

Propozycja zmian w modelu funkcjonowania OFE

- Korzyści, jakie OFE dały rynkowi
- Suwak bezpieczeństwa
- Prywatność środków
- Uproszczenie kwestii dziedziczenia i własności
- Ułatwienie możliwości partycypowania w OFE
- Elastyczne podejście do wysokości i harmonogramu składek
- Możliwość wycofania środków zgromadzonych w OFE
- Zmiany w polityce inwestycyjnej

Spis treści

1.	Korzyści jakie OFE dały rynkowi	3
2.	Propozycje zmian najważniejszych obszarów funkcjonowania OFE	3
2.1.	Suwak bezpieczeństwa.....	3
2.1.1.	Mechanizm działania i jego znaczenie	3
2.1.2.	Wpływ na zarządzanie OFE.....	4
1.1.1.	Propozycje zmian	5
1.2.	Prywatność środków	6
1.2.1.	Przeniesienie 75% na IKZE.....	6
1.2.2.	25% do Funduszu Rezerwy Demograficznej.....	7
1.3.	Uproszczenie kwestii dziedziczenia i własności	7
1.4.	Ułatwienie możliwości partycypowania w OFE, stworzenie systemu zachęt do tej formy oszczędzania	8
1.5.	Elastyczne podejście do wysokości składek oraz harmonogramu wpłat	8
1.6.	Możliwość wycofania środków zgromadzonych w OFE	8
1.7.	Zmiany w polityce inwestycyjnej	9
1.7.1.	Struktura portfeli OFE i czynniki kształtujące ich skład	9
1.7.2.	Poszerzenie spektrum inwestycyjnego.....	10
1.7.3.	Wysokość opłat	11

1. Korzyści jakie OFE dały rynkowi

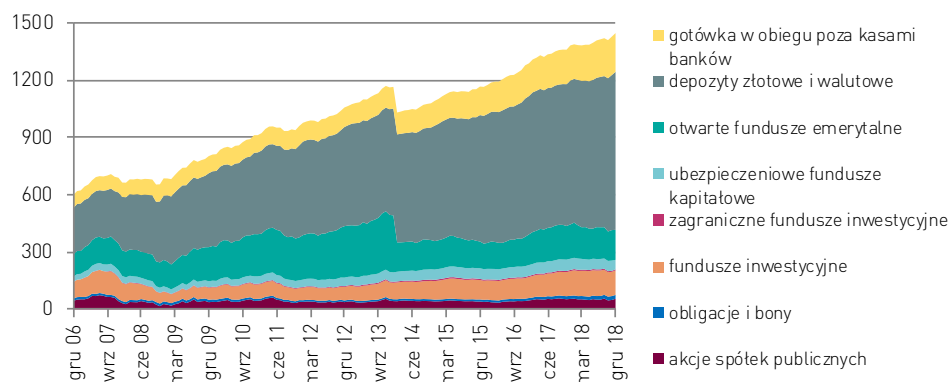
Powstanie OFE wywarło pozytywny wpływ na rozwój rynku kapitałowego w Polsce i odegrało ważną rolę w historii krajowej GPW. Wśród korzyści, jakie należy wiązać z działalnością Otwartych Funduszy Emerytalnych, można wymienić:

- aktywne uczestnictwo w prywatyzacji spółek Skarbu Państwa i pozytywny wpływ na ceny uzyskiwane ze sprzedaży spółek, a zatem i na przychody budżetu państwa,
- istotną rolę w obejmowaniu nowych emisji na GPW, prowadzącą do zajęcia znaczącego udziału w kapitalizacji giełdowych spółek (od 2013 r. utrzymującego się na poziomie ok. 20%),
- wieloletnią perspektywę inwestycyjną OFE wpisującą się w strategię przedsiębiorstw szukających długoterminowego finansowania i ich funkcję, jako alternatywne źródło pozyskiwania kapitału względem kredytów bankowych,
- po depozytach i gotówce stanowiącej największą „pulę” oszczędności jako potencjalnego źródła finansowania inwestycji (wykres poniżej),
- podniesienie poziomu ładu korporacyjnego do międzynarodowych standardów w spółkach, w których OFE zostały znaczącym inwestorem, a którym do tej pory brakowało doświadczenia w tym obszarze¹.

Do czasu zmian legislacyjnych z 2014 r. pozytywne skutki istnienia OFE obejmowały również:

- stabilizującą rolę dla rynku w okresach zmienności z racji gwarancji stałego napływu kapitału na GPW,
- zwiększenie atrakcyjności GPW, a wraz z nią napływ nowych inwestorów, korzystny dla płynności rynku,
- udział w finansowaniu i sukcesie zaawansowanych technologicznie spółek, w szczególności z parkietu NewConnect (np. MedicalAlgorithmics czy 11bit Studios).

Wartość oszczędności gospodarstw domowych wg grup aktywów (mld zł)



Źródło: Analizy Online, na podstawie danych NBP, MF, GUS, TFI i PTE

2. Propozycje zmian najważniejszych obszarów funkcjonowania OFE

2.1. Suwak bezpieczeństwa

2.1.1. Mechanizm działania i jego znaczenie

Mechanizm suwaka bezpieczeństwa wprowadzono w październiku 2014 r. Ustawodawca argumentował to tym, iż w przypadku nagłego załamania koniunktury na giełdzie zgromadzony kapitał mógłby znacząco się zmniejszyć, co w okresie przedemerytalnym jest szczególnie niepożądane. Chociaż ochrona inwestorów

¹ Przegląd funkcjonowania systemu emerytalnego, MPIPS i MF, Warszawa, czerwiec 2013, s.45

przed stratami bezpośrednio przed osiągnięciem wieku emerytalnego niezaprzecalnie jest istotna, a funkcję tę z powodzeniem realizuje mechanizm suwaka, to jednocześnie jego konstrukcja ogranicza potencjalne zyski możliwe do osiągnięcia przez ostatnie 10 lat okresu składkowego. Mechanizm taki nie jest na świecie popularnym rozwiązaniem. W zagranicznych programach inwestycyjnych, których celem jest gromadzenie kapitału na emeryturę, wraz ze zbliżaniem się do momentu zakończenia aktywności zawodowej zmieniana jest alokacja środków. Dokonywana ona jest w taki sposób, by z jednej strony je chronić, z drugiej zaś wciąż umożliwiać wzrost. W Polsce natomiast zamiast do końca wykorzystywać potencjał zgromadzonej masy aktywów zmniejsza się jej wielkość, tym samym realnie obniżając możliwy do osiągnięcia przez inwestora zysk. Z punktu widzenia posiadacza rachunku w OFE korzystne byłoby więc rozwiązanie tego problemu poprzez zmianę ścieżki alokacyjnej funduszy.

Sam mechanizm suwaka bezpieczeństwa w swojej konstrukcji jest stosunkowo prosty. Aktualnie zgodnie z art. 22 ust. 3d Ustawy o systemie ubezpieczeń społecznych Zakład Ubezpieczeń Społecznych zaprzestaje odprowadzania składek na rachunek członka OFE, gdy ten ukończy wiek niższy o 10 lat od wieku emerytalnego. Od tego momentu OFE systematycznie przekazuje środki zgromadzone na rachunku członka na fundusz emerytalny FUS. Każdego miesiąca umorzeniu podlega liczba jednostek rozrachunkowych, która stanowi iloraz całkowitej liczby jednostek rozrachunkowych na rachunku członka i liczby miesięcy pozostających do osiągnięcia wieku emerytalnego. W momencie osiągnięcia wieku emerytalnego na rachunku w OFE nie zostają żadne środki, a członkostwo ustaje.

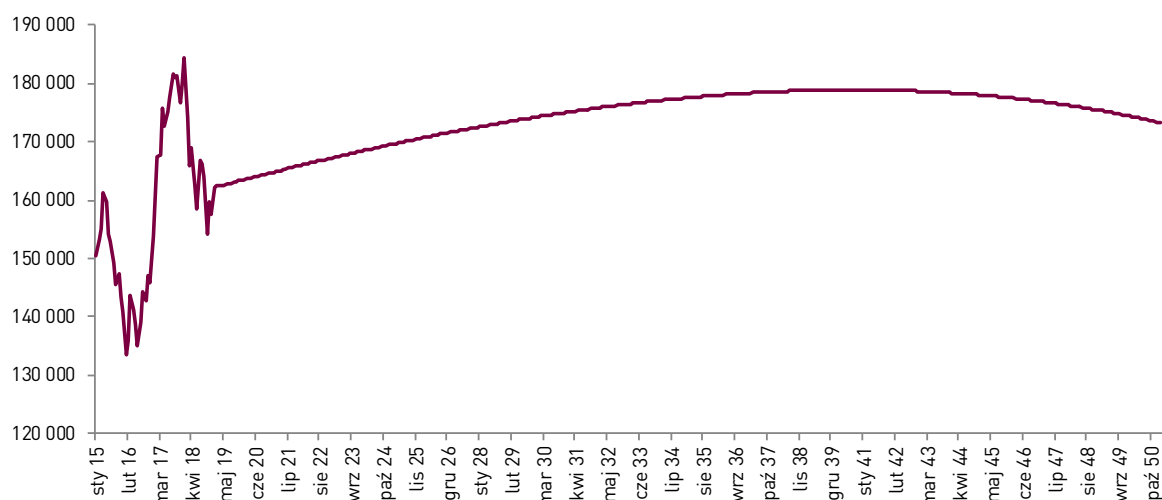
Warto w tym miejscu zaznaczyć, że podobną do suwaka bezpieczeństwa funkcję pełniłoby utworzenie subfunduszu o stosunkowo bezpiecznej strategii, do którego to środki przekazywane byłyby na podobnej zasadzie jak ma to miejsce obecnie. Dzięki temu aż do momentu wypłaty zgromadzony przez uczestnika kapitał znajdowałby się na jego rachunku w OFE. Tym samym dość skomplikowane przekazywanie jego części do ZUS zastąpione mogłoby zostać jednorazowym transferem w momencie przejścia na emeryturę.

2.1.2. Wpływ na zarządzanie OFE

Mechanizm suwaka od samego początku powoduje ujemne saldo przepływów między OFE a ZUS. O ile w 2015 r. wynosiło ono ok. -1,5 mld zł, to z uwagi na obniżenie wieku emerytalnego w 2017 r. pogłębiło się ono do -3,2 mld zł, zaś w ubiegłym roku wyniosło blisko -5 mld zł. Odptyw środków z OFE wymusza konieczność utrzymywania odpowiedniej części ich portfeli w jak najłatwiejszych do upłynnienia kategoriach aktywów (gotówce, depozytach, akcjach największych spółek), choć nie muszą to być inwestycje optymalne pod względem ich profilu zysku i ryzyka. Fakt ujemnych przepływów netto między OFE a ZUS tłumaczy też po części, dlaczego struktura aktywów OFE nie zmieniła się zasadniczo od lutego 2014 r. mimo zmiany limitów inwestycyjnych. Nie posiadając nowych środków, aby (przykładowo) dokonać szerszej ekspansji zagranicznej OFE musiałyby ograniczyć inwestycje na krajowym rynku akcji. Z racji zaś ich znaczącego udziału w kapitalizacji GPW nie działałoby to z korzyścią ani na notowania wybranych spółek, ani dla samych OFE.

Należy podkreślić, że mechanizm suwaka w obliczu znikomego napływu nowych składek (między IV kw. 2017 a III kw. 2018 umowę z OFE zawarło ponad 650 osób) będzie powodował coraz większe odptywy z OFE, a w konsekwencji stopniowy spadek ich aktywów. O ile wypracowywane zyski, dywidendy i odsetki początkowo będą niwelować negatywne efekty odptywów z OFE dla GPW, o tyle konieczność wyprzedazy akcji stanie się w pewnym momencie nieunikniona. Jeśli złożyć brak nowych zapisów do OFE, roczną stopę zwrotu na poziomie 3,75% (patrz tabela z wewnętrzną stopą zwrotu IRR) oraz że rokrocznie mechanizm suwaka obejmuje 500 tys. nowych osób (a stąd proporcjonalny ubytek składki), aktywa funduszy emerytalnych zaczną topnieć około 2040 r. Zmiany zaproponowanych parametrów naturalnie oddalają lub przybliżają w czasie moment, w którym następuje dekulacja środków OFE. Niemniej jednak celem jest zwrócenie uwagi na fakt, że w obecnej formie II filar systemu emerytalnego zagraża stabilności polskiego rynku kapitałowego (z racji konieczności wyprzedazy akcji), stąd modyfikacja mechanizmu suwaka może być pożądana.

Prognoza aktywów OFE* (mln zł)



*wartości prognozowane od marca 2019 r.

źródło: Analizy Online

1.1.1. Propozycje zmian

W związku z negatywnymi czynnikami opisanymi powyżej, warto rozważyć warianty, które pomogłyby w zniwelowaniu efektu suwaka. W tym celu można zaproponować:

- Wariant I - przesunięcie okresu funkcjonowania suwaka o 5 lat – co zakłada jego funkcjonowanie w okresie po przejściu na emeryturę.
- Wariant II - skrócenie czasu funkcjonowania suwaka z 10 do 5 lat,
- Wariant III – dobrowolna deklaracja o nieuczestniczeniu w suwaku.

Do obliczeń przyjęliśmy następujący profil uczestnika:

- Mężczyzna z uzbieranym kapitałem w OFE na poziomie 100 tys. zł,
- Wiek emerytalny to standardowe 65 lat,
- Przeciętna stopa zwrotu w tym okresie to 3% rocznie.

Dla uproszczenia przyjęliśmy też funkcjonowanie suwaka w cyklu rocznym, chociaż faktycznie uszczupla on aktywa OFE każdego miesiąca.

Wariant I - przesunięcie okresu funkcjonowania suwaka o 5 lat

Ten wariant jest z punktu widzenia inwestycji uczestnika bardzo korzystny, gdyż suwak zaczyna działać później (w tym przykładzie – w 60-tym roku życia), ale z mniejszą siłą – gdyż jest rozłożony na lat 10, a nie pięć, jak w poprzednim przykładzie. Obliczenia poniżej:

Porównanie scenariusza bazowego z wariantem I - przesunięciem okresu funkcjonowania suwaka o 5 lat															
Wiek	51	52	53	54	55	56	57	58	59	60	61	62	63	64	65
Scenariusz bazowy - rozpoczęcie przekazywania środków na 10 lat przed przejściem na emeryturę															
Kapitał	103000,00	106090,00	109272,70	112550,88	115927,41	107464,71	98389,91	88673,91	78286,39	67195,82	55369,35	42772,83	29370,67	15125,90	0,00
Zysk		3090,00	3182,70	3278,18	3376,53	3477,82	3223,94	2951,70	2660,22	2348,59	2015,87	1661,08	1283,18	881,12	453,78
Wariant I - przesunięcie okresu funkcjonowania suwaka o 5 lat															
Kapitał	103000,00	106090,00	109272,70	112550,88	115927,41	119405,23	122987,39	126677,01	130477,32	134391,64	124581,05	114060,87	102797,36	90755,38	77898,37
Zysk		3090,00	3182,70	3278,18	3376,53	3477,82	3582,16	3689,62	3800,31	3914,32	4031,75	3737,43	3421,83	3083,92	2722,66

→→→ Suwak bezpieczeństwa

Źródło: Analizy Online SA

Ten wariant jednak zakłada, że OFE „funkcjonują” po 65 roku życia i wypłacają uczestnikom kapitałową część emerytury, tak jak to było planowane przy reformie emerytalnej 1999 roku. Pomijając ten fakt, wariant II mógłby dostarczyć uczestnikowi potencjalnie wyższych zysków kapitałowych.

Wariant II - skrócenie czasu funkcjonowania suwaka z 10 do 5 lat

W tym wariantcie suwak zacząłby funkcjonować pięć lat przed przejściem na emeryturę – zamiast 10 obecnie. Oznaczałoby to, że OFE mogłyby pozyskiwać i pomnażać kapitał uczestników w standardowy sposób przez 5 lat dłużej, co – przy odpowiednich warunkach rynkowych – umożliwiłoby im bardziej znaczący wzrost. Z drugiej jednak strony, wymusiłoby to silniejsze funkcjonowanie suwaka w ostatnich 5 latach, aby ostateczny efekt był identyczny z tym obowiązującym obecnie. Porównanie scenariusza bazowego z propozycją zawiera następująca tabela, z perspektywy pojedynczego uczestnika OFE.

Porównanie scenariusza bazowego z wariantem II - skróceniem czasu funkcjonowania suwaka z 10 do 5 lat															
Wiek	51	52	53	54	55	56	57	58	59	60	61	62	63	64	65
Scenariusz bazowy - rozpoczęcie przekazywania środków na 10 lat przed przejściem na emeryturę															
Kapitał	103000,00	106090,00	109272,70	112550,88	115927,41	107464,71	98389,91	88673,91	78286,39	67195,82	55369,35	42772,83	29370,67	15125,90	0,00
Zysk	3090,00	3182,70	3278,18	3376,53	3477,82	3223,94	2951,70	2660,22	2348,59	2015,87	1661,08	1283,18	881,12	453,78	
Wariant II - skrócenie czasu funkcjonowania suwaka z 10 do 5 lat															
Kapitał	103000,00	106090,00	109272,70	112550,88	115927,41	119405,23	122987,39	126677,01	130477,32	134391,64	110738,71	85545,65	58741,35	30251,79	0,00
Zysk	3090,00	3182,70	3278,18	3376,53	3477,82	3582,16	3689,62	3800,31	3914,32	4031,75	3322,16	2566,37	1762,24	907,55	

→→→ Suwak bezpieczeństwa

Źródło: Analizy Online SA

W wieku 55 lat kapitał zgromadzony w obu scenariuszach jest taki sam, od tego momentu pojawiają się jednak znaczące różnice. W wariantcie II masa aktywów pozostaje nienaruszona aż do 60 roku życia, co oznacza znacząco wyższe zwroty z kapitału. Przykładowo, w 60-tym roku życia OFE przy założonej stopie zwrotu w wariantcie II zarobiłoby dla uczestnika ok. 3900 zł – tymczasem w scenariuszu bazowym, w którym suwak funkcjonowałby już 5 lat, zwrot ten wyniósłby ok. 2350 zł, czyli -40% mniej. I ta zależność (wariant II > scenariusz bazowy) utrzymuje się aż do 65 roku życia, co oznacza znacznie większy zysk uczestnika w okresie funkcjonowania OFE, a co za tym idzie, większą wartość jego ostatecznego kapitału emerytalnego, wypłacanego przez ZUS.

Wariant III - dobrowolna deklaracja o nieuczestniczeniu w suwaku

Wartą rozważenia jest propozycja, by osoby, które przystąpiły do OFE na bazie deklaracji, jak np. w 2014 roku, były zwolnione z działania mechanizmu suwaka bezpieczeństwa. Można uzasadnić to tym, że są to osoby świadome ryzyka związanego z inwestycjami i akceptują fakt, że kapitał będzie podlegał wahaniom.

Porównanie scenariusza bazowego z wariantem II - dobrowolną deklaracją o nieuczestniczeniu w suwaku															
Wiek	51	52	53	54	55	56	57	58	59	60	61	62	63	64	65
Scenariusz bazowy - rozpoczęcie przekazywania środków na 10 lat przed przejściem na emeryturę															
Kapitał	103000,00	106090,00	109272,70	112550,88	115927,41	107464,71	98389,91	88673,91	78286,39	67195,82	55369,35	42772,83	29370,67	15125,90	0,00
Zysk	3090,00	3182,70	3278,18	3376,53	3477,82	3223,94	2951,70	2660,22	2348,59	2015,87	1661,08	1283,18	881,12	453,78	
Wariant III - dobrowolna deklaracja o nieuczestniczeniu w suwaku															
Kapitał	103000,00	106090,00	109272,70	112550,88	115927,41	119405,23	122987,39	126677,01	130477,32	134391,64	138423,39	142576,09	146853,37	151258,97	155796,74
Zysk	3090,00	3182,70	3278,18	3376,53	3477,82	3582,16	3689,62	3800,31	3914,32	4031,75	4152,70	4277,28	4405,60	4537,77	

→→→

Źródło: Analizy Online SA

Nie jest zaskoczeniem, że taki scenariusz z punktu widzenia zysków jest najbardziej korzystny, gdyż suwak w ogóle tu nie występuje i nie obniża kapitału wraz z biegiem czasu.

1.2. Prywatność środków

1.2.1. Przeniesienie 75% na IKZE

Zaprezentowana pierwszy raz w lipcu 2016 r. propozycja przeniesienia 75% środków zgromadzonych w OFE na prywatne konta emerytalne zarządzane przez TFI (po przekształceniu z obecnych PTE) była generalnie dobrą wiadomością dla rynku. W dużej mierze neutralizowała ona ryzyko przejścia całości aktywów przez państwo i minimalizowała prawdopodobieństwo scenariusza wyprzedzały tych aktywów oraz idącej za tym bessy na GPW. Zaproponowana reforma OFE mogłaby też przyczynić się do większej popularyzacji III-filarowych rozwiązań emerytalnych - liczba kont IKE i IKZE na koniec 2018 r. nie sięgała 2 mln, natomiast OFE mają ok. 16 mln uczestników. Nie niósłaby też konieczności tworzenia zupełnie nowych rozwiązań emerytalnych, których mnogość nie wydaje się być kluczem do zachęcenia do oszczędzania na emeryturę.

Przy koncepcji przekształcenia OFE w fundusze inwestycyjne i transferze środków na IKZE pojawia się wiele kwestii, które wymagałyby uszczegółowienia. Godnym rozpatrzenia byłoby np. zniesienie lub podwyższenie

limitu wpłat na IKZE i ułatwienie realnego korzystania z tej formy oszczędzania na emeryturę. Należałoby przeciwdziałać powstawaniu nieaktywnych (zasilonych tylko pierwszym przelewem) rachunków IKZE wzorem tych, które pojawiły się po tym, jak opcją domyślną stało się uczestnictwo w ZUS, a partycypacja w OFE zaczęła wymagać deklaracji. Aby realnie korzystać z dodatkowych/nowych kont IKZE, które uczestnicy OFE mieliby posiadać, jeśli planowana reforma miałaby wejść w życie, musieliby oni nie tylko zostać o nich dostatecznie poinformowani i mieć do nich łatwy dostęp (drogą internetową), ale również dysponować przykładowo możliwością deklaracji automatycznego przekazywania części wynagrodzenia na ten cel.

1.2.2. 25% do Funduszu Rezerwy Demograficznej

Propozycja przekazania 25% środków zgromadzonych w OFE do Funduszu Rezerwy Demograficznej (FRD) wymagałaby doprecyzowania. Uszczegółowienie tej kwestii należałoby umieścić w świetle poniższych stwierdzeń:

- O ile w przypadku likwidacji części obligacyjnej wyjaśnieniem „konfiskaty” środków z OFE był tzw. „jałowy obieg pieniądza”², to do aktywów pozostających w OFE ten argument nie ma zastosowania. Brak jest też jednoznacznego uzasadnienia raz co do zasadności samego transferu środków z OFE do FRD, a dwa – co do dokładnej wysokości tych środków.
- W pierwotnej wersji planowanej reformy OFE środki zgromadzone przez ich uczestników miały trafić na IKE. Tłumaczyło to (przynajmniej w pewnym stopniu) pojawienie się należnego podatku (czyli części transferowanej do FRD) z racji tego, że na OFE trafiają środki przed opodatkowaniem, natomiast na IKE już po podatku. Kolejna propozycja zakładała natomiast, że aktywa OFE zostałyby przeniesione na IKZE, czyli byłyby środkami zwolnionymi z opodatkowania (do czasu ich wypłaty). Poprzednie uzasadnienie o konieczności potrącenia części transferowanego kapitału traciłoby zatem rację bytu.
- Transfer części środków z OFE do FRD ma w zamierzeniu służyć realnemu wzmocnieniu bufora finansowego systemu emerytalnego. Istotnie, 25% aktywów OFE (ok. 40 mld zł) znacznie przyczyniłoby się do zwiększenia aktywów FRD (ok. 42 mld zł na 31.12.2018 r.). Jednak z punktu widzenia całego systemu emerytalnego pozyskane środki mają dość znikome znaczenie. Nie sięgają one pojedynczej, rocznej dotacji z budżetu państwa do FUS (ponad 40 mld w 2017 r.), i wystarczają na kilka miesięcy wypłaty emerytur (ponad 10 mld/m-c wg sprawozdania FUS na 31.12.2017 r.). Ich rola jako wspomniany bufor finansowy jest zatem dyskusyjna.
- Niezależnie od decyzji, jaka (i czy) część środków zgromadzonych w OFE trafi do FRD, warto rozpatrywać ją w kontekście zaufania społecznego, którego rolę dostrzeżono w przygotowanej przez Ministerstwo Finansów Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego. Wymownym jest fakt, że zaczerpnięte z doświadczeń związanych z OFE obawy o prywatność środków zgromadzonych w PPK wymusiły bezpośrednie zaadresowanie tej kwestii w jednym z punktów ustawy regulującej ich działalność (art. 3 pkt 2).

1.3. Uproszczenie kwestii dziedziczenia i własności

W przypadku śmierci uczestnika OFE Ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych przewiduje wypłatę środków zgromadzonych na jego rachunku w dwóch częściach – małżonkowi i osobie uposażonej/osobom uposażonym wskazanej/wskazanym przez zmarłego. Środki wypłacane małżonkowi przekazywane są na jego rachunek w otwartym funduszu emerytalnym (jeśli go nie posiada, rachunek jest zakładany). Jeżeli zmarły nie wskazał osoby uposażonej, zgromadzone środki wchodzi w skład masy spadkowej i podlegają dziedziczeniu na zasadach określonych przepisami prawa spadkowego.

Powyższe, dość złożone zasady często powodują opóźnienia w uzyskaniu dostępu do zgromadzonego kapitału po śmierci członka OFE. Pewnym udogodnieniem była tu inicjatywa PTE zrzeszonych w IGTE, które

² OFE kupowały obligacje, które Skarb Państwa emitował na pokrycie części składki odprowadzanej do OFE

wprowadziły dodatkową samoregulację, zobowiązując się (od 2015 r.) do zawiadamiania osób uprawnionych o możliwości wypłaty środków zgromadzonych na rachunku OFE. Uproszczenie kwestii dziedziczenia zasługuje jednak na dalszą dyskusję. Szczególnie sporna jest sytuacja, w której to po śmierci uczestnika zakładany jest rachunek dla jego małżonka, a który do tej pory takowego nie posiadał, wyłącznie w celu przekazania nań środków (zwłaszcza jeśli małżonek np. z racji wieku nie klasyfikuje się jako potencjalny członek OFE). Możliwe, że rozwiązaniem bardziej korzystnym byłoby przekazywanie połowy środków należnych małżonkowi na rachunek OFE (nowy bądź dotychczasowy) wyłącznie w przypadku wyrażenia takiej chęci, zaś w przypadku przeciwnym dokonywanie transferu na rachunek bankowy.

Inną kwestią sporną jest prywatność środków zgromadzonych w ramach OFE. Zgodnie z uzasadnieniem wyroku Sądu Najwyższego z dn. 8 kwietnia 2009 r. II UK 346/08 „odprowadzana do otwartego funduszu emerytalnego część składki na ubezpieczenie emerytalne nie stanowi własności ubezpieczonego, co wynika zarówno z ubezpieczeniowej konstrukcji prawa do emerytury jak i z przyjęcia założenia, że pomimo ustawowego podziału składki na część finansowaną przez ubezpieczonego i płatnika, składki na ubezpieczenia społeczne są nadal finansowane przez płatnika”. Podobne jest stanowisko Trybunału Konstytucyjnego K1/14 z 3 listopada 2015 r. W przypadku PPK ustawa regulująca ich działanie gwarantuje pełną prywatność środków. Wprowadzenie takiego zapisu do Ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych mogłoby pozytywnie wpłynąć na poziom zaufania do tej formy budowania oszczędności emerytalnych, a co za tym idzie także na poziom partycypacji.

1.4. Ułatwienie możliwości partycypowania w OFE, stworzenie systemu zachęt do tej formy oszczędzania

Przepisy regulujące działalność OFE dopuszczają podjęcie decyzji o przekazywaniu części składki na ubezpieczenie społeczne do OFE w ściśle określonych „oknach transferowych”. Zapis jest możliwy raz na cztery lata od 1 kwietnia do 31 lipca. Tylko w przypadku podejmowania pierwszej pracy przystąpienie do OFE możliwe jest poza „oknem transferowym”, przez 4 miesiące po podpisaniu umowy. Stanowi to więc znaczące utrudnienie dla osób, które już pracują i chciałyby rozpocząć oszczędzanie w ramach II filaru emerytalnego. Takich niedogodności nie doświadczają osoby, które partycypują w Indywidualnych Kontach Zabezpieczenia Emerytalnego i Indywidualnych Kontach Emerytalnych, a w przyszłości także w Pracowniczych Planach Kapitałowych. Co więcej, te formy oszczędzania na cele emerytalne wiążą się z szeregiem zachęt, m. in. podatkowych, których to brak w przypadku OFE. Wprowadzenie udogodnień na wzór IKE i IKZE także w OFE mogłoby pozytywnie wpłynąć na poziom partycypacji. Niemniej jednak najistotniejszą kwestią wymagającą zmian jest całkowite zrezygnowanie z ograniczania możliwości przystąpienia do OFE bądź zwiększenie częstotliwości „okien transferowych”. Krokiem w dobrą stronę byłoby także nałożenie na pracodawcę obowiązku informowania osób podejmujących pierwszą pracę o możliwości przystąpienia do OFE w ciągu 4 miesięcy od podpisania umowy z pracodawcą, niezależnie od „okien transferowych”.

1.5. Elastyczne podejście do wysokości składek oraz harmonogramu wpłat

Wysokość składki przekazywanej OFE jest aktualnie ściśle określona przepisami Ustawy z dn. 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych i wynosi 2,92% podstawy wymiaru składki na ubezpieczenie emerytalne. Jest ona odprowadzana co miesiąc. Z punktu widzenia uczestnika OFE korzystne byłoby umożliwienie stałego lub okresowego zwiększenia kwoty przekazywanej na rachunek OFE, np. poprzez dodatkowe obciążenie wynagrodzenia. Zasadne mogłoby również okazać się umożliwienie jednorazowego, nieregularnego zasilania rachunku w OFE dobrowolnymi składkami w określonej przez uczestnika wysokości i w dowolnym czasie bez powiązania ze składkami przekazywanymi w związku z podleganiem ubezpieczeniu emerytalnemu. Wpłaty dodatkowe powinny mieć charakter w pełni prywatny.

1.6. Możliwość wycofania środków zgromadzonych w OFE

Zgodnie z art. 107 Ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych członek OFE nie ma możliwości wypłacenia środków przez niego zgromadzonych. W momencie ukończenia przez ubezpieczonego wieku o 10 lat niższego niż wiek emerytalny rozpoczyna się proces ich przekazywania na rachunek wskazany przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych, co zostało szerzej opisane w podrozdziale „Suwak bezpieczeństwa” tego raportu.

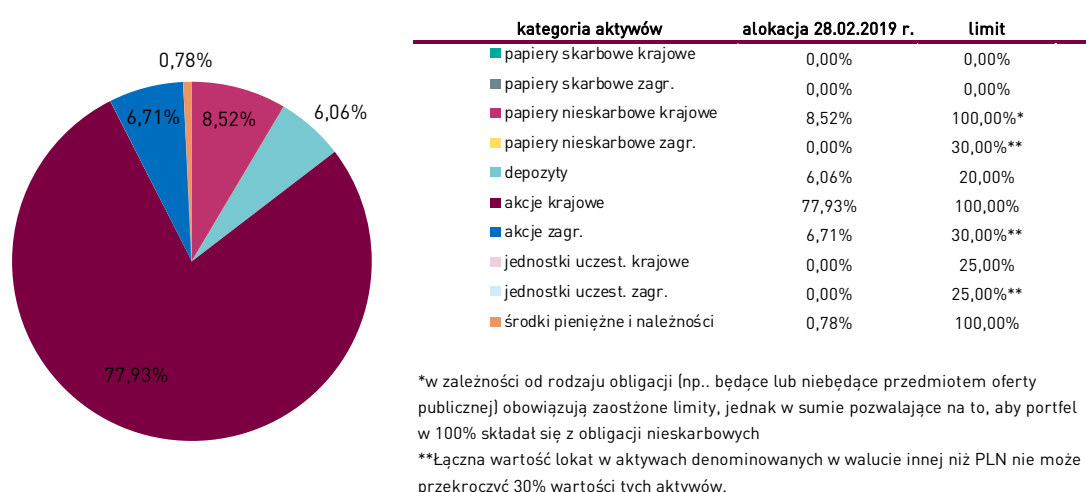
Biorąc za wzór kształt przepisów regulujących działalność Pracowniczych Planów Kapitałowych, można jednak uznać, że wprowadzenie w tej kwestii pewnych zmian jest uzasadnione i mogłoby być korzystne z punktu widzenia uczestnika OFE, a nawet stanowić pewnego rodzaju zachętę do szerszej partycypacji. Standardy wypracowane w ramach Ustawy o PPK mogłyby być z powodzeniem zaimplementowane w OFE. Tym samym uczestnicy uzyskaliby możliwość wypłaty:

- wszystkich środków po opłaceniu podatku od zysków kapitałowych i przekazaniu 30% kwoty do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych,
- 25% środków w przypadku poważnej choroby uczestnika lub członka rodziny, bez konieczności ich późniejszego zwrotu,
- do 100% środków w celu wniesienia wkładu własnego na zakup mieszkania lub budowę domu dla osób mających mniej niż 45 lat. W tym przypadku konieczny jest zwrot środków po 5 latach od ich wypłacenia, w ciągu maksymalnie 15 lat.

1.7. Zmiany w polityce inwestycyjnej

1.7.1. Struktura portfeli OFE i czynniki kształtujące ich skład

OFE działają obecnie *de facto* jako fundusze akcji polskich, co w niskim stopniu koresponduje z ich rolą jako wehikułów do odkładania i pomnażania oszczędności na przyszłą emeryturę uczestników. Co więcej, pomimo teoretycznych możliwości poszerzania składu portfela o dopuszczone w ustawie kategorie lokat, ich wykorzystanie jest dalekie od przewidzianych limitów (rysunek poniżej).



źródło: Analizy Online

Zaprezentowana struktura alokacji aktywów OFE jest pochodną m.in. poniższych czynników:

- ograniczonego prawem spektrum inwestycyjnego (m.in. o krajowe i zagraniczne obligacje skarbowe, instrumenty pochodne, czy inwestycje alternatywne),
- regulacji w zakresie opłat stawiających pod znakiem zapytania opłacalność niektórych inwestycji, zwłaszcza w jednostki innych funduszy inwestycyjnych,
- niskiego stopnia rozwoju rynku obligacji nieskarbowych w Polsce,
- mechanizmu suwaka, powodującego odpływ netto środków z OFE.

Punkt czwarty omówiono w części dotyczącej suwaka bezpieczeństwa, natomiast punkt trzeci jest cechą polskiego rynku, której adresowanie nie jest celem niniejszego raportu. Natomiast odnosząc się do punktów pierwszego i drugiego, poniżej zaprezentowano propozycje zmian w sposobie funkcjonowania OFE, mogących pozytywnie wpłynąć na strukturę ich portfeli (poprzez szerszą dywersyfikację, ograniczenie zmienności i ryzyka specyficznego).

1.7.2. Poszerzenie spektrum inwestycyjnego

Jak sygnalizowano, obecna struktura aktywów OFE wynikająca z obowiązujących przepisów i czyniąca z nich fundusze akcji polskich jest jedną z kluczowych „dolegliwości” systemu, którą można wręcz uznać za ewenement w skali globu. Aby zdywersyfikować portfele OFE poniżej zaprezentowano propozycje poszerzenia ich spektrum inwestycyjnego w podziale na klasy aktywów/rodzaj instrumentarium:

Inwestycje alternatywne

Alternatywne klasy aktywów wykazują niską korelację z rynkiem akcji, co stwarza okazje do dywersyfikacji, której portfelom OFE obecnie brakuje. W szczególności jako proponowane klasy aktywów należy wymienić:

- a) nieruchomości – obok np. nieruchomości komercyjnych, dzięki inwestycjom w ten segment rynku OFE mogłyby wpisać się w rządowy Plan na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju i program Mieszkanie+, mający na celu zwiększenie liczby lokali na wynajem. Z powodu znaczącego ryzyka specyficznego towarzyszącego bezpośrednim inwestycjom w nieruchomości, lepszym rozwiązaniem byłaby możliwość lokowania środków w wyspecjalizowane w tym kierunku fundusze (zwłaszcza w polską wersję REIT-ów, które mają szansę znaleźć się na polskiej giełdzie),
- b) fundusze private equity (PE) i venture capital (VC) - w skali światowej fundusze emerytalne są jednym z największych dostawców kapitału dla tychże przedsięwzięć. Co więcej PE i VC to zazwyczaj inicjatywy wspierające rozwój innowacyjnych biznesów, na które nacisk kładzie się w wymienionej już Strategii na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju,
- c) inwestycje w infrastrukturę (transportową, naukowo-badawczą, energetyczną itp.) – czy to poprzez nabywanie jednostek wyspecjalizowanych w tym obszarze instytucji wspólnego inwestowania, czy też obligacje (jak do niedawna obligacje drogowe BGK).

Obligacje skarbowe

Przed wprowadzeniem zakazu inwestycji OFE w obligacje skarbowe, papiery te stanowiły fundament portfeli funduszy emerytalnych, a same OFE odgrywały znaczącą rolę w finansowaniu zadłużenia Skarbu Państwa. Po reformie w 2014 r. i odebraniu zarządzającym OFE możliwości lokowania środków w papiery rządowe, naturalną konsekwencją stał się wzrost udziału inwestorów zagranicznych w finansowaniu zadłużenia Skarbu Państwa (z ok. 52% na koniec 2013 r. do 58% na koniec 2015r.).³ Uzasadnieniem likwidacji tej części portfela OFE był tzw. „jałowy obieg pieniądza” i rosnący dług publiczny. Należy jednak zauważyć, że Fundusz Rezerwy Demograficznej zasilany m.in. przez część składki na ubezpieczenie emerytalne inwestuje głównie w papiery skarbowe – a więc tworzy podobny „jałowy obieg pieniądza”. Co więcej, likwidacja skarbowej części portfela OFE stanowiła przeksięgowanie jawnego długu publicznego z rachunku OFE w dług ukryty na subkontach ZUS, a więc było operacją neutralną dla tegoż długu⁴. Określane jako niekorzystne z punktu widzenia budżetu państwa uszczuplanie składki na ZUS o część zasilającą OFE należałoby również odnieść do faktu dotowania z budżetu państwa składek do PPK.

Instrumenty pochodne

OFE mogą na rynku zajmować jedynie długie pozycje, mają więc bardzo wąskie możliwości zabezpieczenia się przed turbulencjami na zmiennym rynku akcji, czy ryzykiem walutowym. To ostatnie jest jednym z powodów, dla których dywersyfikacja portfeli OFE o zagraniczne papiery może być problematyczna. Z racji tego zasadnym jest dopuszczenie instrumentów pochodnych do katalogu lokat dozwolonych dla funduszy, jako narzędzi służących ograniczaniu ryzyka inwestycyjnego. Pozwoliłoby to również na zróżnicowane geograficzne inwestycje, gdyż obecnie zasadniczo nie wykraczają one poza papiery denominowane w EUR (z uwagi na niską zmienność względem innych walut, które potencjalnie mogłyby znaleźć się w portfelach OFE).

³ https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/knf_157592_Sektor_funduszy_emerytalnych_w_Polsce_2016_47307_56352.pdf, s.53

⁴ Ibid., s.40-41

Pożyczki papierów wartościowych

OFE mogłyby odegrać istotną rolę w inicjowanej przez GPW aktywizacji pożyczek papierów wartościowych (obecnie dla nich niedostępnych, ale dopuszczonych w PPK). W roli pożyczkodawcy papierów sprawdzają się długoterminowi inwestorzy, do których należy zaliczyć OFE. Pożyczki papierów wartościowych byłyby nie tylko dodatkowym źródłem stopy zwrotu dla OFE, ale, co nawet ważniejsze, „uwalniałyby” część ich portfeli do wolnego obrotu, co poprawiłoby płynność krajowej GPW

1.7.3. Wysokość opłat

Zapis wykluczający środki zainwestowane w certyfikaty/jednostki innych funduszy z aktywów podlegających opłacie za zarządzanie powoduje, że praktycznie brak ich w portfelach OFE. Modyfikacja tej regulacji mogłaby przekładać się, przykładowo, na większą ekspansję zagraniczną, co byłoby pożądanym krokiem w stronę szerszej dywersyfikacji środków przyszłych emerytów i mniejszego uzależnienia ich wartości od krajowej koniunktury. Skutkować by to też mogło otwarciem się OFE na nowe kategorie lokat, takie jak zagraniczny dług nieskarbowy (poprzez jednostki zagranicznych funduszy), który obecnie jest dozwolony ustawą, ale w praktyce brak go w portfelach OFE. Zmiany w zakresie opłat są też istotne w świetle przedstawionych wyżej propozycji (choćby możliwości inwestowania w tzw. REIT-y).

Modyfikacja mogłaby polegać na dopuszczeniu pobierania opłaty za zarządzanie od aktywów zainwestowanych w tytuły uczestnictwa innych funduszy przy ograniczeniu maksymalnej wartości wskaźnika kosztów całkowitych w takim funduszu (podobnie jak przewidziano to w PPK).

2. Podsumowanie i wnioski

Otwarte fundusze emerytalne są istotnym filarem oszczędności emerytalnych Polaków. Tym bardziej na uwagę zasługuje zatem fakt, że ich obecny kształt jest niespotykany na skalę światową. Nigdzie bowiem akcje nie stanowią tak dużego odsetka portfeli przy jednoczesnym ograniczeniu możliwości inwestowania w papiery dłużne. Z tego względu zasadna może być zmiana podejścia do polityki inwestycyjnej OFE w taki sposób, by przywrócić im „mieszany” charakter, jaki miały przed reformą z 2014 r. Nie jest to jednak jedyny problem związany z funkcjonowaniem OFE. Świeżego podejścia wymaga wiele kwestii, m. in. elastyczność składek, czy też prywatność i dziedziczenie. Praktyka rynkowa i ostatnie dyskusje prowadzone podczas określania kształtu Pracowniczych Planów Kapitałowych pokazują, że obszary te są niezwykle istotne dla uczestników programów emerytalnych. Na osobne zdanie komentarza zasługuje mechanizm transferu środków pomiędzy OFE a Zakładem Ubezpieczeń Społecznych. W obecnym kształcie, biorąc pod uwagę zmiany demograficzne w Polsce, może okazać się na tyle problematyczny, że zarządzanie środkami zgromadzonymi na rachunkach zostanie mu całkowicie podporządkowane. Należy jednak zaznaczyć, że mimo obarczenia wieloma wadami, otwarte fundusze emerytalne są rozwiązaniami bardzo efektywnymi, jeżeli analizować obszar uzyskiwanych wyników.

Spółka **Analizy Online** została założona w 2000 roku w odpowiedzi na dynamiczny rozwój instytucji wspólnego inwestowania i rosnące zainteresowanie niezależnymi opracowaniami dotyczącymi rynku kapitałowego

Obecnie **Analizy Online** to wyspecjalizowany, niezależny ośrodek analityczny, który na bieżąco monitoruje i szczegółowo analizuje sytuację w poszczególnych obszarach rynku kapitałowego. W oparciu o doświadczenia założycieli firmy, którymi są osoby przez wiele lat zawodowo związane z doradztwem i zarządzaniem aktywami na rynku kapitałowym, spółka opracowała własną metodologię i narzędzia, umożliwiające wszechstronną i obiektywną analizę informacji rynkowych.

Głównym obszarem działalności spółki jest tworzenie i udostępnianie serwisów informacyjnych oraz dostawa danych dla instytucji rynku kapitałowego i związanych z nimi podmiotów. Firma zajmuje się także tworzeniem narzędzi wspierających sprzedaż produktów finansowych oraz umożliwiających monitoring i szczegółową analizę wielu obszarów działalności rynku instytucji wspólnego inwestowania. Samodzielną i stale rozwijaną grupę produktów stanowią szkolenia adresowane przede wszystkim do przedstawicieli sieci sprzedaży produktów finansowych – doradców finansowych, niezależnych dystrybutorów i agentów ubezpieczeniowych.

Analizy Online S.A.
ul. Hrubieszowska 6A
01-209 Warszawa
info@analizy.pl
tel./fax: (22) 431 82 93

Dział Analiz

analizy@analizy.pl

tel. (22) 431 82 94

Dział Sprzedaży

sprzedaz@analizy.pl

tel. (22) 431 82 96

NIP 113 22 71 535
REGON 016419531
KRS 0000360084
Sąd Rejonowy dla m. St. Warszawy,
XII Wydział Gospodarczy
Kapitał zakładowy 119 783,20 ZŁ
Rachunek bankowy
Raiffeisen Bank Polska S.A.
NR - PL 19 1750 0009 0000 0000 0097 1596