

Paweł Trippner

Spółeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi

Ocena polityki inwestycyjnej OFE

1. Wprowadzenie

Otwarte fundusze emerytalne z każdym rokiem pełnią coraz istotniejszą rolę jako inwestorzy na rynkach finansowych. Jest to efekt realizowania przez nie zadań w zakresie prowadzenia polityki inwestycyjnej, wynikających z zapisów *Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z późniejszymi zmianami*¹. Celem działalności funduszy emerytalnych jest maksymalizowanie poziomu zysków z inwestycji przy przestrzeganiu zasady bezpieczeństwa powierzonych im środków². Ustawodawca w celu ochrony kapitałów przyszłych emerytów wprowadził ustawowe limity zaangażowania funduszy w instrumenty finansowe, w szczególności w te o wysokim poziomie ryzyka inwestycyjnego.

Celem opracowania jest analiza prowadzonej przez fundusze polityki inwestycyjnej w zakresie struktury ich portfeli inwestycyjnych, a także pod kątem podobieństwa składu portfeli tworzonych przez poszczególne fundusze.

2. Mechanizmy funkcjonowania funduszy emerytalnych w Polsce

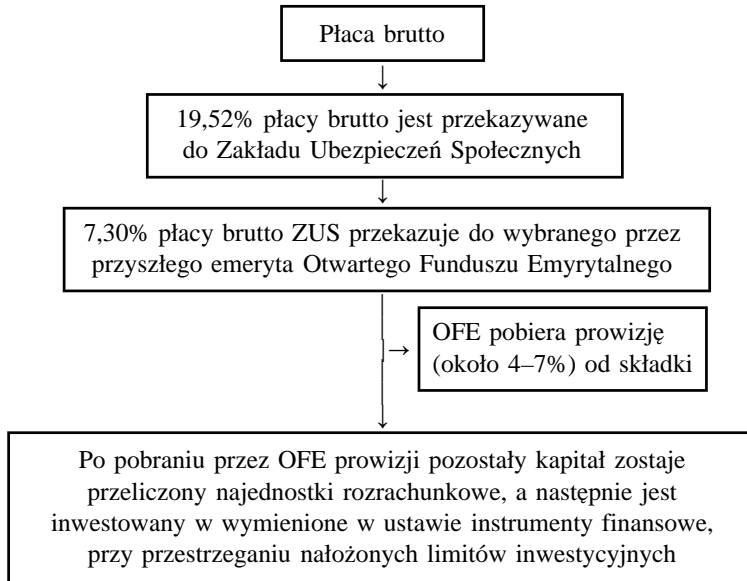
Zgodnie z zapisami ustawy otwarty fundusz emerytalny jest osobą prawną, której przedmiotem działalności jest gromadzenie środków pieniężnych i ich lokowanie z przeznaczeniem na wypłatę członkom funduszu po osiągnięciu przez nich wieku emerytalnego.

Inwestorzy instytucjonalni, w tym również fundusze emerytalne, podczas wyboru instrumentów mają obowiązek kierowania się zasadą ograniczania poziomu ryzyka. W wyniku postępowania zgodnie z tą zasadą muszą one lokować powierzone im środki w wiele rodzajów papierów wartościowych. Działanie takie nosi nazwę

¹ Dz. U. 1997, nr 139, poz. 934.

² E. Nowak, E. Pielichaty, M. Poszwa, *Rachunek opłacalności inwestowania*, PWE, Warszawa 1999, s. 178–179.

dywersyfikacji portfela inwestycyjnego³. Jest to również spowodowane ograniczeniami prawnymi nakładanymi na fundusze przez ustawy, które zabraniają im lokowania większej ilości swych środków w takie same instrumenty finansowe⁴. Przepływ składki emerytalnej zaprezentowano na rysunku 1.



Rysunek 1. Przepływ składki w systemie emerytalnym

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z późniejszymi zmianami*

Na skutek powyższych uwarunkowań inwestorzy instytucjonalni są zmuszeni do tworzenia portfeli papierów wartościowych o charakterze wieloskładnikowym. Zarządzający aktywami funduszy muszą stosować odpowiednie metody doboru składników do portfeli, aby zapewnić, z jednej strony, bezpieczeństwo powierzonych im środków, a z drugiej – osiągnąć satysfakcjonujące przyszłych emerytów stopy zwrotu.

Ustawodawca, powołując do życia nowe instytucje finansowe, nałożył na nie precyzyjnie określone zadania. Podstawowym celem jest zgromadzenie na rachunku swoich klientów maksymalnie wysokiego poziomu kapitału. Jednakże z uwagi na bardzo długi horyzont inwestycyjny oraz społeczne konsekwencje ponoszenia zbyt wysokiego poziomu ryzyka polityka inwestycyjna nie może być prowadzona w sposób agresywny.

³ J. Francis, R. Taylor, *Podstawy inwestowania*, ABC, Kraków 2001, s. 409.

⁴ B. Hadyniak, J. Monkiewicz, *Fundusze Emerytalne II Filar*, Poltext, Warszawa 1999, s. 9.

Dlatego też ustawowo zostały wprowadzone ograniczenia w zakresie doboru składników oraz budowy portfeli inwestycyjnych. Są one bardzo restrykcyjne przede wszystkim w odniesieniu do instrumentów charakteryzujących się wysokim poziomem ryzyka. Intencją ustawodawcy było zapewnienie efektywnej dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych OFE oraz skuteczne ograniczenie poziomu ryzyka. Ustawa w sposób precyzyjny i jednoznaczny określa kategorie lokat, w które mogą lokować zebrane środki fundusze emerytalne oraz ustala maksymalny poziom zaangażowania w każdą z nich.

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

Typ lokaty	Maksymalny poziom aktywów (%)
Akcje spółek giełdowych	40
Akcje spółek giełdowych notowanych na CTO oraz w akcje spółek dopuszczonych do obrotu, lecz nie notowanych na GPW i Centralnej Tabeli Ofert	10
Obligacje skarbowe i bony skarbowe	bez ograniczeń
Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	20
Jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych	15
Obligacje i inne papiery wartościowe, emitowane przez gminy i związki komunalne, nie dopuszczone do publicznego obrotu	15
Certyfikaty uczestnictwa funduszy inwestycyjnych mieszanych i zamkniętych	10
Akcje Narodowych Funduszy Inwestycyjnych	10
Świadectwa rekompensacyjne	7,5
Obligacje innych podmiotów niż gminy oraz obligacje i inne papiery dłużne spółek publicznych nie dopuszczonych do obrotu publicznego	5
Inwestycje w zagraniczne papiery wartościowe	5

Źródło: *Ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z dnia 28 sierpnia 1997 roku z późniejszymi zmianami*, Dz.U. nr 139, poz. 934.

Jedynymi instrumentami, na jakie nie zostały nałożone ograniczenia są obligacje i bony skarbowe, czyli te, które niosą minimalny poziom ryzyka, zaś osoba emitenta gwarantuje pełną wypłacalność. Wprowadzenie 40% ograniczenia lokat w akcje, czyli w instrumenty o wysokim ryzyku, umiejscawiają portfele OFE w pobliżu funduszy inwestycyjnych zrównoważonych oraz stabilnego wzrostu.

Ich długookresowym celem jest stały i regularny wzrost wartości aktywów⁵. Niemożliwe więc jest tworzenie przez fundusze emerytalne portfeli agresywnych, co ma zapewnić bezpieczeństwo powierzonych im środków podczas okresów dekonjunktury na rynkach finansowych.

3. Nadzór nad polityką inwestycyjną funduszy emerytalnych

Ustawodawca w celu zapewnienia klientom wszystkich funduszy OFE poziomu zysku nieodbiegającego rażąco od wyników pozostałych funduszy wprowadził mechanizm minimalnej wymaganej stopy zwrotu, której ustalaniem zajmuje się Komisja Nadzoru Finansowego, czyli organ powołany do nadzorowania rynku emerytalnego. Ustalanie poziomu minimalnej stopy zwrotu odbywa się następująco⁶:

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

Stopa zwrotu funduszu z zainwestowanego kapitału równa jest wartości jednostki w ostatnim dniu roboczym miesiąca kończącego kwartał, od której odejmuje się wartość jednostki w ostatnim dniu roboczym miesiąca przypadającego przed 36 miesiącami. Otrzymaną różnicę dzieli się przez wartość jednostki w ostatnim dniu roboczym miesiąca przypadającego przed 36 miesiącami⁷.

Stopy zwrotu obliczone przez wszystkie fundusze stanowią punkt wyjścia do obliczenia średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich funduszy za ostatnie 36 miesięcy:

$$\acute{S}WSZ = \sum_{i=1}^n (SZFixUri)$$

gdzie:

$\acute{S}WSZ$ – średnia ważona stopa zwrotu rynku funduszy emerytalnych,

$SZFi$ – stopa zwrotu i -go funduszu,

Uri – udział w rynku i -go funduszu.

⁵ M. Dybał, *Portfel akcyjny PTE*, „Rynek kapitałowy – skuteczne inwestowanie”, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2004, vol. 2, s. 202–203.

⁶ B. Hadyniak, J. Monkiewicz, *Fundusze...*, op.cit., s. 45.

⁷ www.knf.gov.pl.

Udział w rynku funduszu emerytalnego oblicza się w sposób następujący:

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

gdzie:

WPU – wskaźnik przeciętnego udziału funduszu emerytalnego w rynku,

ANf – wartość aktywów netto badanego funduszu,

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

Niedobór występuje w OFE wtedy, gdy jego stopa zwrotu za ostatnie 36 miesiące jest niższa od minimalnej stopy zwrotu. Minimalna stopa zwrotu jest ustalana w dwojaki sposób:

- jako średnia ważona stopa zwrotu wszystkich funduszy x 50%;
- jako średnia ważona stopa zwrotu wszystkich funduszy pomniejszona o 4 punkty procentowe; przez KNF wybierana jest wielkość niższa.

W przypadku nieosiągnięcia przez fundusz minimalnej stopy zwrotu powstaje niedobór na rachunkach jego członków. Kwota niedoboru jest iloczynem wartości jednostki rozrachunkowej, będąc różnicą między wartością jednostki w przypadku, gdyby fundusz osiągnął poziom minimalnej stopy zwrotu, a rzeczywistą wartością jednostki oraz liczbą jednostek na rachunku członka w ostatnim dniu roboczym 36-miesięcznego okresu obliczeniowego. Fundusz ma obowiązek pokrycia niedoboru u wszystkich swoich członków ze środków zgromadzonych na swoim rachunku rezerwowym w terminie 3 dni od podania przez KNF wysokości poziomu minimalnej stopy zwrotu. Jeśli środki zgromadzone na tym rachunku są niewystarczające, to pokrycia niedoboru musi dokonać Powszechne Towarzystwo Emerytalne z własnych środków⁸.

Wśród ekspertów toczą się spory, czy taki właśnie mechanizm, oparty na obliczaniu udziałów w rynku przy wykorzystaniu jako wagi posiadanych przez fundusze aktywów, jest korzystny dla jakości prowadzonej polityki przez fundusze, zwłaszcza te mniejsze. Zachodzi uzasadniona obawa, iż mniejsi uczestnicy rynku, budując własne portfele inwestycyjne, będą powielać skład i strukturę portfeli dużych podmiotów. Działanie takie zapewni im osiągnięcie wymaganego poziomu zysku, lecz nie służy ono prowadzeniu niezależnej polityki inwestycyjnej. W dalszej części artykułu zbadane zostanie podobieństwo pomiędzy składami portfeli inwestycyjnych małych i dużych podmiotów na rynku OFE. Podjęta zostanie próba odpowiedzi na pytanie, czy taka forma nadzoru ma wpływ na zależność prowadzonej polityki inwestycyjnej przez małe podmioty w stosunku do największych uczestników rynku OFE w Polsce.

⁸ *Institucje wspólnego inwestowania w Polsce*, red. K. Kulczycka-Sas, WIG PRESS, Warszawa 1999, s. 94.

4. Ocena polityki inwestycyjnej OFE w latach 1999–2007

Analiza obejmuje dwa obszary. Pierwszym z nich jest ocena struktury portfeli lokacyjnych funduszy emerytalnych. Udzielona zostanie odpowiedź na pytanie o strategię inwestycyjne stosowane przez zarządzających aktywami funduszy oraz czy wykorzystywany jest całkowicie limit zaangażowania środków w akcje. W drugiej części zbadane zostanie podobieństwo portfeli lokacyjnych czterech największych podmiotów na rynku i pozostałych funduszy. Możliwa dzięki temu będzie odpowiedź na pytanie, czy instrument nadzoru w postaci minimalnej stopy zwrotu ma negatywny wpływ na niezależność prowadzonej przez fundusze polityki inwestycyjnej.

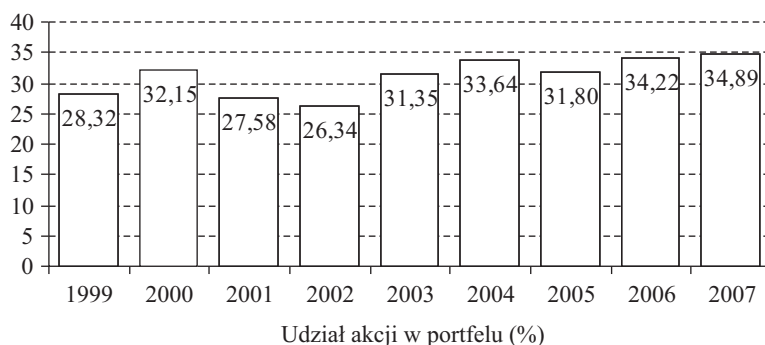
Na podstawie powyższych zestawień można wyciągnąć dwa rodzaje wniosków. Pierwszy z nich dotyczy poziomu ryzyka obarczającego portfele funduszy. W żadnym z badanych lat udział akcji nie przekroczył 35%, co oznacza, iż portfele OFE należą do średnio ryzykownych, zbliżonych strukturą do funduszy inwestycyjnych stabilnego wzrostu.

Tabela 2. Struktura portfeli OFE w latach 1999–2007

Rok	Udział instrumentów w portfelu (%)		
	akcje	obligacje i bony skarbowe	inne
1999	28,32	67,87	3,81
2000	32,15	60,85	7,00
2001	27,58	66,75	5,67
2002	26,34	66,51	7,15
2003	31,35	59,98	8,67
2004	33,64	58,46	7,90
2005	31,80	62,20	6,00
2006	34,22	61,10	4,68
2007	34,89	59,99	5,12

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.knf.gov.pl.

Jednak należy zauważyć, iż w ostatnich latach zaangażowanie funduszy w akcje systematycznie wzrastało. W ciągu 5 lat udział akcji zwiększył się o ponad 8,5 punktu procentowego. Jest to sygnał, iż zarządzający portfelami podjęli decyzję o zmianie ich struktur na bardziej ryzykowne, dostrzegając wzrostowy potencjał na rynku akcji. Interesującą informacją będzie poziom zaangażowania funduszy



Rysunek 2. Udział akcji w portfelach OFE w latach 1999–2007

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.knf.gov.pl

w akcje na koniec 2008 r., biorąc pod uwagę obecną koniunkturę na rynkach akcji w Polsce i na świecie.

Jednakże fundusze nie wykorzystują w pełni przysługujących im limitów zaangażowania w akcje. Zgodnie z zapisami ustawy nie mogą one stanowić więcej niż 40% portfela. W żadnym roku udział akcji nie zbliżył się do górnego limitu w trzech latach pozostając na poziomie poniżej 30%. Daje to podstawę do stwierdzenia, iż ustawowy limit został ustanowiony na właściwym poziomie i nie wydaje się, by zachodziła potrzeba jego zwiększenia.

Biorąc pod uwagę poziom posiadanych aktywów, rynek funduszy emerytalnych można podzielić na dwie części. Do pierwszej z nich należy tak zwana „wielka czwórka”, czyli cztery największe podmioty na rynku (Commercial Union, ING NN, PZU oraz AIG). Należy do nich ponad 70% rynku, co ma niebagatelny wpływ na sposób konstruowania portfeli przez pozostałe, małe podmioty na rynku. Jest to rzecz jasna związane z metodą wyliczania minimalnej stopy zwrotu dla całego rynku.

Na podstawie poniższych (tabela 3) danych możliwa jest ocena podobieństwa uśrednionych struktur portfeli dużych i małych podmiotów rynku OFE. Do jej oceny wykorzystany został wskaźnik podobieństwa struktur. Miara ta ma następującą postać⁹:

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

⁹ S. Ostasiewicz, Z. Rusnak, U. Siedlecka, *Statystyka. Elementy teorii i zadania*, Wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 2001.

Tabela 3. Struktura portfeli OFE w latach 1999–2007 (udziały w %)

Rok	4 największe fundusze emerytalne			Pozostałe fundusze emerytalne		
	akcje	papiery bezpieczne	inne	akcje	papiery bezpieczne	inne
1999	29,06	67,31	3,63	25,67	68,87	5,46
2000	31,44	62,36	6,20	34,15	55,64	10,21
2001	28,92	66,55	4,53	23,81	68,27	7,92
2002	27,38	68,89	3,73	25,32	68,77	5,91
2003	31,33	59,85	8,82	30,80	60,28	8,92
2004	32,56	59,15	8,29	33,42	60,05	6,53
2005	32,19	63,17	4,64	31,96	62,77	5,27
2006	34,77	61,17	4,06	33,62	60,90	5,48
2007	35,58	59,81	4,61	33,13	60,32	6,55

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.knf.gov.pl.

Wskaźnik ten informuje, jak podobne do siebie są badane struktury, przy czym im bliżej do wartości 1, tym podobieństwo struktur jest większe. Jeżeli miara ta osiągnie wartość równą jeden, to oznacza, iż badane zbiorowości posiadają identyczne struktury. Dla portfeli inwestycyjnych OFE wartości wskaźnika podobieństwa struktur zaprezentowane zostały w tabeli 4.

Tabela 4. Wskaźnik podobieństwa struktur dla portfeli OFE w latach 1999–2007

Rok	Wskaźnik podobieństwa struktur
1999	0,9661
2000	0,9328
2001	0,9489
2002	0,9782
2003	0,9947
2004	0,9824
2005	0,9937
2006	0,9858
2007	0,9755

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z tabeli 3.

Na podstawie powyższych obliczeń pozytywnie można zweryfikować założenie mówiące o bezpośrednim wpływie mechanizmu obliczania minimalnej wymaganej stopy zwrotu na kształt i podobieństwo pomiędzy portfelami inwestycyjnymi otwartych funduszy emerytalnych.

Należy podkreślić, iż zjawisko tworzenia portfeli lokacyjnych przez małe fundusze na podobieństwo portfeli dużych podmiotów jest bardzo silne. W każdym z badanych lat struktury portfeli były do siebie podobne w ponad 90%, zaś po 2002 r. poziom wskaźnika podobieństwa struktur zawsze kształtował się na poziomie ponad 97%. Istotne jest, iż właśnie 2002 r. był ostatnim, kiedy fundusz zanotował stopę zwrotu poniżej minimalnej (marzec 2002 – OFE Bankowy) i był zmuszony do dokonania dopłaty na poczet występującego niedoboru. Jest to potwierdzenie, iż obecnie obowiązujący sposób wyliczania minimalnej stopy zwrotu dla rynku OFE w sposób skuteczny zniechęca małe fundusze do prowadzenia niezależnej polityki inwestycyjnej.

5. Uwagi końcowe

Procesy tworzenia portfeli lokacyjnych przez fundusze emerytalne są kluczową sprawą w kontekście poziomu przyszłych emerytur ich klientów. Z punktu widzenia przyszłych emerytów pożądane jest, aby na rynku emerytalnym panowała konkurencja pomiędzy funduszami w zakresie skuteczności polityki inwestycyjnej. Jednak obowiązujące dziś w Polsce przepisy w zakresie nadzoru na jakością prowadzonej przez OFE polityki ograniczają w sposób istotny jej niezależność. Wyniki przeprowadzonych analiz pokazują, iż małe podmioty w sposób niemalże mechaniczny powielają struktury portfeli wielkiej czwórki. Takie działanie nie daje gwarancji osiągnięcia najwyższych stóp zwrotu, ale zapewnia uniknięcie ewentualnych dopłat w przypadku wystąpienia niedoborów na rachunkach ich klientów. Należy pamiętać, iż z efektów polityki inwestycyjnej fundusze emerytalne powinny być rozliczane w długim horyzoncie czasu, zaś obecnie muszą one zwracać uwagę na bieżące efekty polityki inwestycyjnej, często rezygnując ze strategii długookresowych. Zarządzający portfelami nie wykorzystują w sposób maksymalny przysługujących im limitów zaangażowania w instrumenty wysoko ryzykowne, choć w ostatnich latach ich udział w portfelach funduszy dosyć istotnie się zwiększył. Był to efekt dobrej koniunktury na giełdach, co zarządzający portfelami postanowili wykorzystać w celu poprawy wyników inwestycyjnych. Obecnie prowadzona w funduszach emerytalnych polityka umiejscawia je pod względem poziomu zaangażowania w akcje w pobliżu funduszy inwestycyjnych stabilnego wzrostu.

Directions of the investment policy of the institution of the II insurance Pillar

Summary

Open pension funds perform more essential role as investors on financial markets every year. The main purpose of activity of open pension funds is maximizing the level of profits from investment connected with safety of capitals which are managed by them. The legislator has introduced statutory limits of involving funds into financial instruments, especially the ones with high level of investment risk.

The main purpose of the article is an assessment of the investment policy carried on by open pension funds. The structure of their investment portfolios has been analyzed, particularly the share of high risk financial instruments. Thanks to that the investment strategies applied by pension funds have been estimated. Effects of the mechanism of calculating the minimal rate of return have also been analyzed, particularly its influence on the lack of independence of small companies on the market in the investment policy.