

Propozycje zmian w modelu funkcjonowania OFE

23 maja 2022 r.

W raporcie:

- Korzyści, jakie OFE dały rynkowi
- Suwak bezpieczeństwa i jego znaczenie
- Propozycje zmian w polityce inwestycyjnej OFE
- Udogodnienia i system zachęt dla oszczędzających
- OFE a projekt ustawy o ich przekształceniu

Spis treści

1.	Korzyści jakie OFE dały rynkowi.....	3
2.	Propozycje zmian najważniejszych obszarów funkcjonowania OFE.....	4
2.1.	SUWAK BEZPIECZEŃSTWA	4
2.1.1.	Mechanizm działania i jego znaczenie.....	4
2.1.2.	Wpływ na zarządzanie OFE	4
2.1.3.	Propozycje zmian	6
2.2.	ZMIANY W POLITYCE INWESTYCYJNEJ.....	8
2.2.1.	Struktura portfeli OFE i czynniki kształtujące ich skład	8
2.2.2.	Poszerzenie spektrum inwestycyjnego.....	9
2.2.3.	Wysokość opłat	10
2.3.	UDOGODNIENIA I SYSTEM ZACHĘT DLA OSZCZĘDZAJĄCYCH	10
2.3.1.	Uproszczenie kwestii dziedziczenia i własności	10
2.3.2.	Ułatwienie możliwości partycypowania w OFE, stworzenie systemu zachęt do tej formy oszczędzania	11
2.3.3.	Elastyczne podejście do wysokości składek oraz harmonogramu wpłat	12
3.	OFE a projekt ustawy o ich przekształceniu	13
3.1.	ZAŁOŻENIA W SPRAWIE OSTATNIEJ PROPOZYCJI PRZEKSZTAŁCENIA OFE I ICH WSTĘPNA OCENA.....	13
3.2.	POTENCJALNE SKUTKI PRZEKSZTAŁCENIA OFE.....	14
3.3.	POŻĄDANE CECHY REFORMY OFE	16
	Podsumowanie i wnioski	17

1. Korzyści jakie OFE dały rynkowi

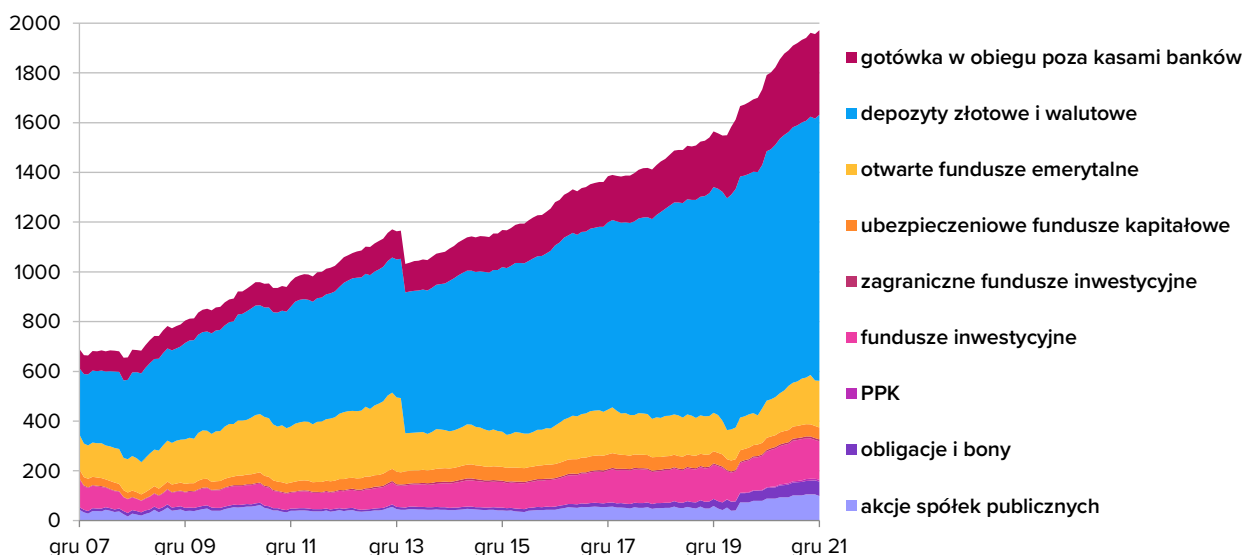
Powstanie OFE wywarło pozytywny wpływ na rozwój rynku kapitałowego w Polsce i odegrało ważną rolę w historii krajowej GPW. Wśród korzyści, jakie należy wiązać z działalnością Otwartych Funduszy Emerytalnych, można wymienić:

- 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. Medicalalgorithms czy 11bit Studios).

Oszczędności finansowe polskich gospodarstw domowych w mld zł



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

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. a jego istnienie powoduje, że ostatecznie wszystkie składki emerytalne trafiają do ZUS, czyniąc z filaru kapitałowego tylko chwilowy „wycinek” w historii gromadzenia kapitału przez ubezpieczonego na jesień życia. 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.

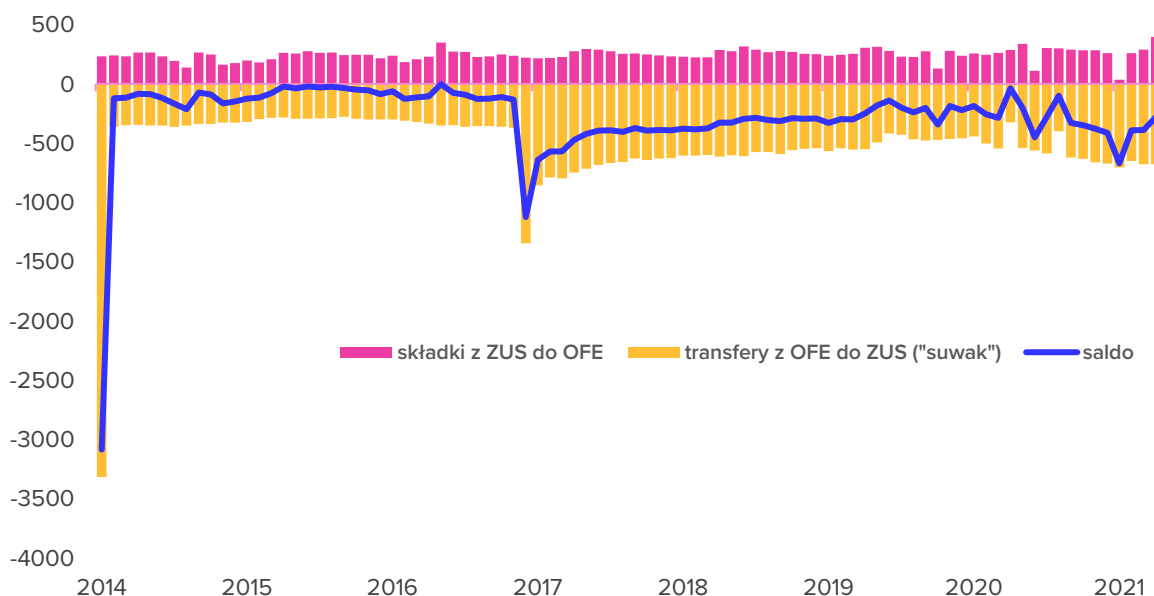
Wprowadzenie mechanizmu suwaka ustawodawca argumentował tym, iż w razie nagłego załamania koniunktury na giełdzie zgromadzony kapitał mógłby znacząco się zmniejszyć, co w okresie przedemerytalnym jest szczególnie niepożądane. Chociaż ochrona inwestorów przed stratami bezpośrednio przed osiągnięciem wieku emerytalnego niezaprzeczalnie 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. Stoi też w sprzeczności z pierwotnymi założeniami ustawy powołującej do życia OFE, które miały przyczynić się do dywersyfikacji ryzyka dotyczącego wysokości przyszłej emerytury ubezpieczonego w systemie repartycyjnym o możliwość partycypacji w rynku kapitałowym.

Na świecie, ale również i w krajowych programach inwestycyjnych (typu PPK), których celem jest gromadzenie kapitału na emeryturę, funkcję suwaka pełni proces zmiany alokacji środków w kierunku tych o bezpieczniejszym profilu. Dokonywana ona jest w taki sposób, by z jednej strony chronić kapitał, z drugiej zaś wciąż umożliwiać wzrost. W przypadku OFE natomiast, potencjał zgromadzonej masy aktywów jest stopniowo ograniczany poprzez fakt, że coraz mniejsza jej część „pracuje” na wielkość przyszłych świadczeń. Z punktu widzenia posiadacza rachunku w OFE korzystne byłoby więc rozwiązanie tego problemu poprzez zmianę ścieżki alokacyjnej funduszy lub utworzenie subfunduszu o stosunkowo bezpiecznej strategii, do którego to środki przekazywane byłyby na podobnej zasadzie jak ma to miejsce obecnie. Oczywiście wymagałoby to możliwości inwestowania przez OFE w odpowiednie ku temu instrumenty, a więc i zmiany limitów inwestycyjnych – temat ten poruszono w kolejnym rozdziale niniejszego raportu.

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 -4 mld zł. Odpływ 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.

Przepływy między OFE a ZUS (w mln zł)



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
składki z ZUS do OFE	2 557	2 898	2 933	3 048	3 199	3 028	3 011
transfery z OFE do ZUS ("suwak")	-4 056	-3 514	-6 148	-8 009	-6 926	-5 731	-6 895
saldo	-1 498	-615	-3 216	-4 961	-3 727	-2 703	-3 884

Należy podkreślić, że mechanizm suwaka w obliczu znikomego napływu nowych składek (w 2020 r. liczba nowych uczestników wyniosła zaledwie 145) będzie powodował coraz większe odpływy z OFE, a w konsekwencji stopniowy spadek ich aktywów. O ile wypracowywane zyski, dywidendy i odsetki początkowo będą niwelować negatywne efekty odpływów z OFE dla GPW, o tyle konieczność wyprzedaży akcji stanie się w pewnym momencie nieunikniona.

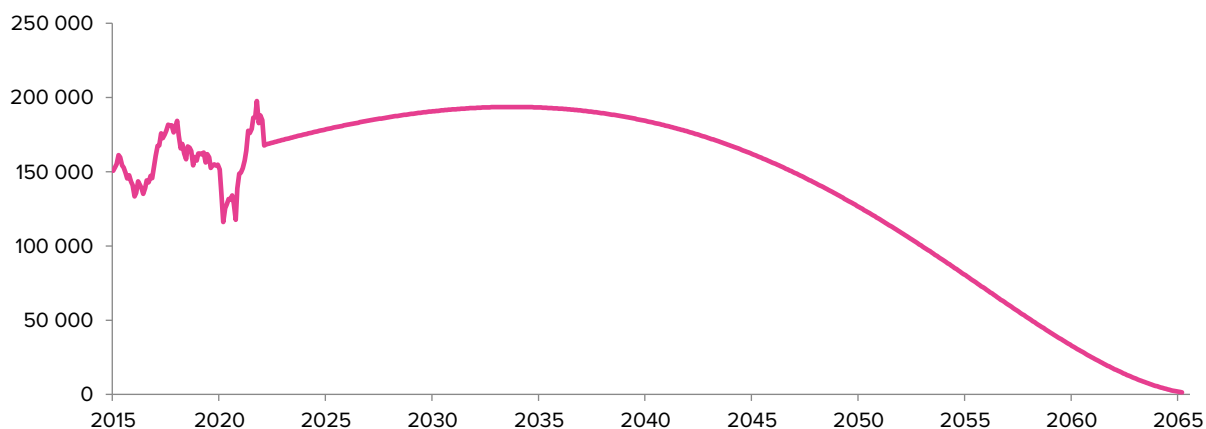
Jeśli założyć brak nowych zapisów do OFE i utrzymanie obecnego wieku emerytalnego, to kres istnienia II filaru przypadnie na moment osiągnięcia tegoż wieku przez członka OFE, któremu obecnie najdalej do emerytury. Jeśli założyć, że jest to mężczyzna w wieku 21 lat², to ostatni przepływ w ramach suwaka pozostawiający OFE z zerowymi aktywami nastąpi w 2066 roku. Ostatnia składka do OFE wpłynie zaś na 10 lat przed tym terminem. Oczywiście przed tym, jak w OFE nie zostanie już ani złotówki, spadek aktywów wymusi konsolidację rynku oraz konieczność działania firmy/firm zarządzających poniżej progu rentowności. To, jak do momentu finalnej dekulacji zgromadzonych środków kształtować się będą aktywa OFE zależy naturalnie od wielu czynników i nie podlega jednoznacznej prognozie. Jeśli założyć, że odpływy w ramach suwaka będą odbywać się w coraz większej proporcji z uwagi na starzejącą się społeczność uczestników³, składka pływająca z ZUS do OFE będzie maleć liniowo aż do 2056 roku, OFE zaś w tym czasie będą pomnażać środki w tempie 5% rocznie, to przebieg wartości ich aktywów można zilustrować za pomocą wykresu poniżej.

Oczywiście schemat ten zawiera uproszczenia (choćby takie, że składka do OFE pod wpływem wzrostu wynagrodzeń nie musi od razu maleć, a kapitał nie jest rozłożony po równo względem wszystkich uczestników), ale jego celem jest przede wszystkim wskazanie, że obecna forma konstrukcji funduszy emerytalnych prowadzi nieuchronnie do ich destrukcji. Kluczowe jest tu również założenie o braku nowych uczestników OFE, ale zważywszy na liczbę nowych umów nie odbiega ono zasadniczo od rzeczywistości. Dlatego jedną z zasadniczych kwestii przy przekształceniu OFE w kontekście konsekwencji dla rynku kapitałowego jest pytanie

² Wg raportu „Biuletyn Kwartalny. Rynek OFE 4/2021” w OFE znajdują się obecnie członkowie w wieku lat 17 i mniej, ale ich liczebność jest pomijalna
³ Przyjęto $\frac{1}{0,52 \cdot (528 - n) + 0,48} W A N_n$, gdzie n=1,2,...,528 to kolejne miesiące prognozy, a 528 wynika z liczby miesięcy pozostających do wcześniejszej przytoczonej daty końca OFE (2066 rok, czyli 44 lata od bieżącej daty, a zatem 44*12=528 miesięcy)

o zbilansowanie odpływów związanych z zanikaniem „pozostałości” po II filarze ze strumieniem dodatkowego popytu (np. ze strony Pracowniczych Planów Kapitałowych).

Prognoza aktywów OFE* (mln zł)



*wartości prognozowane na bazie stanu z lutego 2022 r.

2.1.3. Propozycje zmian

Jak wspomniano, mechanizm suwaka powoduje, że zgromadzone środki stopniowo „opuszczają” rynek kapitałowy, przez co ubezpieczony traci na potencjale wzrostu swoich składek emerytalnych. Aby zniwelować ten efekt, rozważyć można następujące propozycje:

Wariant I

skrócenie czasu funkcjonowania suwaka z 10 do 5 lat,

Wariant II

przesunięcie okresu funkcjonowania suwaka o 5 lat – co zakłada jego funkcjonowanie w okresie po przejściu na emeryturę,

Wariant III

dobrowolna deklaracja o nieuczestniczeniu w suwaku/zniesienie suwaka.

Do obliczeń przyjęto następujący profil uczestnika:

- Mężczyzna z uzbieranym kapitałem w OFE na poziomie 10 tys. zł,
- Wiek emerytalny to standardowe 65 lat,
- Przeciętna stopa zwrotu w tym okresie to 5% rocznie.

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

Wariant I - 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 względem przedstawianej propozycji z perspektywy pojedynczego uczestnika zawiera tabela poniżej:

Porównanie scenariusza bazowego z wariantem I - 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	10500,00	11025,00	11576,25	12155,06	12762,82	12060,86	11256,80	10342,19	9307,97	8144,47	6841,36	5387,57	3771,30	1979,93	0,00
Zysk		525,00	551,25	578,81	607,75	638,14	603,04	562,84	517,11	465,40	407,22	342,07	269,38	188,56	99,00
Wariant I - skrócenie czasu funkcjonowania suwaka z 10 do 5 lat															
											→→→	→→→	→→→	→→→	→→→
Kapitał	10500,00	11025,00	11576,25	12155,06	12762,82	13400,96	14071,00	14774,55	15513,28	16288,95	13682,71	10775,14	7542,60	3959,86	0,00
Zysk		525,00	551,25	578,81	607,75	638,14	670,05	703,55	738,73	775,66	814,45	684,14	538,76	377,13	197,99

→→→ Suwak bezpieczeństwa

W wieku 55 lat kapitał zgromadzony w obu scenariuszach jest taki sam, od tego momentu pojawiają się jednak znaczące różnice. W wariantie I 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 wariantie I zarobiłoby dla uczestnika prawie 780 zł – tymczasem w scenariuszu bazowym, w którym suwak funkcjonowałby już 5 lat, zwrot ten wyniósłby ok. 470 zł, czyli o -40% mniej. I ta zależność (wariant I > 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 przekazywanego ZUS.

Wariant II - 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. Symulację przedstawia tabela poniżej:

Porównanie scenariusza bazowego z wariantem II - 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	10500,00	11025,00	11576,25	12155,06	12762,82	12060,86	11256,80	10342,19	9307,97	8144,47	6841,36	5387,57	3771,30	1979,93	0,00
Zysk		525,00	551,25	578,81	607,75	638,14	603,04	562,84	517,11	465,40	407,22	342,07	269,38	188,56	99,00
Wariant II - przesunięcie okresu funkcjonowania suwaka o 5 lat															
											→→→	→→→	→→→	→→→	→→→
Kapitał	10500,00	11025,00	11576,25	12155,06	12762,82	13400,96	14071,00	14774,55	15513,28	16288,95	15393,05	14366,85	13199,54	11879,59	10394,64
Zysk		525,00	551,25	578,81	607,75	638,14	670,05	703,55	738,73	775,66	814,45	769,65	718,34	659,98	593,98

→→→ Suwak bezpieczeństwa

Wariant ten zakłada jednak, że OFE „funkcjonują” po 65 roku życia i wypłacają uczestnikom kapitałową część emerytury, tak jak to było planowane przy reformie emerytalnej z 1999 roku⁴. Pomijając ten fakt, wariant II mógłby dostarczyć uczestnikowi potencjalnie wyższych zysków kapitałowych.

Wariant III - dobrowolna deklaracja o nieuczestniczeniu w suwaku/zniesienie suwaka

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. Tak, jak zostało to zaproponowane przy ostatnim, odłożonym projekcie przekształcenia OFE, mechanizm suwaka mógłby również ulec zawieszeniu/zniesieniu, zważywszy, że propozycje transformacji funduszy emerytalnych zmierzają do uprzywilejowania zgromadzonych w nich środków oraz odseparowania od I filaru systemu emerytalnego (pomijając osoby, które wedle założeń ostatniego projektu zdecydowałyby się na pozostanie w ZUS).

⁴ Ustalenie kwoty emerytury kapitałowej oraz same wypłaty mogłyby należeć do ZUS-u i być połączone z wypłatą z filaru I; w przypadku niskiej wielkości zgromadzonego kapitału w OFE mogłyby też następować z mniejszą częstotliwością niż miesięczna

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	10500,00	11025,00	11576,25	12155,06	12762,82	12060,86	11256,80	10342,19	9307,97	8144,47	6841,36	5387,57	3771,30	1979,93	0,00
Zysk		525,00	551,25	578,81	607,75	638,14	603,04	562,84	517,11	465,40	407,22	342,07	269,38	188,56	99,00
Wariant III - dobrowolna deklaracja o nieuczestniczeniu w suwaku															
Kapitał	10500,00	11025,00	11576,25	12155,06	12762,82	13400,96	14071,00	14774,55	15513,28	16288,95	17103,39	17958,56	18856,49	19799,32	20789,28
Zysk		525,00	551,25	578,81	607,75	638,14	670,05	703,55	738,73	775,66	814,45	855,17	897,93	942,82	989,97

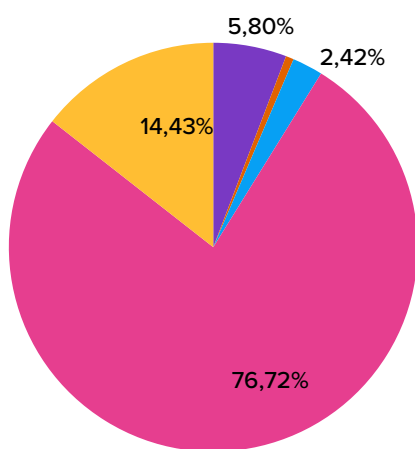
→→→ Suwak bezpieczeństwa

Nie jest zaskoczeniem, że taki scenariusz z punktu widzenia zysków jest najbardziej korzystny, gdyż suwak w tym przypadku w ogóle nie występuje i nie obniża kapitału wraz z biegiem czasu. Tak jak poprzednio, po osiągnięciu wieku emerytalnego przez ubezpieczonego następowałaby tu wypłata emerytury kapitałowej.

2.2. ZMIANY W POLITYCE INWESTYCYJNEJ

2.2.1. 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).



kategoria aktywów	alokacja 31.12.2021 r.	limit
akcje krajowe	76,72%	100,00%
akcje zagr.	14,43%	30,00%**
papiery nieskarbowe krajowe	5,80%	100,00%*
depozyty	2,42%	20,00%
papiery nieskarbowe zagr.	0,63%	30,00%**
jednostki uczest. krajowe	0,00%	25,00%
papiery skarbowe krajowe	0,00%	0,00%
papiery skarbowe zagr.	0,00%	0,00%
jednostki uczest. zagr.	0,00%	25,00%**
środki pieniężne i należności	0,00%	100,00%

*w zależności od rodzaju obligacji (np. będące lub niebędące przedmiotem oferty publicznej) obowiązują zaostżone limity, jednak w sumie pozwalające na to, aby portfel w 100% składał się z obligacji nieskarbowych

**Łączna wartość lokat w aktywach denominowanych w walucie innej niż PLN nie może przekroczyć 30% wartości tych aktywów.

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

- ograniczonego prawem spektrum inwestycyjnego (w tym 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).

2.2.2. 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. Poniższy katalog lokat należy traktować jako pożądaną i docelową formułę, w ramach której zarządzający OFE powinni móc dokonywać inwestycji środków gromadzonych przez członków funduszy. Z jednej strony przedstawione sugestie dotyczyć mają obecnej formy OFE, jako że służyłyby one przede wszystkim interesom ich członków. Z drugiej strony, wymagałyby one (częściowo) cofnięcia wprowadzonych już reform (jak zakazu inwestycji w obligacje skarbowe), co wymagałoby odważnych decyzji o charakterze politycznym. Niemniej, poniższe propozycje uznaje się za wskazane do realizacji dla obecnie funkcjonujących OFE (jak i tym bardziej w razie ich prywatyzacji przykładowo wedle założeń ostatniego projektu, omawianego w dalszej części raportu). Pewnym utrudnieniem w ich realizacji mógłby być fakt odpytywów netto z funduszy emerytalnych, dlatego ważne jest rozpatrywanie propozycji niniejszego raportu całościowo (choćby z sugestią rezygnacji z suwaka czy dalszymi uwagami na temat ułatwień w partycypacji w OFE).

Inwestycje alternatywne

Alternatywne klasy aktywów wykazują niską korelację z rynkiem akcji, co stwarza okazje do dywersyfikacji, której portfelem 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 wpisywać się w różnorodne rządowe programy mające na celu zmniejszenie deficytu mieszkaniowego w Polsce. Z powodu znaczącego ryzyka specyficznego towarzyszącego bezpośrednim inwestycjom w nieruchomości, dobrym rozwiązaniem byłaby możliwość lokowania środków w wyspecjalizowane w tym kierunku fundusze (zwłaszcza w polską wersję REIT-ów, które po wprowadzeniu odpowiednich regulacji prawnych miałyby szansę zaistnieć 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, dlatego poprzez inwestycje w te wehikuły OFE mogłyby dodatkowo przyczyniać się do podnoszenia stopnia rozwoju krajowej gospodarki,
- 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.).⁵ Uzasadnieniem likwidacji tej części portfela OFE był tzw. „jałowy obieg pieniądza” i rosnący dług publiczny. Niemniej, likwidacja skarbowej części lokat OFE stanowiła przeksięgowanie jawnego długu publicznego z rachunku OFE w dług ukryty na subkontach ZUS, a więc było operacją neutralną dla tegoż długu⁶. Co więcej, przy obecnych, wysokich potrzebach pożyczkowych państwa (tarcze antyinflacyjne i inne programy pomocowe), ponowne otwarcie rynku obligacji skarbowych dla OFE wydaje się pożądanym zjawiskiem.

⁵ Sektor funduszy emerytalnych w Polsce - ewolucja, kształt, perspektywy, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2016, s.53

⁶ Ibid., s.40-41

Pomijając jednak zasadność wprowadzenia zakazu posiadania obligacji skarbowych przez OFE, stworzenie możliwości dywersyfikacji portfela o rządowe papiery dłużne jest kluczowe, aby środki zgromadzone przez uczestników funduszy mogły być zarządzane w konkurencyjny i profesjonalny sposób. W przypadku innych form oszczędzania na emeryturę (Dobrowolne Fundusze Emerytalne, PPK, fundusze oferowane w ramach kont IKE i IKZE) obligacje skarbowe są jednym z filarów, na których opiera się konstrukcja portfela inwestycyjnego. Tymczasem kapitał uczestników OFE został niemal w pełni uzależniony od koniunktury na polskiej GPW, co nawet w przypadku młodych osób (mających bardzo długi horyzont inwestycyjny) ciężko byłoby uznać za modelowe rozwiązanie.

Instrumenty pochodne

OFE mogą na rynku zajmować jedynie długie pozycje, mają więc bardzo wąskie możliwości zabezpieczania 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 jego niską zmienność względem innych walut, potencjalnie mogących znaleźć się w portfelach OFE (średni udział papierów denominowanych w USD w portfelach akcyjnych OFE to nieco ponad 2%, podobnie jak suma udziałów ekspozycji na wszystkie pozostałe waluty poza euro i dolarem).

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.

2.2.3. 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).

2.3. UDOGODNIENIA I SYSTEM ZACHĘT DLA OSZCZĘDZAJĄCYCH

Poniższe propozycje należy rozpatrywać jako sugestie modyfikacji obecnej formy OFE (choć część z nich znalazłoby również przełożenie w przypadku przekształcenia funduszy w prywatną formę oszczędzania).

2.3.1. 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 (ew. osobom)

uposażonej. Jeżeli zmarły nie wskazał osoby uposażonej, zgromadzone środki wchodziły w skład masy spadkowej i podlegają dziedziczeniu na zasadach określonych przepisami prawa spadkowego.

Zasady te są złożone i wiążą się z niedogodnościami. Szczególnie kontrowersyjna 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. Jest to tym bardziej problematyczne, jeśli małżonek np. z racji wieku nie klasyfikuje się jako potencjalny członek OFE. Z punktu widzenia typowego oszczędzającego prostsze 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.

Podobnie uproszczone powinny być zasady dziedziczenia z tzw. subkonta w ZUS. Obecnie wymagają one złożenia odpowiedniej deklaracji, wypłata jest możliwa tylko w okresie 3 lat od przejścia na emeryturę i zależna od momentu, który upłynął od zakończenia aktywności zawodowej. Propozycje mogą dotyczyć np. wypłaty całości środków (lub ustalonego %) i niezależnienia tego faktu od daty przejścia na emeryturę.

Inną kwestią jest często podnoszona 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 (tudzież aktu prawnego, który miałby OFE reformować i wyłączać z powszechnego, obowiązkowego systemu emerytalnego) mogłoby pozytywnie wpłynąć na poziom zaufania do tej formy budowania oszczędności emerytalnych, a co za tym idzie także na poziom partycypacji.

2.3.2. 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 oraz w Pracowniczych Planach Kapitałowych. Zrezygnowanie z „okien transferowych” wydaje się zatem celowe i spójne z pozostałymi filarami systemu.

Krokiem w dobrą stronę w naszej opinii byłoby 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”. Można wymienić kilka korzyści z takiego rozwiązania:

- Budowanie świadomości korzyści oszczędzania na emeryturę od początku kariery zawodowej – im dłuższy okres oszczędzania, tym większa siła tzw. procentu składanego; ma to również znaczenie z tego względu, że ponad 40% Polaków rzadko lub w ogóle nie myśli o emeryturze⁷,
- Dywersyfikacja źródeł oszczędności – OFE w Polsce mają unikatowy charakter, ze względu na politykę inwestycyjną i niskie koszty zarządzania. W związku z tym stanowią dobrą propozycję jako element dywersyfikacji emerytalnego portfela,
- Większe napływy do funduszy emerytalnych – pozwoliłoby to na bardziej elastyczne podejście do zarządzania oraz ograniczenie podażowej roli na GPW, jaką obecnie OFE pełnią (choćby ze względu na „suwak”).

Aby jednak potencjalny, nowy uczestnik OFE nie pozostawał sam z wyborem towarzystwa emerytalnego, zasadne wydaje się również zniesienie zakazu akwizycji do OFE. Podobnych restrykcji nie ma przy innych, dobrowolnych formach oszczędzania na emeryturę (OFE od 2014 r. również są nieobowiązkowe), a więc występuje tu pewien

⁷ „Życie na emeryturze - wyobrażenia i postawy Polaków”, badanie zrealizowane we współpracy i na zlecenie Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami przez ARC Rynek i Opinia Sp. z o.o., s. 4

rodzaj asymetrii, którą należałoby wyrównać. Mogłoby to ułatwić potencjalnym, nowym członkom OFE decyzję, do którego funduszu przystąpić zwłaszcza z uwagi na fakt, że większość Polaków czerpie swoją wiedzę o finansach i ekonomii właśnie od instytucji finansowych, a przy tym wciąż dla blisko połowy społeczeństwa poziom tejże wiedzy jest mały bądź bardzo mały.⁸ Inną zaletą zniesienia zakazu akwizycji do OFE mógłby być wzrost konkurencji w branży. Jeśli zaś chodzi o nieprawidłowości, które były wymieniane przy wprowadzaniu omawianego zakazu, a w szczególności te o charakterze informacyjnym, mogłyby one stać się punktem wyjścia przykładowo do określenia obowiązkowego zakresu informacji, jakie OFE powinny prezentować potencjalnym uczestnikom, nie zaś jednym z powodów do całkowitej eliminacji akwizycji.

2.3.3. 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. Nie miałyby to wpływu na stan finansów publicznych, gdyż dodatkowy nakład jest po stronie pracownika, który jednocześnie może się cieszyć z niskokosztowej formy oszczędzania. 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.

⁸ „Poziom wiedzy finansowej Polaków 2021”, badanie na zlecenie Warszawskiego Instytutu Bankowości (WIB) i Fundacji GPW, s. 3-4

3. OFE a projekt ustawy o ich przekształceniu

3.1. ZAŁOŻENIA OSTATNIEJ PROPOZYCJI PRZEKSZTAŁCENIA OFE I ICH WSTĘPNA OCENA

Zgodnie z pierwotnym terminarzem, ustawa przekształcająca Otwarte Fundusze Emerytalne miała wejść w życie już 1 czerwca 2021 r., jednak zaplanowane na koniec kwietnia głosowanie po trzecim czytaniu nie odbyło się. Od tego momentu kwestia OFE tkwi w martwym punkcie, pozostawiając ich uczestników oraz rynek kapitałowy w niepewności co do przyszłych losów środków zgromadzonych w funduszach.

Naturalnie sposób, w jaki ostatecznie zostanie rozwiązana sprawa OFE, może ulec jeszcze drastycznym zmianom, ale warto przypomnieć główne założenia ostatniego projektu ustawy i potraktować je jako punkt wyjścia do dalszych rozważań. We wspomnianym projekcie zapisano, że:

- Powszechne Towarzystwa Emerytalne (PTE) zarządzające OFE przekształcą się w Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (TFI); OFE staną się Specjalistycznymi Funduszami Inwestycyjnymi Otwartymi (SFIO), które będą zarządzane przez TFI powstałe z przekształcenia PTE
- każdy ubezpieczony (tj. ok 15,2 mln członków OFE) będzie miał prawo wyboru - domyślną opcją będzie przeniesienie środków z OFE na IKE z możliwością jego dalszego dobrowolnego zasilania (na IKE nie będzie trafiała żadna część składki emerytalnej)
- w przypadku osób, które zdecydują o przejściu w całości do I filaru, środki przez nich zgromadzone w OFE zostaną zapisane na indywidualnym koncie prowadzonym w ZUS, a odpowiadające im aktywa trafią do Funduszu Rezerwy Demograficznej
- przeniesienie pieniędzy z OFE do IKE będzie podlegało 15 proc. opłacie przekształceniowej, wypłaty emerytur z IKE będą zwolnione z PIT. W przypadku oszczędzania na emeryturę w ZUS, po złożeniu deklaracji o przeniesieniu aktywów z OFE do ZUS opłata przekształceniowa nie będzie pobierana, ale przyszłe wypłaty emerytur będą opodatkowane podatkiem dochodowym (PIT)
- oszczędności w IKE podlegają dziedziczeniu, w przeciwieństwie do oszczędności zgromadzonych w ZUS
- polityka inwestycyjna SFIO przekształconych z OFE ma być dostosowana do wieku i profilu ryzyka ubezpieczonych w długim terminie; koszty zarządzania środkami pochodzącymi z OFE mają być ściśle limitowane
- w ramach SFIO funkcjonować będą dwa subfundusze: emerytalny i przedemerytalny. Do funduszu przedemerytalnego trafią uczestnicy SFIO na pięć lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego. Subfundusz przedemerytalny min. 85 proc. aktywów będzie utrzymywał w papierach dłużnych i depozytach
- opłata przekształceniowa (15% od aktywów przeniesionych do IKE) zostanie przekazana do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (FUS) w dwóch częściach: najpierw 70% a następnie pozostałe 30%
- zarządzaniem środkami Funduszu Rezerwy Demograficznej (FRD) będzie się zajmowało TFI PFR

O ile sam projekt ustawy ocenia się przychylnie jako całość pod tym względem, że znosi on ciężar nad rynkiem niepewność co do przyszłości OFE, o tyle zawiera on też kilka kwestii spornych. Jedną z najbardziej jaskrawych jest temat opłaty przekształceniowej. Uzasadnieniem tejże opłaty było to, że od emerytur jest płacony podatek dochodowy, którym środki przy wypłacie z IKE obciążone nie są. 15% pobrane „na wejściu” zrównuje według twórców projektu emerytury oraz wypłaty z IKE pod względem obciążeń podatkowych. Znaki zapytania, jakie w tym kontekście należy poruszyć, to:

- zasadność pobierania od uczestników OFE decydujących się na wybór IKE opłaty przekształceniowej „z góry”, podczas gdy podatek dochodowy obciąża emerytury dopiero przy wypłacie
- niepewność co zmian w systemie podatkowym, która powoduje, że poziom obciążenia opłatą przekształceniową transferu środków z OFE do IKE względem poziomu opodatkowania emerytur z ZUS może być bardzo asymetryczny
- w związku z wejściem w życie „Nowego Ładu” i podwyższeniem kwoty wolnej od podatku, oznaczającym zwolnieniem z PIT większości emerytur, pierwotna wysokość opłaty przekształceniowej traci uzasadnienie
- wpływ opłaty przekształceniowej na decyzje uczestników OFE co do pozostania w I filarze lub transferu środków na IKE

Powyższe wątpliwości wydają się jednoznacznie wskazywać, że aby nie dyskryminować jakiegokolwiek grupy ubezpieczonych na emeryturę wobec prawa, adekwatną formą opodatkowywania środków z OFE jest podatek płacony dopiero przy wypłacie środków. Mniej oczywistą kwestią jest to, jak opłata transferowa (ale naturalnie nie tylko ona) wpłynie na decyzje uczestników OFE odnośnie opcji domyślnej (IKE) lub przeniesienia środków do ZUS oraz z czego OFE tę opłatę pokryją. Analizę konsekwencji tego zjawiska przedstawiono w kolejnym punkcie raportu.

3.2. POTENCJALNE SKUTKI PRZEKSZTAŁCENIA OFE

Jak wspomniano, kluczową kwestią dla rynku kapitałowego w Polsce w oparciu o ostatni projekt ustawy przekształcającej OFE byłoby to, jak duża część uczestników funduszy chciałaby przenieść swoje środki na subkonto w ZUS. Przy ocenie skutków regulacji projektu pojawiały się na ten temat różne założenia – początkowo, że będzie to 20%, następnie – 50%. Przyjmując za punkt wyjścia stan portfeli OFE z końca marca br. oraz zakładając, że środki byłyby przekazywane do ZUS w równych proporcjach jeśli chodzi o kategorie aktywów, operacja ta wyglądałaby jak według tabeli poniżej.

Zmiany w zagregowanym portfelu OFE przy różnej proporcji osób chcących przenieść środki do ZUS

Klasa aktywów	Wartość aktywów przekazanych do ZUS-u (zł)			Stan środków po przekazaniu aktywów do ZUS-u (zł)		
	Wartość aktywów na 31.03.2022 r. (zł)	udział	przy 20% wybierających ZUS	przy 50% wybierających ZUS	przy 20% wybierających ZUS	przy 50% wybierających ZUS
papiery nieskarbowe krajowe	11 407 078 573	6%	2 281 415 715	5 703 539 287	9 125 662 859	5 703 539 287
depozyty	3 441 140 435	1,95%	688 228 087	1 720 570 218	2 752 912 348	1 720 570 218
akcje krajowe	143 268 948 064	81,34%	28 653 789 613	71 634 474 032	114 615 158 451	71 634 474 032
akcje zagraniczne	17 348 716 051	9,85%	3 469 743 210	8 674 358 025	13 878 972 841	8 674 358 025
jednostki uczest. krajowe	0	0%	0	0	0	0
środki pieniężne i należności	659 370 498	0,37%	131 874 100	329 685 249	527 496 399	329 685 249
Razem	176 125 253 621	100%	35 225 050 724	88 062 626 811	140 900 202 897	88 062 626 811

Prostą konsekwencją opisanej transakcji będzie uszczuplenie aktywów OFE, ale przy niezmienionej strukturze inwestycji. Przyjmując, że trafiające do Funduszu Rezerwy Demograficznej (FRD) akcje będą pasywnie zarządzane i nie nastąpi ich wyprzedaż, prawdopodobnie nie wystąpią też negatywne skutki dla GPW w rozumieniu dodatkowej podaży akcji. Powstaje jednak pytanie o to, nad którymi spółkami w wyniku przekształcenia OFE Skarb Państwa może przejąć kontrolę. Im więcej osób zdecyduje się na ZUS, tym pytanie to staje się bardziej zasadne.

nazwa spółki	udział OFE w kapitale spółki
Develia S.A.	66%
Ferro S.A.	63%
Grupa Kęty S.A.	61%
Comp S.A.	47%
Sanok Rubber Co. S.A.	46%
Kruk S.A.	44%
AB S.A.	44%
Mostostal Warszawa S.A.	38%
Decora S.A.	36%
Inter Cars S.A.	35%
Oponeo.pl S.A.	34%
Agora S.A.	32%
Medicalgorithmics S.A.	31%
VRG S.A.	31%

Jeśli przyjąć, że przy rozproszonym akcjonariacie i braku inwestora strategicznego kontrolę nad spółką można przejąć posiadając 30% jej akcji, to w scenariuszu kiedy połowa uczestników OFE będzie chciała pozostać w I filarze, państwo zyskałoby kontrolę nad trzema spółkami: Develia, Ferro oraz Grupa Kęty. Zakładając zaś skrajny scenariusz, w którym nikt nie chciałby przenieść swoich składek na IKE, wszystkie wymienione w tabeli spółki znalazłyby się pod państwową kontrolą. Sytuacja, kiedy ten sam podmiot (państwo) kieruje wybranymi firmami, a jednocześnie stanowi prawo w kraju ich funkcjonowania, może prowadzić do pewnych patologii, a maksymalizacja zysku dla akcjonariuszy nie musi mieć pierwszorzędного znaczenia. To z kolei może grozić przeceną spółek zagrożonych przejściem przez Skarb Państwa. Dlatego pożądana jest taka konstrukcja ustawy przekształcającej OFE, w której możliwy zakres nacjonalizacji spółek z GPW byłby jak najmniejszy. Wziąwszy zaś pod uwagę, że skala przejęć państwowych może nie być do końca przewidywalna (nie wiadomo ile osób zdecyduje się na ZUS), ustawa mogłaby nakreślać sposób dalszego postępowania Państwowego Funduszu Rozwoju (zarządzającego środkami w FRD) względem spółek wziętych pod kontrolę i wzorem wymogów dla przyszłych TFI (powstałych z przekształcenia PTE) ustalić dla PFR minimalne progi zaangażowania w akcje na kolejne lata.

Po rozstrzygnięciu, ilu z dotychczasowych uczestników OFE pozostałoby przy opcji domyślnej (IKE), przyszłaby kolej na opłatę transferową, która w pierwszej transzy wyniosłaby 10,5% (70%*15%). Jeśli założyć, że PTE pokryłyby tę należność z najbardziej płynnych aktywów, tj. gotówki, depozytów oraz poprzez sprzedaż akcji zagranicznych, wpłynęłoby to na zmianę ich finalnej struktury aktywów i jeszcze bardziej akcyjny charakter (udział akcji wzrósłby z 81% do blisko 91%). Jeśli pierwsza część opłaty miałaby sięgnąć 12,2%, to wymienione wcześniej klasy aktywów jako pierwsze do upłynnienia uległyby wyczerpaniu, a OFE pozostałoby już tylko z papierami nieskarbowymi oraz akcjami krajowymi. Naturalnie jest to tylko hipotetyczny scenariusz, który ma na celu wskazanie, że opłata transferowa w wysokości 15% wartości aktywów przy aktualnej strukturze portfeli OFE niesie konieczność wyprzedazy papierów korporacyjnych/akcji polskich wartych ok. 3% ich aktywów (czyli 2,6 mld zł przy założeniu, że 50% uczestników OFE pozostanie przy opcji domyślnej).

Należność dla ZUS z tytułu I części opłaty przekształceniowej

	przy 20% wybierających ZUS	przy 50% wybierających ZUS
	14 794 521 304	9 246 575 815
STRUKTURA AKTYWÓW PO OPLACIE TRANSFEROWEJ*		
papiery nieskarbowe krajowe		7,2%
depozyty		0,0%
akcje krajowe		90,9%
akcje zagraniczne		1,9%
jednostki uczest. krajowe		0,0%
środki pieniężne i należności		0,0%
Razem		100,0%

*przy pokrywaniu opłaty kolejno poprzez gotówkę, depozyty oraz sprzedaż akcji zagranicznych

Podaż akcji spowodowana koniecznością zapłaty opłaty transferowej oczywiście nie kończy kaskady podaży akcji, jaka łączy się z przekształceniem OFE w SFIO. Można się spodziewać, że nowe fundusze emerytalne będą dążyć do zmiany struktury alokacji aktywów i odchodzić od stricte akcyjnego charakteru ku bardziej zbilansowanej kompozycji pomiędzy papierami udziałowe a dług (tak jak to było przed reformą z 2014 r.). Jeśli przyjąć, że będą w pełni korzystać z przewidzianych w ostatnim projekcie ustawy poluzowań limitów zaangażowania w akcje o 2 pkt. proc. rocznie, to z tego tytułu podaż akcji w pierwszym roku może wynieść blisko 1,5 mld zł (w scenariuszu, gdy 50% osób wybierze ZUS). Do tego należy doliczyć też sprzedaż związaną z koniecznością zamiany jednostek funduszu emerytalnego (wydzielonego w ramach powstałego z OFE SFIO) na jednostki tzw. funduszu przedemerytalnego postępującą systematycznie wraz ze zbliżaniem się posiadacza tych jednostek do wieku emerytalnego (począwszy od okresu 5 lat poprzedzającego tenże wiek). Zakładając, że może to być podaż zbliżona do dzisiejszej wartości transferów związanych z mechanizmem suwaka, to sumarycznie nowe SFIO mogą rokrocznie pozbywać się akcji polskich o wartości ponad 2 mld zł. Oczywiście pod znakiem zapytania pozostanie też kwestia tego, co będzie działo się z akcjami wartymi ponad 70 mld zł przekazanymi do FRD.

3.3. POŻĄDANE CECHY REFORMY OFE

Należy pamiętać, że tzw. „IKE bis” powstałe z przekształcenia OFE nie będą miały nowych inwestorów. Konta zostaną zasilone tylko przez tych uczestników OFE, którzy w momencie transformacji otwartych funduszy emerytalnych nie będą chcieli, aby ich środki trafiły do ZUS. Liczba posiadaczy „IKE bis” będzie z upływem czasu malała wraz z osiąganiem przez nich wieku emerytalnego. Tak jak opisano to w rozdziale 2.1.2, kres istnienia „IKE bis” podobnie jak w przypadku samych OFE może przypaść na lata 60-te obecnego stulecia⁹.

Zważywszy na powyższe zmiana funkcjonowania/transformacja OFE powinna uwzględniać mechanizmy ukierunkowane na jak najdłuższe pozostawanie zgromadzonych poprzez fundusze środków na rynku kapitałowym z możliwością dodatkowego zasilania nowopowstałych „IKE bis”. O ile to ostatnie zostało przewidziane w projekcie ustawy poprzez dobrowolne wpłaty, o tyle w rzeczywistości nie musi przekładać się na realne dopłaty (efektem byłoby konto „IKE bis” zasilone tylko pierwszym transferem). Aby przeciwdziałać powstawaniu nieaktywnych kont oraz wydłużyć okres ich istnienia, można rozważyć:

- wzorem PPK - automatyczność dopłat uiszczanych jako niewielki procent wynagrodzenia (oczywiście z możliwością rezygnacji)
- promowanie dodatkowych wpłat (np. poprzez dopłaty od państwa przy przekroczeniu ustalonego progu wpłat)
- zachęty do tego, aby po osiągnięciu wieku emerytalnego nie wypłacać jednorazowo wszystkich środków, a pozwalać im jak najdłużej „pracować”, celem pomnażania kapitału na jesień życia; aby taki efekt uzyskać, przykładowo opłata transferowa mogłaby być płacona nie „z góry” a „z dołu” i być niższa w przypadku wypłat ratalnych rozłożonych na jak najdłuższy okres czasu względem jej poziomu przy wypłacie jednorazowej
- zwiększenie rocznego limitu wpłat na IKE dla osób posiadających „IKE bis” (przykładowo poprzez wydzielenie osobnego limitu dla „IKE bis”)

Równoległym dążeniem przy przeprowadzeniu skutecznej reformy OFE, uwzględniającym minimalizację niekorzystnych efektów dla GPW, a tym samym i uczestników funduszy, powinno być generalne upowszechnianie i zachęcanie do oszczędzania na emeryturę. Jak zaznaczono, pula środków zgromadzonych w OFE w tej i czy innej formie będzie ulegać stopniowemu „odchudzeniu” wraz z dożywaniem przez obecnych uczestników funduszy wieku emerytalnego. Dlatego tak ważne jest zbilansowanie wywołanej poprzez to zjawisko podaży akcji polskich, strumieniem dodatkowego popytu. W tym punkcie podkreśla się często rolę uruchomionych w 2019 r. Pracowniczych Planów Kapitałowych, które dzięki rokrocznym napływom rządu kilku miliardów złotych mają szansę wspomnianą podaż zneutralizować (a nawet przekroczyć). Zważywszy jednak na niższą od zakładanej partycypację w programie, wszelkie kroki zmierzające do jej intensyfikacji należałoby oceniać na plus. Wśród takich działań wymienić można na przykład ulgi podatkowe dla pracodawców, u których partycypacja przekroczy określony poziom¹⁰. Nie do przecenienia jest również kwestia edukacji społeczeństwa o potrzebie dodatkowego odkładania oszczędności na jesień życia poza obowiązkowymi składkami ubezpieczeniowymi.

⁹ Przyjmując, że posiadacze „IKE bis” po osiągnięciu wieku emerytalnego będą wypłacać jednorazowo wszystkie zgromadzone środki

¹⁰ Postulat wysunięty podczas konferencji Fundacji GPW „Perspektywy oszczędzania Polaków, ocena dotychczasowych faz tworzenia PPK, przesłanki dalszego rozwoju”

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, oprócz tego, że wymusza on określony sposób zarządzania, aby fundusz posiadał odpowiednią ilość gotówki do przelania na subkonto w ZUS, nieuchronnie prowadzi on też do samolikwidacji OFE. W tym kontekście ważna jest również znikoma liczba nowych uczestników OFE, stąd duże znaczenie miałyby wprowadzenie konieczności informowania nowozatrudnionych osób o możliwości przystąpienia do funduszu emerytalnego.

Należy jednak zaznaczyć, że mimo obarczenia wieloma wadami wynikającymi z wprowadzonych przepisów prawnych, otwarte fundusze emerytalne są rozwiązaniami bardzo efektywnymi, jeżeli analizować obszar uzyskiwanych wyników. Ich dalsze losy są też ważnym elementem odbudowania lub ponownego podważenia zaufania społecznego do systemu emerytalnego, co nie pozostaje bez znaczenia dla partycypacji ludności w innych programach służących oszczędzaniu na jesień życia (jak PPK). Kolejna reforma OFE powinna zatem naprawiać zarówno sentyment, jak i możliwości skutecznego pomnażania kapitału związanych z byciem uczestnikiem funduszu, a przy tym uwzględniać wpływ proponowanych zmian na krajowy rynek akcyjny, na którym to obecnie ulokowana jest znacząca większość środków zgromadzonych przez członków otwartych funduszy emerytalnych.



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.