

Profil zysku i ryzyka OFE na tle innych form inwestowania

31 marca 2022 r.

W raporcie:

- Stopy zwrotu
- Miary ryzyka i płynność
- Dywersyfikacja portfeli
- Akcjonariat i stabilizująca rola na GPW

Spis treści

1.	Analiza ilościowa	3
1.1.	Źródła wyników oraz porównanie stóp zwrotu OFE z popularnymi grupami funduszy inwestycyjnych ..3	
1.2.	Efektywność na bazie mechanizmów wpłaty regularnej (IRR)..... 3	
1.3.	Odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu	4
1.4.	Obsunięcie wartości kapitału (drawdown) i czas potrzebny na odrobienie straty.....	5
1.5.	Miary ryzyka specyficznego alfa i beta.....	5
1.6.	Płynność	6
1.7.	Zaangażowanie w historycznie problematyczne spółki.....	6
1.8.	Dywersyfikacja portfela	7
2.	Analiza jakościowa.....	10
2.1.	Akcjonariat PTE	10
2.2.	Stabilizująca rola OFE na GPW	10
2.3.	Mechanizm minimalnej wymaganej stopy zwrotu	11
	Załącznik.....	12
	Miary ryzyka specyficznego alfa i beta	12
	Zaangażowanie w problematyczne spółki.....	12

1. Analiza ilościowa

1.1. Źródła wyników oraz porównanie stóp zwrotu OFE z popularnymi grupami funduszy inwestycyjnych

W całym dokumencie, tam gdzie to adekwatne, analiza OFE na tle wybranych grup porównawczych podzielona jest na dwa podokresy – przed reformą z 2014 roku i po reformie do 31 grudnia 2021 roku. W pierwszym z tych okresów polityka inwestycyjna OFE zbliżona była do polityki funduszy mieszanych, ze wskazaniem na fundusze stabilnego wzrostu. Od maja 1999 r. do stycznia 2014 r. średnia stopa zwrotu wszystkich działających w tym okresie OFE była o ok. 90 pkt. proc. wyższa niż średnia funduszy inwestycyjnych ze wspomnianej grupy, czego przyczyną doszukiwać się można m. in. w niższym poziomie opłat. Jeśli chodzi o fundusze mieszane zrównoważone, to rezultaty OFE prezentowały się jeszcze lepiej (o blisko 110 pkt. proc.). Tu z korzyścią dla OFE zadziałało m.in. mniejsze zaangażowanie w akcje podczas kryzysu finansowego z lat 2007-2009.

Po reformie Otwarte Fundusze Emerytalne w większym stopniu przypominają fundusze akcji polskich uniwersalnych. Przy tym zestawieniu OFE osiągnęły przewagę wynoszącą ponad 20 punktów procentowych. Czynniki różnicującymi stopy zwrotu OFE i funduszy akcji polskich uniwersalnych w dużej mierze były wspomniane już wcześniej opłaty. Fundusze emerytalne stanowią obecnie jedną z najtańszych form oszczędzania, co daje im możliwość osiągnięcia przewagi wynikowej. Niemniej jednak, przy porównaniu z funduszami akcji polskich małych i średnich spółek, a także akcji globalnych rynków rozwiniętych Otwarte Fundusze Emerytalne prezentują się już gorzej. Obie przytoczone grupy wygenerowały stopy zwrotu wyższe odpowiednio o około 10 i 60 pkt. proc. Jako że indeks szerokiego rynku na krajowej giełdzie w minionych 8 latach został znacząco w tyle za indeksami grupującymi parkiety rynków rozwiniętych (przykładowo MSCI World Index), nie dziwi fakt, że OFE wypadły istotnie słabiej od funduszy akcji globalnych. Gros inwestycji tych pierwszych to walory polskich spółek, a limit na zagraniczną ekspozycję (30% wartości aktywów) wykorzystywały jak dotąd tylko w około jednej trzeciej. Ponadto, nastawione w znacznej mierze na duże polskie spółki Otwarte Fundusze Emerytalne miały mniejszą możliwość skorzystania z relatywnie dobrych wyników małych i średnich spółek, które szczególnie zaznaczyły się podczas post-covidowego odbicia na światowych rynkach akcji (w tym na polskim).

Średnie stopy zwrotu OFE na tle wybranych grup funduszy

	Przed reformą	Po reformie
Fundusze mieszane polskie zrównoważone	148,51%	-
Fundusze mieszane polskie stabilnego wzrostu	167,58%	-
Otwarte fundusze emerytalne	258,13%	45,55%
Fundusze akcji polskich uniwersalne	-	23,08%
Fundusze akcji polskich MiŚ	-	54,31%
Fundusze akcji globalnych	-	104,30%
OFE w całym okresie funkcjonowania	421,27%	

Dane za okres od 01.06.1999 r. do 31.12.2021 r.

1.2. Efektywność na bazie mechanizmów wpłaty regularnej (IRR)

Z uwagi na regularny charakter wpłat do OFE adekwatną metodą analizy efektywności jest ta, przeprowadzana na podstawie wewnętrznej stopy zwrotu (IRR). W przeciwieństwie do nominalnej stopy zwrotu, bierze ona pod uwagę wpływ wpłat realizowanych w analizowanym horyzoncie inwestycji. W ten sposób dobrze uzupełniają przeprowadzone wcześniej proste badanie nominalnych stóp zwrotu. Ocena efektywności OFE na podstawie IRR

różni się w zależności od rozpatrywanego fragmentu historii, przy czym pozostaje analogiczna jak w przypadku zwykłych stóp zwrotu. Przewaga Otwartych Funduszy Emerytalnych widoczna jest szczególnie w okresie do reformy z 2014 r., kiedy to ich wewnętrzna stopa zwrotu wyniosła +7,25%, podczas gdy krajowe fundusze mieszane pomnażały środki w tempie nieprzekraczającym +5%. Wyższy wynik to w dużej mierze pochodna niższych opłat, których znaczenie zwiększa się wraz z wydłużeniem horyzontu inwestycyjnego.

Po reformie z 2014 r. dominacja Otwartych Funduszy Emerytalnych nad funduszami akcyjnymi, do których teraz zbliżona jest ich polityka inwestycyjna, nie wydaje się już tak jednoznaczna. O ile przy porównaniu do najbardziej „bratnich” funduszy akcji polskich uniwersalnych przewaga leży po stronie OFE, to przy zestawieniu z funduszami akcji polskich małych i średnich spółek, a także akcji globalnych rynków rozwiniętych szala zwycięstwa przechyla się już na stronę tych drugich. Oczywiście ze względu na kwestie płynnościowe czy limity inwestycyjne nieuprawnionym byłoby oczekiwanie, aby zarządzający OFE upodobniali w dużym stopniu ich portfele i tym samym stopy zwrotu do wspomnianych, bardziej zyskowych grup funduszy. Chodzi raczej o zasygnalizowanie, że inwestycje w wybrane kategorie funduszy mogłyby pozwolić zbudować oszczędzającemu wyższy kapitał emerytalny.

Wewnętrzna stopa zwrotu (IRR)

	przed reformą	po reformie
Fundusze mieszane polskie zrównoważone	4,54%	-
Fundusze mieszane polskie stabilnego wzrostu	5,00%	-
Otwarte fundusze emerytalne	7,25%	7,31%
Fundusze akcji polskich uniwersalne	-	5,40%
Fundusze akcji polskich MiŚ	-	8,94%
Fundusze akcji globalnych	-	10,32%
OFE w całym okresie funkcjonowania	6,27%	

Dane za okres od 01.07.1999 r. do 31.12.2021 r.

1.3. Odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu

Odchylenie standardowe służy ocenie zmienności stóp zwrotu. Ta w przypadku OFE może być uznana za relatywnie wysoką, zwłaszcza po reformie z 2014 r., od kiedy to zaangażowanie w akcje zdominowało portfele funduszy emerytalnych, osiągając pod koniec 2021 r. 90% wartości ich aktywów. Niemniej jednak wartość odchylenia standardowego wskazuje, iż jest ona nieznacznie niższa niż dla klasycznych funduszy akcji polskich. Przyczynia się do tego duża część portfela OFE złożona z papierów nieskarbowych, a także depozyty. Wahania wyników OFE są również niższe niż w przypadku funduszy akcji MiŚ, które co do zasady cechują się wyższą zmiennością niż fundusze w większym stopniu oparte o duże i bardziej płynne spółki.

Warto zauważyć, że zmienność miesięcznych stóp zwrotu OFE po reformie wzrosła w stosunku do zmienności sprzed wprowadzenia nowych regulacji blisko dwukrotnie, co jest naturalną konsekwencją zakazu inwestowania w obligacje skarbowe. Innym spostrzeżeniem jest fakt, iż fundusze akcji globalnych rynków rozwiniętych oferują zidentyfikowane wcześniej wyższe stopy zwrotu przy jednoczesnym, niższym odchyleniu standardowym, przez co występują w relacji dominującej względem wziętych do analizy krajowych funduszy (w tym OFE). Chociaż relacja ta nie musi mieć trwałego charakteru to wskazuje, że ekspozycja na zagraniczne rynki może mieć kluczowe znaczenie dla inwestora próbującego w efektywny sposób pomnażać środki odkładane na emeryturę.

Odchylenie standardowe stóp zwrotu

	przed reformą	po reformie
Fundusze mieszane polskie zrównoważone	3,52%	-
Fundusze mieszane polskie stabilnego wzrostu	1,97%	-
Otwarte fundusze emerytalne	2,21%	4,22%
Fundusze akcji polskich uniwersalne	-	4,26%
Fundusze akcji polskich MiŚ	-	4,28%
Fundusze akcji globalnych	-	3,43%
OFE w całym okresie funkcjonowania	3,07%	

Dane za okres od 01.06.1999 r. do 31.12.2021 r.

1.4. Obsunięcie wartości kapitału (drawdown) i czas potrzebny na odrobienie straty

Drawdown jest to procentowa strata, jakiej fundusz doświadczył od najwyższej wartości aktywów netto do wartości najniższej. Do 2014 r., zarówno w przypadku funduszy OFE, jak i mieszanych polskich stabilnego wzrostu oraz zrównoważonych, drawdown przypadł na czas kryzysu finansowego lat 2007-2009. W tym horyzoncie czasowym OFE wypadły lepiej od funduszy mieszanych, notując mniejszy maksymalny spadek i krótszy czas odrabiania strat (w przypadku funduszy zrównoważonych udało się to dopiero po 2014 roku). Jeżeli chodzi o okres po reformie z 2014 r., to dno drawdownu dla analizowanych grup funduszy przypadło na marzec 2020 r., kiedy to wybuch pandemii Covid-19 i lockdowny spowodowały gwałtowną wyprzedaż aktywów. Fundusze OFE ucierpiały wyraźnie mocniej niż w poprzednim okresie, ale jednocześnie nieco mniej niż fundusze akcji polskich uniwersalnych. Odrabianie strat wspomnianym funduszom zajęło podobną ilość czasu i trwało ponad 9 miesięcy. Mniejsze spadki oraz krótszy czas powrotu do poziomu notowań sprzed marcowego tąpnięcia odnotowały fundusze akcji polskich małych i średnich spółek oraz fundusze akcji globalnych rynków rozwiniętych.

Drawdown i czas do odrobienia straty

	Przed reformą		Po reformie	
	Drawdown	Liczba lat do odrobienia straty	Drawdown	Liczba lat do odrobienia straty
Fundusze mieszane polskie zrównoważone	-45,34%	strata nieodrobiona*	-	-
Fundusze mieszane polskie stabilnego wzrostu	-26,86%	1,47	-	-
Otwarte fundusze emerytalne	-24,78%	1,13	-39,70%	0,83
Fundusze akcji polskich uniwersalne	-	-	-44,01%	0,83
Fundusze akcji polskich MiŚ	-	-	-37,43%	0,55
Fundusze akcji globalnych	-	-	-29,37%	0,29

Dane za okres od 01.06.1999 r. do 31.12.2021 r.

* w zadanym okresie

1.5. Miary ryzyka specyficznego alfa i beta

Dla wielu inwestorów dość istotną kwestią jest ocena, jak efektywnie zarządzający lokuje powierzone mu środki. Odpowiedź na to pytanie uzyskać można, analizując wartości powszechnie stosowanych miar ryzyka alfa i beta. Alfa dostarcza inwestorom informacji, o ile lepsze od benchmarku (indeksu referencyjnego) były w zadanym okresie wyniki funduszu. Im wyższa wartość alfy, tym lepiej. Beta z kolei określa wrażliwość uzyskiwanych stóp zwrotu na wyniki benchmarku – im jej wartość bliższa jest jedności, tym bardziej zbliżone są wyniki funduszu do procentowych

zmian notowań indeksu. Beta większa od jedności oznacza wyższą zmienność niż wskaźnika referencyjnego, a mniejsza od jedności – niższą. Dla otwartych funduszy emerytalnych miary alfa i beta obliczono przy następujących założeniach: w okresie do reformy z 2014 r. przyjęto za indeks rynkowy 70% IROS¹ + 30% WIG, natomiast po reformie 80% WIG + 20% WIBID 1m + 200 p.b.

Dla analizowanych funduszy beta mieści się w przedziale 0,84-1,11, co oznacza dużą korelację z benchmarkiem. Zauważyć można, że po reformie z 2014 r. wartość wskaźnika dla OFE nieco wzrosła. Jeśli chodzi o alfę, w całym okresie funkcjonowania OFE radziły sobie nieco lepiej niż przyjęte indeksy. Wartości wskaźnika są dość podobne zarówno przed jak i po zmianie zasad polityki inwestycyjnej. Wszystkie OFE w badanych okresach i przy przyjętych założeniach wygenerowały dodatnią alfę. Ogólnie można zatem stwierdzić, że obciążone podobnym ryzykiem co indeks rynkowy, OFE dostarczają wyższych stóp zwrotu.

Na tle wybranych funduszy inwestycyjnych² o zbliżonych politykach inwestycyjnych, tj. w okresie do reformy - mieszanych stabilnego wzrostu, a po jej przeprowadzeniu - akcji polskich uniwersalnych, OFE również prezentują się dość korzystnie (choć wśród wziętych do badania funduszy wystąpiły takie o relatywnie wysokiej alfie – jak NN Akcji). Niemniej jednak z uwagi na wybiórczy sposób doboru funduszy do porównania, ma ono charakter tylko poglądowy. Szczegółowe wartości wskaźników alfa i beta znajdują się w tabeli „Miary ryzyka specyficznego alfa i beta” w Załączniku.

1.6. Płynność

Obok dywersyfikacji i bezpieczeństwa płynność to jedna z ważniejszych charakterystyk portfela funduszu emerytalnego. Po reformie OFE jest to kwestia tym bardziej istotna, że o ile wcześniej napływ środków do OFE miesiąc w miesiąc był znaczący z uwagi na obowiązkowość uczestnictwa, to teraz jest on zdecydowanie niższy. Tym samym wypłaty realizowane w związku z koniecznością dokonywania transferów do ZUS dość mocno wpływają na sposób zarządzania OFE i niejako wymuszają utrzymywanie wyższej płynności portfela.

Po reformie OFE z 2014 r. około 90% portfeli funduszy stanowią krajowe instrumenty udziałowe. Akcje polskich spółek potrafią jednak bardzo różnić się pomiędzy sobą płynnością. Na ogół im większe przedsiębiorstwo, tym bardziej płynne są jego akcje. Biorąc pod uwagę tę zależność, można stwierdzić, że około 50% portfela udziałowego OFE (poziom alokacji w WIG20) mogłoby teoretycznie zostać upłynnione. Przed reformą struktura portfela akcyjnego była zbliżona do aktualnej, jednak jego udział jako całości w aktywach funduszu był zdecydowanie niższy (około 40% wartości aktywów). Za płynną część portfela uważa się również depozyty, które zarówno przed reformą z 2014 r., jak i aktualnie stanowią kilka procent wartości aktywów funduszy. Jeszcze innym sposobem na zwiększanie poduszki płynnościowej OFE jest utrzymywanie do kilkunastoprocentowego zaangażowania w akcje spółek zagranicznych, które na ogół są bardziej płynne niż krajowe. O ile obecnie około 12% akcji w portfelach OFE stanowią papiery zagraniczne, to przed reformą instrumentów takich w ich portfelach właściwie nie było.

Udział poszczególnych indeksów w portfelach akcyjnych OFE

	Udział portfela akcyjnego w aktywach	WIG20	mWIG40	sWIG80
Średnia dla OFE, 31.12.2013r.	38,5%	53,9%	28,3%	8,9%
Średnia dla OFE, 31.12.2021r.	90,4%	51,1%	27,0%	7,1%

1.7. Zaangażowanie w historycznie problematyczne spółki

Istotnym czynnikiem ryzyka, który może rzutować na stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych, jest zdolność emitenta do regulowania zobowiązań z tytułu obligacji. O ile w przypadku instrumentów wyemitowanych przez

¹ Indeks obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu liczony przez Analizy Online

² fundusze o odpowiednio długiej historii, niebudzące zastrzeżeń pod względem oceny ratingowej Analiz Online, o jednych z największych aktywów w grupie i pochodzące z różnych TFI

Skarb Państwa jest to zagadnienie raczej teoretyczne, to w przypadku papierów korporacyjnych zagrożenie staje się realne. Krajową specyfiką obligacji przedsiębiorstw jest to, że nie istnieje dla nich płynny i regulowany rynek, przez co trudno dla nich o wycenę w oparciu o rzeczywiste transakcje. Chociaż w 2021 r. weszły w życie przepisy, które na nowo regulują sposób wyceny tego typu instrumentów, jeszcze do niedawna stosowana była metoda efektywnej stopy procentowej. Sprawiało to, że problemy przedsiębiorstwa nie znajdowały odzwierciedlenia w wycenie często aż do momentu, gdy podmiot zarządzający nie podejmie decyzji o dokonaniu odpisu z tytułu utraty wartości. Na ile tę specyfikę zmienią nowe przepisy wprowadzone do rozporządzenia w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych – jeszcze trudno ocenić.

Należy zaznaczyć, że sporządzone w tym kontekście zestawienie nie zawiera pełnej listy problematycznych przedsiębiorstw, a jedynie te, które na moment sprawozdawczy znajdowały się w portfelach funduszy. Uwzględniono również instrumenty udziałowe wybranych emitentów, gdyż pogorszenie kondycji spółki może negatywnie wpływać na wyceny papierów, niosąc ze sobą tym samym ryzyko osiągnięcia niższych stóp zwrotu przez fundusz emerytalny. Pominięta została kwestia postępów procesu restrukturyzacji czy postępowania upadłościowego, a celem było wyłącznie zaakcentowanie faktu, że wspomniane czynniki ryzyka potrafią się zmaterializować.

Na datę ostatniego dostępnego sprawozdania, tj. 31.12.2021 r. w portfelach OFE wykazywano marginalne zaangażowanie w spółki mające problemy z zaspokojeniem roszczeń wierzycieli (dokładne dane znajdują się w tabeli „Zaangażowanie w problematyczne spółki” w Załączniku). Są to jednak podmioty, których trudności zaczęły się kilka bądź blisko 10 lat temu, a efekt procesów ich likwidacji/restrukturyzacji nie ma już większego znaczenia dla wyników posiadających je w portfelach OFE. Historycznie skala wpływu problemów poszczególnych przedsiębiorstw na odnotowywane stopy zwrotu była ogólnie rzecz biorąc dla OFE niewielka. Wynika to z faktu, że zaangażowanie w ich papiery wartościowe nie przekraczało 1% wartości aktywów netto, a najczęściej było niższe niż 0,3%. Dla porównania tradycyjne fundusze inwestycyjne niejednokrotnie musiały zmierzyć się z problemem zaangażowania w papiery problematycznych spółek, których udział w portfelu sięgał kilku, a niekiedy nawet kilkunastu procent.

W ostatnich miesiącach, w związku z wybuchem wojny w Ukrainie, poważne spadki notowań dotknęły funduszy inwestycyjnych z zaangażowaniem w aktywa rosyjskie. Na koniec 2021 r. OFE nie posiadały jednak ekspozycji na ten rynek. We wspomnianej wcześniej tabeli zaznaczono natomiast udział ukraińskiej spółki Kernel Holding S.A., która została zmuszona do częściowego zawieszenia swojej działalności na terenach objętych działaniami zbrojnymi, ale obecnie nie raportuje problemów w płynności. OFE nie posiadały obligacji tej spółki, a jedynie akcje z udziałem nieprzekraczającym 1% WAN. W kontekście wojny za wschodnią granicą uczestnicy OFE nie są zatem narażeni na bardziej istotne ryzyko niż szeroki rynek.

1.8. Dywersyfikacja portfela

Dywersyfikacja portfela to jedno z najważniejszych odkryć teorii inwestowania i fundament, na którym opiera się współczesne zarządzanie aktywami. Traktuje ona o rozproszeniu ryzyka poprzez dobór klas aktywów/instrumentów finansowych o niskiej korelacji. Dzięki temu portfel odznacza się niższą zmiennością niż w przypadku doboru inwestycji bez uwzględniania korelacji pomiędzy nimi.

Dywersyfikację można rozpatrywać na wiele sposobów, a jednym z fundamentalnych jest struktura klas aktywów. Akcje, obligacje, gotówka, jak i mniej standardowe inwestycje (opisywane często jako alternatywne) np. nieruchomości, surowce czy private equity – wszystkie mogą przyczynić się do poprawy relacji zysku i ryzyka portfela. Wiele z nich charakteryzuje niska korelacja ze sobą nawzajem, przynajmniej w długim terminie, a do tego często posiadają szczególne charakterystyki (jak np. wypłaty dywidend/kuponów). W przypadku dywersyfikacji można zejść jednak poziom niżej i rozpatrywać zagadnienie w ramach konkretnej klasy aktywów – przykładowo portfel akcyjny może być podzielony pomiędzy setki spółek. Kluczowa jest jednak niska korelacja między instrumentami, nie ich liczba sama w sobie. Oddzielnym zagadnieniem jest z kolei dywersyfikacja geograficzna, czyli lokowanie kapitału w regionach, z których stopy zwrotu są ze sobą słabo skorelowane.

W przypadku OFE problem dywersyfikacji jest ściśle powiązany ze zmianami dokonanymi na początku 2014 roku, kiedy to całkowitej przebudowie uległa struktura ich portfeli. Stąd też zagadnienie to opisane zostało w rozbiciu na dwa horyzonty czasowe – przed i po 2014 roku.

Lata 1999-2014

Dywersyfikacja portfeli OFE przed reformą z 2014 r. (dane na 31.01.2014 r.)

Nazwa OFE	Krajowe papiery skarbowe	Krajowe papiery nieskarbowe	Depozyty	Krajowe akcje	Jednostki uczestnictwa krajowych funduszy	Środki pieniężne i należności
Aegon OFE	45,55%	7,77%	6,30%	39,98%	0,23%	0,17%
Allianz Polska OFE	46,39%	12,22%	1,53%	39,80%	-	0,06%
Aviva OFE	43,19%	10,35%	2,38%	42,01%	0,06%	2,01%
AXA OFE	46,58%	10,27%	3,78%	39,18%	0,08%	0,11%
Generali OFE	53,28%	4,79%	0,42%	41,39%	0,03%	0,09%
MetLife OFE	45,75%	9,73%	1,96%	42,07%	0,19%	0,30%
Nationale-Nederlanden OFE	49,28%	5,92%	1,17%	43,28%	0,03%	0,32%
Nordea OFE	44,09%	13,28%	1,95%	40,52%	-	0,16%
OFE Pocztylion	50,35%	4,30%	0,47%	44,64%	0,18%	0,06%
OFE PZU "Złota Jesień"	33,47%	20,34%	3,78%	42,17%	0,17%	0,07%
OFE WARTA	47,70%	8,99%	1,89%	41,36%	-	0,06%
Pekao OFE	45,67%	7,98%	2,22%	43,85%	0,23%	0,05%
PKO BP Bankowy OFE	51,21%	2,19%	4,03%	42,16%	0,11%	0,30%
średnia arytmetyczna	46,35%	9,09%	2,45%	41,72%	0,10%	0,29%
średnia ważona	45,11%	9,84%	2,38%	41,99%	0,09%	0,60%
mediana	46,39%	8,99%	1,96%	42,01%	0,08%	0,11%

Źródło: Analizy Online

W latach, w których obowiązywała pierwotna formuła polityki inwestycyjnej, OFE miały formę zbliżoną do funduszy stabilnego wzrostu, choć o generalnie agresywniejszym profilu. Już sam ten fakt pozwalał na dywersyfikację przez pryzmat klas aktywów. Do podręcznikowego modelu brakowało w portfelach OFE inwestycji alternatywnych, ale nie pozwalały na to ówczesne ograniczenia inwestycyjne (i czego nie dopuszczają również bieżące restrykcje).

Warto przyjrzeć się również dywersyfikacji „wewnątrz” poszczególnych klas aktywów. Rozpoczynając od części dłużnej, to historycznie była ona silnie skoncentrowana na polskich papierach skarbowych, w dodatku z krótkiego końca krzywej rentowności. Zaangażowanie w obligacje przedsiębiorstw rzadko przekraczało 10% aktywów, a jeżeli już, to była to głównie alokacja w dług emitowany przez BGK.

W części akcyjnej strukturalnie było pod tym względem lepiej, gdyż fundusze emerytalne często posiadały ponad 100 spółek w swoich portfelach, co samo w sobie rozprasza ich ryzyko specyficzne w znacznym stopniu. Z drugiej jednak strony, było to w praktyce jedynie ryzyko rynku polskiego – akcje zagraniczne prawie nie występowały. Dlatego możemy mówić o dywersyfikacji strukturalnej, ale geograficznej już nie.

Po 2014 roku

Po 2014 roku polityka inwestycyjna OFE zmieniła się diametralnie. Z funduszy mieszanych stabilnego wzrostu stały się one de facto funduszami akcji. W przypadku wielu rozwiązań alokacja w instrumenty udziałowe (polskie i zagraniczne) zaczęła przekraczać 80% - na koniec 2014 roku było to przeciętnie 83%, a w lutym 2022 r. – już ponad 90%. W związku z tym trudno mówić tu o dywersyfikacji ze względu na klasy aktywów. Co prawda od reformy

z 2014 r. do ok. 20% łącznie w portfelach OFE stanowiły obligacje korporacyjne oraz depozyty. To jednak za mało, by wyraźnie skompensować ryzyko części akcyjnej.

Po roku 2014 OFE podeszły do budowy portfeli akcyjnych w zróżnicowany sposób, jednak wszystkie utrzymują bardzo wysoką liczbą składników, niektóre nawet ponad 200 – co sugeruje wysoki stopień dywersyfikacji. Trzeba jednak zwrócić uwagę na wysokie wskaźniki koncentracji, które oznaczają, że obecnie dziesiątki spółek w portfelach OFE mają marginalny wpływ na wyniki. Trudno również wskazać na znaczącą dywersyfikację geograficzną, biorąc pod uwagę to, że akcje zagraniczne stanowią co najwyżej 15-16% portfela akcyjnego. Niemniej, historycznie są to jedne z najwyższych poziomów zaangażowania w papiery z obcych rynków.

Wskaźniki charakteryzujące portfele akcyjne OFE (dane na 31.12.2021 r.)

Nazwa OFE	Liczba składników	% akcji polskich*	% akcji zagranicznych*	Wskaźnik koncentracji	Top 10**
Aegon OFE	179	85,7%	14,3%	93,1%	43,9%
Allianz Polska OFE	94	88,2%	11,8%	89,9%	45,8%
Aviva OFE	174	87,4%	12,6%	93,5%	48,8%
UNIQA OFE	118	87,3%	12,7%	92,2%	46,5%
Generali OFE	147	90,1%	9,9%	94,9%	48,7%
MetLife OFE	129	91,5%	8,5%	93,6%	45,5%
Nationale-Nederlanden OFE	231	85,7%	14,3%	94,2%	45,8%
OFE Pocztylion	151	92,7%	7,3%	95,1%	45,9%
OFE PZU "Złota Jesień"	154	84,2%	15,8%	93,0%	45,8%
PKO BP Bankowy OFE	129	84,2%	15,8%	90,1%	41,8%

* W portfelu akcyjnym funduszu

** Zaangażowanie w 10 spółek o największym udziale w aktywach OFE

Źródło: Analizy Online

Podsumowując, w pierwszym etapie funkcjonowania (1999-2014) OFE były strukturalnie zdywersyfikowane dzięki zbilansowanej kompozycji akcji i obligacji w portfelach. Cechowało je jednak ryzyko mało rozproszone „wewnątrz” konkretnej klasy aktywów – zarówno dług, jak i akcje były zdominowane przez aktywa polskie (co w dużym stopniu wynikało z ustawowych limitów). W dodatku część obligacyjna bazowała praktycznie wyłącznie na długu krótkoterminowym, a akcyjna na największych polskich spółkach. Po 2014 roku sytuacja uległa pogorszeniu, gdyż rola części dłużnej została znacząco ograniczona, czyniąc z OFE w praktyce fundusze akcyjne. Za drobny plus można uznać zaś większą ekspansję OFE na zagraniczne giełdy.

Do poprawy sytuacji niezbędne są zmiany w zapisach ustawowych dotyczących polityki inwestycyjnej OFE.

2. Analiza jakościowa

2.1. Akcjonariat PTE

Stabilny i silny kapitałowo właściciel to niewątpliwie atut. Posiadaczami tej zalety są właściwie wszystkie firmy zarządzające OFE. Akcjonariat Powszechnych Towarzystw Emerytalnych stanowią duże instytucje finansowe o ugruntowanej pozycji rynkowej, podlegające adekwatnemu nadzorowi instytucjonalnemu, jak i giełdowemu. W przypadku trzech z wymienionych poniżej PTE siedziba głównego akcjonariusza znajduje się poza granicami Polski. Akcjonariaty PTE Allianz Polska i Pocztylion - Arka PTE są mieszane, tj. część kapitału pochodzi z kraju, a część jest zagraniczna. Wśród PTE o akcjonariacie krajowym w strukturach właścicielskich dominują towarzystwa ubezpieczeniowe. Również w przypadku zmian właścicielskich, z których ostatnia polegała na przejęciu spółek AXA (w tym AXA PTE) przez grupę UNIQA, reputacja nowej jednostki dominującej nie budzi zastrzeżeń.

Akcjonariat Powszechnych Towarzystw Emerytalnych

Nazwa PTE	Akcjonariat
Aegon PTE	100% - AEGON Poland/Romania Holding B. V.
Aviva PTE	100% - Aviva Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie S.A.
Uniqą PTE	100% - Uniqą Österreich Versicherungen AG z siedzibą w Wiedniu
Generali PTE	100% - Generali T.U. S.A.
MetLife PTE	100% - MetLife TUnŻIR S.A.
Nationale-Nederlanden OFE	100% - NN Continental Europe Holdings B.V.
PKO BP Bankowy PTE	100% - PKO Bank Polski S.A.
Pocztylion - Arka PTE	33.33% - Poczta Polska S.A., 33.33% - BNP Paribas Assurance S.A., 29.33% - Invesco Holding Company Ltd, 4% - Konferencja Episkopatu Polski
PTE Allianz Polska	64.98% - TUIR Allianz Polska S.A., 35.02% - Allianz SE
PTE PZU	100% - PZU Życie S.A.

Źródło: Analizy Online

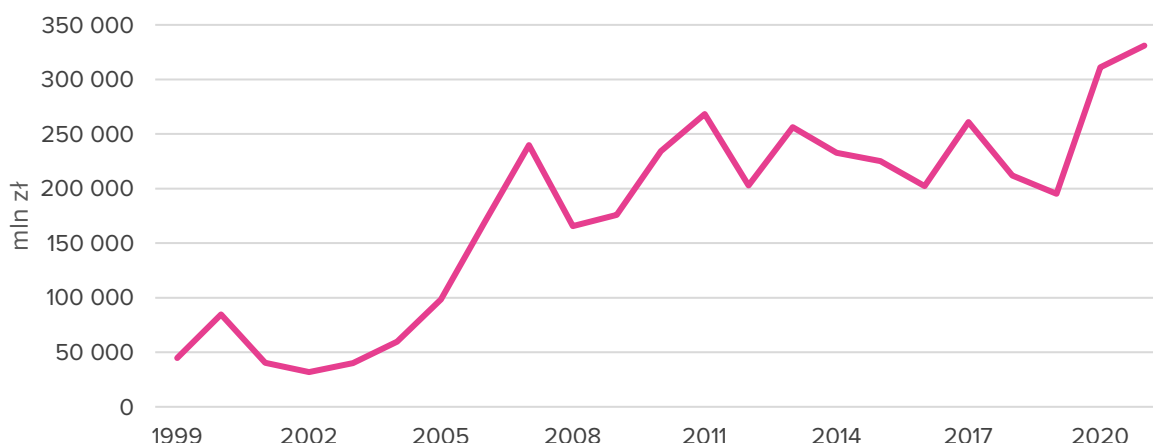
2.2. Stabilizująca rola OFE na GPW

Na koniec 2021 r. krajowe akcje w portfelach OFE warte były około 148 mld zł, co odpowiada ponad 1/5 kapitalizacji polskich spółek notowanych na rynku podstawowym. Już sam ten udział oddaje rolę, jaką OFE od lat pełnią na rynku kapitałowym. Otwarte fundusze emerytalne od momentu powstania w 1999 r. stanowiły jeden z filarów GPW, dostarczając regularnych napływów pieniężnych na inwestycje. Sytuacja ta zmieniła się w 2014 r., kiedy to w wyniku przeprowadzonej reformy połowa środków zgromadzonych w ramach OFE została przeniesiona na subkonto w Zakładzie Ubezpieczeń Społecznych, a równocześnie zaczął działać mechanizm tzw. suwak bezpieczeństwa. Już krótko po tym dostrzec można było negatywny wpływ reformy na warszawski parkiet.

Zarówno przed reformą z 2014 r., jak i aktualnie OFE w wielu przypadkach kontrolują akcjonariaty krajowych spółek. Na 31.12.2013 r. w przypadku 75 przedsiębiorstw ich udział przekraczał 25% kapitału. Obecnie liczba takich spółek wynosi 49, przy czym warto zaznaczyć, że średni udział OFE w kapitale przedsiębiorstwa to blisko 18%. OFE są więc podmiotami istotnymi nie tylko dla giełdy jako całości, ale także dla stabilności zarządzania poszczególnych firm działających na polskim rynku.

Stały napływ kapitału na giełdę, którego źródłem przed reformą były OFE, przyczynił się do wzrostu obrotów na GPW. Bezpośrednio po reformie obserwować można było spadek zainteresowania inwestorów, szczególnie zagranicznych, warszawskim parkietem. W konsekwencji nastąpiło wyhamowanie rosnącego wcześniej handlu na GPW. Istotne odbicie dokonało się dopiero w minionych 2 latach pod wpływem splotu specyficznych uwarunkowań, m.in. wybuchu pandemii oraz rekordowo niskich stóp procentowych.

Wartość obrotów ogółem na GPW



- Nie bez znaczenia dla warszawskiej giełdy był też fakt, że przed reformą OFE stanowiły źródło długoterminowego kapitału. Przed zmianami regulacyjnymi OFE obejmowały często ponad połowę wszystkich emisji akcji spółek debiutujących na GPW, finansując tym samym ich dalszy rozwój. Ponadto w 2014 r., tj. już po reformie, kapitalizacja spółek debiutujących na warszawskim parkiecie była o 63% niższa w porównaniu z rokiem poprzednim. W tym samym czasie wartość IPO w całej Europie wzrosła aż o 80%.

2.3. Mechanizm minimalnej wymaganej stopy zwrotu

Mechanizm minimalnej wymaganej stopy zwrotu był jednym z elementów II filara emerytalnego, który w znaczącym stopniu przekładał się na politykę inwestycyjną OFE. Jego zadaniem była ochrona przyszłych emerytów przed nadmiernym ryzykiem strat. W sytuacji nieosiągnięcia przez fundusz minimalnej wymaganej stopy zwrotu występował tzw. niedobór, który musiał zostać uzupełniony. Zasady jego pokrywania określały odpowiednie regulacje. Chociaż sam mechanizm był koncepcją korzystną z punktu widzenia uczestnika OFE, to nie był pozbawiony wad. Jednym z największych zarzutów z nim związanych był fakt ustalania minimalnej wymaganej stopy zwrotu po upływie okresu, w którym powinna była zostać osiągnięta. Zarządzający otwartymi funduszami emerytalnymi nie wiedzieli zatem, do jakiego poziomu stopy zwrotu powinni dążyć. Z tego też powodu na ogół strategie inwestycyjne poszczególnych OFE były do siebie bardzo zbliżone, co niejako miało uchronić przed obowiązkiem uzupełnienia ewentualnego niedoboru. W wyniku zmian z 2014 roku mechanizm minimalnej wymaganej stopy zwrotu został zlikwidowany.

Reforma nie skutkowała jednak rezygnacją z innego mechanizmu mającego wpływać na efektywność zarządzania OFE – rachunku premiowego, którego sposób funkcjonowania został szczegółowo uregulowany prawnie. Otwarty fundusz przekazuje ze swoich aktywów na rzecz powszechnego towarzystwa środki w kwocie nie wyższej w skali miesiąca niż 0,005% wartości zarządzanych aktywów netto funduszu. Kwota ta wpłacana jest na rachunek premiowy. Po podaniu przez KNF średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich otwartych funduszy:

towarzystwo zarządzające funduszem, który uzyskał najwyższą stopę zwrotu, nabywa uprawnienie do wycofania wszystkich środków zgromadzonych na rachunku premiowym,

towarzystwo zarządzające funduszem, który uzyskał najniższą stopę zwrotu, przekazuje niezwłocznie wszystkie środki zgromadzone na rachunku premiowym do otwartego funduszu,

towarzystwa zarządzające pozostałymi funduszami uzyskują uprawnienie do wycofania części środków zgromadzonych na rachunku premiowym, stanowiącej iloczyn całości środków zgromadzonych na rachunku premiowym i procentowego wskaźnika premiowego.

Załącznik

Miary ryzyka specyficznego alfa i beta (dane na 31.12.2021 r.)

		Alfa			Beta	
		Od 01.06.1999 do 31.12.2021	Od 01.06.1999 do 31.01.2014	Od 01.02.2014 do 31.12.2021	Od 01.06.1999 do 31.01.2014	Od 01.02.2014 do 31.12.2021
Otwarte fundusze emrytalne	Średnia OFE	0,09%	0,09%	0,08%	0,91	1,05
	MetLife OFE	0,09%	0,08%	0,10%	0,90	1,04
	Allianz Polska OFE	0,11%	0,11%	0,10%	0,84	1,00
	PKO BP Bankowy OFE	0,04%	0,00%	0,12%	1,03	1,05
	Aviva OFE	0,07%	0,05%	0,10%	0,95	1,04
	Nationale-Nederlanden OFE	0,06%	0,05%	0,06%	1,04	1,06
	Aegon OFE	0,09%	0,09%	0,09%	0,87	1,01
	OFE Pocztylion	0,06%	0,04%	0,09%	0,92	1,06
	OFE PZU "Złota Jesień"	0,09%	0,07%	0,11%	0,94	1,11
	UNIQA OFE	0,10%	0,11%	0,08%	0,87	1,03
	Generali OFE	0,07%	0,09%	0,02%	0,94	1,06
			Od 01.06.1999 do 31.01.2014	Od 01.02.2014 do 31.12.2021	Od 01.06.1999 do 31.01.2014	Od 01.02.2014 do 31.12.2021
Fundusze akcji polskich	NN Akcji	-	-	0,14%	-	0,95
	Santander Akcji Polskich	-	-	-0,04%	-	1,00
	Generali Korona Akcje	-	-	0,11%	-	0,93
Fundusze mieszane polskie	PKO Stabilnego Wzrostu	-0,23%	-	-	1,03	-
	Esaliens Senior	0,01%	-	-	0,84	-

Źródło: Analizy Online

Dane za okres od 01.06.1999 r. do 31.12.2021 r.

Zaangażowanie w problematyczne spółki (dane na 31.12.2021 r.)

	MetLife OFE	Allianz Polska OFE	Nationale-Nederlanden OFE	Aegon OFE	OFE Pocztylion	UNIQA OFE	Generali OFE	PKO BP Bankowy OFE	Aviva OFE	OFE PZU "Złota Jesień"
Action S.A.										
Akcje					0,19%	0,03%				
Obligacje						0,00%				
PBG S.A.										
Obligacje	0,01%									
Kernel Holding S.A.										
Akcje	0,00%	0,31%	0,25%	0,35%	0,29%	0,81%		0,48%	0,35%	0,39%

Źródło: Analizy Online



ul. Skierniewicka 10A
01-230 Warszawa
info@analizy.pl
tel. fax: (22) 431 82 93

NIP: 113-22-71-535
REGON: 016419531
KRS: 0000360084

Sąd Rejonowy dla m. St. Warszawy
XII Wydział Gospodarczy

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

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 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.