

Warszawa, dnia 14 września 2009 r.

Uwagi Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych do Założeń nowelizacji ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (projekt z dnia 28 sierpnia 2009 r.)

Izba podtrzymuje wszystkie uwagi zgłoszone do założeń z dnia 31 stycznia 2009 roku. Część obecnie proponowanych rozwiązań jest bowiem powtórzeniem propozycji pierwotnych. W szczególności należy do nich tak ważna kwestia, jak adekwatność kapitałowa. Część propozycji, np. całkowity zakaz akwizycji ma charakter bardziej radykalny niż propozycja pierwotna. W tej sprawie Izba przedstawia jako alternatywę własną propozycję zmian w prawie oraz propozycję samoregulacji, która stanowi załącznik do niniejszej opinii. W części pierwszej przypominamy w skrócie argumenty za lub przeciw proponowanym rozwiązaniom. Część druga to komentarze do formy prezentacji założeń, a także bardziej szczegółowe omówienie badań i konkretnych danych, które przeczą tezom zawartym w założeniach. Załączamy także obliczenia własne, wykonane na potrzeby Izby przez PTE ING.

Jesteśmy przekonani, że rozwiązania postulowane przez Izbę przyniosą znacznie większe korzyści członkom OFE oraz zapewnią większą stabilność kapitałowej części systemu emerytalnego niż zmiany proponowane w założeniach.

UWAGI OGÓLNE

1. Wielofunduszowość

Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej, w odróżnieniu od założeń pierwotnych, proponuje ograniczyć zmiany do wyodrębnienia dwóch subfunduszy, co oznacza dobudowanie do obecnie funkcjonującego funduszu nowego funduszu o charakterze bezpiecznym. Zarazem w założeniach brak jednoznacznych propozycji, w jaki sposób obecni członkowie OFE będą nabywać członkostwo w nowym subfunduszu.

Nowelizacja ustawy, jeśli ma służyć większej efektywności gromadzenia kapitału emerytalnego członków OFE i jednocześnie zapewnić wzrost bezpieczeństwa tych środków, powinna mieć charakter kompleksowy. Wprowadzenie jedynie funduszu typu B (bezpiecznego) w reakcji na ostatnie załamanie rynków finansowych ma charakter doraźny i wskazuje raczej na działanie pod wpływem impulsu niż na próbę całościowej poprawy rozwiązań kapitałowego systemu emerytalnego. Poza działaniem mającym na celu ochronę wypracowanego kapitału, należałoby zadbać także o jego odpowiednio wysoki poziom, co byłoby realizacją celów reformy systemu emerytalnego, wymienionych przez MPiPS we wstępie do założeń nowelizacji.

Mając na względzie potrzebę ścisłego dostosowania konstrukcji II filaru do cyklu życia członków OFE, ponownie opowiadamy się za utworzeniem 3 subfunduszy o zróżnicowanych profilach inwestycyjnych: dynamicznego (dla rozpoczynających inwestowanie), zrównoważonego (obecnie działający) oraz bezpiecznego (dla osób zbliżających się do wieku emerytalnego). Nasze stanowisko jest poparte analizą danych z rynków amerykańskiego i brytyjskiego (w załączeniu).

Wnioski z załączonej analizy są następujące:

1. Scenariusze z wyższym zaangażowaniem w akcje przynoszą znacząco lepsze rezultaty.

2. Wprowadzenie strategii bezpiecznej nie gwarantuje pozytywnych rezultatów – w okresie wysokiej inflacji to te strategie powodują największe straty.
3. Strategie agresywne, oparte o inwestycje w akcje są lepszym zabezpieczeniem utraty realnego kapitału.
4. Strategie bezpieczne przyczyniają się do pogłębiania różnic między członkami, powstających w wyniku oszczędzania w różnych okresach koniunktury gospodarczej.
5. Zbyt wczesne zmniejszanie zaangażowania w akcje doprowadza do obniżenia o 20%-25% wypłacanych świadczeń.

Warto podkreślić, że obecna sytuacja na rynkach kapitałowych stwarza wręcz idealną okazję do uruchomienia funduszy agresywnych, ze względu na znaczną przecenę akcji i możliwość nabycia ich po niższych cenach. Przyniosło by to członkom tych funduszy znaczne korzyści.

Nie mniej istotnym pytaniem, co o liczbę dostępnych funduszy, jest kwestia uregulowania sposobu przystępowania do nich. Całkowita dobrowolność przenoszenia składek pomiędzy subfunduszami rodzi ryzyko nieracjonalnych zachowań klienta i naraża na największy odpływ środków z funduszu agresywnego do bezpiecznego w okresie dekonunktury i na odwrót: największy napływ środków do funduszy agresywnych w szczycie hossy.

Z tego powodu uważamy, że przenoszenie członków z subfunduszu do subfunduszu powinno być z założenia domyślne, choć wnioski klienta mogłyby to zmienić. System domyślny w naszej propozycji to taki, w którym klienci są na początku przypisywani automatycznie do danego subfunduszu zgodnie z wiekiem oraz przesuwani do kolejnego subfunduszu po przekroczeniu wieku granicznego dla danego typu subfunduszu. Jednocześnie należy członkom OFE stworzyć możliwość dokonania samodzielnej decyzji o zmianie typu subfunduszu po przypisaniu go do danego subfunduszu. Wydaje się, że takie rozwiązanie odpowie na problem bariery informacyjnej, utrudniającej całkowicie samodzielny wybór subfunduszu (pierwszorazowy) oraz podejmowanie nieoptymalnych decyzji o zmianie funduszu w okresach gwałtownych wahań na rynkach finansowych.

Jako formę prawną popieramy subfundusze.

Propozycja posiadania rejestrów równolegle w więcej niż jednym funduszu niesie ze sobą znaczny wzrost kosztów operacyjnych, a jednocześnie powoduje wysokie skomplikowanie systemu z uwagi na sposób rozdysponowania składki. Istniałoby także ryzyko, że członkowie funduszy dzieliliby swoje aktywa między subfundusze w sposób nieracjonalny¹.

W omawianym dokumencie stwierdza się, iż PTE będą musiały do dnia 31 grudnia 2010 r. utworzyć fundusze konserwatywne „pod groźbą wydania przez organ nadzoru decyzji o cofnięciu zezwolenia na utworzenie towarzystwa”. Należy zadać pytanie, czy zastosowanie przymusu wobec aktualnie licencjonowanych podmiotów do podjęcia działań wykraczających poza aktualnie wyznaczony prawnie zakres obowiązków jest zgodne z prawem? Naszym zdaniem - nie.

2. Benchmark dla funduszu bezpiecznego

Proponowany przez MPiPS benchmark dla funduszu typu B w postaci ubiegłorocznej inflacji jest z definicji błędny, bo jego konstrukcja z góry zakłada wystąpienie sytuacji, w której bez winy zarządzającego funduszem podmiotu nie będzie można osiągnąć określonego celu. Dowody na to można znaleźć zarówno w literaturze przedmiotu, jak i w przykładach pochodzących z bardziej od polskiego rozwiniętych rynków finansowych.

¹ Literatura behawioralna wskazuje, że mając do wyboru kilka funduszy, ludzie mają tendencję do podziału swoich aktywów na równe części, bez względu na rzeczywisty poziom ryzyka tych funduszy. Por np. Blake D., Pension Economics, Wiley & Sons, London 2006, str. 239.

W książce „Inwestycje. Analiza i zarządzanie”, autorstwa Jacka Clarka Francisa (WIG Press 2000), na stronie 489 można przeczytać: „Analizując kształtowanie się stóp zwrotu w kolejnych latach, można stwierdzić, że od czasu do czasu większość inwestorów osiąga dodatnią nominalną stopę zwrotu, $r_t > 0$ i ujemną realną stopę zwrotu $r_t < 0$, co oznacza, że nominalna stopa zwrotu była niższa od stopy inflacji $r_t < q_t$. Innymi słowy, żadna z grup aktywów przedstawionych na diagramach 7.2, 14.3, 14.4 (tzn. akcje zwykłe, akcje małych spółek, długoterminowe obligacje przedsiębiorstw, długoterminowe obligacje skarbowe, średnioterminowe obligacje skarbowe, bony skarbowe) nie zapewnia stałej dobrej ochrony przed inflacją.”

Cytowana książka znajduje się na liście literatury dodatkowej wymienionej w komunikacie nr 67 Komisji Egzaminacyjnej dla doradców inwestycyjnych z dnia 27 lutego 2009 r. w sprawie literatury pomocniczej przy przygotowywaniu do egzaminów dla doradców inwestycyjnych. Komunikat dostępny jest na stronach www.knf.gov.pl.

Z praktycznych przykładów pragniemy zwrócić uwagę na dane z rynku amerykańskiego. W USA funkcjonują fundusze inwestycyjne, których celem jest zabezpieczenie przed inflacją (inflation protected securities fund).

Celem udowodnienia tezy o nieprawidłowym benchmarku CPI dla funduszu bezpiecznego poniżej przedstawiono jeden rok, w którym średni wynik inwestycyjny był znacząco gorszy od CPI. I to w sytuacji, w której w USA emituje się wiele papierów wartościowych mających za główny cel ochronę przed inflacją.

Według danych Departamentu Pracy² inflacja miesiąc do miesiąca w roku 2008 wynosiła w USA 0,1%, a średniorocznie 3,8%. Zgodnie z danymi opublikowanymi w sprawozdaniu finansowym za rok 2008 funduszu Vanguard Inflation-Protected Securities Fund³, średnia stopa zwrotu z tego typu funduszy wyniosła -4,14%. Oznacza to, że bardzo odbiegała od poziomu inflacji. Opisana sytuacja dowodzi, że nawet na rozwiniętym rynku kapitałowym nie jest możliwa całkowita ochrona przed inflacją. Przeczy to oczekiwaniu MPiPS, że OFE mogą swoimi inwestycjami pobić inflację w każdej sytuacji.

Ustawodawca nie może dopuścić do sytuacji, w której bezpieczny fundusz emerytalny działając zgodnie ze sztuką profesjonalnego inwestowania nie osiągnie minimalnej wymaganej stopy zwrotu. Nie będzie to bowiem wina danego funduszu, lecz sytuacji makroekonomicznej.

Ponadto, jeżeli założymy np. pięcioletni okres, kiedy inflacja w roku kolejnym jest wyższa od inflacji w roku poprzednim, to benchmark oparty o inflację z roku poprzedniego nie gwarantuje oszczędzającemu w tym okresie ochrony kapitału przed inflacją w momencie przejścia na emeryturę. Ogólnie – ustawienie benchmarku dla funduszu bezpiecznego, szczególnie z funkcją kary – za słabszy wynik, będzie zmuszało zarządzających do podejmowania większego ryzyka, co stoi w sprzeczności z ideą powołania funduszu B – jako funduszu mniejszego ryzyka. Być może właściwsze byłoby zrezygnowanie z minimalnej wymaganej stopy zwrotu dla funduszu B i informacyjne porównywanie wyników funduszy w stosunku do inflacji, jednak w okresach dłuższych - trzy lub pięcioletnich. Taki ranking pozwalałby klientom na wybór najlepszego funduszu. Kwestia benchmarku dla funduszu B wymaga dalszej wnikliwej analizy, jednak w pierwszej kolejności należy ustalić skład portfela funduszu bezpiecznego.

² <ftp://ftp.bls.gov/pub/special.requests/cpi/cpiat.txt>

³ https://personal.vanguard.com/us/LiteratureRequest?FW_Activity=ViewOnlineActivity&litID=2210033827-&FW_Event=start&cbdForceDomain=false, str. 1

3. Opłaty w funduszu bezpiecznym

MPIPS proponuje zaniechanie poboru opłaty od składki przekazywanej do funduszu bezpiecznego. Propozycja nie uwzględnia opłaty pobieranej przez ZUS od środków przekazywanych do otwartych funduszy emerytalnych w wysokości 0,8% oraz kosztów na rzecz KNF, KDPW, Rzecznika Ubezpieczonych. Oznaczałoby to, że Towarzystwa z własnych środków będą musiały pokryć tę opłatę. W argumentacji pojawia się uzasadnienie propozycji, które wskazuje na pasywny charakter zarządzania funduszem bezpiecznym. Jest to argument niepoprawny, bowiem proponowany benchmark jest nieinwestowalny, przez co portfel inwestycyjny funduszu bezpiecznego nie może być pasywnie zarządzany. Ponadto Towarzystwo ponosi inne koszty związane z zarządzaniem funduszem, niezależnie od jego rodzaju – koszty prawne, obsługi klienta.

Uważamy, że całkowite zniesienie opłat od składki w funduszu bezpiecznym i utrzymanie maksymalnego poziomu opłaty za zarządzanie łącznie dla wszystkich subfunduszy znacząco pogarsza sytuację finansową PTE. Wprowadzanie kolejnych wymogów (np. podział składki pomiędzy subfundusze), generujących dodatkowe koszty, przy jednoczesnym obniżaniu przychodów PTE może zachwiać stabilnością finansową systemu, co w ostateczności odbije się na klientach, gdyż ograniczanie przychodów PTE będzie negatywnie wpływać na jakość usług oferowanych klientom.

Naturalnym jest, iż za świadczenie usługi powinna być przewidziana opłata.

Brak opłat w funduszu B byłby ponadto szczególnie dotkliwy dla dużych podmiotów o aktywach większych niż 45 mld zł. W przyszłości dojdzie do sytuacji, że zmuszone byłyby one do zarządzania większością swoich aktywów bez wynagrodzenia, a nawet do dopłacania za część klientów (koszty ZUS, KNF, KDPW, fundusz gwarancyjny).

System opłat dla Funduszu B powinien być odrębny od systemu opłat dla Funduszu typu A. Poziom opłaty za zarządzanie powinien być zależny od spektrum inwestycyjnego, złożoności produktu, elastyczności zmian umożliwionych Klientom.

Minimalna opłata od składki w funduszu B powinna być utrzymana tak, by pokryć przynajmniej koszty dla podmiotów trzecich ponoszone przez towarzystwo (w tym koszty regulacyjne). Opłata ta nie może być wyższa niż opłata w funduszu typu A.

4. Benchmarki

Utrzymywanie benchmarku wewnętrznego dla potrzeb obliczania minimalnej wymaganej stopy zwrotu powoduje, iż promowane jest zachowanie polegające na utrzymywaniu portfela inwestycyjnego zbliżonego do średniej ważonej funduszy. Rozwiązanie, w którym punktem odniesienia dla zarządzającego nie jest benchmark rynkowy (znany z wyprzedzeniem i możliwy do zreplikowania), a średnia portfeli konkurencji jest powielanym w trakcie reformy systemu emerytalnego mechanizmem stosowanym w niektórych krajach, jednak analiza innych rozwiązań wskazuje, że nie jest to rozwiązanie optymalne i korzystne dla uczestników systemu.

Mając na uwadze powyższe argumenty, IGTE proponuje zastąpienie obecnego mechanizmu wprowadzeniem benchmarku zewnętrznego dla wszystkich subfunduszy. Uważamy, że benchmarki zewnętrzne określające przeciętny (rynkowy) zwrot dla określonego ryzyka najlepiej pokażą, które OFE najefektywniej pomnażają środki swoich członków. Pozwoli to także na większą konkurencję wynikami inwestycyjnymi, czyli jedyną faktyczną konkurencję po ograniczeniu opłat dystrybucyjnych. Skład benchmarków musi być ustalony w kontekście zmian w polityce inwestycyjnej.

Wprowadzenie zewnętrznego benchmarku byłoby zgodne z praktyką przyjętą na rynku finansowym. W zestawieniu z zawartą w dalszej części Założeń do Nowelizacji krytyką polityki inwestycyjnej OFE w porównaniu z polityką FRD zaskakuje, przytaczany przez MPiPS, argument o efektywnym inwestowaniu zgromadzonych środków przez OFE w wyniku stosowania mechanizmu średniej ważonej stopy zwrotu jako benchmarku.

Wydaje się, że MPiPS lekceważy wpływ, jaki stadne zachowania funduszy emerytalnych mogą mieć na rynek finansowy – zwłaszcza taki, którego płynność w niektórych segmentach jest bardzo niska w porównaniu do aktywów OFE (na przykład zmiana alokacji w akcje).

5. Adekwatność kapitałowa

Uważamy, że szczególnie wobec zmniejszenia opłaty od składki, propozycji braku tej opłaty w funduszu bezpiecznym i przy utrzymaniu wysokości opłat na rzecz ZUS, UKNF, RU itp., podniesienie wymaganych środków przekazywanych na Fundusz Gwarancyjny będzie miało niebezpieczny wpływ na sytuację finansową PTE, co jak wskazaliśmy w punkcie 3. odbije się niekorzystnie na jakości usług (w tym także wynikach inwestycyjnych) oferowanych przez PTE.

Podtrzymujemy stanowisko z dnia 9 lutego 2009 roku oraz popieramy uwagi zawarte w ocenie Ministra - Członka Rady Ministrów Michała Boniego: „Zwiększenie odpisów na obowiązkowe rezerwy PTE z 0,3%-0,4% do 1,3%-1,4% oznaczałoby wystąpienie istotnych kosztów dla PTE, których wysokość nie została w założeniach oszacowana, a mechanizm zwiększenia bezpieczeństwa uczestników systemu nie został jednak szczegółowo opisany. W związku z powyższym zasadnym wydaje się rezygnacja z wprowadzenia tego rozwiązania lub przedstawienie szerszego uzasadnienia.”

Wobec ograniczenia maksymalnej wysokości aktywów, od których pobierana jest opłata za zarządzanie, uzależnienie wymaganego minimalnego kapitału własnego PTE od wielkości całości aktywów budzi niepokój. W rezultacie mogłoby się okazać, że PTE zarządzające funduszem o aktywach 100 mld zł pobiera maksymalnie opłatę za zarządzanie 15,5 mln zł miesięcznie zaś, zgodnie z propozycją MPiPS mogłoby być zmuszone do utrzymywania kapitałów własnych w wysokości 1,4 mld zł.

6. Losowania

- a) Ograniczenie losowania tylko do dwóch najlepszych OFE rodzi ryzyko podejmowania zbyt agresywnych działań inwestycyjnych nakierowanych na bardzo krótki okres inwestycyjny, ze szkodą dla stabilności stopy zwrotu w długim okresie.
- b) Popieramy propozycję zwiększenia ilości losowań w roku.
- c) Uprzywilejowanie nowego OFE jako jedyne, który mógłby wziąć udział w losowaniu, eliminuje jeden z bardzo ważnych czynników motywujących do uzyskiwania ponadprzeciętnej stopy zwrotu dla obecnych uczestników rynku.

7. Polityka inwestycyjna

Uważamy, że konieczne są zmiany w zakresie polityki inwestycyjnej rozszerzające możliwości inwestycyjne OFE, gdyż jest to warunkiem większej konkurencji wynikami inwestycyjnymi. Brak propozycji zmian ze strony MPiPS uznajemy za bardzo poważną wadę przedstawionych założeń.

W założeniach brakuje zmian w polityce inwestycyjnej OFE rekomendowanych przez Grupę Roboczą Rady Rozwoju Rynku Finansowego:

- brak zmiany definicji i wymagań wobec inwestycji zagranicznej,

- brak zrównania w traktowaniu inwestycji krajowych i zagranicznych względem opłat,
- brak poszerzenia katalogu inwestycji OFE o instrumenty zabezpieczające ryzyko walutowe i stopę procentową),
- brak zwiększenia limitów dla inwestycji zagranicznych.

Jednocześnie propozycja częstszej niż obecnie publikacji struktury portfela inwestycyjnego jeszcze bardziej nasilił problem naśladownictwa portfeli inwestycyjnych i zmniejszy konkurencję między OFE.

8. Akwizycja

IGTE uważa, że dostępność informacji na temat rynku funduszy emerytalnych oraz możliwość zmiany OFE, gdy zachodzą ku temu racjonalne przesłanki, jest istotnym warunkiem zachowania konkurencyjności rynku. Taką zmianę uniemożliwiłyby – w naszej opinii - rozwiązania zakazujące prowadzenia działalności akwizycyjnej w stosunku do osób przystępujących do OFE po raz pierwszy lub w trybie zmiany funduszu.

Uczestnicy systemu nie mają zwykle wiedzy o zasadach funkcjonowania funduszy emerytalnych. Tym samym ich pierwotne decyzje o wyborze funduszu obarczone są znacznym ryzykiem błędu, nie mówiąc o osobach, które decyzji takiej – z różnych przyczyn – nie podjęły samodzielnie i zostały członkami OFE w drodze losowania. W przeważającej większości osoby te nie dysponują również dostępem do nowoczesnych mediów elektronicznych takich jak internet, czy fachowej literatury dotyczącej zasad działania rynku finansowego. To właśnie akwizytorzy przybliżają im te zagadnienia. Wprowadzenie zakazu prowadzenia działalności akwizycyjnej znacznie utrudniłoby dostęp do informacji i racjonalne podjęcie decyzji o wyborze lub zmianie funduszu.

Od początku reformy emerytalnej minęło już 10 lat. Nie ma wątpliwości, że doświadczenia minionych lat powinny zostać wykorzystane w interesie członków funduszy emerytalnych. Zmiany powinny być jednak wprowadzane mądrze, tak by przynosiły rzeczywiste korzyści 14 milionom członków OFE.

Dlatego też opowiadamy się za zachowaniem obecnie funkcjonującego modelu prowadzenia działalności akwizycyjnej, wskazując jednocześnie na konieczność zmiany przepisów oraz samoregulacji rynku, w celu przeciwdziałania nieuczciwym praktykom godzącym w interes członków OFE.

Postulujemy profesjonalizację działalności akwizycyjnej na podobnych zasadach jak w przypadku pośredników ubezpieczeniowych. Służyć temu miałyby wprowadzenie wymogu odbycia odpowiedniego do zakresu działalności akwizycyjnej szkolenia, zakończonego egzaminem przeprowadzanym przez poszczególne towarzystwa emerytalne. Zasadne jest również wprowadzenie ograniczenia działalności akwizycyjnej wyłącznie na rzecz jednego OFE (analogicznie jak w przypadku wykonywania czynności akwizycyjnych), zapewnienie powszechnego dostępu do danych zawartych w rejestrze osób wykonujących czynności akwizycyjne oraz rozszerzenie katalogu informacji dostępnych w rejestrze. Rekomendujemy również wydłużenie okresu karencji w przypadku wykonywania czynności akwizycyjnych oraz wprowadzenie takiej karencji dla podmiotów prowadzących działalność akwizycyjną.

Niewątpliwą korzyścią dla członków OFE byłoby także określenie wymogów informacyjnych przy zawieraniu umowy z funduszem. Rzeczone informacje powinny być udostępniane przed zawarciem umowy z funduszem w formie standardowego zestawienia (formularza) bazującego na danych publikowanych przez Komisję Nadzoru Finansowego, a zapoznanie się z nimi i akceptacja warunków członkostwa w OFE powinna być potwierdzana oświadczeniem członka OFE.

Istotnym elementem jest również propozycja środowiska powszechnych towarzystw emerytalnych zmierzająca do samoregulacji poprzez opracowanie i przyjęcie przez wszystkie PTE Kodeksu Dobrych Praktyk określającego szczegółowo zasady wykonywania działalności akwizycyjnej (w tym: zasady etyczne obowiązujące akwizytorów, powinności wobec klienta oraz powinności wobec konkurencyjnych OFE, prawa i obowiązki OFE w zakresie zgłaszania i wyjaśniania skarg na działalność podmiotów wykonujących działalność akwizycyjną lub na działalność akwizytorów, a także podstawowy katalog nieuczciwych czynności w działalności akwizycyjnej).

Naszym zdaniem przyjęcie zakreślonych wyżej propozycji jest rozwiązaniem korzystnym dla członków OFE, które zapewni pożądaną konkurencyjność rynku oraz wysoki poziom znajomości zagadnień i zaufania Polaków w odniesieniu do systemu emerytalnego.

W załączeniu przekazujemy szczegółowe propozycje zmian.

UWAGI SZCZEGÓŁOWE

I. MPiPS stwierdza, że reforma systemu ubezpieczenia społecznego „... spowodowała wzrost kosztów działania systemu emerytalnego” (str. 1, wiersz 3) oraz na wykresach 1-2 (str. 2, str. 3) przedstawia koszty działania powszechnego ubezpieczenia emerytalnego w Polsce w latach 2010-2050 przed i po nowelizacji ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych.

Wprowadzenie reformy emerytalnej, jako sposób osiągnięcia założonych celów, w sposób naturalny wymaga nakładów. Autorzy dokumentu w sposób ukryty sugerują, że reforma związana jest tylko z kosztami, a brak jest efektów.

Analizując wykresy trudno nie zapytać, na jakiej zasadzie zostały zdefiniowane koszty ZUS oraz PTE. Trend wzrostowy kosztów PTE zaprezentowany na wykresach 1-2 wskazuje, że za koszty towarzystw przyjęto najprawdopodobniej także koszty związane z (rosnącą) wielkością zarządzanych aktywów. Jest to nieporozumienie, bowiem koszty związane z np. wzrastającą wartością kapitału ekonomicznego zdeponowanego w Funduszu Gwarancyjnym nie obciążają bezpośrednio członków OFE. Owszem, mogą mieć pośredni wpływ na poziom wysokości opłat (finansujących przecież działalność operacyjną PTE), ale są to koszty, po pierwsze, związane z obowiązującym prawem, a po drugie - z wielkością aktywów.

Stosując przyjętą przez autorów dokumentu logikę, należałoby także zwiększyć koszty funkcjonowania ZUS-u proporcjonalnie do wzrastających aktywów, a mianowicie o opłatę w wysokości 0,8% od wpłacanych składek.

II. „Efektywność otwartych funduszy emerytalnych ma wynikać z konkurencji między prywatnymi podmiotami zarządzającymi za wynagrodzeniem środkami publicznymi” (str. 1, wiersz 11-12).

Błędne jest założenie, że o efektywności OFE decyduje tylko i wyłącznie mechanizm konkurencji, na dodatek rozumiany jako sytuacja, gdzie funkcjonuje duża liczba podmiotów. Mechanizm konkurencji na rynku OFE jest ważny, jednak ma pewne ograniczenia. Rynek OFE nie spełnia założeń rynku doskonale konkurencyjnego z definicji. Po pierwsze, na rynku występują tzw. korzyści skali, które w sposób naturalny powodują, że liczba podmiotów nie jest zbyt duża. Po drugie, ustawodawca narzuca szereg ograniczeń prawnych (np. minimalną wymaganą stopę zwrotu, konieczność przedstawiania składu portfela inwestycyjnego,

maksymalny limit cen przy braku możliwości stosowania programów lojalnościowych), które wzmacniają efekt pierwszy. Jednakże nawet przy braku klasycznej konkurencji doskonałej (gdzie funkcjonuje wiele podmiotów nie wpływających na cenę), OFE mogą być efektywne dzięki odpowiednim bodźcom regulacyjnym i istnieniu ograniczonej konkurencji między nimi. Literatura⁴ badająca efektywność inwestycyjną OFE wskazuje, że fundusze wygrywają z rynkiem (ich stopy zwrotu są wyższe od stopy zwrotu z indeksów giełdowych).

III. Błędne jest, dość jasno wyartykułowane w dokumencie założenie, że zarządzanie portfelem dłużnych papierów wartościowych jest proste, a tym bardziej – bezkosztowe (por. str. 5 – propozycja braku opłat dla funduszu B).

Zarządzanie portfelem dłużnym wymaga takich samych, jeśli nawet nie wyższych umiejętności, jak zarządzanie portfelem akcyjnym. Ryzyko stopy procentowej i ryzyko dopasowania aktywów do pasywów wymaga znajomości matematyki finansowej, teorii stóp procentowych, zarządzania średnią długością spłaty (*duration*) oraz wypukłości (*convexity*) obligacji, technik hedgingowych i znajomości instrumentów pochodnych. Potrzebne są także programy komputerowe analizujące w/w wymienione zagadnienia.

Ponadto, zarządzanie portfelem dłużnym rodzi koszty transakcyjne podobnie jak zarządzanie jakimkolwiek innym portfelem. Różna może być jedynie skala tych kosztów.

IV. Gwarancja inflacyjna w funduszu konserwatywnym (str. 57).

Powszechną praktyką na świecie jest porównywanie wyników inwestycyjnych instytucji zarządzających aktywami z przyjętymi wzorcami (*benchmarks*), które powinny charakteryzować się odpowiednimi cechami. Dobry benchmark⁵:

- jest **reprezentatywny** dla rynku i dokonywanych inwestycji (zatem w przypadku OFE benchmark obejmuje dostępne na rynku i dozwolone prawnie instrumenty finansowe; uwzględnia także obowiązujące limity inwestycyjne),
- jest **inwestowalny** (OFE są w stanie odwzorować go w swojej polityce inwestycyjnej, nie występują problemy ze stworzeniem portfela związane np. z niedostępnością pewnych instrumentów wchodzących w skład indeksu lub ich niską płynnością),
- jest **dokładny** i **wiarygodny** (istnieje możliwość dokładnego ustalenia stóp zwrotu obliczanych na jego podstawie, a ceny instrumentów finansowych tworzących benchmark są prawdziwe),
- jest **przejrzysty** (znany jest skład benchmarku oraz wagi tworzących go instrumentów),
- jest **dostępny** (jego wartość jest publicznie znana i podawana z odpowiednią częstotliwością; np. w przypadku inwestycji akcyjnych OFE, wartość wzorca powinna być dostępna z częstotliwością co kilku minutową),
- charakteryzuje się **niskim obrotem** (nie zmienia się zbyt często pod względem struktury; w przeciwnym razie wzorec taki generuje niepotrzebne koszty transakcyjne).

⁴ Przykładowo: D. Stańko (2006). [Performance Evaluation of Public Pension Funds: The Reformed Pension System in Poland](#), The Pensions Institute, Cass Business School, London, Discussion Paper PI-0308; D. Stańko (2006). Efektywność inwestycyjna OFE w latach 1999-2005, w: Jajuga K. i Ronka-Chmielowiec W. (red. nauk.), „Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek”, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Nr 1133, str. 500-508; M. Bohl i S. Voronkova (2005), [Institutional Traders' Behaviour in an Emerging Stock Market: Empirical Evidence on Polish Pension Funds](#), Journal of Business Finance and Accounting 32(7/8), 1537-1560.

⁵ L. B. Chincarini, D. Kim (2006). Quantitative equity portfolio management: an active approach to portfolio construction and management, McGraw-Hill Library of Investment and Finance, New York : McGraw-Hill, str. 531-532.

Jeśli chodzi o benchmark oparty na inflacji z poprzedniego roku (str. 57), pojawiają się następujące zastrzeżenia:

1. Brak odpowiednich instrumentów – proponowany benchmark nie spełnia zatem podstawowej cechy, to jest możliwości odwzorowania (inwestowalności - zob. uwagi powyżej). W chwili obecnej praktycznie nie istnieją instrumenty, których charakterystyka wypłat byłaby silnie skorelowana z inflacją. Wprawdzie na rynku obligacji skarbowych funkcjonują obligacje z kuponami częściowo opartymi o zmiany miesięcznej inflacji (są to emisje IZ0816 i IZ0823 z terminami zapadalności w sierpniu 2016 i 2023 roku⁶), to jednak ich aktualna wartość wynosi ok. 10,5 mld zł i jest niewystarczająca na ewentualne potrzeby funduszy konserwatywnych. Ponadto, mechanizm indeksowania jest opóźniony o 2 miesiące, co rodzi dodatkowe ryzyko uzyskania stóp zwrotu poniżej założonego benchmarku.
2. Pozostałe obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu opierają się na dochodowości WIBOR-u lub dochodowości bonów skarbowych i mają jedynie luźny związek z inflacją.
3. Krótki okres porównawczy. Propozycja gwarantowania wyników na poziomie zrealizowanej inflacji w roku uprzednim jest trudna do realizacji, ponieważ dotyczy zdarzenia, co do którego nie można już reagować, a tym samym jest on mało reprezentatywny dla działalności OFE. Historia wskazuje, że nie tylko stopa zwrotu z akcji ale i dochodowość obligacji (np. koniec lat 70-tych XX wieku) może być znacznie poniżej inflacji. Dlatego też benchmark powinien obejmować dłuższy horyzont czasowy.

Ogólnie rzecz biorąc, ryzyko inflacji ma charakter egzogeniczny w stosunku do podmiotów prywatnych. W dużej mierze jego poziom zależy od decyzji państwa. W tej sytuacji, wymóg gwarantowania przez podmioty stóp zwrotu na poziomie zależnym od państwa, które to podmioty nadzoruje, jest postulatem mało logicznym. Równocześnie może wystąpić sytuacja, gdy inflacja ma charakter zewnętrzny (międzynarodowy), związany np. ze wzrostem cen surowców na świecie.

V. Brak funduszu agresywnego.

Zarówno teoria finansów, jak i praktyka wskazują na znaczenie agresywnego inwestowania w przypadku długoterminowego oszczędzania na emeryturę. Ma to szczególnie duże znaczenie gdy składka emerytalna jest relatywnie niewysoka jak w przypadku OFE, przeciętne trwanie życia na emeryturze wydłuża się, a wydatki na opiekę medyczną w okresie starości wzrastają.

Stwierdzenie Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej, że czynnik czasu nie jest krytyczny dla wprowadzania multifunduszy (str. 19, akapit 1) jest prawdziwe w przypadku funduszy konserwatywnych. Rzeczywiście, realizowanie straty w sytuacji kryzysu finansowego nie jest pożądane. Jednakże właśnie z tych przyczyn należy ustanowić jak najszybciej fundusz agresywny, gdy ceny akcji są niskie.

⁶ Są to instrumenty, których wartość, z racji swojej konstrukcji, tylko częściowo opiera się o wskaźnik miesięczny inflacji. Nie ma natomiast na krajowym rynku obligacji, których wartość wynika wyłącznie z kształtowania się inflacji.

Decyzja dotycząca akceptowalnego poziomu ryzyka (tzw. strategiczna alokacja aktywów) ma zasadnicze znaczenie dla przyszłej stopy zwrotu⁷. Dlatego też brak funduszu o bardziej zróżnicowanej alokacji i elastycznej strategii inwestycyjnej, a co za tym idzie zbyt niska ekspozycja w akcje, oznaczać może de facto znacząco obniżone świadczenia emerytalne w przyszłości.

Potrzeba znacznego inwestowania w ramach cyklu życiowego w akcje i inne instrumenty o zmiennym dochodzie jest wyraźnie przedstawiona w literaturze finansowej⁸. W miarę wydłużania się horyzontu inwestycyjnego, znacząco zwiększa się prawdopodobieństwo tego, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje przewyższy stopę zwrotu z inwestycji w instrumenty bezpieczne, o stałym dochodzie⁹. Ponadto, ludzie młodzi posiadają z reguły bardzo małe aktywa finansowe, natomiast duże aktywa związane z kapitałem ludzkim (przyszłymi wynagrodzeniami). Nowoczesna teoria finansów stwierdza, że optymalny udział akcji jako relacja całkowitego majątku (finansowy + kapitał ludzki) powinien być stały w czasie, jednakże udział akcji powinien spadać wraz z wiekiem uczestnika w miarę zwiększania się udziałów majątku finansowego (oszczędzanie) i zmniejszania się kapitału ludzkiego (starzenie się)¹⁰.

W związku z tym, agresywny portfel inwestycyjny osoby młodej stanowi jedynie niewielką część jej wszystkich zasobów. Z biegiem czasu, kapitał ludzki maleje, a wzrasta kapitał finansowy, który należy zabezpieczyć przed ryzykiem rynku kapitałowego poprzez przeniesienie oszczędności do funduszu konserwatywnego.

Ostatnie prace naukowe wskazują, że w przypadku długoterminowego inwestowania na emeryturę, obligacje i instrumenty rynku pieniężnego wcale nie muszą oznaczać instrumentów w pełni bezpiecznych. Wg J. Siegela w długim horyzoncie inwestycyjnym akcje mogą być mniej ryzykowne niż obligacje, jeśli za ryzyko przyjmiemy odchylenie standardowe rocznych stop zwrotu¹¹. Ponadto, biorąc pod uwagę opodatkowanie, stopy zwrotu z inwestycji w obligacje mogą być ujemne¹².

Długoterminowe oszczędzanie na emeryturę, z uwagi na brak instrumentów o odpowiednio długim okresie zapadalności, wymaga w trakcie reinwestowania kapitału, co wiąże się z dodatkowym, obok ryzyka rynkowego, ryzykiem. Poniższe wykresy przedstawiają ryzyko końcowego rezultatu w przypadku inwestycji w akcje (wykres 1) oraz obligacje (wykres 2)¹³. Wykres 3 dokonuje porównania obu opcji.

⁷ Strategiczna alokacja aktywów w znanym badaniu Blake et al. była źródłem blisko 99,5% całego wyniku – D. Blake, B. Lehmann i A. Timmermann (1999). *Asset Allocation Dynamics and Pension Fund Performance*, *Journal of Business*, Vol. 72(4), str. 429-462.

⁸ R. Merton (1996). *Lifetime Portfolio Selection Under Uncertainty: The Continuous-Time Case*, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 51, str. 247-257.

⁹ Zob. J. Siegel, (2007). *Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies* (4th ed.). New York: McGraw-Hill.

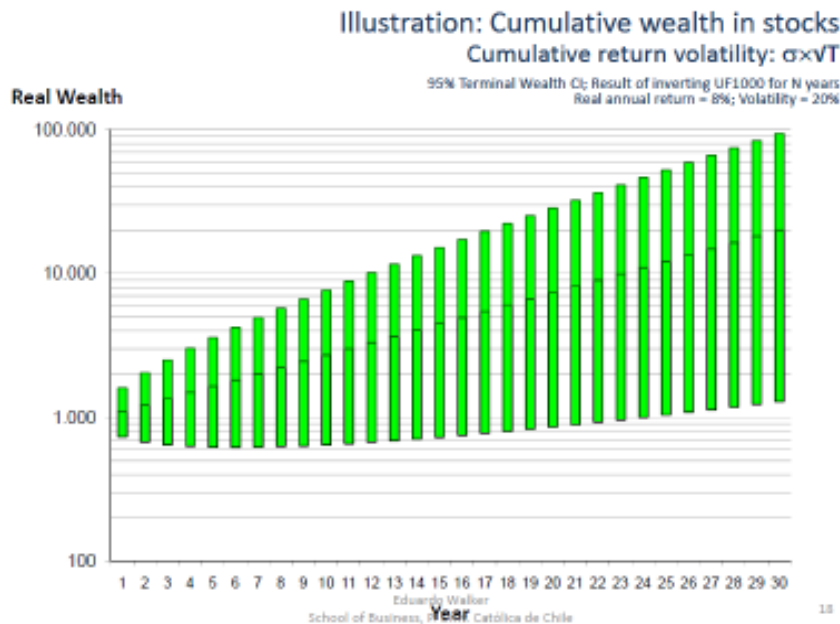
¹⁰ Zob. dyskusję na ten temat w Allianz (2007). [Central and Eastern European Pensions 2007](#), Allianz Global Investors, str. 27.

¹¹ J. Siegel, *Stocks...*, op. cit., rozdz. 2, Fig. 2.1.

¹² Ibidem, rozdz. 5.

¹³ E. Walker, [Risk and Pensions](#), prezentacja na Międzynarodową Konferencję “Inwestycje i wypłaty w kapitałowych systemach emerytalnych”, FIAP/IGTE, maj 2009, Warszawa.

Wykres 1 – Ilustracja: Zakumulowany majątek w akcjach a zakumulowana zmienność stóp zwrotu

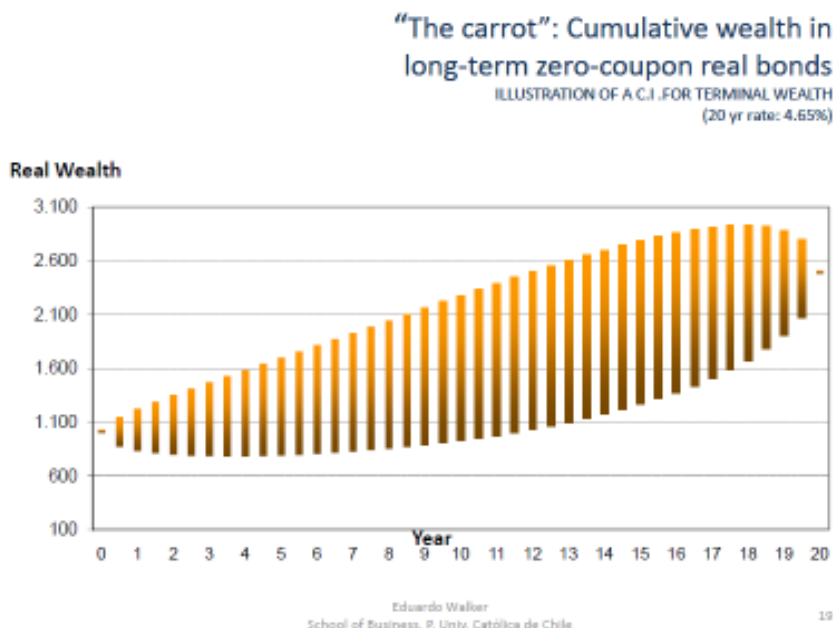


Założenia: Inwestowane jest 1 000 jednostek na N lat, realna stopa zwrotu 8%, zmienność 20%.

Źródło: E. Walker, Risk and Pensions, prezentacja na Międzynarodową Konferencję “Inwestycje i wypłaty w kapitałowych systemach emerytalnych”, FIAP/IGTE, maj 2009, Warszawa, str. 18.

Jak widać, inwestowanie w akcje (wykres 1) wiąże się ze wzrastającą zmiennością rezultatu końcowego. Inwestowanie w obligacje (wykres 2) oznacza relatywnie niski poziom wahałości końcowego wyniku. Biorąc jednak pod uwagę obie strategie inwestycyjne (wykres 3) można zauważyć, iż obligacje oferują dużo niższy poziom przyszłych oszczędności. Dodatkowo, w okresie oszczędzania wynoszącym 35-40 lat, pojawia się problem związany z koniecznością reinwestycji oszczędności zgromadzonych w obligacjach.

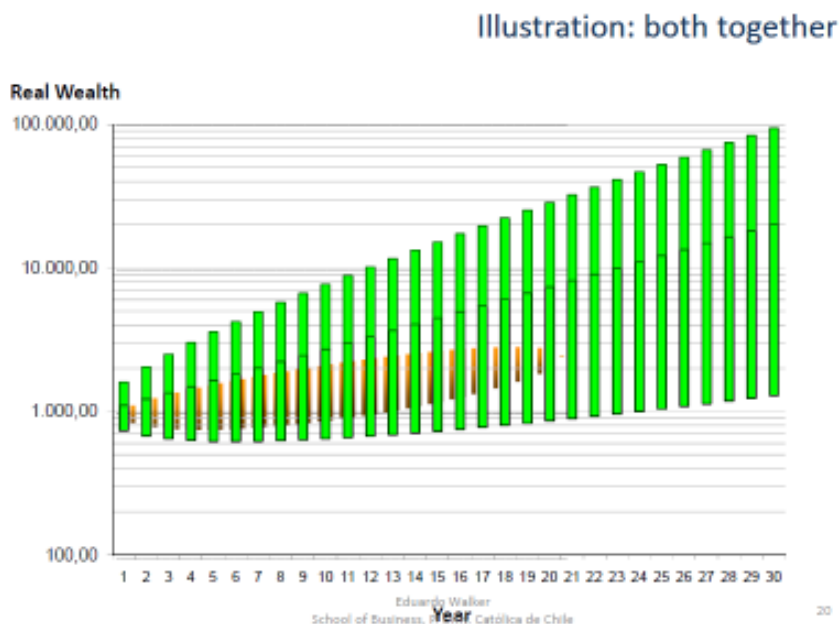
Wykres 2 – „Marchewka”: Zakumulowany majątek w długoterminowych obligacjach bezkuponowych o realnym oprocentowaniu.



Założenia: inwestycja na 20 lat o stopie zwrotu 4,65%.

Źródło: E. Walker, Risk and Pensions, prezentacja na Międzynarodową Konferencję “Inwestycje i wypłaty w kapitałowych systemach emerytalnych”, FIAP/IGTE, maj 2009, Warszawa, str. 19.

Wykres 3 – Porównanie obu inwestycji (akcji i obligacji)



Źródło: E. Walker, Risk and Pensions, prezentacja na Międzynarodową Konferencję “Inwestycje i wypłaty w kapitałowych systemach emerytalnych”, FIAP/IGTE, maj 2009, Warszawa, str. 20.

D. Blake¹⁴ przeprowadził stochastyczną symulację wybranych strategii inwestycyjnych na bazie historycznych stóp zwrotu oraz różnych modeli ryzyka. Zbadał on m.in. strategię konserwatywną (inwestycja 50% w bony skarbowe, 50% w obligacje skarbowe), średnią

¹⁴ D. Blake (2006), Pension Finance, Wiley & Sons, s. 111-123.

alokację w branży, strategię typu *life style* (przez 20 lat inwestycja jak średnia w branży, następnie stopniowe przechodzenie po 5% portfela rocznie w stronę strategii konserwatywnej). Docelowym wynikiem miała być stopa zastąpienia na poziomie 2/3 ostatniego wynagrodzenia. Wysokość składki wynosiła 10% wynagrodzenia brutto.

Wnioski z symulacji są następujące¹⁵:

- najkorzystniejszą strategią dla 40-letniego planu typu DC jest dobrze zdywersyfikowany, dochodowy i relatywnie wysoce ryzykowny portfel (np. inwestujący tak, jak fundusze brytyjskie – średnio 65% w akcje, 30% w obligacje, 5% w pozostałe aktywa),
- brak jest dowodu na to, że zmiana w kierunku strategii konserwatywnych przy zbliżaniu się do wieku emerytalnego jest odpowiednia.

Podobne obliczenia zostały przeprowadzone przez Grzegorza Chłopka¹⁶ (znajdują się w załączonym materiale IGTE) na bazie historycznych wyników w USA oraz Wielkiej Brytanii. Wyniki przemawiają za wprowadzeniem funduszy dynamicznych o elastyczniejszych regulacjach i bardziej zróżnicowanej polityce inwestycyjnej.

VI. Analiza dotycząca funduszy konserwatywnych vs fundusze obecne (wykres 5 „Porównanie średniej wartości jednostki rozrachunkowej w ostatnim dniu roboczym miesiąca hipotetycznego przejścia na emerytur i pięć lat wcześniej” (str. 32), wykres 6 „Porównanie (...), (stopa zwrotu 2,5%)” (str. 34) oraz odpowiadający im tekst na str. 32-35.).

Analiza tego rodzaju nie ma większego sensu, poza walorem ilustracyjnym. Nie można wyciągać wniosków co do proponowanych rozwiązań w zakresie alokacji aktywów oraz czasu przechodzenia na emeryturę na bazie pojedynczego scenariusza – historycznej realizacji stóp zwrotu. Metoda „co by było, gdyby” powinna opierać się na rzeczywistych symulacjach stochastycznych dokonywanych przy odpowiednim założeniu co do modelu generującego stopy zwrotu oraz modelu opisującego alokację aktywów w czasie¹⁷.

VII. Brak konkretnej propozycji sposobu przenoszenia oszczędności emerytalnych do funduszu konserwatywnego, brak symulacji statystycznych, brak porównań międzynarodowych. Brak mechanizmu domyślnej zgody.

Dokument nie przedstawia konkretnej propozycji w tym zakresie. Nie sugeruje także możliwości zlecenia badań i przeprowadzenia konsultacji na ten temat. Zastanawiające jest, że Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej nie przedstawia żadnych doświadczeń międzynarodowych w zakresie multifunduszy, mimo, iż takie instytucje funkcjonują już w krajach Ameryki Łacińskiej (np. Chile od 2002 r., Peru i Meksyk od 2005 r.) oraz naszym regionie (Estonia od 2002 r., Słowacja od 2005 r., Rumunia od 2008 r.).

¹⁵ Ibidem, tabela 4.2, str. 120.

¹⁶ G. Chłopek (2009). Badania założeń koncepcji multifunduszy oraz czasu przejścia do funduszy o mniejszym ryzyku, dokument nieopublikowany, Warszawa, str. 2.

¹⁷ Zob. uwagę V. Symulacje takie wykonał m.in. profesor David Blake dla rynku brytyjskiego oraz Grzegorz Chłopek dla rynku polskiego: D. Blake (2006), *Pension Finance*, op. cit., s. 111-123; G. Chłopek (2009). *Badania* Op. Cit.

W dokumencie nie ma też słowa o możliwości zastosowania systemu domyślnej zgody¹⁸, czyli rozwiązania, w którym w miarę upływu lat oszczędności danego członka OFE są automatycznie przenoszone do funduszu odpowiadającego jego aktualnemu profilowi ryzyka, chyba że wyrazi on/ona sprzeciw. System taki jest wykorzystywany w pracowniczych planach emerytalnych (tzw. 401-k) w USA¹⁹, Australii, Wielkiej Brytanii oraz w niektórych kapitałowych obowiązkowych systemach emerytalnych (Chile, Meksyk, Rumunia, Słowacja).

VIII. Inwestowanie pasywne (str. 45) oraz propozycja powierzenia zarządzania instytucji non-profit (str. 57): „Jeżeli regulacja prawna może określić taką konstrukcję benchmarku zewnętrznego, która gwarantowałaby członkom OFE ponadprzeciętny zwrot przy zadanym poziomie ryzyka, nie ma jakichkolwiek powodów powierzenia środków emerytalnych prywatnym podmiotom za wynagrodzeniem. Zadanie takie może realizować dowolny powielający wskazany w ustawie indeks podmiot non-profit”.

Inwestowanie pasywne generuje niższe koszty transakcyjne oraz operacyjne (np. związane z analizą inwestycyjną). Nie jest jednak bezkosztowe, jak zdają się to sugerować na str. 57 autorzy dokumentu.

W cytowanym fragmencie mówi się o gwarancji „ponadprzeciętnych” stóp zwrotu, co w przypadku inwestowania pasywnego (w indeks) jest z definicji absurdem. Indeksowanie zakłada, że uzyska się stopę zwrotu na poziomie przeciętnej. Poza tym, kto płaciłby za taką gwarancję?

W dokumencie w sposób ukryty zakłada się, że stworzenie benchmarku zewnętrznego dla OFE jest bardzo trudne, jeśli nie wręcz niemożliwe. Tymczasem na świecie funkcjonuje wiele instytucji i systemów wykorzystujących benchmarki zewnętrzne – np. w przypadku funduszy rezerwowych, kapitałowego systemu emerytalnego w Szwecji, pracowniczego systemu emerytalnego w Holandii (benchmarki z-score) itd.

Odnosząc się do propozycji powierzenia zarządzania instytucji typu non-profit, pojawia się pytanie, kto będzie ponosił koszty zarządzania takiej instytucji? Jeśli będzie to podmiot publiczny, to z taką decyzją wiązać się będzie szereg negatywnych konsekwencji²⁰. Efektywność publicznej instytucji inwestycyjnej jest niższa niż prywatnych, wielkość funduszu w stosunku do lokalnego rynku kapitałowego może wywoływać wyższe koszty związane z wpływem transakcji na ceny aktywów, ryzyko polityczne wpływania na instytucję jest bardzo duże. Nie mówiąc już, że wiąże się z odwrotem od reformy emerytalnej i zwiększaniem przyszłych zobowiązań państwa wobec emerytów.

¹⁸ Idea „paternalistycznego liberalizmu” (*paternalistic libertarianism*) zaproponowana została przez R. Thalera i C. Sunsteina. W myśl tego rozwiązania jednostki otrzymują pewne opcje do wyboru, jednakże ich ostateczna decyzja (lub – co ważniejsze – jej brak) jest w dużej mierze ukształtowana przez projektanta systemu. Zob.: R. Thaler, C. Sunstein (2003). *Libertarian paternalism*, *American Economic Review*, Vol. 93, str. 175-170 oraz D. Blake (2006). *Pension Economics*, op. cit., str. 241.

¹⁹ Zob. np. S. Wuthrich i B. Williams (2007). [Automatic Enrollment and Default Funds for Defined Contribution Plans](#), Bridgebay Financial, Inc., str. 1.; Vanguard (2005). [Selecting a default fund for a defined contribution plan](#), Vanguard, Vanguard Center for Retirement Research.

²⁰ Szczegółową analizę propozycji utworzenia dużego publicznego funduszu emerytalnego na przykładzie doświadczeń międzynarodowych przeprowadził D. Stańko (2007). [Publiczne fundusze emerytalne – podstawowe zagadnienia](#), ekspertyza dla Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych. Wersja angielska - D. Stańko (2008). *Public annuity fund and public pension funds in pension policy making in Poland* (2008), *Osaka Economic Papers*, Vol. 57(4), str. 100-123, Osaka University: Osaka.

IX. Porównanie OFE z FRD (str. 51-57).

Porównanie OFE z FRD jest nieuprawnione m.in. z następujących powodów:

- 1) maksymalna alokacja aktywów FRD w akcje to 30%, podczas, gdy OFE – 40%.
- 2) na FRD nie ma nałożonego wymogu gwarancji minimalnej wymaganej stopy zwrotu; nie musi także prowadzić polityki informacyjnej takiej, jak OFE (raporty miesięczne, półroczne, roczne).
- 3) FRD jest znacznie mniejszy niż cały rynek emerytalny – akcje FRD stanowiły maksymalnie ok. 2 mld zł, podczas, gdy rynku OFE – ok. 45 mld zł. W efekcie FRD może pozwolić sobie na szybszą i tańszą likwidację zajętej na rynku pozycji (wpływ takiej transakcji na cenę jest mniejszy).
- 4) okres porównania dotyczy tylko jednego roku, a nie całej historii – brak porównania FRD-OFE w okresach wzrostów na rynkach akcji, wtedy pozycja FRD często była gorsza; wynik z jednego roku nie ma żadnej wartości statystycznej.
- 5) brak informacji o sposobie wyceny aktywów FRD – czy można porównać ją z metodologią stosowaną w OFE?

X. Błędy w nazwach wykresów oraz w tabelach na stronach 30-35.

Błędna jest nazwa wykresu – „Zmiana średniej wartości jednostki rozrachunkowej (...)” (str. 30). Wykres przedstawia średnią wartość jednostki rozrachunkowej otwartych funduszy emerytalnych.

Błędne są obliczenia w tabelach 2-4 w kolumnie „zmiana wartości jednostki rozrachunkowej w %”. (str. 31, 33, 35) Zmianę wartości jednostki rozrachunkowej w zł odniesiono do wartości końcowej, a nie początkowej.

XI. W dokumencie czytamy „Pod wpływem traumatycznych doświadczeń związanych z wypłatą pierwszych emerytur ustalanych według nowych zasad, w tym również emerytur z kapitałowej części powszechnego systemu emerytalnego w warunkach kryzysu na rynkach finansowych (...)” (str. 40, akapit 3).

Stwierdzenie tego rodzaju, szczególnie w dokumencie rządowym, jest szokujące.

Po pierwsze sugeruje, że coś dramatycznego stało się w pierwszym filarze. Tak przecież nie jest – na razie stosowane są zasady wypłat mieszanych, wysokość świadczeń w tym roku nie różni się dramatycznie od świadczeń z roku ubiegłego. Wpływ kapitału początkowego będzie dominujący jeszcze przez wiele lat, zatem zwiększanie roli finansowania z OFE będzie miało charakter stopniowy i niegwałtowny, w miarę wydłużania się okresu inwestowania składek.

Po drugie, „traumatyczność” sugeruje, że ani rząd, ani Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej nie wiedziało, jaki będzie poziom pierwszych emerytur wypłacanych kobietom zaledwie po 10 latach oszczędzania. Jest to nieprawda – Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej publikowało i nadal publikuje cykliczne analizy dotyczące wysokości kapitałów dla osoby przeciętnie zarabiającej²¹, które pozwalały na oszacowanie wysokości świadczeń z drugiego filara. Mówienie zatem o „traumatycznym” szoku społeczeństwa, implikowałoby zatem brak odpowiednich działań edukacyjnych organów państwa.

²¹ Dokumenty pod nazwą “Rozliczenie składek emerytalnych wpłacanych do ZUS i OFE za okres (...)”, publikowane na stronie Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej, <http://www.mpips.gov.pl/index.php?gid=475>.

Po trzecie, wpływ kryzysu finansowego na rynek OFE, jakkolwiek poważny, nie dotyczy wszystkich roczników, a poprawiająca się sytuacja na rynku finansowym²² sugeruje, iż w horyzoncie kilku lat zostanie on całkowicie zneutralizowany.

XII. W dokumencie czytamy o sposobie przenoszenia środków do subfunduszu konserwatywnego – „Nie ma jednak w ocenie MPiPS możliwości optymalizacji tego procesu. W tej sytuacji można zaproponować system przenoszenia środków pomiędzy subfunduszami i poszerzenia pola wyboru przez ubezpieczonego (przyspieszenie lub spowolnienie procesu)” (str. 40, ostatni akapit).

Zakładając, że ludzie działają nieracjonalnie w sytuacjach szoku na giełdzie, możliwość przyspieszenia przenoszenia środków do funduszy typu B nie jest dobrym pomysłem. Propozycja ta jest zresztą sprzeczna z wcześniejszym stwierdzeniem autorów dokumentu (na tej samej stronie), że „gdyby pozostawić ubezpieczonym swobodę wyboru momentu przeniesienia środków do funduszu bezpiecznego większość ubezpieczonych podejmowałaby decyzje o zmianie funduszu w okresie po załamaniu koniunktury (lub szoku finansowym), co jedynie zwiększałoby oczekiwaną stratę z tego tytułu” (str. 40, akapit 2).

Zgadzając się z tezą o nieracjonalności rynku, należy zastanowić się nad wykorzystaniem systemu domyślnej zgody.

XIII. Dobrowolność systemów emerytalnych Ameryki Łacińskiej: „Należy zaznaczyć, że w odróżnieniu od Ameryki Południowej polski system emerytalny ma charakter obowiązkowy” (str. 82.)

Informacja jest nieprawdziwa. W krajach Ameryki Łacińskiej, które wprowadziły kapitałowy system indywidualny (zatem w tym kontekście system podobny do polskiego) obowiązkowość uczestnictwa w takim systemie istnieje w Boliwii, Chile, Kostaryce, Meksyku, Salwadorze i Urugwaju. Jedynie w Kolumbii i Peru istnieje drugi filar składający się z opcjonalnych wobec siebie systemów: publicznego typu DB-PAYG oraz prywatnego kapitałowego typu DC²³.

²² Wartość średniej jednostki rozrachunkowej OFE spadła w 2008 r. o 14,2% do poziomu z 28,55 zł do 24,51 zł, jednak w 2009 r. (stan na koniec sierpnia) wzrosła do 27,09 zł, czyli o 10,5%.

²³ FIAP, http://www.fiap.cl/mapamundi_eng/mapa_eng.html.

Literatura

- Allianz (2007). [Central and Eastern European Pensions 2007](#), Allianz Global Investors,
- Blake D. (2006). Pension Economics, Wiley & Sons, London.
- D. Blake (2006), Pension Finance, Wiley & Sons, London.
- D. Blake, B. Lehmann i A. Timmermann (1999). Asset Allocation Dynamics and Pension Fund Performance, Journal of Business, Vol. 72(4), str. 429-462.
- M. Bohl, S. Voronkova (2005), [Institutional Traders' Behaviour in an Emerging Stock Market: Empirical Evidence on Polish Pension Funds](#), Journal of Business Finance and Accounting 32(7/8), str.1537-1560.
- L. B. Chincarini, D. Kim (2006). Quantitative equity portfolio management: an active approach to portfolio construction and management, McGraw-Hill Library of Investment and Finance, New York: McGraw-Hill, str. 531-532.
- G. Chłopek (2009). Badania założeń koncepcji multifunduszy oraz czasu przejścia do funduszy o mniejszym ryzyku, dokument nieopublikowany, Warszawa, str. 2.
- R. Merton (1996). Lifetime Portfolio Selection Under Uncertainty: The Continuous-Time Case, Review of Economics and Statistics, Vol. 51, str. 247-257.
- Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej (różne lata). "Rozliczenie składek emerytalnych wpłacanych do ZUS i OFE za okres (...)", analizy publikowane na stronie Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej, <http://www.mpips.gov.pl/index.php?gid=475>.
- J. Siegel, (2007). Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies (4th ed.). New York: McGraw-Hill.
- D. Stańko (2006). [Performance Evaluation of Public Pension Funds: The Reformed Pension System in Poland](#), The Pensions Institute, Cass Business School, London, Discussion Paper PI-0308.
- D. Stańko (2006). Efektywność inwestycyjna OFE w latach 1999-2005, w: Jajuga K. i Ronka-Chmielowiec W. (red. nauk.), „Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek”, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Nr 1133, str. 500-508.
- D. Stańko (2007). [Publiczne fundusze emerytalne – podstawowe zagadnienia](#), ekspertyza dla Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych.
- D. Stańko (2008). Public annuity fund and public pension funds in pension policy making in Poland (2008), Osaka Economic Papers, Vol. 57(4), str. 100-123, Osaka University: Osaka.
- R. Thaler, C. Sunstein (2003). Libertarian paternalism, American Economic Review, Vol. 93, str. 175-170.
- E. Walker, [Risk and Pensions](#), prezentacja na Międzynarodową Konferencję "Inwestycje i wypłaty w kapitałowych systemach emerytalnych", FIAP/IGTE, maj 2009, Warszawa.
- S. Wuthrich i B. Williams (2007). [Automatic Enrollment and Default Funds for Defined Contribution Plans](#), Bridgebay Financial, Inc..
- Vanguard (2005). [Selecting a default fund for a defined contribution plan](#), Vanguard, Vanguard Center for Retirement Research.

