania oznaczałoby dla OFE zarządzanie 1/4 aktywów stale ulokowanych w akcjach i 3/4 w krajowych papierach dłużnych. Członkowi funduszu proponowane zmiany stworzą możliwość większego niż obecnie zaangażowania na rynku akcji, czy w inwestycjach na rynkach zagranicznych. Do jego 55. urodzin – tj. 2/3 czasu uczestnictwa w OFE – jego portfel może być bardziej agresywny od dostępnego obecnie w ramach jednofunduszowych OFE. Maksymalne dwudziestoprocentowe zaangażowanie w akcje, jakie widziałyby MPiPS dla osób na pięć lat przed ich planowaną emeryturą, zbieżne jest z parametrem ryzyka 120 dla sześćdziesięcioletnich członków funduszu. Strategia defensywna, bazująca wyłącznie na papierach dłużnych, byłaby także jedną z dostępnych opcji, ale obowiązkową stawałaby się tylko dla najstarszych uczestników OFE.

Tabela 4. Docelowe obciążenie ryzykiem portfela inwestycyjnego modelowego OFE w scenariuszu pełnej ekspozycji na ryzyko

liczba pełnych lat uczestnictwa w OFE	obecny wiek	wybrany poziom ryzyka inwestycyjnego na następny rok	suma zgromadzonego kapitału do grudnia	techniczny iloczyn obciążenia kapitału ryzykiem
	20	200	1 200,00 zł	240000
1	21	198	2 460,00 zł	487080
	...			
25	45	150	61 336,14 zł	9200422
	...			
37	57	126	129 251,45 zł	16285683
	...			
45	65	110	202 422,20 zł	22266442
	...			
50	70	100	264 978,47 zł	26497847
Średnia ważona: 125,34			Σ 4 340 547,97 zł	Σ 544028715

Źródło: opracowanie własne.

53. Pojęcie „własności” kapitału zgromadzonego przez członka funduszu na jego imiennym rachunku w OFE nie jest jednoznaczne. Szerzej o tym w: J. Jończyk, *Prawo zabezpieczenia społecznego*, Zakamycze, Kraków 2006, s. 102-104.

Podsumowanie

Proponowane zmiany są przyczynkiem do dyskusji o sposobach podniesienia efektywności lokacyjnej OFE. Nie zmieniają generalnej przesłanki, jaką kierowano się w 1999 r. tworząc nowy system emerytalny oparty na trzech, wyraźnie wyodrębnionych częściach: repartycyjnej, kapitałowej oraz własnych oszczędności, nazwanych I, II i III filarem. Utrzymana zostaje także zasada „1 PTE – 1 OFE” oraz rola PTE jako zawodowo zajmującego się lokowaniem kapitału zgromadzonego przez członków Funduszu.

Zmianie ulega natomiast charakter uczestnictwa w OFE – jednorodna stopa zwrotu dla każdego z jego członków, zostaje zastąpiona osobistą stopą zwrotu. Jej wielkość zależna jest od umiejętności wyboru papierów wartościowych, właściwych w konkretnej sytuacji rynkowej (co pozostaje wyłączną kompetencją PTE), ale również od decyzji uczestnika OFE, dotyczącej proporcji, w jakiej zgromadzony przez niego kapitał ma być angażowany w aktywa każdej z trzech kategorii ryzyka.

Formuła PTE nie ulega zmianie, ale subfundusze o różnym dla zgromadzonych w nich aktywów stopniu ryzyka, nadają większej transparentności prowadzonej przez te towarzystwa polityce lokacyjnej. Świadomi ekonomicznie członkowie OFE otrzymują narzędzie do skutecznego zarządzania swoim kapitałem emerytalnym w ramach II filaru. Osoby bierne ekonomicznie, nie zmieniając nic w swoich relacjach z OFE, jak dotychczas otrzymują zrównoważoną, jednorodną stopę zwrotu.

Gromadzony na rachunku OFE kapitał emerytalny będzie wraz z wiekiem członka funduszu realizował mniej zmienną stopę zwrotu. Taka formuła ograniczy potencjalne straty, proporcjonalnie uniemożliwiając udział w scenariuszach inwestycyjnych, mogących przynieść ponadprzeciętną stopę zysku.

Włączenie członków funduszu emerytalnego w proces podejmowania decyzji nie powinno być odczytywane jako gwarancja osiągnięcia przez nich wyższej stopy zwrotu niż działający obecnie w ich imieniu jednofunduszowy OFE. Aktywizując członków funduszu, proponowane zmiany mogłyby natomiast podnieść świadomość tempa kumulacji oszczędności na potrzeby przyszłego świadczenia emerytalnego, co mogłoby wywrzeć presję na lepszą, skuteczniejszą i bardziej zróżnicowaną strategię lokacyjną.

Wykaz źródeł:

Wielofunduszowość w systemie emerytalnym, red. A. Wiktorow, B. Wyżnikiewicz, IBnGR i AXA PTE, Gdańsk 2010.

Stańko D., *Czy zmiany na rynku OFE idą w dobrym kierunku?* Raport FOR, Warszawa 2010

Rymsza M., *Urynkowanie państwa czy uspołecznienie rynku? Kwestia socjalna w Trzeciej Rzeczypospolitej na przykładzie ubezpieczeń społecznych*, ISNS UW, Warszawa 1998.

Szumlicz T., *Reforma zabezpieczenia emerytalno-rentowego*, w: *Druaga fala polskich reform*, red. L. Kolarska-Bobińska, ISP, Warszawa 1999.

Książkowski M., *Co dalej z polityką społeczną w Polsce? Od socjalistycznych gwarancji do paternalistyczno-rynkowej hybrydy*, w: *Reformy społeczne Bilans dekady*, red. M. Rymsza, ISP, Warszawa 2004

- Góra M., *Zmiany w społeczeństwie a system emerytalny*, w: *Społeczne aspekty ubezpieczenia*, red. T. Szumlicz, SGH, Warszawa 2005.
- Rymsza M., *Solidaryzm w ubezpieczeniach społecznych*, w: *Społeczne aspekty ubezpieczenia*, red. T. Szumlicz, SGH, Warszawa 2005.
- Barr N., *Reforming Pensions: Myths, Truths, and Policy Choices*, IMF Working Paper No 139, Washington 2000.
- Chróścicki A., *Ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych. Komentarz*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010.
- Szumlicz T., *Wypłaty emerytur kapitałowych*, w: *System ubezpieczeń społecznych*, red. G. Szpor, Lexis Nexis, Warszawa 2009.
- Szumlicz T., *Organizacja i funkcjonowanie funduszy emerytalnych*, w: *System ubezpieczeń społecznych*, red. G. Szpor, Lexis Nexis, Warszawa 2009.
- Staniec I. *Zarządzanie ryzykiem finansowym w otwartych funduszach emerytalnych*, w: *Otwarte fundusze emerytalne w Polsce. Analiza działalności inwestycyjnej, finansów oraz decyzji członków*, red. F. Chybalski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Chybalski F. *Analiza podobieństwa struktur portfeli inwestycyjnych OFE*, w: *Otwarte fundusze emerytalne w Polsce. Analiza działalności inwestycyjnej, finansów oraz decyzji członków*, red. F. Chybalski, Wydawnictwo C.H.Beck, Warszawa 2009.
- Góra M. *Integralny charakter systemu emerytalnego w Polsce. Jeszcze raz o „bezpieczeństwie dzięki różnorodności”*, Zeszyty FOR, Warszawa, maj 2009.
- Sikorska E., Wiatrak P. *Wybrane kryzysy finansowe XX wieku a obecny kryzys finansowy na świecie*, w: *Koniunktura gospodarcza. Od bańki internetowej do kryzysu subprime*, red. J. Czech-Rogosz, J. Pietrucha, R. Żelazny, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Viceira L. M., *Pension Fund Design In Developing Economies*, Harvard Business School, 2009
- Gomes F.J., Kotikoff L. J., Viceira L.M., *Optimal Life-Cycle Investing with Flexible Labor Supply: A Welfare Analysis of Life-Cycle Funds*, „American Economic Review: Papers & Proceedings”, Vol. 98, s. 297-303, 2008.
- Stańko D., *Doświadczenia we wprowadzaniu wielofunduszowości w innych krajach*, w: *Wielofunduszowość w systemie emerytalnym*, red. A. Wiktorow, B. Wyżnikiewicz, IBnGR i AXA PTE, Gdańsk 2010.
- Winiecki J., *Zmiany w gospodarce światowej z perspektywy cyklu surowcowego*, w: *Kryzys gospodarczy. Początek czy koniec?*, red. J. Winiecki, Regan Press, Gdańsk 2009.
- Jończyk J., *Prawo zabezpieczenia społecznego*, Zakamycze, Kraków 2006.
- Voronkova S., Bohl M., *Institutional Traders' Behavior in an Emerging Stock Market: Empirical Evidence on Polish Pension Fund Investors*, „Journal of Business Finance & Accounting”, Nr 32 (wrzesień-październik) 2005.
- Stańko D., *Polish Pension Funds, Does the System Work? Cost, Efficiency and Performance Measurement Issues*, Discussion Paper PI-0302, The Pensions Institute Cass Business School City University, Londyn 2003.
- Clark R. L., Sabelhaus J., *How will the stock market crash affect the choice of pension plans?*, „National Tax Journal”, Vol. LXII, Nr 3, wrzesień 2009.
- Brady P. J., *What does the market crash mean for the ability of 401(k) plans to provide retirement income?* „National Tax Journal”, Vol. LXII, Nr 3, wrzesień 2009.
- Averting the Old Age Crisis, Policies to Protect the Old and Promote Growth*, Oxford University Press, Bank Światowy, Washington 1994 r.

Bezpieczeństwo dzięki różnorodności. Reforma systemu emerytalno-rentowego w Polsce. Biuro Pełnomocnika Rządu do spraw Reformy Zabezpieczania Społecznego, Warszawa, luty 1997.

Sytuacja finansowa powszechnych towarzystw emerytalnych w 2009 roku, Urząd KNF, Warszawa 2010.

Szumlicz T., *Problem wieku emerytalnego w nowym systemie emerytalnym*, ekspertyza dla Komitetu Obywatelskiej Inicjatywy Ustawodawczej Razem, Warszawa 2010.

Sytuacja finansowa powszechnych towarzystw emerytalnych w 2009 roku, Urząd KNF, Warszawa 2010.

Rozmowa z dr. M. Rutkowskim *Zmowy wśród OFE popsuły rynek*, „Rzeczpospolita”, z dn. 26 sierpnia 2009 r.

Repent at leisure. A special report on debt, „The Economist”, Vol. 395 No 8688, z 26.06-2.07.2010.

Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, Dz.U. 1997 Nr 139 poz. 934 z późniejszymi zmianami.

Ustawa z dnia 21 listopada 2008 r. o emeryturach kapitałowych, Dz. U.2008 nr 228, poz. 1507.

Dane kwartalne KNF http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_emerytalny/dane_o_rynku/rynek_ofe/Dane_kwartalne/dane_kwartalne.html odczyt: 2010-05-16.

Konsultacje społeczne założeń do ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych prowadzonych przez MPiPS <http://www.mpips.gov.pl/bip/index.php?idkat=1901&rz=1&rzid=6853> , odczyt: 2010-07-05.

Rekomendacje zmian w zakresie ograniczeń inwestycyjnych OFE z uwzględnieniem zwiększenia możliwości ekspozycji na ryzyka rynków zagranicznych http://www.knf.gov.pl/Images/KNF_OFE_inwest_7_03_2008_tcm75-7046.pdf , odczyt: 2010-07-06.

Informacje w mediach o propozycji zmian do ustawy o OFE, tworzących dwa nowe subfundusze <http://www.wirtualnemedi.pl/artykul/michal-boni-w-dynamicznych-subfunduszach-ofe-moglyby-inwestowac-85-proc-srodkow-w-akcje> odczyt:2010-09-27 oraz <http://www.tvn24.pl/12692,1673967,0,1,agresywnosc-dla-mlodych--ostroznosc-dlanbspstarszych,wiadomosc.html> odczyt:2010-09-27.

Proposals of changes in the structure of Open Pension Funds – possible options and investment implications – Summary

This article entangles itself in a discussion on the need to implement multifund programmes as means of multiplying money gathered in Open Pension Funds⁵⁴. The following text presents the possibility of sub-dividing the assets in the OPF portfolio into sub-funds with a varied level of risk. Also, it is assumed that a member of the fund can build an individual

54. The concept of multifund programmes in the Polish retirement security system is presented more widely, among other things, in the work prepared by the Gdansk Institute for Market Economics and AXA PTE SA *Wielofunduszowość w systemie emerytalnym [Multifund programmes in the retirement system]* edited by A. Wiktorow, B. Wyżnikiewicz, Gdańsk 2010; Stańko D., *Czy zmiany na rynku OFE idą w dobrym kierunku? [Are the changes on the Open Pension Fund market going in the right direction?]* FOR report, Warsaw 2010.

investment portfolio and move the capital gathered on the account between sub-funds. In result of stimulation of competition between pension fund management companies and a change in the nature of membership in the open pension fund investment effectiveness might improve in the second pillar.

MARCIN GÓRECKI jest uczestnikiem Niestacjonarnych Studiów Doktoranckich Ubezpieczeń przy Kolegium Ekonomiczno-Społecznym SGH w Warszawie.

Recenzenci: dr Wojciech Nagel, dr Dariusz Stańko.

