

R A P O R T Y C A S E  
C A S E R E P O R T S

*Centrum Analiz  
Społeczno-Ekonomicznych*



*Center for Social  
and Economic Research*

**Piotr Bujak, Mariusz Jarmużek,  
Sebastian Kordel, Wioletta Nawrot,  
Jarosław Śmietaniak**

**Średniokresowa projekcja  
działalności inwestycyjnej  
Otwartych Funduszy Emerytalnych  
na regulowanym rynku giełdowym akcji**

**Wprowadzenie  
Marek Góra**

*Warszawa, 2001*

*nr 43*

Prezentowane w serii „Raporty CASE” stanowiska merytoryczne wyrażają poglądy Autorów i niekoniecznie są zbieżne z oficjalnym stanowiskiem CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych.

Raport przygotowany w ramach projektu badawczego „Średniookresowa projekcja działalności inwestycyjnej Otwartych Funduszy Emerytalnych na regulowanym rynku giełdowym akcji” finansowanego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Publikacja została sfinansowana ze środków Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. oraz Wrigley Poland Sp. z o.o.

Słowa kluczowe: system emerytalny, inwestycje, fundusze emerytalne, giełda.

© CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych,  
Warszawa 2001

Wszelkie prawa zastrzeżone.

Zabronione jest kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakimkolwiek celu i postaci bez pisemnej zgody autora i wydawcy.

DTP: CeDeWu – CeDeWu Sp. z o.o.

Opracowanie graficzne – Agnieszka Natalia Bury

Wydawca:

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych

ul. Sienkiewicza 12, 00-944 Warszawa

tel.: (48 22) 622 66 27, 828 61 33

fax (48 22) 828 60 69

e-mail: [case@case.com.pl](mailto:case@case.com.pl)

[www.case.com.pl](http://www.case.com.pl)

ISSN 1506-1647 ISBN 83-7178-264-0

# Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	<b>5</b>
<b>Wprowadzenie – Inwestowanie składek w nowym polskim systemie emerytalnym – Marek Góra</b> . . . .	<b>7</b>
1. Nowy system emerytalny - kilka istotnych uwag .....	7
2. Finansowa część systemu emerytalnego (tzw. drugi filar) .....	8
3. Wybrane kwestie dotyczące drugiego filara .....	10
4. Projekcja działalności inwestycyjnej OFE .....	13
Literatura	13
<b>Część I. Model aktywów OFE</b> .....	<b>14</b>
<b>Część II. Strategie inwestycyjne</b> .....	<b>15</b>
<b>Część III. Ograniczenia administracyjno-prawne</b> .....	<b>18</b>
3.1. Wprowadzenie .....	18
3.2. Charakterystyka prawna OFE i PTE .....	20
3.2.1. Konstrukcja prawna .....	20
3.2.2. Bezpieczeństwo funkcjonowania systemu .....	21
3.2.3. Majątek funduszu emerytalnego .....	22
3.3. Otwarty fundusz emerytalny typu A i B .....	23
3.4. Limity rodzajowe i wartościowe .....	23
3.4.1. Założenia wstępne .....	23
3.4.2. Wykładnia przepisów rozdziału XV ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych	24
3.4.3. Wykładnia przepisów rozporządzenia Rady Ministrów w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne .....	26
3.5. Polityka inwestycyjna funduszu pracowniczego - normy szczególne .....	27
3.5.1. Akcje złożone na rachunkach ilościowych .....	27
3.5.2. Środki na odrębnym rachunku pieniężnym, o którym mowa w art. 100 ust. 4 .....	28
3.6. Inwestowanie funduszy w akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym .....	29
3.7. Inwestowanie poza granicami kraju .....	31
3.8. Uzasadnienie istnienia limitów inwestycyjnych .....	31
3.9. Naruszenie ograniczeń inwestycyjnych .....	32
3.10. Minimalna wymagana stopa zwrotu .....	33
3.10.1. Charakterystyka prawna .....	33
3.10.2. Uzasadnienie przyjętych reguł prawnych .....	34
<b>Część IV. Ograniczenia rynkowe</b> .....	<b>36</b>
4.1. Trendy w liczebności i strukturze własności akcji i spółek notowanych na WGPW .....	36
4.1.1. Wycofanie akcji przez spółki celem ich notowania na giełdach zagranicznych .....	38
4.2. Atrakcyjność fundamentalna polskich spółek giełdowych .....	39
<b>Część V. Wnioski</b> .....	<b>41</b>
<b>Załącznik – Projekcja popytu OFE na akcje na regulowanym rynku giełdowym</b> .....	<b>42</b>

### **Marek Góra**

Profesor w Szkole Głównej Handlowej, gdzie uzyskał stopień doktora i doktora habilitowanego. Prowadzi wykłady z zakresu makroekonomii, ekonomii emerytalnej i ekonomii pracy. Realizował prace badawcze w London School of Economics, Erasmus University Rotterdam oraz Institute for Economic Research (Monachium). Jest także Research Fellow w William Davidson Institute, University of Michigan. Marek Góra jest współautorem projektu reformy emerytalnej zatytułowanego *Bezpieczeństwo dzięki różnorodności* oraz szefem zespołu ekspertów pracujących nad reformą emerytalną. Jest autorem licznych publikacji z zakresu ekonomii emerytalnej, ekonomii pracy, bezrobocia, polityki rynku pracy, a także makro- i mikroekonomicznych problemów transformacji w krajach Europy Środkowej i Wschodniej.

### **Piort Bujak**

Współpracuje z CASE od jesieni 1999 roku. Jest współautorem kwartalnika *Polska Gospodarka – Tendencje, Oceny, Prognozy*. Specjalizuje się w analizie makroekonomicznej, w szczególności polityki monetarnej i rynków finansowych. Odbił staże w Narodowym Banku Polskim, BRE Banku i ING Barings. Obecnie uczestniczy w projekcie doradczym dla prezydenta Gruzji. Studiuje na Uniwersytecie Warszawskim. Jest stypendystą Ministra Edukacji Narodowej.

### **Mariusz Jarmużek**

Współpracuje z CASE od 1997 r. Pracuje w zespole przygotowującym prognozy makroekonomiczne dla Polski, publikowane w kwartalniku *Polska Gospodarka – Tendencje, Oceny, Prognozy*. Poza tym od czerwca 2000 r. jest zaangażowany w projekt doradczy dla prezydenta Gruzji.

W marcu 2000 r. ukończył studia magisterskie na Uniwersytecie Łódzkim. Jest doktorantem w Instytucie Nauk Ekonomicznych PAN oraz stypendystą naukowym Bankowej Fundacji im. Mariana Kantona. Specjalizuje się w analizie makroekonomicznej oraz ekonometrii. Był stażystą w Banku Światowym, ING Barings oraz Narodowym Banku Polskim. Jest autorem publikacji o inflacji i stopach procentowych.

### **Sebastian Kordel**

Współpracownik CASE od czerwca 2000 r. Jest absolwentem Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza w Poznaniu. Specjalizuje się w prawie gospodarczym. Od 1999 r. jest aplikantem adwokackim.

### **Wioletta Nawrot**

Tytuł magistra uzyskała w 1997 r. w Szkole Głównej Handlowej w Kolegium Zarządzania i Finansów. Obecnie pracuje nad pracą doktorską w SGH i w Université de Paris I Pantheon-Sorbonne w Paryżu. Ukończyła m.in. kurs dla doradców inwestycyjnych oraz szkolenia organizowane przez Mazars & Guerard w Paryżu w zakresie audytingu.

### **Jarosław Śmietaniak**

Absolwent kierunku Finanse i Bankowość Akademii Ekonomicznej w Poznaniu. Wszechstronne zainteresowania mikro- i makroekonomiczne. Specjalizuje się w zagadnieniach związanych z rozwojem rynków finansowych oraz restrukturyzacją przedsiębiorstw. Realizator wielu projektów doradczych oraz analiz branżowych. Aktualnie współtworzy dział doradztwa biznesowego w jednej z czołowych firm informatycznych w Polsce.

## Wstęp

Głównym celem opracowania jest średniookresowa projekcja popytu Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE) na akcje notowane na regulowanym rynku giełdowym czyli w przeważającej mierze na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (WGPW).

W związku z tym w pierwszej kolejności zbudowano model dopływu funduszy do OFE określonych założeń makroekonomicznych. Następnie skonstruowano model aktywów netto funduszy uwzględniający założenia dotyczące struktury aktywów i stopy zwrotu zagregowanych pozycji portfela inwestycyjnego OFE (akcje oraz papiery dłużne i lokaty bankowe). Pozwoliło to na sporządzenie prognozy, generowanego przez OFE, popytu na akcje.

Opracowanie ma jednak charakter znacznie szerszy. Podjęto w nim próbę identyfikacji i analizy tych czynników związanych z reformą emerytalną oraz specyfiką polskiego rynku kapitałowego, które zadecydują o efektywnej alokacji kapitału zgromadzonego przez członków Otwartych Funduszy Emerytalnych.

Strategie inwestycyjne OFE będą jednak determinowane wieloma czynnikami. Najważniejszymi z nich są lub mogą być ograniczenia inwestycyjne, zarówno te wynikające z przepisów prawnych regulujących funkcjonowanie systemu emerytalnego w Polsce, jak również te mogące wynikać m.in. z płynności polskiego rynku akcji oraz atrakcyjności inwestycyjnej polskich spółek giełdowych.

Przeprowadzone analizy dały więc precyzyjne wyniki, co do strumienia zasilającego otwarte fundusze emerytalne oraz zidentyfikowały te obszary działalności funduszy, które mogą bezpośrednio wpłynąć na efektywność inwestycji Otwartych Funduszy Emerytalnych.

## Wprowadzenie

# Inwestowanie składek w nowym polskim systemie emerytalnym

Marek Góra

Nowoczesny system emerytalny to narzędzie alokacji dochodu w cyklu życia [1]. W okresie aktywności zawodowej tworzone są przez każdego oszczędności, które w okresie starości służą finansowaniu jego konsumpcji. Takie rozumienie celu społecznego systemu emerytalnego pozwala na skonstruowanie go w sposób prosty, przejrzysty i bezpieczny. Kluczową kwestią konstrukcji tego systemu jest dobre określenie narzędzi ekonomicznych, dzięki którym może nastąpić alokacja dochodu. Nie gromadzi się przecież konkretnych dóbr, lecz jedynie tytuły do ich otrzymania w przyszłości. Inwestowanie części bieżących dochodów wpłacanych w formie składki jest jednym z narzędzi umożliwiających funkcjonowanie systemu emerytalnego. Inwestowanie to budowanie kapitału i nie należy go utożsamiać z kupowaniem dowolnych instrumentów finansowych.

Opracowanie CASE „Średniookresowa projekcja działalności inwestycyjnej Otwartych Funduszy Emerytalnych na regulowanym rynku giełdowym akcji” koncentruje się właśnie na tym jednym z najważniejszych obecnie problemów systemu emerytalnego, czyli na inwestowaniu. Jest to ważne ponieważ zdecydowanie niedoceniana jest różnica między kapitałowym i finansowym rozumieniem funkcjonowania funduszy emerytalnych. Opracowanie CASE przyczynia się do dostrzeżenia tej kwestii i wynikających z niej konsekwencji.

## I. Nowy system emerytalny – kilka istotnych uwag

Od 1 stycznia 1999 r. obowiązuje w Polsce nowy system emerytalny; stary system przestał istnieć dzień wcześniej [2]. Jest to fakt o fundamentalnym znaczeniu dla realizacji celów

społecznych, jak również dla gospodarki. Cel społeczny, jakim jest dostarczenie ludziom bezpiecznego i efektywnego sposobu generowania środków na okres starości, jest w nowym systemie lepiej realizowany. Jest on jednocześnie neutralny z punktu widzenia funkcjonowania gospodarki – a w niektórych sytuacjach może mu nawet pomagać.

Nowy system emerytalny jest aktuarialnie zbilansowany, co znaczy, że bieżąca zdyskontowana wartość obecnych i przyszłych wydatków systemu jest równa bieżącej zdyskontowanej wartości jego przychodów [3]. Podkreślić należy, że cecha ta dotyczy obu części systemu emerytalnego popularnie zwanych filarami. System nie tworzy już należności, które nie mają jasno zdefiniowanego finansowania. Taka konstrukcja jest zalecana przez OECD wszystkim państwom członkowskim [4]. Dzięki wprowadzeniu nowego systemu Polska znalazła się w nielicznym gronie państw, które zrealizowały to zalecenie [5].

Nowy polski system emerytalny bywa postrzegany jako podobny do chilijskiego, albo – mówiąc ogólniej – do systemów latynoamerykańskich. Jest to jednak powierzchowne podobieństwo. Polski system różni się od tych systemów w sposób zasadniczy. Największe podobieństwo wykazuje do nowego szwedzkiego systemu emerytalnego, ma w sobie także wbudowane mechanizmy wzorowane na rozwiązaniach dalekowschodnich oraz anglosaskich.

Konstrukcja nowego polskiego systemu emerytalnego jest dość różna od systemów emerytalnych – tak tradycyjnych, jak i zreformowanych – spotykanych w innych krajach. Jej zrozumienie wymaga oderwania się od schematu myślowego leżącego u podstaw tradycyjnych europejskich systemów emerytalnych, jak również od schematu myślowego leżącego u podstaw większości reform emerytalnych przeprowadzanych obecnie na świecie.

[1] Uzasadnienie takiego podejścia prezentowane jest w pracach Góra (2001a) oraz Góra and Palmer (2001).

[2] Zastąpienie starego systemu nowym dotyczy wszystkich ubezpieczonych urodzonych po 31 grudnia 1948 r. Więcej szczegółów można znaleźć w Góra (2001).

[3] Problemem pozostają jednak zobowiązania starego systemu wyrażone w formie kapitału początkowego.

[4] Patrz OECD (2000).

[5] Patrz OECD (2001). Szereg uwag na temat nowego polskiego systemu emerytalnego można także znaleźć w poprzednich przeglądach OECD (1999 oraz 2000).

## Emerytalna i nieemerytalna część systemu ubezpieczeń społecznych

System ubezpieczeń społecznych działający w Polsce do 31 grudnia 1998 r. nie indywidualizował nie tylko ludzi, których obsługiwał, ale także poszczególnych celów społecznych, którym służył. Próbowano w ten sposób osiągnąć wiele celów, co jednak odbijało się silnie negatywnie na skuteczności osiągania każdego z nich. Nowy system emerytalny został jednoznacznie wydzielony z całości systemu ubezpieczeń społecznych. Dotyczy to całego systemu emerytalnego – nie tylko jego części popularnie zwanej drugim filarem. Pozwala to na stosowanie w każdej z części systemu ubezpieczeń społecznych takich narzędzi, jakie są w jej przypadku najefektywniejsze. Część emerytalna, czyli oba filary, została w całości oparta na indywidualnych kontach emerytalnych, czyli działa według zasady zdefiniowanej składki.

Oddzielenie od siebie części emerytalnej i nieemerytalnej w systemie ubezpieczeń społecznych jest najważniejszym elementem reformy. Podyktowane ono jest tym, że ryzyko w obu tych częściach jest istotnie różne, a więc różne powinny być również narzędzia wykorzystywane dla realizacji celów społecznych realizowanych przez każdą z tych części. Rozdzielenie obu tych części jest pierwotne wobec wszystkich innych zmian w systemie, włączając w to podział na filary.

### Finansowe i niefinansowe konta emerytalne

Tradycyjnie dzieli się systemy emerytalne na dwie grupy, czyli systemy repartycyjne (PAYGO) oraz kapitałowe. Taki podział, choć rozpowszechniony, jest jednak trochę mylący. Dla zrozumienia, jak skonstruowany jest nowy polski system emerytalny, lepiej jest używać rozróżnienia na część, która związana jest z rynkami finansowymi (tzw. drugi filar) oraz część związaną z funkcjonowaniem realnej gospodarki, czyli wzrostem gospodarczym (tzw. pierwszy filar). Nie ma w tym krótkim tekście miejsca na omawianie szczegółów tego podziału. Znaleźć je można w pracach Góra (2001), Góra i Palmer (2001). Tu sprecyzuję jedynie, że pod pojęciem PAYGO rozumiem rolowanie długu publicznego, natomiast pod pojęciem kapitalizacji rozumiem inwestowanie

w instrumenty sektora prywatnego. Widać, że takie rozumienie nie w pełni pokrywa się z podziałem na część finansową i niefinansową.

Dla zrozumienia konstrukcji nowego systemu emerytalnego najważniejsze jest jednak to, że oba filary są po prostu indywidualnymi kontami emerytalnymi dwóch różnych typów. Są one do siebie podobne, gdyż obydwa służą indywidualnemu generowaniu środków na emeryturę. Różnią się natomiast sposobem finansowania stopy zwrotu jaką się na tych środkach uzyskuje w okresie ich akumulacji.

Tabela 1 oraz ramka są najkrótszym możliwym przedstawieniem nowego systemu emerytalnego.

## 2. Finansowa część systemu emerytalnego (tzw. drugi filar)

Alokacja dochodu w cyklu życia poprzez uczestnictwo w drugim filarze polega na kupowaniu instrumentów finansowych za obowiązkowo wpłacane składki emerytalne. Drugi filar (konto) emerytalny w Polsce – w przeciwieństwie do wielu innych systemów opisywanych przy pomocy filarowej terminologii – pełni rolę identyczną jak pierwszy filar (konto). Ten fakt wymaga szczególnego podkreślenia, ponieważ na skutek skojarzeń z systemami emerytalnymi w innych krajach drugi filar błędnie rozumiany jest jako dodatkowy w stosunku do podstawowego pierwszego filaru. Oba filary są tak samo nowe, żaden z nich nie jest kontynuacją starego systemu. Oba pełnią równorzędną rolę. Drugi filar pozostaje przy tym integralną częścią systemu ubezpieczeń społecznych. Jest on obowiązkowy i w związku z tym – z definicji – publiczny. Zarządzanie nim przekazane zostało jednak na zewnątrz do sektora prywatnego. Takie *contracting-out* ma głębokie uzasadnienie efektywnościowe. Nie znaczy ono jednak, że fundusze emerytalne stały się częścią sektora prywatnego. Środki, którymi zarządzają fundusze emerytalne to dokładnie te same środki, którymi zarządzał ZUS w ramach starego systemu. Ich przekierowanie w niczym nie zmienia ich istoty. Zmianie uległy metody, a nie zasady realizacji celów społecznych.

Tabela 1. Obowiązkowe składki w Polsce na przed i po wprowadzeniu nowego systemu emerytalnego

	Cała składka	Pierwsze indywidualne konto (niefinansowe)	Drugie indywidualne konto (finansowe)	Pozostałe elementy systemu
przed 1-01-1999				
Obowiązkowa składka	36,59 <sup>a</sup>	–	–	36,59
od 1-01-1999				
Obowiązkowa składka emerytalna	19,52	12,22	7,3	–
Inne obowiązkowe składki	17,07	–	–	17,07

a/ ubruttowiony dawny procentowy wymiar składki wynoszący 45%.

**Najkrótszy opis nowego systemu emerytalnego:**

- składki emerytalne płacone są za konkretne osoby (połowę płacą pracownicy, połowę płaci pracodawca);
- składki zapłacone za te osoby, rozdzielane są między dwa indywidualne konta (12,22% na pierwsze konto, natomiast 7,3% na drugie);
- zapłacone składki tworzą na kontach emerytalnych zobowiązania systemu emerytalnego wobec osób, za które zostały zapłacone;
- dotychczas zapłacone składki zarabiają procent, który doliczany jest do ich sumy (stan kont powinien być komunikowany uczestnikom systemu na wyciągach podobnych do tych, które otrzymujemy z banku);
- w momencie przejścia na emeryturę zobowiązania systemu wobec uczestników (suma zapłaconych składek plus zarobiony przez nie procent) pozwalają uzyskać emeryturę dożywotnią w wielkości zależnej jedynie od uskładanego kapitału i od wieku w momencie przejścia na emeryturę (emerytura tym wyższa, im wyższy kapitał i im późniejszy moment przejścia na emeryturę);
- osoby, które ze środków zgromadzonych na swoich obu kontach razem uzyskałyby w ten sposób emeryturę poniżej poziomu emerytury minimalnej otrzymują z budżetu wyrównanie do minimalnego poziomu.

Myślenie o systemie emerytalnym w kategoriach sprowadzających się do opozycji: prywatne-publiczne nie trafia w sedno tego, czym jest ów system. Jeśli już jednak sprowadzamy rozważanie tego systemu do kontekstu własnościowego, to powinniśmy to zrobić w następujących czterech wymiarach: zarządzanie, typ kontraktu, typ zobowiązań oraz typ aktywów. Tu zajmujemy się jedynie kwestią aktywów, ponieważ jedynie w tym przypadku mamy do czynienia z różnicą naprawdę istotną. W pozostałych trzech kwestiach równie dobrze można zaprojektować tak prywatne, jak i publiczne rozwiązania.

**Typ aktywów**

Portfele funduszy emerytalnych składają się z różnych instrumentów. Najważniejszy ich podział sprowadza się do kwestii, czy są to rządowe instrumenty dłużne, czy też instrumenty sektora prywatnego. Na ogół w portfelach funduszy emerytalnych dominuje pierwszy rodzaj instrumentów. Ich zakup motywowany jest najczęściej przekonaniem o ich bezpieczeństwie. Jest to nieporozumienie. Spróbujmy je krok po kroku zanalizować.

Przede wszystkim zakup rządowych instrumentów dłużnych nie jest inwestycją. Nie prowadzi bowiem do zwiększenia kapitału. Za rządowymi instrumentami dłużnymi nie stoi żaden kapitał, lecz jedynie przyszłe podatki. Jest to analogia do systemu PAYGO. Spłata długu i odsetek wymaga tego, by ktoś kiedyś zapłacił wyższe podatki. Natomiast inwestycja dodaje się do istniejącego kapitału i razem z nim przynosi w przyszłości zysk. Natura zysku jest różna od natury podatku. To dość oczywiste podręcznikowe stwierdzenie. Ma ono jednak znaczenie wobec powszechnego używania potocznego rozumienia inwestycji, które obejmuje także zakup rządowych papierów dłużnych. Odnosząc tę kwestię

do systemu emerytalnego dochodzimy do istotnego wniosku. Fundusz emerytalny, który nabywałby jedynie obligacje rządowe, powinien być zakwalifikowany jako wersja systemu PAYGO. Mówiąc dokładniej, jest to finansowa wersja tego systemu. Oznaczać ją dalej będę używając określeń: finansowy (F), rządowe instrumenty dłużne (GD).

Tu nasuwa się nieoczekiwana dla niektórych uwaga. System chilijski, powszechnie uznawany za pionierski w zakresie kapitałowych rozwiązań emerytalnych, nie był przez większość czasu systemem kapitałowym w ścisłym tego słowa znaczeniu. Dopiero niedawno chilijskie fundusze emerytalne uzyskały możliwość faktycznego inwestowania – przedtem po prostu kupowały i rolowały dług publiczny. Ta sama uwaga odnosi się do wielu innych systemów nominalnie kapitałowych, opierających się jednak głównie na rządowych instrumentach [6].

**Zdefiniowana składka**

Największym osiągnięciem myślenia nawiązującego do systemu chilijskiego jest jednak nie tyle jego kapitałowy charakter, co oparcie systemu na zasadzie zdefiniowanej składki (DC). W ten sposób doprowadzono do aktuarialnego zbilansowania systemu emerytalnego. To najbardziej pożądana cecha systemu emerytalnego. Jest on dzięki niej bezpieczny dla swoich członków. Nie może się bowiem zdarzyć, że system nie będzie w stanie zrealizować swoich obietnic. Wynika to stąd, że nic w gruncie rzeczy nie obiecuje. To wielka przewaga nad systemem działającym według zasady zdefiniowanego świadczenia. Oba systemy wygenerują bowiem w przyszłości tyle samo środków na emerytury. W przypadku zdefiniowanego świadczenia istnieje jednak ryzyko – prawie pewność – że będzie to mniej, niż obiecywano. Staje się wtedy wobec trzech niedobrych alternatyw: albo podnosi się składki, albo

[6] Dotyczy to większości systemów wzorowanych w różnym zakresie na chilijskim pierwowzorze. Na przykład na Węgrzech fundusze emerytalne inwestują jedynie około 5% swoich aktywów.

podnosi się podatki i subsydiuje system emerytalny, albo sprowadza się poziom świadczeń do aktuarialnie uzasadnionego poziomu. Dwie pierwsze możliwości są niesprawiedliwe dla pracujących generacji, bo stwarzają dla nich dodatkowe koszty. Poza tym istotnie spowalnia to wzrost gospodarczy i generuje bezrobocie. Natomiast trzecia opcja jest złamaniem obietnicy systemu i sprowadza się do wprowadzenia systemu o zdefiniowanej składce – tyle że *ex post*.

Przejsięcie w systemach emerytalnych na zasadę zdefiniowanej składki to ogromny postęp. Czy jednak wystarczający? Wydaje się, że nie. Okazuje się bowiem, że finansowy system o zdefiniowanej składce (FDC), który nie jest jednak kapitałowy w rozumieniu przedstawionym powyżej, czyli wyjściowa wersja „chilijskiego” systemu opartego na długu rządowym (zgodnie z zaproponowanymi oznaczeniami FDC(GD)), rodzi zagrożenie równie wysokie jak to, które pojawia się w tradycyjnych systemach PAYGO działających według zasady zdefiniowanego świadczenia. Zagrożenie to polega na tym, że rynki finansowe mogą przejściowo dawać stopy zwrotu na rządowym długu przekraczające ich ekonomiczną wartość. Ekonomiczna wartość stopy zwrotu na długu odpowiada tempu wzrostu bazy składkowej (podatkowej), co w *steady state* równe jest tempu wzrostu gospodarczego. W przypadku przekraczania tego poziomu tworzony jest dodatkowy dług publiczny, który nie ma finansowania. Oznacza to, że w przyszłości trzeba będzie albo podnieść podatki, albo obciąć część wydatków budżetowych. Tu można ponownie posłużyć się przykładem systemu chilijskiego, który w początkowym okresie, gdy fundusze miały w swoich portfelach wyłącznie rządowe instrumenty, przynosił bardzo wysokie stopy zwrotu. Jest to dokładna analogia przypadku niekontrolowanego przyrostu ukrytego długu w tradycyjnym systemie PAYGO(DB), wynikającego z przekraczania przez tzw. wewnętrzną stopę zwrotu jej ekonomicznego poziomu.

Różnica między tradycyjnym PAYGO(DB) oraz „chilijskim” FDC(GD) polega na tym, gdzie ten dodatkowy dług jest umiejscowiony. W pierwszym przypadku ulokowany jest w samym systemie emerytalnym, w drugim – wprost w budżecie. Jeśli jednak weźmiemy dodatkowo pod uwagę, że w przypadku PAYGO(DB) system emerytalny z ekonomicznego punktu widzenia jest częścią budżetu, wtedy różnica między obu tymi sytuacjami sprowadza się do tego, czy dług jest ukryty, czy jawny.

### **Ekonomicznie bezpieczny system**

Niebezpieczeństwo polegające na generowaniu przez system emerytalny dodatkowego długu nie występuje w przypadku dwóch innych typów systemu emerytalnego. Są to: niefinansowy system o zdefiniowanej składce (NDC) oraz finansowy system o zdefiniowanej składce i portfelu

zbudowanym na instrumentach sektora prywatnego (FDC(PE)) [7].

Niefinansowy sposób rolowania długu publicznego przy jego jednoczesnym dokładnym określeniu nie ma dobrej polskiej nazwy – choć funkcjonuje w Polsce od 1 stycznia 1999 r. tworząc pierwszy filar emerytalny. Anglojęzyczna nazwa Notional Defined Contribution powinna brzmieć: system o niefinansowej zdefiniowanej składce. Nazwa jest nieporęczna. Najczęściej więc używa się po prostu skrót NDC. System ten polega na rolowaniu długu. Operacja ta nie jest jednak realizowana w oparciu o rynki finansowe, lecz o wzrost gospodarczy. W ten sposób stopa zwrotu generowana przez ten system jest z definicji równa stopie ekonomicznej. NDC należy rozumieć jako fundusz emerytalny z portfelem zbudowanym wyłącznie z obligacji rządowych mających oprocentowanie równe stopie wzrostu bazy składkowej [8]. Tak skonstruowany system jest więc nie tylko stabilny, ale także neutralny dla budżetu.

System FDC(PE) jest również stabilny oraz neutralny dla budżetu. Nie jest ważne, czy są to papiery dłużne, czy też akcje. W obu przypadkach – zgodnie z twierdzeniem Modiglianiego-Millera – mamy do czynienia z inwestowaniem.

### **3. Wybrane kwestie dotyczące drugiego filara**

Drugi filar jest postrzegany jako kwintesencja reformy emerytalnej. Nie jest to do końca prawda, choć jest na pewno bardzo ważnym elementem reformy. Taka jego rola zdecydowanie wymaga, aby działał jak najlepiej. Dyskusja różnych aspektów funkcjonowania drugiego filaru jest niewątpliwie potrzebna. Toczy się ona w wielu miejscach. Opracowanie CASE jest ważnym głosem w dyskusji. Poniżej przedstawiam trzy najważniejsze kwestie w sposób zbieżny z tym, co prezentuje samo opracowanie, ale rozszerzając dodatkowo argumentację.

#### **Rządowe obligacje w portfelach funduszy emerytalnych**

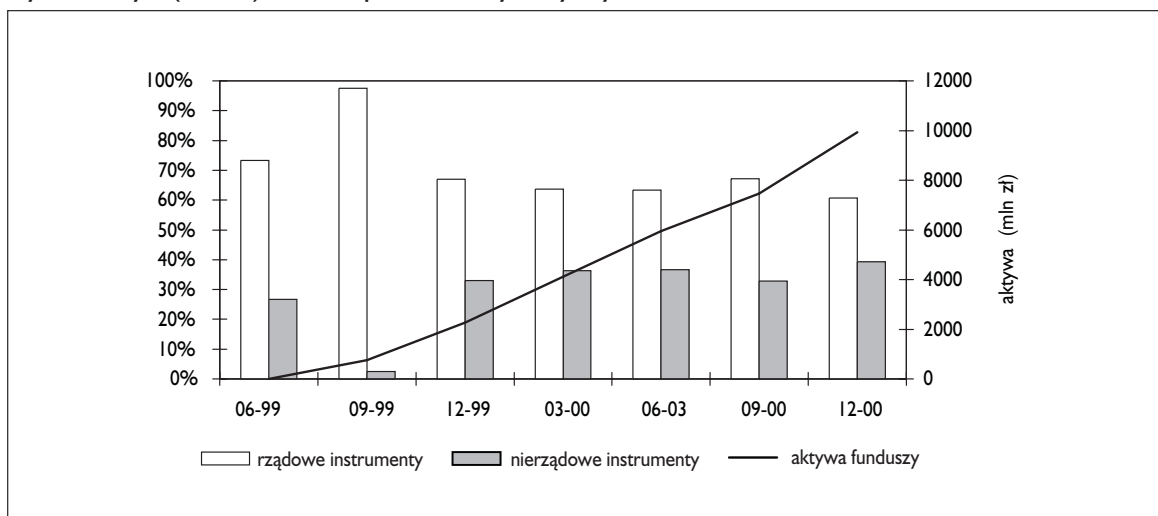
Pierwsze indywidualne konto emerytalne polskiego systemu działa w oparciu o zasadę NDC, drugie natomiast w oparciu o FDC. W świetle powyższych wywodów, w przypadku drugiego konta zakup rządowych instrumentów dłużnych ma ograniczony sens. Drugie konto powinno mieć charakter FDC(PE). W portfelach polskich funduszy znajduje się jednak dość dużo rządowych papierów, czyli mamy do czynienia z FDC(PE/GD). Ilustruje to wykres I.

Jakkolwiek polskie fundusze emerytalne budują swoje portfele przy znacznym wykorzystaniu obligacji rządowych, to jednak skala zjawiska jest nieporównanie mniejsza od te-

[7] PE – instrumenty sektora prywatnego (*private equities*).

[8] W *steady state* jest ono równe tempu wzrostu gospodarczego.

Wykres 1. Aktywa (w mln zł) i struktura portfeli funduszy emerytalnych



go, co obserwowane jest w innych krajach stosujących podobne rozwiązania.

Nabywanie przez fundusze emerytalne rządowych instrumentów dłużnych jest w początkowym okresie funkcjonowania systemu w pewnym zakresie zrozumiałe i uzasadnione. Z punktu widzenia zarządzającego funduszem daje mu to mniejsze wahania wartości jednostki udziałowej oraz czas na przygotowanie się do rzeczywistego inwestowania na większą skalę.

Znaczny udział obligacji rządowych w portfelach funduszy ułatwia też niewątpliwie finansowanie przejścia od tradycyjnego systemu emerytalnego do systemu wykorzystującego rynki finansowe. Przejście takie wymaga bowiem ujawnienia kwot, które dotychczas były ukryte. Innymi słowy, ukryty dotychczas dług pojawia się we wszelkiego rodzaju finansowych zestawieniach – w tym w deficycie budżetowym. Jakkolwiek nie ma to realnego znaczenia ekonomicznego, to jednak powoduje kłopot dla ministra finansów. Jednak właśnie dzięki znaczącej obecności obligacji w portfelach funduszy emerytalnych większość tak powstałego deficytu ma automatyczne finansowanie. Środki przesunięte do funduszy wracają z powrotem do budżetu w zamian za obligacje. Jednocześnie tworzona jest podaż obligacji i popyt na nie. Tu warto dostrzec, że całość środków przesuniętych na konta emerytalne w drugim filarze, nie tylko część przeznaczona na zakup obligacji rządowych, jest neutralna z punktu widzenia tworzenia presji inflacyjnej [9]. Z tego wynika, że nawet większy deficyt spowodowany przesunięciem części składki do OFE nie jest zagrożeniem dla finansów państwa. Nie jest on także zagrożeniem dla wypełniania przez Polskę kryteriów z Maastricht.

Zdecydowanie cieszy znaczny udział papierów sektora prywatnego w portfelach funduszy. W dłuższym horyzoncie udział ten jest jednak zdecydowanie niewystarczający. Dlatego należy myśleć najpierw o zwiększeniu dopuszczalnego poziomu inwestycji aktywów funduszy w akcje. Później racjonalne byłoby wprowadzenie ustawowego ograniczenia udziału rządowych instrumentów dłużnych w portfelach funduszy – aż do ich niemal całkowitej eliminacji.

Tu pojawić się może wątpliwość dotycząca bezpieczeństwa. Uważa się, że zakup obligacji rządowych jest obciążony minimalnym – a właściwie żadnym – ryzykiem. Z indywidualnego punktu widzenia tak się rzeczywiście wydaje. Jednak, gdy w okresie akumulowania środków na emeryturę któryś z licznych rządów, które przez te kilka dziesięcioleci będzie odpowiadał za publiczne finanse, doprowadzi do znaczącego deficytu, to stopy procentowe wywindowane zostaną w górę. Właściciel konta zyska, ale całość tego zysku będzie musiał pokryć własnymi podatkami. To wątpliwa korzyść. Jednocześnie długookresowy trend indeksów giełdowych jest bardziej stromy niż trend wzrostu gospodarczego wyznaczającego w długim okresie rentowność rządowych papierów. Następujące w trakcie tego okresu wahania kursów akcji mogą być znaczne, co jednak nie ma istotnego znaczenia dla osiągnięcia celu, jakim jest maksymalny stan konta emerytalnego na dzień przejścia na emeryturę, gdy kapitał przeliczony zostanie na anuitet [10]. W długim okresie inwestycje w akcje są bardziej rentowne, a przy tym nie mniej bezpieczne.

Reforma emerytalna polega na dywersyfikacji ryzyka. Obligacje rządowe w portfelach funduszy emerytalnych stwarzają jedynie pozór tej dywersyfikacji. Faktycznie może

[9] Zobacz też OECD (2001).

[10] Polska terminologia nie używa jak dotychczas terminu „anuitet”. Pozwalam sobie próbować wprowadzić go do tej terminologii z uwagi na jego ogromną przydatność przy nieistnieniu dobrego odpowiednika w istniejącej terminologii.

ona nastąpić dopiero wtedy, gdy kapitałowa część systemu emerytalnego stanie się naprawdę kapitałowa, czyli uniezależni się od podatków. Inwestowanie w instrumenty sektora prywatnego – co na obecnym etapie rozwoju polskiego rynku kapitałowego oznacza głównie inwestowanie w akcje – jest kwintesencją systemu kapitałowego.

### **Gwarancja minimalnej stopy zwrotu**

Problem polega jednak na tym, że fundusze, które bardzo zaangażowały się w inwestycje na giełdzie wpadły w niekorzystną sytuację. Spadkowe tendencje na giełdzie spowodowały osiągnięcie przez nie relatywnie gorszych wyników od funduszy budujących swoje portfele w większym stopniu w oparciu o obligacje rządowe. To paradoksalna sytuacja, ale w pełni możliwa przy obecnej wersji reguł dotyczących weryfikacji wyników finansowych funduszy. Paradoks polega na tym, że strategia racjonalna z punktu widzenia celu społecznego, czyli pomnażania środków na emeryturę, okazuje się nieracjonalna z punktu widzenia przepisów, a dokładniej minimalnej wymaganej stopy zwrotu. To bardzo mocno potwierdza tezę, że regulacje dotyczące minimalnej stopy zwrotu należy zdecydowanie zmodyfikować. Nie może tak być, że fundusze powołane do realizacji długookresowego celu budują swoje portfele w oparciu o strategię wybiegającą w przyszłość jedynie na okres jednego kwartału. Konieczne jest dostosowanie kryteriów weryfikacji wyników funduszy do horyzontu celu, jaki realizują.

Już niewiele ponad dwuletni okres funkcjonowania funduszy dowiódł, że obecna wersja gwarancji minimalnej stopy zwrotu, jak również niektóre inne regulacje dotyczące rynku funduszy są nadmiernie restrykcyjne. Takiego efektu spodziewano się w momencie tworzenia tych regulacji. Zostały one wprowadzone z myślą o początkowym okresie, gdy trzeba „dmuchać na zimne”, ponieważ nie da się przewidzieć wszystkiego, a utrata zaufania do systemu w tym okresie jest bardzo trudna do odzyskania. Celem było jednak elastyczne dostosowywanie regulacji do sytuacji i łagodzenie, lub wręcz eliminowanie tych regulacji, które okazały się niepotrzebne, lub co gorsza szkodliwe. Niestety, proces stopniowego łagodzenia regulacji dotyczących rynku funduszy emerytalnych nie następuje. Przeciwnie, mamy do czynienia z ekstremalnie rygorystycznym podejściem nadzoru i tendencjami raczej do wprowadzania dodatkowych regulacji, niż łagodzenia istniejących. Każda regulacja kosztuje. Jeśli jest niezbędna, to nie ma wyjścia – koszt należy ponieść. Jeśli natomiast nie jest niezbędna, wówczas jej eliminacja jest wręcz obowiązkiem, ponieważ koszt spada na przyszłych emerytów.

Konieczność złagodzenia regulacji jest bardzo istotna w przypadku możliwości inwestowania za granicą. Obecne rozwiązania dopuszczają tego typu inwestycje na poziomie 5% aktywów. Z ekonomicznego punktu widzenia nie ma wątpliwości, że to poziom zbyt niski. Inwestowanie przez fundusze za granicą pełnić powinno funkcję stabilizatora

oraz wentyla bezpieczeństwa. Stabilizowanie polega na umożliwieniu większej dywersyfikacji portfeli funduszy. Aktywa zagraniczne w posiadaniu funduszy to dodatkowy wymiar bezpieczeństwa. Rynki zagraniczne powinny też pełnić rolę zabezpieczenia przed wytworzeniem przez inwestycje funduszy bańki na giełdzie. Relatywnie niewielka kapitalizacja warszawskiej giełdy w porównaniu z bardzo szybko rosnącym strumieniem środków, które będą kierowane przez fundusze na tę giełdę powoduje, że prawdopodobieństwo powstania bańki jest znaczne. Jej pęknięcie byłoby szczególnie bolesne dla funduszy i ich członków.

Niektórzy chcieliby jednak zatrzymać w Polsce te ogromne środki, jakimi dysponować będą fundusze emerytalne. W pierwszej chwili wydaje się to racjonalne. Nie ulega bowiem wątpliwości, że Polska potrzebuje inwestycji. Zakaz inwestowania środków funduszy za granicą jest jednak mało skuteczny. Następuje bowiem efekt wypychania i za granicę kierowane są, a jeszcze bardziej będą w przyszłości, inwestycje innych podmiotów. Na skutek limitu inwestycji funduszy emerytalnych za granicą i skierowaniu przez nie popytu na krajowy rynek kapitałowy zmniejszać się również będzie strumień inwestycji trafiających do Polski z zagranicy. Podaż dobrych papierów na naszym rynku kapitałowym nie jest bowiem wystarczająca. Zamiast zakazu inwestowania za granicą znacznie lepszy skutek mieć będzie ułatwienie zwiększania podaży polskich instrumentów finansowych. Szczególną uwagę warto poświęcić wszelkim sposobom sekurytyzacji kosztów potencjalnych inwestycji infrastrukturalnych.

### **Transfery między funduszami**

Na koniec chciałbym poruszyć kwestię przechodzenia członków z funduszu do funduszu. Jak wiadomo, jest to ewidentna „pięta achillesowa” systemów latynoamerykańskich. W Polsce system emerytalny jest skonstruowany inaczej, tym niemniej również istnieje w nim zagrożenie wysokimi kosztami marketingu wynikającymi z masowego przechodzenia członków między funduszami. Wzięto więc pod uwagę te złe doświadczenia. Nie jest jednak pewne, czy w stopniu wystarczającym. Wiele zależy od zachowania się tak zarządzających funduszami, jak i nadzoru. W tym drugim przypadku sprawa jest szczególnie trudna, ponieważ UNFE – zamiast promować długookresowe myślenie – wyraźnie zachęca do częstych zmian funduszu. Z dotychczasowych wypowiedzi kierownictwa UNFE widać raczej bardzo krótkookresowo nakierowane myślenie prowadzące wręcz do prób zmiany prawa, aby w ten sposób osłabić długookresowe motywacje wbudowane w system. Przykładem mogą być nieustające próby doprowadzenia do zmiany struktury opłat. Obecna struktura sprzyja długookresowemu myśleniu organicznie sprzężonemu z celem istnienia funduszy emerytalnych.

W takiej sytuacji szczególnie ważny jest proces edukacji publicznej. Trzeba ludziom pokazywać, o co chodzi w systemie emerytalnym oraz jak te cele są realizowane i w jaki

sposób mogą powstawać niepotrzebnie wysokie koszty funkcjonowania systemu. Potrzebna jest promocja racjonalnych wzorców postępowania. Na pewno należy przekonywać do zachowania dystansu do prognozowanych obecnie wyników funduszy. Dotyczy to także wyników podawanych przez UNFE. Uzyskane one bowiem zostały w okresie nietypowym, w którym działalność funduszy dopiero się rozpoczynała, i w których obracały one niewielkimi kapitałami. Dodatkowo istotne znaczenie miały opóźnienia w przekazywaniu składek przez ZUS. Tak czy inaczej, najważniejsze jest, że okres około dwóch lat jest w biznesie emerytalnym bardzo krótkim okresem. Miarodajne wyniki dostępne będą może za rok, czy dwa. Z indywidualnego punktu widzenia nerwowe przenoszenie się między funduszami może przynieść więcej szkody niż pożytku. Dla kosztów systemu będzie to natomiast ewidentna i pewna szkoda.

#### 4. Projekcja działalności inwestycyjnej OFE

W świetle powyższych wywodów opracowanie „Średniookresowa projekcja działalności inwestycyjnej Otwartych Funduszy Emerytalnych na regulowanym rynku giełdowym akcji” autorstwa zespołu pracującego w CASE pod kierownictwem Jarosława Śmietaniaka jawi się jako coś więcej niż tylko czysto analityczny raport. Autorzy dotknęli w nim bowiem bardzo ważnych kwestii, które są w moim rozumieniu kluczowe dla rozwoju rynku funduszy emerytalnych w Polsce. Równolegle Autorzy przeanalizowali wpływ tego rynku na warszawską giełdę. Obie strony analizy zostały wykonane w sposób bardzo przejrzysty i interesujący.

Najważniejsze wydaje się to, że autorzy opracowania główny nacisk swej analizy położyli na inwestowanie przez fundusze emerytalne w akcje. To oczywiście zrozumiały kierunek, jeśli zważy się, że celem było przeanalizowanie skutków inwestowania funduszy na giełdę. W niczym to jednak nie umniejsza wagi podjętego tematu.

Skupienie się na zagadnieniu inwestowania przez fundusze w akcje trafia w samo sedno kapitałowego generowania środków na emeryturę. Jest to ważne dla funduszy i ważne dla gospodarki. Opracowanie CASE jasno to pokazuje. Zakup rządowych instrumentów dłużnych jest realizacją systemu repartycyjnego.

Autorzy skupili się także na dyskusji o niedoskonałości obecnej wersji uregulowań prawnych dotyczących finansowej części systemu emerytalnego (tzw. drugiego filaru). Trafnie dostrzegli kwestie, które wymagają przemyślenia i w wielu przypadkach zmiany. Nie znaczy to, że we wszystkich szczegółowych kwestiach zgadzam się ze zdaniem zaprezentowanym przez autorów opracowania. Dotyczy to w szczególności krytyki konstrukcji funduszy emerytalnych – krytyki *nota bene* cytowanej za innymi autorami. Przedyskutowanie tej tematyki jest jednak bar-

dzo potrzebna i raczej rozłożone mogą być po różnych stronach.

Opracowanie „Średniookresowa projekcja...” prezentuje również – zgodnie ze swoim tytułem – obliczenia wykonane na podstawie zbudowanego przez zespół modelu. Otrzymane wyniki ilustrują liczbowo spodziewane efekty związane z przyrostem środków funduszy emerytalnych inwestowanych na giełdzie. Myślę, że skala tych efektów jest wciąż przez nas niedoceniana. Obliczenia autorów opracowania pokazują tę skalę, czym przyczyniają się do lepszego zrozumienia nowego zjawiska jakim jest w naszej gospodarce działanie otwartych funduszy emerytalnych. Analiza zaprezentowana w opracowaniu CASE, do której mam przyjemność napisać wprowadzenie, z pewnością wnosi wiele nowego do polskiej literatury przedmiotu.

#### Literatura

Chlon, A., M.Góra and M. Rutkowski (1999), *Shaping pension reform in Poland*, World Bank Pension Reform Primer, Washington, D.C.

Góra, M. (2001), *Polski sposób na reformę emerytalną*, Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych, Warszawa. [Również CASE ([www.case.com.pl](http://www.case.com.pl))]

Góra, M. (2001), *Bezrobocie i system emerytalny*, CASE ([www.case.com.pl](http://www.case.com.pl))

Góra, M. and E. Palmer (2001), *A New Paradigm in pension Economics*, CASE (mimeo).

OECD (2000), *Reforms for an Ageing Society*, OECD, Paris.

OECD Economic Surveys: Poland (wydania 1999, 2000 i 2001), OECD Paris.

## Część I

# Model aktywów OFE

Pierwszym etapem budowy modelu aktywów Otwartych Funduszy Emerytalnych jest oszacowanie strumienia środków przekazywanych przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych (ZUS) na konta członków OFE. Wymaga to szczególnie prognoz makroekonomicznych. Szczególnie istotna jest prawidłowa estymacja wskaźników rynku pracy, które decydują o liczbie aktywnych kont uczestników OFE oraz o wysokości składki. W modelu dopływu środków wykorzystano liczbę pracujących, zatrudnienie, wskaźnik aktywności zawodowej ludności uwzględniającej grupy wiekowe oraz dynamikę wynagrodzeń. Równie istotnym elementem są założenia demograficzne oraz struktury wiekowej członków OFE. Założenia demograficzne obejmują liczebność grup wiekowych ludności oraz odsetek członków OFE w populacji.

Skonstruowanie modelu aktywów netto funduszy wymagało przyjęcia założeń co do struktury inwestycji, stopy zwrotu z portfela akcji oraz papierów dłużnych i lokat bankowych. Na podstawie dotychczasowej polityki inwestycyjnej prowadzonej przez OFE oraz na podstawie analizy ograniczeń administracyjno-prawnych przyjęto 30 procentowy udział inwestycji w akcje w inwestycjach funduszy ogółem. Stopa zwrotu z portfela papierów dłużnych wyznaczona została w oparciu o krzywą dochodowości rynku pieniężnego [11]. Stopę zwrotu z portfela akcji przyjęto zaś na poziomie 15 proc. w skali roku. Przyjęcie stałej stopy wynikało z prognozowanej niższej inflacji i w konsekwencji spadku stóp procentowych co powinno skutkować wzrostem realnej stopy zwrotu z portfela akcji.

Kolejnym krokiem po przyjęciu założeń w budowie modelu była predykcja aktywnych kont członków OFE. Za aktywne konto uważa się takie konto, na które w okresie analizy wpływają składki. Wielkość tych ostatnich została obliczona jako iloczyn aktywnych kont i przeciętnej prognozowanej składki. Wzrost wartości składki został wyznaczony na podstawie wzrostu płac, gdyż oba te szeregi są ze sobą silnie skorelowane. Następnie obliczony został dopływ fun-

duśny do OFE, a podstawą kalkulacji były przewidywane trendy na rynku pracy oraz tendencje demograficzne. Założono przy tym wysoki poziom ściągalności składek oraz brak opóźnień w przekazywaniu składek przez ZUS. Oszacowanie strumienia środków zasilających fundusze, przy przyjętych założeniach, umożliwiło kalkulację potencjalnego popytu na akcje. Podział inwestycji OFE na portfel akcji i portfel papierów dłużnych umożliwia predykcję poziomu aktywów netto oraz ich struktury.

---

[11] Jako stopa *forward* na podstawie krzywej Interest Rate Swap (IRS).

## Część II

# Strategie inwestycyjne

Od rozpoczęcia działalności funduszy emerytalnych upłynęły przeszło dwa lata. Pierwsze składki napłynęły do części OFE w maju 1999 roku. To dość krótki okres jak na potrzeby analizy strategii inwestycyjnych podmiotów, które z definicji prowadzić powinny długoterminową politykę inwestycyjną. W tym czasie bowiem nie mogą ujawnić się w pełni skutki decyzji inwestycyjnych. Nieznane są na przykład wielkości inflacji czy stóp procentowych w prognozowanym okresie, który stanowi horyzont czasowy danych inwestycji. Nie pozwala to w pełni ocenić trafności podejmowanych decyzji. Obecnej można, co najwyżej, dokonać oceny tych kroków inwestycyjnych, które były podejmowane na samym początku działalności OFE. Wówczas jednak ze względu na zbyt małe aktywa nie mogło być mowy o prowadzeniu efektywnej polityki inwestycyjnej. W początkowym okresie dla funduszy najważniejsze było pozyskiwanie nowych klientów. Trudno więc na razie oceniać skuteczność inwestowania OFE. Utrudnia to także duże zróżnicowanie wartości aktywów poszczególnych funduszy. Mniejsze bowiem prowadzić mogą bardziej dynamiczną politykę inwestycyjną. Wydaje się jednak, że to zmieni się w najbliższym czasie wraz z systematycznym wzrostem aktywów netto także w najmniejszych funduszach. Mimo wskazanych wyżej ograniczeń, po kilkunastu miesiącach można przeprowadzić ogólną charakterystykę dotychczasowych strategii i spróbować określić możliwe przyszłe trendy w zakresie polityk inwestycyjnych funduszy.

W ogólnej analizie dotychczasowych strategii inwestycyjnych OFE najważniejsze wydają się odpowiedzi na trzy pytania:

- Czy są to strategie aktywne (w sensie właścicielskim) czy bierne?
- Czy są to strategie defensywne czy agresywne?
- W jakim stopniu strategie poszczególnych OFE różnią się między sobą?

Już w tym miejscu podkreślić trzeba, że odpowiedź na powyższe pytania jest w dużym stopniu przesądzona przez istniejące uregulowania prawne działalności funduszy eme-

rytalnych (por. część dotycząca ograniczeń administracyjno-prawnych).

Istniejące limity wpływają między innymi na możliwość pełnienia przez fundusze aktywnej roli w spółkach wybranych przez fundusze. Sprawowanie dostatecznego nadzoru właścicielskiego utrudnia funduszom ograniczenie zezwalające na nabycie akcji reprezentujących do 10 proc. kapitału danej spółki. Strategie OFE nie polegają więc na zdobywaniu dominujących pozycji w poszczególnych spółkach i kierowaniu ich działalnością przez wprowadzanie swoich przedstawicieli do ich rad nadzorczych i zarządów. Fundusze mogą jednak próbować omijać tę barierę przez tworzenie koalicji inwestorów, co umożliwiłoby nabranie przez inwestycje funduszy bardziej aktywnego charakteru. Należy jednak pamiętać, że sprawowanie takiej roli przez fundusze emerytalne nie jest ich podstawowym zadaniem.

Odpowiedź na drugie pytanie sprowadza się w praktyce do podejścia zarządzających funduszami do inwestowania w akcje. W dłuższym okresie właśnie one umożliwiają zwiększanie stopy zwrotu z inwestycji. Na początku jednak podejście do tych inwestycji było ostrożne. Zaledwie kilka funduszy prowadziło bardziej agresywną politykę. Później, stopniowo przeciętny udział akcji w portfelach funduszy rósł. Sygnał do jego zwiększania dał jeden z największych funduszy. Strukturę portfeli inwestycyjnych Otwartych Funduszy Emerytalnych na bazie kwartalnej (na koniec ostatniego miesiąca każdego kwartału) w latach 1999 i 2000 przedstawia Tabela 2-1.

Już marcu 2000 roku średnie zaangażowanie w akcje wszystkich funduszy przekroczyło 30 proc., co było poziomem przekraczającym wcześniejsze oczekiwania. W kolejnych miesiącach wobec niepewnej sytuacji na giełdzie udział akcji w portfelach OFE pozostawał na nieco niższym poziomie. Wydaje się, że fundusze starają się wykorzystywać możliwość inwestowania w akcje i w niedługim czasie, szczególnie w okresach pomyślnej koniunktury na giełdzie, narzucone przez przepisy prawa limity stanowić mogą poważne ograniczenia strategii inwestycyjnych funduszy. Podobnie działają, już w tej chwili, restrykcje dotyczące in-

Tabela 2-1. Struktura portfeli inwestycyjnych Otwartych Funduszy Emerytalnych

	Akcje spółek notowanych na rynkach giełdowych	Obligacje skarbowe	Bony skarbowe	Bankowe papiery wartościowe i depozyty	Inne kategorie lokat
Cze-99	6,0%	16,0%	11,0%	67,0%	0,0%
Wrz-99	8,0%	70,0%	18,0%	4,0%	0,0%
Gru-99	29,7%	60,8%	6,7%	2,1%	0,6%
Mar-00	32,9%	53,3%	10,8%	1,4%	1,6%
Cze-00	31,0%	55,3%	10,7%	1,8%	1,2%
Wrz-00	29,5%	59,4%	7,6%	1,9%	1,6%
Gru-00	33,9%	61,3%	1,7%	2,0%	1,1%

Źródło: UNFE.

westycji w dłużne papiery wartościowe nie dopuszczone do publicznego obrotu, a emitowane przez przedsiębiorstwa, gminy i związki komunalne. Ten sam problem dotyczy szeroko diskutowanego problemu inwestycji zagranicznych funduszy emerytalnych. Ogranicza je 5% limit. Początkowo, były one w ogóle niemożliwe z powodu braku odpowiednich aktów wykonawczych. Także niski poziom aktywów

większości funduszy w kontekście wysokich kosztów takich transakcji powstrzymywał przed inwestowaniem. Ograniczenia tych inwestycji w krajach o systemie emerytalnym zbliżonym do naszego wynoszą w przynajmniej kilkanaście procent (Argentyna – 20 proc., Chile – 12 proc.) [12]. Inwestycje zagraniczne oprócz przynoszenia ponadprzeciętnych zysków (szczególnie, gdy sytuacja na krajowym rynku finan-

Tabela 2-2.

Nazwa OFE	Wartość jednostki rozrachunkowej na 31 grudnia 1999	Wartość jednostki rozrachunkowej na 29 grudnia 2000	Nominalna stopa zwrotu w proc.	Realna stopa zwrotu w proc.*	Udział w aktywach OFE ogółem
Rodzina	10,73	13,98	30,29	21,79	0,10
PolSAT	11,42	13,51	18,30	9,80	0,37
Skarbiec-Emerytura	11,26	13,31	18,21	9,71	2,36
DOM	11,99	14,16	18,10	9,60	1,42
Pocztylion	11,24	13,15	16,99	8,49	1,58
Zurich	11,34	13,19	16,31	7,81	3,89
Nationale-Nederlanden	11,50	13,30	15,65	7,15	21,38
Allianz	10,88	12,49	14,80	6,30	2,29
Winterthur	11,32	12,99	14,75	6,25	2,39
Kredyt Banku	10,65	12,19	14,46	5,96	0,29
Ego	11,88	13,53	13,89	5,39	1,48
Arka-Invesco	10,69	12,09	13,10	4,60	0,45
Commercial Union	11,55	13,04	12,90	4,40	28,99
PBK Orzeł	12,05	13,57	12,61	4,11	1,48
AIG	11,43	12,63	10,50	2,00	9,04
Epoka	10,66	11,76	10,32	1,82	0,18
Sampo	11,85	13,06	10,21	1,71	3,12
PZU Złota Jesień	11,38	12,54	10,19	1,69	14,61
Pioneer	12,00	13,21	10,08	1,58	0,67
Pekao/Alliance	11,28	12,41	10,02	1,52	0,70
Bankowy	11,90	12,81	7,65	-0,85	3,21
Średnia arytmetyczna	11,38	13,00	14,19	5,69	
Średnia ważona	11,49	13,00	13,11	4,61	
WIG	18083,60	17847,55	-1,31		
WIG20	1755,80	1816,19	3,44		

\* Realną stopę zwrotu uzyskano przy zastosowaniu uproszczonej formuły odejmując od nominalnej stopy zwrotu dwunastomiesięczny wskaźnik wzrostu cen dóbr i usług konsumpcyjnych z grudnia 2000 r. wynoszący 8,5%.

Źródło: PTE, GPW i obliczenia własne.

[12] P. S. Srinivas, J. Yermo Do Investment Regulations Compromise Pension Fund Performance? Evidence from Latin America; World Bank Latin America and Caribbean Studies, 1999 r.

sowym byłaby relatywnie słabsza), umożliwiając także dostęp do wielu instrumentów finansowych niedostępnych w Polsce (m.in. niektórych długoterminowych papierów dłużnych). Wszystko to nadaje strategiom OFE bardziej konserwatywny charakter.

Ponad dwuletni okres jest zbyt krótki aby sporządzić dla poszczególnych funduszy charakterystyki prowadzonej przez nie polityk inwestycyjnych na podstawie różnic w ich strategiach inwestycyjnych. Limity inwestycyjne nie dają zarządzającym funduszom zbyt wielkiego pola do popisu. Trudno więc o diametralne różnice. Bardzo istotne jest też istnienie w przepisach warunku dotyczącego wypracowania tzw. dwuletniej, minimalnej wymaganej stopy zwrotu. Na początku obawiano się zdominowania rynku przez kilka największych funduszy, których wyniki inwestycyjne najbardziej rzutują na średnią ważoną stopę zwrotu. To zaś oznaczało prawdopodobieństwo naśladowania inwestycji czynionych przez największe OFE. Zarysowały się jednak między nimi pewne różnice. W praktyce okazało się, że mniejsze fundusze mogą mieć wyniki inwestycyjne zarówno lepsze, jak i gorsze niż największe OFE, a portfele inwestycyjne różnią się w dużym stopniu. Znalazło to odzwierciedlenie w stopie zwrotu osiągniętej przez poszczególne OFE w 2000 roku, co zaprezentowane jest w Tabeli 2-2.

Zróżnicowanie osiągniętych rezultatów jest wynikiem m.in. tego, że są fundusze odważniej inwestujące w akcje, są aktywniej poszukujące alternatywnych wobec rządowych papierów wartościowych o charakterze dłużnym, są wreszcie takie, które intensywniej korzystają z możliwości inwestowania za granicą. To się jednak nieustannie zmienia i prawdopodobnie dopiero za kilka lat będzie widać jaki charakter mają poszczególne fundusze i które z nich osiągną wyższą stopę zwrotu w dłuższym okresie. Z pewnością więc nie należy oceniać funduszy na podstawie wyników tylko za 2000 rok. Roczna stopa zwrotu osiągnięta przez OFE będzie miała dla członków funduszy zdecydowanie większe znaczenie w latach przed ich przejściem na emeryturę.

Istotnym czynnikiem w strategiach inwestycyjnych OFE stanowi, oprócz udziału akcji i innych instrumentów finansowych w portfelu czy podejścia właścicielskiego do inwestycji, także dobór konkretnych papierów oraz moment i skala przebudowywania portfela. Wagę tych elementów odzwierciedla m.in. wynik najlepszego funduszu w 2000 roku. Jako najmniejszy na rynku mógł on swobodnie stosować strategię kupuj i sprzedaj. Wartość jego aktywów umożliwiła mu przebudowę portfela nawet w ciągu jednego dnia. Wydaje się, że to właśnie umiejętnie stosowany timing mógł być receptą na osiągnięcie w 2000 roku ponadprzeciętnych wyników poprzez wykorzystanie hossy na rynku akcji w pierwszym kwartale roku i hossy na rynku obligacji w ostatnich miesiącach roku. Przykład kilku funduszy pokazuje jakkolwiek, że nie dla wszystkich OFE tego rodzaju strategia była udana. Za dobry przykład stosowania innej strategii może służyć ostatni fundusz w zestawieniu wyni-

ków za 2000 rok. Stosował on konsekwentnie strategię kupuj i trzymaj w odniesieniu do spółek nowych technologii. W analizowanym okresie przyniosła ona członkom funduszu słabe wyniki, co nie oznacza wcale, że w długim okresie nie przyniesie im nadzwyczajnych zysków. Pamiętać bowiem trzeba, że waga takich czynników jak moment i skala przebudowy portfela będzie malała, co jest procesem nieuchronnym w miarę wzrostu wartości aktywów netto wszystkich funduszy i wydłużania się horyzontu ich inwestycji.

Podsumowując należy podkreślić, że głównie ze względu na krótki okres analizy nie można dokonać oceny dotychczasowej polityki inwestycyjnej funduszy pod względem najważniejszego kryterium, tj. maksymalizacji przyszłych emerytur członków funduszy. Trzeba też wskazać, że istniejące przepisy prawne nie pozwalają na istotną swobodę w strategiach funduszy, tym samym uniemożliwiają ich zasadnicze zróżnicowanie.

## Część III

# Ograniczenia administracyjno-prawne

### 3.1. Wprowadzenie

W Europie, a także na świecie systemy repartycyjne przeżywają głęboki kryzys. Z tego powodu na całym świecie, w tym również w Europie, przeprowadzane są próby reform obecnie funkcjonujących systemów repartycyjnych na rzecz systemów kapitałowych. Należy przypomnieć, że do lat 20. XX wieku w Europie funkcjonowały systemy kapitałowe. Zmieniono je na repartycyjne w wyniku Wielkiego Kryzysu co było zgodne z wcześniej dominującym sposobem myślenia. Można powiedzieć, że obecnie następuje powrót do wcześniej funkcjonujących rozwiązań, z większym багаżem wiedzy.

Generalnie przyjmuje się, że zreformowany system emerytalny powinien składać się z co najmniej dwóch filarów:

1. Filaru opartego o system repartycyjny, w którym występuje jedno z dwóch rozwiązań:

- ściśle powiązanie wysokości świadczenia z płacą lub
- świadczenie jednakowe dla wszystkich, mające charakter typowo redystrybucyjny (osoby zarabiające mniej, które wniosły do systemu mniejszą ilość pieniędzy otrzymują w postaci emerytury więcej niż włożyły, natomiast osoby zarabiające lepiej – mniej),

2. Filaru funduszy emerytalnych, mogących mieć powszechny lub zakładowy, regionalny czy sektorowy charakter, w których to funduszach składki są odkładane i inwestowane.

W przypadku gdy drugi filar jest obowiązkowy tworzy się trzeci filar dodatkowych dobrowolnych oszczędności emerytalnych. W funduszach emerytalnych w przeciwieństwie do systemów repartycyjnych wpłacana składka jest kumulowana i inwestowana. Dzięki temu przyszła emerytura jest zależna wyłącznie od sumy wpłaconych składek i stopy zwrotu inwestycji. Doświadczenia innych krajów wskazują, że fundusze emerytalne mają wyższe stopy zwrotu niż lokaty bankowe. Fundusze emerytalne mają również bardzo istotny wpływ na

rozwój i stabilizację rynku kapitałowego. Są one jednymi z głównych, a w niektórych krajach głównymi, inwestorami instytucjonalnymi. Ich funkcjonowanie ma również istotny wpływ na poziom oszczędności. Wysoki poziom oszczędności oznacza potencjalne większe możliwości inwestycyjne i szybszy rozwój gospodarczy. Reforma jest zatem szansą na akumulację krajowego kapitału tak, aby mógł on być wykorzystany na cele rozwoju gospodarczego.

System emerytalny w Polsce do 1 stycznia 1999 r. był tzw. systemem zdefiniowanego świadczenia. Cechą tego systemu był brak powiązania pomiędzy wysokością płaconej składki na ubezpieczenie społeczne a wysokością przyszłego świadczenia emerytalnego. Nowy system emerytalny wprowadzony od 01.01.1999 r., stanowiący nowość w polskim systemie ubezpieczeń społecznych, przyjął zasadę: tyle ile wpłaciłeś, tyle otrzymasz. Jego innowacyjność polega na mechanizmie uzależniającym wysokość przyszłej emerytury wyłącznie od wysokości i ilości składek, które wpłynęły na konto przyszłego emeryta oraz od umiejętności i efektywności ich inwestowania przez fundusz emerytalny. W nowym systemie składka emerytalna wynosi 19,52 % podstawy wymiaru składki, z czego część składki wynosząca 7,3%, odprowadzana jest za pośrednictwem ZUS do wybranego przez ubezpieczonego otwartego funduszu emerytalnego. Te prywatne podmioty są zasadniczą nowością nowego systemu emerytalnego. Ich zadaniem jest gromadzenie części obowiązkowej składki emerytalnej i inwestowanie zgromadzonych aktywów na rynku finansowym. Fundusze emerytalne w procesie inwestowania starają się pogodzić zasadę ograniczenia ryzyka inwestycyjnego oraz uzyskania jak najlepszych wyników inwestycyjnych.

Przedmiotem niniejszego opracowania jest analiza ograniczeń administracyjno-prawnych nałożonych na fundusze emerytalne w procesie inwestowania na rynku kapitałowym. Chodzi tu o ograniczenia wynikające z ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych [13] oraz z rozporządzenia rady ministrów

[13] Dz. U. Nr 139 z 1997 r., poz. 934 z późn. zmian.

z 12 maja 1998 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne [14]. Ograniczenia zawarte w przywołanych wyżej aktach prawnych w zasadniczy sposób wpływają na politykę lokacyjną otwartych funduszy emerytalnych. Ustawodawca w celu zagwarantowania w przyszłości wypłaty stosownych emerytur wszystkim ubezpieczonym, ale także w celu zapewnienia bezpieczeństwa składek inwestowanych na rynku kapitałowym wprowadził takie rodzaje ograniczeń inwestycyjnych jak: limity rodzajowe i wartościowe oraz minimalną wymaganą stopę zwrotu. Powyższe dwie kategorie ograniczeń inwestycyjnych, zostaną szczegółowo omówione w dalszej części niniejszego opracowania.

W ustawie o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych znajduje się ponadto szereg administracyjno-prawnych mechanizmów mających na celu dodatkowe zabezpieczenie wypłaty przeszłych emerytur i w pewien sposób krępujących działalność samych funduszy emerytalnych oraz zarządzających nimi towarzystw emerytalnych. Nie dotyczą one jednak bezpośrednio działalności inwestycyjnej funduszy, i z tego też względu nie zostaną poddane szczegółowej charakterystyce prawnej.

Te dodatkowe wymogi administracyjno-prawne dotyczą zarówno fazy organizacji funduszy emerytalnych i zarządzających nimi towarzystw, jak i samego już funkcjonowania funduszy emerytalnych oraz towarzystw.

Pierwsza faza obejmując głównie proces tworzenia funduszu przez towarzystwo emerytalne, w szczególności chodzi tu o kwestie związane z uzyskaniem zezwolenia na utworzenie funduszu od Urzędu Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi. Drugi etap w tej fazie obejmuje natomiast czynności związane z uzyskaniem wpisu do rejestru funduszy emerytalnych prowadzonego przez sąd rejestrowy [15]. Ustawodawca w sposób bardzo szczegółowo określił katalog obowiązków, które winne wypełnić towarzystwo w fazie organizacji funduszu emerytalnego. Wymogi te mają na celu zagwarantować, iż fundusze emerytalne od samego początku mają być ekonomicznie a przede wszystkim organizacyjnie przygotowane do wypełniania swoich statutowych obowiązków.

Jeżeli chodzi o drugą fazę tj. funkcjonowania funduszy emerytalnych wspomnieć warto przede wszystkim o instytucji rachunku rezerwowego, funduszu gwarancyjnym, depozytariuszu oraz nadzorczej działalności UNFE (działalność UNFE obejmuje także etap organizacji OFE i PTE).

Rachunek rezerwowi uaktywnia się w przypadku niedostatecznego wyniku inwestycyjnego tzn. kiedy stopa

zwrotu funduszu jest niższa od wymaganej. Wówczas powstały niedobór pokrywany jest w pierwszej kolejności ze środków pochodzących ze specjalnie w tym celu utworzonego rachunku rezerwowego, na który są przekazywane środki powszechnego towarzystwa, a w drugiej kolejności z jego środków własnych.

W celu zapewnienia całkowitego bezpieczeństwa ustawodawca wprowadził fundusz gwarancyjny. Jeżeli towarzystwu brakuje środków na rachunku rezerwowym i środków własnych na dopłatę do funduszu emerytalnego, dopłata następuje z funduszu gwarancyjnego, na który przekazują środki wszystkie działające PTE.

Kolejnym zabezpieczeniem jest wprowadzenie nadzoru państwa nad funkcjonowaniem rynku funduszy emerytalnych. Specjalnie powołany organ administracji rządowej – Urząd Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi kontroluje wszelkie dziedziny aktywności powszechnych towarzystw emerytalnych i otwartych funduszy emerytalnych. PTE i OFE rozpoczynają działalność tylko po uzyskaniu zezwolenia UNFE, który wydaje je po wnikliwej i wszechstronnej analizie wniosku akcjonariuszy. Urząd bada m.in. statut funduszu i zarządzającego nim towarzystwa, plan organizacyjny i finansowy działalności towarzystwa na 3 lata, pochodzenie i wysokość kapitału akcyjnego towarzystwa oraz sytuację finansową wszystkich akcjonariuszy towarzystwa.

Otwarte fundusze emerytalne są obowiązane przesyłać do UNFE codzienne raporty, które zawierają szczegółowe dane, takie jak: ilość członków, wysokości środków, które wpłynęły na ich konta, rodzaje i wysokość lokat w poszczególne instrumenty finansowe. Dzięki temu Urząd ma zapewniony wgląd w bieżącą działalność funduszy i możliwość szybkiego reagowania na występujące nieprawidłowości. W przypadku stwierdzenia nieprawidłowości w działalności OFE Urząd może nałożyć kary na towarzystwa, które nimi zarządzają. Wszystkie funkcje kontrolne Urzędu Nadzoru mają na celu przede wszystkim ochronę interesów członków funduszy emerytalnych. Przy ich wykonywaniu UNFE współpracuje z innymi organami administracji rządowej, Narodowym Bankiem Polskim, Zakładem Ubezpieczeń Społecznych, Komisją Papierów Wartościowych i Giełd, oraz ze związkami pracodawców, związkami zawodowymi i innymi organizacjami społecznymi.

Kolejnym gwarantem bezpiecznego funkcjonowania rynku funduszy emerytalnych jest konieczność powierzenia przechowywania aktywów funduszu wybranemu depozytariuszowi. Depozytariuszem może być bank krajowy o aktywach w wysokości co najmniej 100 mln ECU lub Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. Depozytariusz jest odpowiedzialny m.in. za straty wynikające z niezastosowania się funduszu emerytalnego do wymogów prawnych oraz za

[14] Dz. U. Nr 63, poz. 407.

[15] Uzyskanie zezwolenia na utworzenie powszechnego towarzystwa nie jest uwarunkowane wcześniejszym wystąpieniem do sądu rejestrowego o zarejestrowanie tego towarzystwa spółka akcyjna – wyrok NSA z 23.01.2000 r. (III SP EDR).

informowanie urzędu nadzoru o wszelkich nieprawidłowościach. Do podstawowych obowiązków depozytariusza należy zapewnianie, że aktywa funduszu będą lokowane zgodnie z przepisami prawa oraz statutem funduszu.

## 3.2. Charakterystyka prawna OFE i PTE

### 3.2.1. Konstrukcja prawna

W polskim katalogu typów podmiotów prawnych brak jest odpowiedników konstrukcji prawnej otwartego funduszu emerytalnego. Jest więc ona zupełnie nowym typem organizacyjno prawnym. Cechuje ją swoistość i wyjątkowość. Według niektórych ekspertów, najbliższym funduszom emerytalnym do funduszy inwestycyjnych. Inni natomiast uważają, iż funkcjonujące na polskim rynku fundusze emerytalne są czymś pośrednim między ofertą towarzystwa ubezpieczeniowego a lokatami w funduszach powierniczych.

Ramy prawne dla polskiego rynku otwartych funduszy emerytalnych tworzy przede wszystkim ustawa z 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz. U. Nr 139, poz. 934 z późn. zm.). Uzupełnia ją w zakresie podziału składki i określenia kręgu osób objętych reformą oraz losowania członkostwa ustawa z 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych (Dz. U. nr 137, poz. 887).

W świetle art. 2 ust. 1 ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. otwarty fundusz emerytalny jest osobą prawną. Fundusz jest więc od strony prawnej jednostką organizacyjną, która z mocy przywołanego wyżej przepisu wyposażona została w zdolność prawną i w związku z tym może być podmiotem stosunków cywilnoprawnych. Osobowość prawną nabywa z chwilą wpisu do rejestru funduszy emerytalnych prowadzonego przez sąd rejestrowy. Przesłanką umożliwiającą dokonanie tego konstytucyjnego wpisu jest uzyskanie zezwolenie na utworzenie funduszu emerytalnego. Zezwolenie otrzymuje się po przeprowadzeniu postępowania administracyjnego zakończonego wydaniem decyzji administracyjnej. Organem właściwym do przeprowadzenia postępowania administracyjnego i wydania decyzji jest Urząd Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi.

Fundusz może być utworzony jako otwarty lub pracowniczy (art. 9 ust. 1 ustawy). Działalność pracowniczych funduszy emerytalnych wykazuje duże podobieństwa z funduszami otwartymi. Nie wdając się w zbyt szczegółową charakterystykę prawną należy zauważyć, iż najistotniejsze różnice polegają na mniej restrykcyjnych zasadach polityki inwestycyjnej funduszy pracowniczych. W funduszach tych brak jest wymagań w zakresie osiągnięcia minimalnej stopy zwrotu kapitałowego. Poza tym w funduszach pracowni-

czych istnieje znaczny wpływ uczestników na ich działalność oraz możliwość wykupienia przez te fundusze jednostek uczestnictwa do wysokości równowartości wszystkich aktywów danego funduszu pracowniczego [16].

Stosownie do art. 3 ustawy z 28.08.1997 r. organem funduszu emerytalnego jest towarzystwo emerytalne. Towarzystwa te mogą jedynie być utworzone w formie spółki akcyjnej (art. 27 ust. 1 ustawy). Fundusze emerytalne nie mają więc własnych organów i zarządzają nimi specjalnie powołane w tym celu osoby prawne – powszechne towarzystwa emerytalne. Towarzystwa te są podmiotami prywatnymi i mogą prowadzić działalność jako powszechne towarzystwa lub pracownicze towarzystwo (art. 27 ust. 2 ustawy). Podział ten uzależniony jest od tego, jakiego typu funduszem towarzystwo emerytalne ma zarządzać.

Przedmiotem działalności przedsiębiorstwa – towarzystwa jest wyłącznie tworzenie i zarządzanie funduszami oraz ich reprezentowanie wobec osób trzecich. Wyłącznie towarzystwo jest uprawnione do prowadzenia takiej działalności (art. 29 ust. 1 ustawy). Powszechne towarzystwo nie zawsze jest twórcą zarządzanego przez siebie i reprezentowanego funduszu. Może także go przejąć od towarzystwa emerytalnego, które go utworzyło, a następnie ogłosiło upadłość lub zrezygnowało z zarządzania funduszem albo połączyło się z innym powszechnym towarzystwem emerytalnym.

Ustawodawca nałożył na towarzystwo określone ograniczenia dotyczące ich działalności.

I tak stosownie do treści art. 50 towarzystwo nie może:

- nabywać lub obejmować udziałów, akcji albo innych papierów wartościowych, jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych lub tytułów uczestnictwa emitowanych przez instytucje wspólnego inwestowania mające siedzibę za granicą ani uczestniczyć w spółkach nie mających osobowości prawnej,
- nabywać papierów wartościowych emitowanych przez depozytariusza,
- udzielać pożyczek, gwarancji i poręczeń, z wyjątkiem pożyczek z zakładowego funduszu świadczeń socjalnych,
- zaciągać pożyczek i kredytów, w tym także dokonywać emisji obligacji, jeżeli wysokość zobowiązań towarzystwa z tego tytułu przekroczy łącznie 20% wartości kapitałów własnych.

Przedmiotowych ograniczeń nie stosuje się do:

- papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski,
- udziałów w spółkach lub akcji spółek prowadzących rejestr członków funduszu zarządzanego przez dane towarzystwo,
- udziałów w spółkach lub akcji spółek rozliczających transakcje zawierane na rynku kapitałowym, w ilości nie powodującej powstania stosunku dominacji, w rozumie-

[16] Andrzej Chróścicki „Fundusze Inwestycyjne i Emerytalne” komentarz, Dom Wydawniczy ABC, 1998 r., s.218.

niu przepisów o publicznym obrocie papierami wartościowymi,

Powyższe ograniczenia są często mylnie utożsamiane z otwartymi funduszami emerytalnymi. Przywołany przepis jednak wyraźnie zawęża zastosowanie wyżej określonych zakazów do towarzystw emerytalnych.

Niektórzy eksperci uważają utworzenie odrębnych podmiotów zajmujących się zarządzaniem funduszami emerytalnymi za działanie w dużej mierze spektakularne. W ich ocenie towarzystwa emerytalne są zupełnie niepotrzebne. Jako argument podaje się okoliczność, iż na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych działają towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które są kadrowo, sprzętowo oraz organizacyjnie przygotowane do tworzenia i zarządzania funduszami emerytalnymi. Konstrukcja prawna funduszy inwestycyjnych i funduszy emerytalnych jest identyczna, nie ma żadnych przeciwwskazań, by pieniądze na emerytury inwestowane były w fundusze inwestycyjne. Eksperti krytykujący ustawę o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych idą dalej. Twierdzą iż w różnice w terminologii, jakie występują pomiędzy ustawami regulującymi fundusze emerytalne i fundusze inwestycyjne wydają się być sztucznie stworzone by uzasadnić tworzenie nowych struktur [17].

Twórcy reformy emerytalnej na tak postawione zarzuty, odpowiadają iż specyfika programów emerytalnych wymaga aby czynności związane z ich realizacją prowadzone były przez wyspecjalizowane w tym celu towarzystwa emerytalne, kierujące się w przeciwieństwie do towarzystw funduszy inwestycyjnych wysokimi standardami ostrożnościowymi zwłaszcza w polityce inwestycyjnej.

Reżim prawny Otwartych Funduszy Emerytalnych jak i Towarzystw, w odróżnieniu do klasycznych spółek akcyjnych działających w obrocie gospodarczym, zawiera szereg regulacji szczególnych. Dotyczą one przede wszystkim kapitału akcyjnego towarzystwa, składu jego organów i przedmiotu jego działania oraz zastrzegają zarządzanie funduszem wyłącznie dla towarzystwa, co stawia barierę przed powierzeniem zarządzania, w szczególności jego aktywami, innym podmiotom.

### 3.2.2. Bezpieczeństwo funkcjonowania systemu

Powszechne Towarzystwo Emerytalne, które chce zarządzać funduszem typu powszechnego, ma obowiązek zgromadzenia kapitału akcyjnego pokrytego w całości wkładem pieniężnym w wysokości stanowiącej równowartość w złotych co najmniej 4 mln ECU. Uzasadnienie,

bardzo wysokiego jak na polskie warunki, progu kapitału akcyjnego, tkwi w dążeniu ustawodawcy do dodatkowego zabezpieczenia prawidłowego funkcjonowania otwartych funduszy emerytalnych [18]. Takich majątkowych zabezpieczeń w przedmiotowej ustawie jest więcej, i tak np. stosownie do treści art. 33 powszechne towarzystwo ma obowiązek utrzymywania kapitałów własnych na poziomie nie niższym niż jedna druga minimalnego kapitału akcyjnego [19].

W piśmiennictwie przyjmuje się, iż próg minimalnej wysokości kapitału akcyjnego wprowadzony przepisem art. 31 ustawy jest zbędny dla celów zabezpieczenia działalności funduszy emerytalnych. Jako argument podaje się, iż fundusz emerytalny posiada osobowość prawną i wyodrębnioną masę majątkową, a aktywa tego funduszu przechowywane są przez depozytariusza, który w ramach jego obowiązków ma zapewnić, aby aktywa funduszu były lokowane zgodnie z przepisami prawa i statutem funduszu (art. 159 pkt 5). Konsekwencją przyjęcia takich rozwiązań legislacyjnych (wysokich progów kapitałowych) jest to, iż akcjonariuszami towarzystw emerytalnych mogą być wyłącznie podmioty o bardzo dobrym standingu finansowym. Z kolei kapitał za-inwestowany przez założycieli – akcjonariuszy powszechnego towarzystwa emerytalnego w wysokości minimalnej określonej przez ustawodawcę musi osiągnąć odpowiednią do swej wysokości stopę zwrotu. Mechanizm powyższy powoduje, że wysokość kapitału założycielskiego i pożądana stopa jej zwrotu musi wpłynąć na wysokość pobieranych przez fundusz opłat zgodnie z przepisem art. 134 i wysokość wynagrodzenia otrzymywanego przez towarzystwo emerytalne z aktywów funduszu na podstawie art. 136 ust. 2, co pośrednio obciąża uczestników funduszy emerytalnych [20]. Powyższe wymogi finansowe można tłumaczyć jedynie chęcią posiadania wśród akcjonariuszy towarzystw zarządzających obowiązkowymi funduszami emerytalnymi firm o dobrym standingu finansowym. Każda inwestycja musi się jednak zwrócić. Zatem wysokość kapitału wyłożonego na tę inwestycję odbije się na opłatach ponoszonych przez uczestników systemu. Podobny efekt będzie miał wymóg nie obniżania kapitałów własnych poniżej 50 proc. kapitału akcyjnego. Towarzystwo niemal od początku działalności przynosić musi zysk lub wymagać od akcjonariuszy dopłat kapitału. Zakładając, że założyciele towarzystwa uznają, że powinno ono radzić sobie w warunkach, jakie stworzył ustawodawca, oznacza to że opłaty manipulacyjne pobierane od uczestników przy inwestowaniu w fundusz będą musiały być ustalone na wysokim poziomie. Reasumując, system emerytalny jest drogi z punktu widzenia jego uczestników i nie gwarantuje możliwie najwyższych rezulta-

[17] Tak np. Marek Żytniewski, Rzeczpospolita „Informacje” 22.09.2000 r.

[18] j.w. s. 231.

[19] Pojęcie „kapitały własne” użyte przez ustawodawcę oznacza kapitały określone w przepisie art. 36 ust.1 i 2 o rachunkowości z dnia 29.09.1994 r.

[20] Andrzej Chróścicki, j.w. s.231–232.

tów osiągniętych przez zarządzających obowiązkowymi funduszami emerytalnymi [21].

Przeciwnicy wyżej zaprezentowanych poglądów podnoszą, iż minimalny kapitał akcyjny funduszy w wysokości 4 mln ECU jest np. dużo niższy niż minimalny poziom kapitału w bankach. Ponadto co najistotniejsze, jednym z głównych celów nowego systemu emerytalnego jest jego bezpieczeństwo. Celem tego typu regulacji jest niedopuszczenie do sytuacji, w której np. 3 mln członków funduszy traci istotną część swoich pieniędzy [22].

Kolejnym gwarantem bezpieczeństwa jest stworzenie funduszu gwarancyjnego dla funduszy funkcjonujących w ramach II systemu. Fundusz ten, w sytuacji braku odpowiedniej ilości środków na rachunku rezerwowym, dopłaci różnicę niezbędną do osiągnięcia poziomu minimalnej stopy zwrotu. Tego typu rozwiązanie także zostało poddane krytyce. Twierdzi się, że fundusz gwarancyjny finansowany z wpłat towarzystw emerytalnych to jedynie kolejne obciążenie uczestników funduszy [23]. Odpierając tego typu zarzut, twórcy nowego systemu emerytalnego podkreślają, iż fundusz gwarancyjny to kolejne zabezpieczenie mające na celu niedopuszczenie do sytuacji, w której osoba w wieku emerytalnym, z powodu braku zabezpieczeń znajdzie się z niewielką ilością środków do życia.

Następnymi mechanizmami zabezpieczającymi są ograniczenia ustawowe w zakresie polityki lokacyjnej funduszy oraz mechanizm minimalnej stopy zwrotu. Te kwestie zostaną szczegółowo przeanalizowane w dalszej części niniejszej pracy.

### 3.2.3. Majątek funduszu emerytalnego

Fundusz jest wyodrębnioną masą majątkową obejmującą aktywa i pasywa. Z art. 6 ust. 1 wynika iż aktywa funduszu stanowią składki wpłacone do funduszu przez jego członków, nabyte za nie prawa oraz pożytki z tych praw. Do aktywów zaliczyć należy ponadto środki powszechnego towarzystwa emerytalnego zgromadzone na rachunku rezerwowym, służącym do uzupełnienia niedoboru w funduszu, jeśli taki powstanie. Zgodnie z rozporządzeniem ministra finansów z 31 maja 1999 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy emerytalnych (Dz. U. Nr 53, poz. 559) aktywa funduszu stanowią wartość portfela inwestycyjnego, czyli wartość nabytych w zamian za składki członkowskie papierów wartościowych, lokat gotówkowych lub innych instrumentów finansowych.

Ustawodawca nie określił wyraźnie kryteriów dokonywania wyceny aktywów funduszu emerytalnego. W art. 6 ust. 2 mowa jest jedynie o tym, że wartość aktywów netto funduszu ustala się pomniejszając wartość aktywów funduszu o jego zobowiązania. W takiej sytuacji, wobec braku bezpośrednich regulacji prawnych, w omawianym zakresie znajdzie zastosowanie dyspozycja normy prawnej zawartej w treści przepisu art. 26. Na podstawie przywołanego artykułu rachunkowość funduszy oraz terminy sporządzania, badania i składania do ogłoszenia sprawozdań finansowych regulują przepisy ustawy o rachunkowości. Tak więc zasada ostrożnej wyceny pochodząca z ustawy o rachunkowości winna mieć zastosowanie także przy wycenie aktywów funduszu emerytalnego.

Na zakończenie omawiania kwestii związanej z majątkiem funduszy emerytalnych, przypomnieć należy iż majątek funduszu jest własnością funduszu jako osoby prawnej, natomiast w skład mienia uczestników funduszu wchodzi prawa uczestników wynikające z nabycia jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, tj. głównie wierzytelności wobec funduszu oraz prawo własności papierów wartościowych.

Zasadniczym problemem, który ujawnia się przy omawianiu spraw majątkowych funduszy emerytalnych, jest kwestia własności aktywów, a konkretnie czy przynależą one do jego członków, ewentualnie czy są własnością towarzystw emerytalnych jako samodzielnych podmiotów prawa cywilnego. Przy formułowaniu odpowiedzi na tak postawione pytanie trzeba pamiętać o swoistości i wyjątkowości konstrukcji prawnej funduszy emerytalnych. Kwestia ta jest złożona i wymaga bliższego wyjaśnienia.

W omawianym zakresie wyróżnić można dwa stanowiska. W świetle pierwszego fundusz emerytalny jako odrębny podmiot prawny posiada swój majątek, odrębny od majątku członków. Fundusz ma osobowość prawną i z tego powodu jego aktywa przynależą tylko do niego i żadne kwalifikacje Ministerstwa Finansów biorące pod uwagę pochodzenie środków przekazywanych do funduszy nie mogą zmienić takiego stanu rzeczy. Jednostka uczestnictwa w otwartym funduszu emerytalnym nie jest papierem wartościowym i nie może być przedmiotem obrotu prawnego [24]. Tak więc prawo własności do zgromadzonego majątku które przysługuje jedynie funduszom nie ma charakteru absolutnego i jest ograniczone przez przepisy określające okres gromadzenia i wypłaty na rzecz poszczególnych członków oraz przepisy ograniczające lokowanie tego majątku [25].

W świetle drugiego stanowiska, środki pieniężne zgromadzone w funduszach nie są co prawda prywatnymi środkami

[21] Marek Żytniewski, Rzeczpospolita „Informacje” 20.09.2000 r.

[22] Taki pogląd reprezentują np. Ryszard Petru, „Bezpieczny System” Rzeczpospolita 17.03.1999 r.

[23] Zob. szerzej Ryszard Petru j.w.

[24] Tak np. Maciej Jamka, Wojciech Wąsowicz, „Nie można służyć dwóm panom” Rzeczpospolita 14.10.1999 r.

[25] Zob. Andrzej Chróścicki, Rzeczpospolita 21.01.2000 r.

ich członków, lecz stanowią istotny element finansów publicznych [26]. Uzasadnieniem takiego poglądu jest fakt, iż otwarte fundusze emerytalne są częścią państwowego systemu ubezpieczeń objętą gwarancjami skarbu państwa. Środki zgromadzone w funduszach emerytalnych mają nie tylko stworzyć właściwy system zabezpieczenia społecznego, ale również wzmocnić polską gospodarkę. Także Ministerstwo Finansów zakwalifikowało II filar ubezpieczeń społecznych do sektora finansów publicznych podporządkowanego polityce rządowej. Ponadto analiza przyjętych w polskim systemie emerytalnym rozwiązań (przede wszystkim obowiązkowa przynależność i konieczność odprowadzania składek a także gwarancje Skarbu Państwa) skłania do wniosku, że otwarte fundusze emerytalne są integralną częścią obowiązkowego systemu ubezpieczeń społecznych w Polsce, a środki zgromadzone w nich to istotny element finansów publicznych [27].

Generalnie można stwierdzić, iż przeważa pogląd w świetle którego otwarty fundusz nie tylko nie jest własnością jego członków, ale także powierzone mu środki finansowe nie są własnością prywatną członków, lecz częścią finansów publicznych. Taka sytuacja oznacza przymusowe wyzbycie się przez osoby fizyczne części własnych wynagrodzeń na rzecz finansów publicznych z zastrzeżeniem możliwości odzyskania ich w określonym czasie oraz warunkach przewidzianych w przepisach ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych [28].

### 3.3. Otwarty fundusz emerytalny typu A i B

Do dnia 31 grudnia 2004 r. powszechne towarzystwo może zarządzać jednym otwartym funduszem działającym na zasadach określonych w ustawie. Od dnia 01.01.2005 r. powszechne towarzystwo emerytalne będzie mogło zarządzać dwoma otwartymi funduszami oznaczonymi jako odpowiednio „otwarty fundusz emerytalny typu A” i „otwarty fundusz emerytalny typu B”.

Otwarty fundusz prowadzący działalność lokacyjną, na zasadach określonych w rozdziale 15, jest obowiązany używać w swojej nazwie określenia „otwarty fundusz emerytalny typu A” nie później niż od dnia 1 stycznia 2005 r.

Otwarty fundusz typu B nie będzie mógł lokować swoich aktywów w kategoriach lokat wymienionych w art. 141 ust. 1 pkt 3–8, 10, 12 i 14 oraz w art. 143. Uzyskanie członkostwa w otwartym funduszu typu B może nastąpić nie wcześniej niż po ukończeniu 50 lat.

Ustalenie średniej ważonej stopy zwrotu oraz minimalnej wymaganej stopy zwrotu następuje odrębnie w odnie-

sieniu do otwartego funduszu typu A i otwartego funduszu typu B.

Regulacje dotyczące otwartego funduszu emerytalnego typu A i B są następstwem często zgłaszanych uwag ekspertów, wg których polityka inwestycyjna prowadzona przez zarządzającego pieniędzmi przeznaczonymi na emeryturę powinna różnić się w zależności od wieku przyszłego emeryta. *Ratio legis* wprowadzenia od 01.01.2005 r. dwóch typów funduszu sprowadza się do założenia, iż inwestycje dla młodych pracowników powinny być prowadzone znacznie bardziej agresywnie niż dla pracowników w wieku średnim czy tuż przed emeryturą. Jeden fundusz oczywiście unieвозмоżliwia prowadzenie takiej polityki.

Tak więc dopiero w 2005 r. towarzystwa będą mogły oferować udział w drugim funduszu typu B, przeznaczonym dla osób które ukończyły 50 lat. Osoby te będą mogły przenieść się do tego funduszu z innego, w którym były wcześniej. Pieniądze zebrane w funduszu typu B będą mogły być inwestowane tylko w dłużne papiery skarbowe i komunalne, czyli takie z którymi praktycznie nie wiąże się żadne ryzyko.

## 3.4. Limity rodzajowe i wartościowe

### 3.4.1. Założenia wstępne

W celu uniknięcia zbyt ryzykownej strategii lokacyjnej prowadzonej przez fundusze emerytalne ustawodawca wprowadził procentowe limity ograniczające wysokość środków zaangażowanych w poszczególne kategorie aktywów. Z wykładni przepisów ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych wynika, iż celem działalności funduszy jest możliwie najbezpieczniejsze inwestowanie zgromadzonych aktywów. Nie powinny one dążyć do osiągnięcia wysokiej, ponadprzeciętnej stopy zwrotu za cenę nieuniknionego w takim przypadku wysokiego ryzyka.

Ograniczenia administracyjno-prawne w zakresie polityki lokacyjnej funduszy emerytalnych uregulowane zostały w rozdziale XV przywołanej wyżej ustawy oraz w rozporządzeniu z dnia 12 maja 1998 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne.

Ustawodawca w sposób bardzo szczegółowy uregulował kwestie ograniczeń administracyjno-prawnych w zakresie polityki lokacyjnej funduszy, posługując się

[26] Taki pogląd reprezentuje m.in. Andrzej Chróściciki, Rzeczpospolita 21.01.2000 r.

[27] Zob. Andrzej Chróściciki, Rzeczpospolita „Jest gdzie lokować” 06.01.2000 r.

[28] j.w.

przy tym limitami rodzajowymi i wartościowymi. Taka sytuacja jest źródłem szeregu trudności interpretacyjnych.

W celu ułatwienia lektury niniejszego opracowania w pierwszej kolejności skomentowane zostaną poszczególne artykuły z rozdziału XV ustawy i przywołanego wyżej rozporządzenia. Następnie zamieszczona zostanie tabela porządkująca i systematyzująca cały katalog limitów ustawowych.

### 3.4.2. Wykładnia przepisów rozdziału XV ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych

Naczelną zasadą którą kierować się winien fundusz emerytalny w zakresie polityki lokacyjnej zawiera art. 139, i tak fundusz lokuje swoje aktywa zgodnie z przepisami ustawy, dążąc do osiągnięcia maksymalnego stopnia bezpieczeństwa i rentowności dokonywanych lokat. Norma prawna zawarta w treści przywołanego artykułu ma charakter ogólny, i można z całą pewnością określić ją mianem normy „konstytucyjnej” w zakresie zasad polityki inwestycyjnej funduszy. Ustawodawca poprzez odpowiednią konstrukcję redakcyjną przepisu określił normę bezwzględnie obowiązującą fundusze w zakresie polityki lokacyjnej. Celowościowa wykładnia przywołanego przepisu skłania do następującego wniosku: fundusze emerytalne w zakresie prowadzonej polityki inwestycyjnej powinny dążyć do osiągnięcia maksymalnego stopnia bezpieczeństwa, w szczególności poprzez rentowność podejmowanych zgodnych z przepisami ustawy działań inwestycyjnych.

W dalszej części rozdziału 15 zawarte są regulację szczególne odnoszące się do konkretnych kwestii związanych z polityką inwestycyjną funduszy.

W treści art. 141 ust.1 ustawy zawarte są tzw. limity rodzajowe odnoszące się do działalności inwestycyjnej funduszu otwartego oraz pracowniczego. Przywołany artykuł wskazuje kategorie lokat, w których mogą być lokowane aktywa funduszu. Chodzi nie wynika to *expressis verbis* z treści artykułu, to chodzi tu o krajowe kategorie lokat. Kwestie zagranicznych inwestycji funduszy reguluje bowiem art. 143. Ten błąd redakcyjny ustawodawcy przysparza wiele trudności praktykom. Tak więc, po zmianie, przywołany przepis powinien zawierać zapis, iż chodzi o wyłącznie krajowe kategorie lokat.

Aktywa funduszu mogą być lokowane, z zastrzeżeniem art. 146, wyłącznie w następujących kategoriach lokat:

- obligacjach, bonach i innych papierach wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski, a także w pożyczkach i kredytach udzielanych tym podmiotom,

- obligacjach i innych dłużnych papierach wartościowych, opiewających na świadczenia pieniężne, gwarantowanych lub poręczanych przez Skarb Państwa albo Narodowy Bank Polski, a także depozytach, kredytach i pożyczkach gwarantowanych lub poręczanych przez te podmioty,

- depozytach bankowych i bankowych papierach wartościowych,

- akcjach spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym,

- akcjach spółek notowanych na regulowanym rynku pozagiełdowym lub spółek nie notowanych na regulowanym rynku giełdowym i na regulowanym rynku pozagiełdowym, lecz dopuszczonych do publicznego obrotu,

- akcjach narodowych funduszy inwestycyjnych,

- certyfikatach inwestycyjnych emitowanych przez fundusze inwestycyjne zamknięte lub fundusze inwestycyjne mieszane,

- jednostkach uczestnictwa zbywanych przez fundusze inwestycyjne otwarte lub specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte,

- obligacjach i innych dłużnych papierach wartościowych emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego, ich związki lub miasto stołeczne Warszawa, które zostały dopuszczone do publicznego obrotu,

- obligacjach i innych dłużnych papierach wartościowych emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego, ich związki lub miasto stołeczne Warszawa, które nie są dopuszczone do publicznego obrotu,

- zabezpieczonych całkowicie obligacjach emitowanych przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego, ich związki lub miasto stołeczne Warszawa, które zostały dopuszczone do publicznego obrotu,

- zabezpieczonych całkowicie obligacjach emitowanych przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego, ich związki lub miasto stołeczne Warszawa, które nie zostały dopuszczone do publicznego obrotu,

- obligacjach i innych dłużnych papierach wartościowych emitowanych przez spółki publiczne, innych niż papiery wartościowe, o których mowa w pkt 11 i 12,

- innych lokatach, które może, w drodze rozporządzenia, określić Rada Ministrów, z zastrzeżeniem, że lokaty w prawach pochodnych, o których mowa w ustawie – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, mogą mieć na celu wyłącznie ograniczenie ryzyka inwestycyjnego związanego ze zmianą kursów walut w związku z lokatami, o których mowa w art. 143.

Aktywa funduszy mogą być lokowane w jednostkach uczestnictwa zbywanych przez fundusze inwestycyjne otwarte oraz specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte, jeżeli polityka inwestycyjna tych funduszy inwestycyjnych, wynikająca z ich statutów i okresowo podawana do publicznej wiadomości, zgodnie z odrębnymi przepisami,

polega na lokowaniu aktywów wyłącznie w kategoriach lokat, o których mowa w ust. 1 i art. 143, z zastrzeżeniem ograniczeń określonych w art. 142 [29].

Limity rodzajowe o których mowa w ust. 1 nie budzą wątpliwości interpretacyjnych. Bliższego omówienia wymaga natomiast polityka inwestycyjna w zakresie zbywanych jednostek uczestnictwa przez fundusze inwestycyjne otwarte oraz specjalistyczne. Zasadniczo ustawodawca zezwolił funduszom emerytalnym na lokowanie ich aktywów w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych oraz specjalistycznych, pod warunkiem że fundusze te lokują swoje aktywa w lokaty wymienione w art. 141 ust. 1 ustawy. Z warunku tego wynika, iż fundusze emerytalne swojej aktywności inwestycyjnej nie mogą kierować w jednostki uczestnictwa wszystkich funduszy otwartych lub specjalistycznych. Tego typu ograniczenie bierze się stąd, że fundusze otwarte i specjalistyczne mogą np. część swoich aktywów lokować w papiery wartościowe inne niż określone w art. 70 ust. 1 i 2 ustawy o funduszach inwestycyjnych lub w wierzytelności pieniężne o terminie wymagalności nie dłuższym niż rok, pod warunkiem, że są one zbywalne i ich wartość rynkowa może być ustalana w każdym czasie (nie rzadziej jednak niż w dniu wyceny), z zastrzeżeniem, że łączna wartość tych lokat nie może przewyższać 10 % wartości aktywów funduszu otwartego lub specjalistycznego. Powyższe lokaty nie są lokatami wymienionymi przez art. 143 ust. 1 niniejszej ustawy. Tak więc w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych lub specjalistycznych lokujących część swoich aktywów w lokaty określone w art. 70 ust. 3 ustawy o funduszach inwestycyjnych fundusze emerytalne nie mogą części swoich aktywów lokować w jednostki uczestnictwa wskazanych funduszy [30].

Art. 142 zawiera tzw. limity wartościowe. Chodzi tu o ograniczenia pod postacią swoistego rodzaju progów, do jakich aktywa funduszy emerytalnych mogą być inwestowane w poszczególne rodzaje lokat wymienionych w tym przepisie lub we wszystkie papiery wartościowe jednego emitenta. Limity wyrażone są procentowo w rozpiętości 2–15% wartości aktywów funduszu i dotyczą lokat wymienionych w art. 141 ust. 1 pkt. 2, 3, 7 i 8. Warto w tym miejscu podkreślić, iż omawiany artykuł nie zawiera wszystkich limitów wartościowych krępujących działalność funduszy emerytalnych. Limity wartościowe zawiera także rozporządzenie Rady Ministrów 12 maja 1998 r. wydane na podstawie delegacji ustawowej zawartej w art. 142 ust. 5.

Lokaty w kategoriach lokat, o których mowa w art. 141 ust. 1 pkt 1–9 i 11, powinny stanowić łącznie nie mniej niż 95% wartości aktywów funduszu emerytalnego.

Ograniczenia którym podlegają lokaty w poszczególnych kategoriach lokat, o których mowa w art. 141 ust. 1 pkt 2–13, :

- w przypadku lokat, o których mowa w art. 141 ust. 1 pkt 2, nie więcej niż 10% wartości aktywów funduszu może być ulokowane w jednym rodzaju papierów wartościowych,

- w przypadku lokat, o których mowa w art. 141 ust. 1 pkt 3, nie więcej niż 5% wartości aktywów funduszu może być ulokowane w jednym banku albo w dwóch lub większej liczbie banków będących podmiotami związanymi, przy czym w przypadku jednego dowolnie wybranego banku lub grupy banków będących podmiotami związanymi limit ten może wynosić 7,5%,

- w przypadku lokat, o których mowa w art. 141 ust. 1 pkt 7, nie więcej niż 2% wartości aktywów funduszu może być ulokowane w certyfikatach inwestycyjnych wyemitowanych przez jeden fundusz inwestycyjny zamknięty lub jeden fundusz inwestycyjny mieszany,

- w przypadku lokat, o których mowa w art. 141 ust. 1 pkt 8, nie więcej niż 5% wartości aktywów funduszu może być ulokowane w jednostkach uczestnictwa zbywanych przez jeden fundusz inwestycyjny otwarty lub jeden specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty, przy czym nie więcej niż 15% wartości aktywów funduszu może być ulokowane łącznie we wszystkich funduszach inwestycyjnych otwartych oraz specjalistycznych funduszach inwestycyjnych otwartych zarządzanych przez jedno towarzystwo funduszy inwestycyjnych,

- łączna wartość lokat aktywów funduszu we wszystkich papierach wartościowych jednego emitenta albo dwóch lub większej liczby emitentów będących podmiotami związanymi nie może przekroczyć 5% wartości tych aktywów.

Ograniczenia, o których mowa wyżej nie dotyczą pracowniczych funduszy, natomiast ograniczeń, o których mowa w ust. 2 pkt 5, nie stosuje się, jeżeli na fundusz został nałożony obowiązek przyjmowania wpłat w formie określonej w art. 97 ust. 1. Przepisy art. 149 ust. 2 i 3 stosuje się tu odpowiednio [31].

Przepis zawarty w art. 97 ust. 1 postanawia, że wpłaty do otwartych funduszy i pracowniczych funduszy mogą być dokonywane w formie papierów wartościowych, na zasadach

[29] Ilekroć w niniejszej pracy mowa jest o funduszach inwestycyjnych otwartych, towarzystwach funduszy inwestycyjnych zarządzających takimi funduszami oraz jednostkach uczestnictwa zbywanych przez takie fundusze, należy przez to rozumieć odpowiednio także fundusze powiernicze i towarzystwa funduszy powierniczych, o których mowa w ustawie z dnia 22 marca 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz. U. z 1994 r. Nr 58, poz. 239, Nr 71, poz. 313 i Nr 121, poz. 591, z 1996 r. Nr 45, poz. 199, Nr 75, poz. 357, Nr 106, poz. 496 i Nr 149, poz. 703 oraz z 1997 r. Nr 30, poz. 164 i Nr 88, poz. 554), a także jednostki uczestnictwa zbywane przez takie fundusze.

[30] Andrzej Chróścicki i j. w. s. 333.

[31] Art. 142 ust. 3 oraz ust. 4.

określonych w odrębnych ustawach. Natomiast w odniesieniu do pracowniczych funduszy emerytalnych obowiązków, o którym mowa w art. 142 ust. 4, jest przewidziany w art. 18 ustawy o pracowniczych programach emerytalnych, jeżeli obowiązek taki zostanie umieszczony przez pracodawcę w programie emerytalnym i treść jego dotyczy papierów wartościowych w postaci akcji pracodawcy. Ustawa niniejsza w art. 101–106 przewiduje procedurę przyjmowania tych papierów wartościowych przez pracowniczy fundusz emerytalny. Z analizy powyższych przepisów wynika, że wyłączenie ograniczeń inwestycyjnych przewidzianych w art. 142 ust. 4 w przypadku nałożenia na fundusz obowiązku przyjmowania wpłat w papierach wartościowych zgodnie z treścią art. 142 może dotyczyć wyłącznie otwartych funduszy emerytalnych, gdyby bowiem stosować ten przepis do funduszy pracowniczych, to w wypadku umieszczenia przez pracodawcę w programie emerytalnym obowiązku wpłat do funduszu pracowniczego w postaci akcji pracodawcy, do lokat tego funduszu nie miałyby zastosowania ograniczenia w postaci limitów inwestycyjnych, które przewiduje art. 142 ust. 2 ustawy [32].

Przepis art. 142 ust. 4 postanawia, iż w przypadku wyłączenia ograniczeń inwestycyjnych otwartego funduszu emerytalnego przewidzianych w ust. 2, z uwagi na nałożony na ten fundusz obowiązek przyjmowania wpłat w papierach wartościowych, należy stosować odpowiednio przepis art. 149 ust. 2 i 3. Przepis ten nakazuje dostosować działalność lokacyjną funduszu do wymogów ustawy (m.in. ograniczeń lokacyjnych), w wypadku gdy fundusz w okolicznościach wymienionych w tym przepisie nieумыślnie naruszyłby przepisy rozdziału normującego działalność lokacyjną funduszy emerytalnych. Z powyższej analizy wynika, że jeżeli ograniczenia lokacyjne w zakresie limitów inwestycyjnych funduszu otwartego zostaną zniesione (z powodu obowiązku przyjmowania wpłat w papierach wartościowych), to fundusz ma obowiązek w terminie 6 miesięcy od dnia wyłączenia tych ograniczeń dostosować działalność lokacyjną do wymogów ustawy, czyli doprowadzić stan swoich aktywów do stanu uwzględniającego ograniczenia limitów inwestycyjnych. Powyższy termin może być przedłużony do 12 miesięcy przez Urząd Nadzoru, jeżeli jest to uzasadnione względami ochrony interesów członków funduszu [33]. Wykładnia gramatyczna art. 142 prowadzi do wniosku, w świetle którego limity wartościowe, o których mowa w tym artykule, nie dotyczą lokat aktywów funduszy emerytalnych w:

- obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa,
- akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym,

– akcję spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym albo nie notowanych na żadnym rynku kapitałowym, lecz dopuszczonych do publicznego obrotu,

- akcje narodowych funduszy inwestycyjnych,
- obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez gminy, związki komunalne lub miasto stołeczne Warszawa, dopuszczone i niedopuszczone do publicznego obrotu oraz obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki publiczne, które nie zostały dopuszczone do publicznego obrotu,

– zabezpieczone całkowicie obligacje emitowane przez inne podmioty niż gminy, związki komunalne lub miasto stołeczne Warszawa, dopuszczone i nie dopuszczone do publicznego obrotu, inne lokaty określone rozporządzeniem Rady Ministrów, z tym że lokaty w prawach pochodnych w rozumieniu ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi tylko wyłącznie w celu ograniczenia ryzyka inwestycyjnego funduszu związanego ze zmianą kursu walut w odniesieniu do lokat zagranicznych [34].

Na podstawie art. 144 ustawy aktywa otwartego funduszu nie mogą być lokowane w:

– akcjach lub innych papierach wartościowych emitowanych przez powszechne towarzystwo zarządzające tym funduszem,

– akcjach lub innych papierach wartościowych emitowanych przez akcjonariusza powszechnego towarzystwa zarządzającego tym funduszem,

– akcjach lub innych papierach wartościowych emitowanych przez podmioty będące podmiotami związanymi [35] w stosunku do podmiotów określonych w pkt 1 i 2.

### 3.4.3 Wykładnia przepisów rozporządzenia Rady Ministrów w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne

W wykonaniu delegacji ustawowej zawartej w art. 142 ust. 5 i art. 155 Rada Ministrów wydała rozporządzenie z dnia 12 maja 1998 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne. (Dz. U. Nr 63, poz. 407). Zgodnie z treścią powyższego rozporządzenia lokaty

[32] Andrzej Chróścicki, j.w. s.336–338.

[33] Andrzej Chróścicki, j.w. s.337–338.

[34] Andrzej Chróścicki, j.w. s.335–336.

[35] Stosownie do art. 8 ustawy podmiot związany – oznacza w stosunku do danego podmiotu jednostkę dominującą, zależną lub stowarzyszoną w rozumieniu art.3 ust. 1 pkt 4 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (DZ.U. nr 121, poz. 591 oraz z 1997 r. Nr 32, poz. 183 i Nr 43, poz. 272) oraz jednostkę zależną od jednostki dominującej w stosunku do tego podmiotu.

aktywów otwartego funduszu emerytalnego w poszczególnych kategoriach lokat nie mogą przekraczać:

- 7,5% wartości aktywów – w przypadku lokaty w świadectwa rekompensacyjne, w rozumieniu ustawy z dnia 6 marca 1997 r. o zrekompensowaniu okresowego niepodwyższania płac w sferze budżetowej oraz utraty niektórych wzrostów lub dodatków do emerytur i rent (Dz. U. Nr 30, poz. 164 i Nr 107, poz. 691),

- 20% wartości aktywów – w przypadku lokaty w depozytach bankowych i bankowych papierach wartościowych,

- 40% wartości aktywów – w przypadku lokaty w akcjach spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, innych niż określone w pkt 5, przy czym lokaty w akcjach spółek notowanych na rynku równoległym i rynku wolnym nie mogą przekroczyć łącznie 10% wartości aktywów, a lokaty w akcjach spółek notowanych na rynku wolnym nie mogą przekroczyć 5% wartości aktywów,

- 10% wartości aktywów – w przypadku lokaty w akcjach spółek notowanych na regulowanym rynku pozagiełdowym oraz spółek nie notowanych na regulowanym rynku giełdowym i na regulowanym rynku pozagiełdowym, lecz dopuszczonych do publicznego obrotu,

- 10% wartości aktywów – w przypadku lokaty w akcjach narodowych funduszy inwestycyjnych,

- 10% wartości aktywów – w przypadku lokaty w certyfikatach inwestycyjnych emitowanych przez fundusze inwestycyjne zamknięte oraz fundusze inwestycyjne mieszane, przy czym lokaty w certyfikatach inwestycyjnych emitowanych przez fundusze inwestycyjne zamknięte nie mogą przekroczyć 5% wartości aktywów,

- 15% wartości aktywów – w przypadku lokaty w jednostkach uczestnictwa zbywanych przez fundusze inwestycyjne otwarte oraz specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte,

- 15% wartości aktywów – w przypadku lokaty w obligacjach i innych dłużnych papierach wartościowych emitowanych przez gminy, związki komunalne lub miasto stołeczne Warszawa, które zostały dopuszczone do publicznego obrotu,

- 5% wartości aktywów – w przypadku lokaty w obligacjach i innych dłużnych papierach wartościowych emitowanych przez gminy, związki komunalne lub miasto stołeczne Warszawa, które nie są dopuszczone do publicznego obrotu,

- 10% wartości aktywów – w przypadku lokaty w zabezpieczonych całkowicie obligacjach emitowanych przez inne podmioty niż gminy, związki komunalne lub miasto stołeczne Warszawa, które zostały dopuszczone do publicznego obrotu,

- 5% wartości aktywów – w przypadku lokaty w zabezpieczonych całkowicie obligacjach emitowanych przez inne

podmioty niż gminy, związki komunalne lub miasto stołeczne Warszawa, które nie zostały dopuszczone do publicznego obrotu,

- 5% wartości aktywów – w przypadku lokaty w obligacjach i innych dłużnych papierach wartościowych emitowanych przez spółki publiczne, innych niż określone w pkt 10 i 11, które nie zostały dopuszczone do publicznego obrotu.

Lokaty aktywów otwartego funduszu emerytalnego w kategoriach lokat, o których mowa w art. 142 ust. 1 pkt 1 oraz pkt 3–7, mogą stanowić łącznie nie więcej niż 60% wartości aktywów tego funduszu. W przypadku lokat w aktywa, o których mowa w ust. 1 pkt 1 oraz pkt 3–6, lokaty otwartego funduszu emerytalnego nie mogą stanowić więcej niż 10% jednej emisji.

Jeżeli pomiędzy papierami wartościowymi różnych emisji, ale tego samego emitenta, nie występują żadne różnice w zakresie uprawnień przysługujących ich posiadaczom, ograniczenie, o którym mowa w ust. 1, stosuje się łącznie do tych wszystkich emisji.

### 3.5. Polityka inwestycyjna funduszu pracowniczego – normy szczególne

Ogólna zasada wyartykułowana w treści art. 139 ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych ma zastosowanie także w stosunku do polityki inwestycyjnej pracowniczego funduszu. Przepisy zawarte w rozdziale 15 regulują zasady polityki inwestycyjnej obydwu typów funduszy emerytalnych. W tym miejscu warto przeanalizować normy szczególne zawarte w przepisach omawianego rozdziału odnoszące się wyłącznie do pracowniczych funduszy emerytalnych. Stosownie do treści art. 140 ustawy przy ustalaniu, jaka część aktywów pracowniczego funduszu może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, nie uwzględnia się akcji złożonych na rachunkach ilościowych oraz środków na odrębnym rachunku pieniężnym, o którym mowa w art. 100 ust. 4.

#### 3.5.1. Akcje złożone na rachunkach ilościowych

Na rachunkach ilościowych składane są akcje uzyskane przez członków pracowniczego funduszu, nieodpłatnie lub na warunkach preferencyjnych, w następstwie prywatyzacji pracodawcy. Rachunki te prowadzone są przez pracowniczego fundusze na zasadach określonych w ustawie o pracowniczych programach emerytalnych. Pracowniczy fundusz może powierzyć prowadzenie rachunków ilościowych podmiotowi uprawnionemu do prowadzenia rachunków papierów wartościowych [36].

[36] Art. 101 ust. 1 i ust. 2.

Pracownicy fundusz likwiduje rachunki ilościowe członków i przenosi akcje zdeponowane na tych rachunkach do aktywów funduszu w oparciu o harmonogram likwidacji rachunków ilościowych ustalany przez pracowniczce towarzystwo, w drodze uchwały rady nadzorczej, i podawany do wiadomości Urzędu Nadzoru nie później niż 3 miesiące przed rozpoczęciem likwidacji tych rachunków [37]. Na jednym rachunku ilościowym nie mogą być składane akcje więcej niż jednego emitenta. Akcje złożone na rachunkach ilościowych są ujmowane ilościowo [38]. Likwidacja rachunków ilościowych, na których złożone zostały akcje danego emitenta, rozpoczyna się nie później niż w terminie 3 lat od dnia złożenia pierwszej akcji tego emitenta na rachunku ilościowym i nie może trwać dłużej niż 10 lat, licząc od daty przeniesienia pierwszej akcji z rachunku ilościowego do aktywów funduszu [39]. W razie stwierdzenia, że realizacja harmonogramu może przebiegać lub przebiega z naruszeniem przepisów prawa lub interesów pracowniczego funduszu, Urząd Nadzoru może zawiesić realizację tego harmonogramu i wezwać pracowniczego fundusz do usunięcia stwierdzonych nie prawidłowości [40].

Uzasadnienie regulacji prawnej zawartej w art. 140 ustawy tkwi w dążeniu ustawodawcy do zapobieżenia sytuacji, w której w okresie likwidacji rachunków ilościowych liczba akcji jednego emitenta będących na rachunkach ilościowych przekroczy co do ich wartości 5 % wartości aktywów funduszu. W takiej sytuacji nastąpiłoby naruszenie ograniczeń inwestycyjnych funduszu określonych w art. 142 ust. 2 pkt 5. Z tego też względu, aby zapobiec takim sytuacjom, ustawodawca postanowił nie uwzględniać akcji zdeponowanych na rachunkach ilościowych przy ustalaniu jaka część aktywów funduszu może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat [41].

### 3.5.2. Środki na odrębnym rachunku pieniężnym, o którym mowa w art. 100 ust.4

Stosownie do treści tego artykułu wpłacone składki i otrzymane wypłaty transferowe do czasu ich przeliczenia na jednostki rozrachunkowe są przechowywane na odrębnym rachunku pieniężnym funduszu. Do momentu przeliczenia ich nie stanowią aktywów funduszy. Jedynie odsetki należne z tytułu przechowywania środków pieniężnych na tym rachunku stanowią przychód funduszu [42]. Z tych też

względów kwoty składek i wpłat transferowych zdeponowanych do czasu ich przeliczenia nie są brane pod uwagę przy ustaleniu, jaka część aktywów funduszu może być ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat [43].

W stosunku do pracowniczych funduszy emerytalnych ustawodawca nie przewiduje ograniczeń w postaci limitów procentowych wartości aktywów (do 5%) przewidzianych dla lokat w jednostkach uczestnictwa funduszy emerytalnych otwartych i specjalistycznych (art. 142 ust. 3). Fundusze emerytalne otwarte mogą lokować nie więcej niż 5% wartości aktywów w jednostkach uczestnictwa zbywanych przez jeden fundusz inwestycyjny otwarty lub specjalistyczny, przy czym nie więcej niż 15 % wartości aktywów funduszu emerytalnego może być inwestowane łącznie w jednostki uczestnictwa wszystkich funduszy otwartych i specjalistycznych zarządzanych przez jedno towarzystwo funduszy inwestycyjnych.

Hipotetycznie więc pracowniczego fundusz emerytalny może wszystkie swoje aktywa ulokować w jednostkach uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych lub specjalistycznych. Ustawodawca wprowadził jednak pewien mechanizm zabezpieczający przed nieodpowiedzialną polityką inwestycyjną PFE upoważniając Radę Ministrów zgodnie z art. 142 ust. 6 do określenia, jaka maksymalna część aktywów pracowniczego funduszu może zostać ulokowana w poszczególnych lokatach wymienionych w art. 141 ustawy, w tym także do lokat w jednostkach uczestnictwa funduszy emerytalnych otwartych i specjalistycznych. Warto tu podkreślić, iż do tej pory Rada Ministrów nie skorzystała z tej delegacji ustawowej, co świadczyć może o zasadności przyjętych regulacji prawnych w omawianym zakresie.

Aktywa pracowniczego funduszu nie mogą być lokowane w papierach wartościowych emitowanych przez pracowniczce towarzystwo zarządzające tym funduszem [44]. Fundusze emerytalne mogą natomiast inwestować w papiery wartościowe emitowane przez podmiot, któremu zostało powierzone zarządzanie aktywami funduszu na podstawie art. 152 i 153 ustawy. Limity wartościowe wynikające z art. 142 ustawy stosuje się tu odpowiednio. Ponadto nie więcej niż 5–12,5 % wartości aktywów pracowniczego funduszu emerytalnego może być lokowane w papierach wartościowych emitowanych przez akcjonariusza powszechnego towarzystwa emerytalnego i papierach wartościowych emitowanych przez podmioty dominujące, zależne i stowarzyszone w stosunku do akcjonariusza tego towarzystwa, jeżeli statut mu na to zezwala [45].

[37] Art. 102 ust.1 ustawy.

[38] Art. 101 ust.3 i ust.4 ustawy.

[39] Art. 102 ust. 6.

[40] Art. 102 ust. 7.

[41] Andrzej Chróścicki j.w., s.330–331.

[42] Art. 100 ust. 4.

[43] Andrzej Chróścicki j.w., s. 331.

[44] Aart.145.

[45] Andrzej Chróścicki j.w. s.341.

Nie więcej niż 5% wartości aktywów pracowniczego funduszu może być łącznie ulokowane w akcjach lub innych papierach wartościowych emitowanych przez akcjonariuszy pracowniczego towarzystwa zarządzającego tym funduszem oraz podmioty będące podmiotami związanymi w stosunku do tych akcjonariuszy, o ile papiery te nie są dopuszczone do publicznego obrotu.

Jeżeli przedmiotem lokat, o których mowa wyżej, są zarówno papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu, jak i papiery wartościowe nie dopuszczone do publicznego obrotu, limit określony w ust. 1 wynosi 12,5% wartości aktywów funduszu, o ile lokaty w papierach wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu stanowią co najmniej 7,5% wartości aktywów funduszu. Aktywa pracowniczego funduszu mogą być lokowane w papierach wartościowych emitowanych przez akcjonariuszy pracowniczego towarzystwa zarządzającego tym funduszem lub podmioty będące podmiotami związanymi w stosunku do tych akcjonariuszy, o ile zezwala na to statut tego funduszu [46].

Statut pracowniczego funduszu określa, czy i w jakich papierach wartościowych, papierach skarbowych lub tytułach uczestnictwa fundusz może lokować swoje aktywa poza granicami kraju [47].

Wszelkie lokaty pracowniczego funduszu w jednostkach uczestnictwa zbywanych przez fundusze inwestycyjne otwarte lub specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte podlegają następującym ograniczeniom:

- towarzystwo funduszy inwestycyjnych zarządzające funduszem inwestycyjnym otwartym lub specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym, w którego jednostkach uczestnictwa pracowniczego fundusz ulokował swoje aktywa, nie może posiadać więcej niż 5% akcji któregośkolwiek z akcjonariuszy pracowniczego towarzystwa zarządzającego tym funduszem oraz więcej niż 10% łącznej ilości akcji wszystkich akcjonariuszy tego towarzystwa,

- w akcjach któregośkolwiek z akcjonariuszy pracowniczego towarzystwa nie może być ulokowane więcej niż 5% wartości aktywów funduszu inwestycyjnego otwartego lub specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego,

- żaden z członków zarządu ani rady nadzorczej pracowniczego towarzystwa nie może być członkiem zarządu ani rady nadzorczej towarzystwa funduszy inwestycyjnych zarządzającego funduszem inwestycyjnym otwartym lub specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym [48].

Uzasadnienie ograniczeń inwestycyjnych dla możliwości lokowania aktywów towarzystwa funduszy inwestycyjnych otwartych lub specjalistycznych albo aktywów funduszy wymienionych typów w akcje akcjonariuszy pracowniczego towarzystwa emerytalnego oraz zakaz pełnienia funkcji

przez członków zarządu i rady nadzorczej pracowniczego towarzystwa emerytalnego w organach towarzystwa funduszy inwestycyjnych zarządzającego otwartym lub specjalistycznym funduszem inwestycyjnym tkwi w dążeniu do zapobieżenia możliwościom wpływu towarzystwa funduszy emerytalnych na zarządzanie aktywami funduszu emerytalnego, co mogłoby mieć wpływ na interesy członków funduszu emerytalnego [49].

### 3.6. Inwestowanie funduszy w akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym

Zdaniem przedstawicieli większości powszechnych towarzystw emerytalnych, określona część ograniczeń inwestycyjnych obowiązujących otwarte fundusze emerytalne w zakresie polityki lokacyjnej powinna zostać zmieniona. Jedną z najczęściej podnoszonych kwestii przez przedstawicieli PTE jest konieczność zwiększenia dopuszczalnego limitu inwestycji w akcje.

Problem zmiany ograniczeń inwestycyjnych, w omawianym zakresie, był już podnoszony zanim jeszcze Otwarte Fundusze Emerytalne zaczęły otrzymywać większe środki z ZUS-u. Wykładnia przepisów prawnych regulujących kwestie inwestowania przez fundusze emerytalne skłania do wniosku, iż polskie prawo pozornie tylko daje funduszom emerytalnym duże możliwości inwestowania w akcje.

Na Giełdzie Papierów Wartościowych fundusze emerytalne mogą zainwestować 40% swoich aktywów akcje notowanych spółek. Dodatkowo 10% aktywów OFE może być ulokowane w akcjach NFI. Kolejne 10% OFE mogą zainwestować w akcje spółek notowanych na regulowanym rynku pozagiełdowym lub spółek nie notowanych na regulowanym rynku giełdowym i regulowanym rynku pozagiełdowym, lecz dopuszczonych do publicznego obrotu. Ponadto 25% aktywów OFE mogą zainwestować w fundusze inwestycyjne otwarte, zamknięte i mieszane. Maksymalnie inwestycje we wszystkie te instrumenty nie mogą stanowić więcej niż 60 % portfela funduszu emerytalnego.

Przy omawianiu przedmiotowej kwestii pamiętać należy ponadto o limitach inwestycyjnych. Pierwszy z nich zezwala na lokowanie w akcjach jednego emitenta maksymalnie do 5% aktywów OFE. Drugie ograniczenie zezwala na nabycie akcji do 10% kapitału pojedynczej spółki. Według przedstawicieli OFE pierwszy z powyższych limitów zbytnio nie przeszkadza zarządzającym. Dla największych OFE o wiele bardziej kłopotliwe okazuje się to drugie ograniczenie, zezwalają-

[46] Art. 145.

[47] Art. 146.

[48] Art. 148.

[49] Andrzej Chróścicki j.w., s. 343.

ce na nabycie akcji reprezentujących do 10% kapitału pojedynczej spółki. Problem ten sygnalizował m.in. Piotr Szczepiórkowski, wiceprezes największego na rynku Commercial Union PTE BPH CU WBK. Jego zdaniem, ograniczenie to może utrudnić sprawowanie dostatecznego nadzoru właścicielskiego nad spółkami wybranymi przez towarzystwo. Większość spółek na warszawskiej giełdzie to podmioty o stosunkowo niewielkiej kapitalizacji. Dlatego limit ten może spowodować, że 10% akcji niewielkiej spółki będzie miało wręcz śladowy udział w aktywach największych OFE.

W niedalekiej przyszłości nawet mało obecne fundusze będą dysponowały dużymi kapitałami – uważa Ryszard Jach, wiceprezes PTE Skarbiec-Emerytura – wiadomo, że fundusze będą średnio- i długoterminowymi inwestorami. Wiadomo też, że na pewno będą inwestować w akcje. Przy tak małych limitach zaangażowania przypadających na jedną spółkę może się zdarzyć, że w portfelu funduszu znajdzie się ok. 100 spółek. Takim portfelem bardzo trudno się zarządza. Optymalna sytuacja to 20–30 spółek w portfelu.

Zarządzający funduszami emerytalnymi zwracają uwagę, że jednym z podstawowych czynników decydujących o ich inwestycjach jest płynność rynku. W ich ocenie tylko z akcji można uzyskać w dłuższym terminie najwyższą stopę zwrotu. Zbyt wąski limit inwestowania w akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym ogranicza wysokość przyszłych emerytur klientów funduszy [50].

Płynność rynku w przypadku Narodowych Funduszy Inwestycyjnych oraz rynku pozagiełdowego jest zbyt niska i praktycznie uniemożliwia wycofanie się z inwestycji. Poza rynkami publicznymi fundusze emerytalne mogą być zainteresowane obligacjami, ale nie akcjami. Te ostatnie bowiem trzeba księgować po cenie zakupu, czyli pieniądze ulokowane w tych papierach nie mają żadnego wpływu na zmiany wartości jednostek rozrachunkowych, a więc także na stopę zwrotu. Poza sferą zainteresowania funduszy emerytalnych znajdują się także OFE ze względu na pobierane przez nie opłaty, a funduszy zamkniętych praktycznie nie ma.

Z powyższych względów OFE koncentrują się na GPW, a wyznaczony przez prawo limit rzeczywiście może być zbyt wąski, szczególnie w okresie koniunktury na giełdzie. Zdaniem Klaudiusza Wolnego zapis ustawowy, że zaangażowanie w akcje nie może być większe niż 40 % aktywów, będzie stanowić dla funduszy istotne ograniczenie. Już teraz największy na rynku OFE CU zainwestował w akcje 31 % aktywów (1999 r.). Akcji „nie boją” się także: OFE Zurich Solidarni, Pionier OFE, OFE Nationale-Nederlanden. Fundusze Emerytalne działające na polskim rynku przyjęły zupełnie inną politykę inwestycyjną niż Fundusze z Ameryki Południowej. Zaczęły to robić dopiero po 4–5 latach. Według niektórych zarządzających aktywami OFE, głód zysków powoduje, że zaangażowanie w akcje jest tak duże [51].

Generalnie wśród analityków panuje zgoda co do tego, iż najważniejsze jest powiększenie limitu zezwalającego na inwestycje funduszy emerytalnych w akcje, choć różne są opinie, kiedy trzeba to zrobić. Na razie wielkość i płynność polskiej giełdy pozwala na prawidłową alokację aktywów funduszy emerytalnych.

W ocenie przedstawicieli Urzędu Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi, postulaty dotyczące zwiększenia dopuszczalnego zakresu inwestowania w akcje przez fundusze są przedwczesne, a poza tym najważniejszym celem polityki lokacyjnej funduszy jest bezpieczeństwo.

W kontekście inwestowania funduszy emerytalnych w akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, omówienia wymaga kwestia wpływu funduszy na działalność spółek giełdowych.

UNFE chce ograniczenia wpływu funduszy emerytalnych na działalność spółek giełdowych bez względu na liczbę posiadanych akcji. Urząd proponuje ograniczenie prawa głosu do 1% i udział w akcjach jednej spółki do 5%.

Zdaniem Marcina Krupy, dyrektora departamentu Polityki Finansowej UNFE, zasiadanie przedstawicieli PTE w radach nadzorczych spółek giełdowych może być groźne i doprowadzić do występowania złych praktyk. Bezpiecznym rozwiązaniem byłoby, gdyby pracownicy PTE zasiadali w radach nadzorczych bezpłatnie, lub gdyby uzyskane z tego tytułu wynagrodzenia powiększały aktywa funduszu.

Z kolei Janusz Kurowski, członek zarządu spółki Macrosoft, w której OFE Commercial Union i OFE Winterthur przekroczyły już próg 5% w kapitale, uważa, że im mniej będzie ingerencji ze strony państwowych urzędów, tym lepiej. Chodzi przecież o właściwy nadzór właścicielski, a w interesie OFE jest pilnowanie wydanych pieniędzy. Zdaniem Kurowskiego, lekarstwem na ewentualną korupcję nie może być zwiększenie kontroli, bo z reguły działa to z odmiennym skutkiem.

W ocenie Wiesława Rozłuckiego prezesa GPW, rola OFE powinna być zbliżona do inwestorów branżowych. Fundusze prędzej czy później zorientują się, iż wyjściem dla nich nie jest wyprzedawanie akcji przedsiębiorstw, które im się nie podobają, tylko raczej wpływanie na ich politykę gospodarczą. Inwestorzy branżowi wprowadzają swoje porządki w przejmowanych spółkach, ale korzyści dla rynku są dwuznaczne. *Alternatywą jest stworzenie takich inwestorów portfelowych, którzy chcą poprzez aktywny nadzór spowodować lepsze wyniki spółek* – uważa Rozłucki.

Zdaniem przedstawicieli PTE, jakiegokolwiek ograniczenie praw funduszy w tym zakresie może utrudnić sprawowanie dobrego nadzoru właścicielskiego nad spółkami wybranymi przez towarzystwo. *PTE chciałby realizować swoje prawa, podobnie jak inni akcjonariusze* – uważa Klaudiusz Wolny, wiceprezes Pocztowo-Bankowego PTE, jednocześnie członek rady nadzorczej Novity. Jego zdaniem, fundusze emerytalne

[50] Marek Siudaj, Parkiet, 1999 r. s. 46–47.

[51] Eliza Więcław, Rzeczpospolita – „Głód zysków zachęca do akcji”, 11.09.1999 r.

nie powinny wpływać na samo zarządzanie spółek, ale muszą dbać o interesy swoich klientów. PTE, reprezentowane w radach nadzorczych, nie muszą angażować się w bieżące zarządzanie, ale powinny mieć wpływ na realizację celów strategicznych. Chodzi o politykę dywidend czy pozyskiwanie kapitałów. OFE mają pilnować pieniędzy klientów i ze względu na taką odpowiedzialność powinny uczestniczyć w organach spółek, których akcje posiadają.

Jacek Socha, przewodniczący Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, uważa natomiast, że należy znaleźć bardziej kompromisowe rozwiązanie niż stanowisko UNFE. W jego ocenie wiadomym jest, że te fundusze, które lokują pieniądze w daną spółkę, powinny mieć zdanie w istotnych sprawach dotyczących jej przyszłości. Należy jednak pamiętać, że zarządzający funduszami emerytalnymi dysponują nie swoimi pieniędzmi, a pieniędzmi ich członków. Według Sochy, należy przedyskutować i ustalić zasady, kiedy i w jakich przypadkach fundusze mogłyby ingerować w zarządzanie spółką [52].

### 3.7. Inwestowanie poza granicami kraju

Stosownie do art. 143 ust.1 ustawy aktywa funduszu mogą być lokowane poza granicami kraju na podstawie ogólnego zezwolenia udzielonego przez Ministra Finansów, w drodze rozporządzenia, i na warunkach określonych w tym zezwoleniu. Chodzi tu o lokaty w papierach wartościowych emitowanych przez spółki notowane na podstawowych giełdach rynków kapitałowych państw obcych będących członkami OECD lub innych państw obcych, które określone zostaną w tym zezwoleniu, a także w papierach skarbowych emitowanych przez rządy lub banki centralne tych państw oraz tytułach uczestnictwa emitowanych przez instytucje wspólnego inwestowania mające siedzibę w tych państwach, jeżeli instytucje te oferują publicznie tytuły uczestnictwa i umarzają je na żądanie uczestnika. Do lokat tych znajduje zastosowanie odpowiednio przepis 142 ust. 2 ustawy, zawierający limity wartościowe.

Ustawodawca przewidział więc możliwość lokowania środków funduszy poza granicami kraju na poziomie 5% zarządzanych aktywów netto. Ograniczenie to wymusza wykorzystywanie tych pieniędzy do finansowania rozwoju wewnętrznego. Zarządzający aktywami funduszy emerytalnych muszą przede wszystkim w kraju dobierać struktury portfeli inwestycyjnych, przyjmowane do portfeli kategorii lokat oraz instrumenty finansowe wyznaczone w ramach tych kategorii.

W dyskusjach nad reformą dość często można było spotkać opinię o ubogiej ofercie inwestycyjnej rynku wewnętrznego, a co za tym idzie o konieczności zwiększenia limi-

tu, zezwalającego na angażowanie aktywów w papiery wartościowe za granicą.

Intencją ustawodawcy było jednak jak się wydaje pozostawienie zebranych środków na polskim rynku. Wynikało to ze świadomości, iż nikt i nic tak nie broni rodzimej gospodarki jak własny kapitał. Można próbować bronić przekonania o celowości zatrzymania tych kapitałów na rynku lokalnym, przynajmniej w początkowym okresie. Przy tak widocznym silnym zapotrzebowaniu na wewnętrzne finansowanie rozwoju ustawodawca wyszedł z założenia, iż w obecnie polskiej gospodarce nie stać, po prostu, na znaczniejszy transfer kapitałów za granicę. Wobec oczekiwań gospodarki, polskie fundusze emerytalne nie powinny pełnić roli dostarczycieli kapitału na zewnątrz, lecz starać się zakumulować wyjątkowo duży kapitał, mogący chociaż w części pomóc wewnętrznie ją stabilizować.

Warto w tym miejscu przypomnieć, iż obowiązkowy system emerytalny funkcjonujący w krajach Unii Europejskiej nie przewiduje przekazywania środków emerytalnych z tego systemu za granicę. Z analizy rozwiązań przyjętych w polskim systemie emerytalnym dla II filaru (są to przede wszystkim: obowiązkowa przynależność i konieczność odprowadzania składek, a także gwarancje skarbu państwa) wynika, że otwarte fundusze emerytalne są integralną częścią obowiązkowego systemu ubezpieczeń społecznych, a środki zgromadzone w nich to istotny element finansów publicznych. Z powyższych względów uprawnienie ministra finansów, na mocy delegacji ustawowej, do określenia warunków lokowania części środków zgromadzonych w II filarze poza granicami kraju wydaje się uzasadnione.

### 3.8. Uzasadnienie istnienia limitów inwestycyjnych

Fundusze emerytalne to tak naprawdę pierwsi długoterminowi inwestorzy instytucjonalni, jacy pojawili się na naszym rynku kapitałowym. Biorąc pod uwagę właśnie długoterminowy charakter ich funkcjonowania oraz zagwarantowany stały wzrost wartości skonsolidowanych aktywów funduszy, można podzielić przekonanie o znacznie większym potencjale mogącym służyć stabilizowaniu gospodarki. Od wielu czynników będzie zależało, w jakim stopniu strumienie będących w ich dyspozycji środków będą wpływać w przyszłości na gospodarkę, na rynek finansowy, rozwój rynku kapitałowego. Jednym z najbardziej podstawowych czynników są limity inwestycyjne wynikające z uregulowań ustawowych. Analizując określone ustawą limity inwestycyjne można zauważyć, iż intencją twórców przepisów jest zatrzymanie (przynajmniej na razie) kapitałów funduszy na polskim rynku finansowym. Jednak, aby fundusze emerytal-

[52] Szymon Karpiński, „Czy może dojść do nadużyc” Rzeczpospolita 31.10.2000 r.

ne mogły w stosunkowo wysokim stopniu przejść na siebie rolę stabilizatora dla gospodarki i mnożnika impulsów rozwoju rynku kapitałowego, muszą mieć wybór instrumentów finansowych o odpowiedniej płynności, horyzoncie czasowym, akceptowanym ryzyku i stopie zwrotu. Jest to tym bardziej ważne, że członkowie funduszy także będą się sturali wymóg na zarządzających składkami jak najwyższą stopę zwrotu z dokonywanych inwestycji. Analizując potencjalną podaż takich instrumentów na wewnętrznym rynku finansowym, w tym kapitałowym, można uznać, iż przynajmniej w najbliższych latach powinna ona być wystarczająca. Gospodarka wykazuje ogromne możliwości absorpcji kapitału, zwłaszcza długoterminowego [53].

Limity inwestycyjne mają na celu ograniczenie ryzyka, które niesie zbyt duża koncentracja inwestycyjna w określonych rodzajach lokat.

Alan Bronxon, irlandzki ekspert w dziedzinie funduszy emerytalnych i były prezes Europejskiej Federacji Funduszy Emerytalnych, stwierdził, że istnieje zasadnicza sprzeczność między interesem członków funduszy emerytalnych, a interesem Skarbu Państwa, reprezentowanym przez poszczególne polityków. Jego zdaniem członkowie funduszu emerytalnego oczekują rentownych inwestycji, a Skarb Państwa – miękkiego finansowania deficytu budżetowego.

Tę fundamentalną sprzeczność interesów dostrzegają także polscy eksperci.

W ocenie prezesa UNFE, limity są po to, aby zatrzymać w kraju kapitały funduszy emerytalnych w celu wspierania rozwoju gospodarczego i dostarczania gospodarce relatywnie taniego kapitału krajowego, jako swoistego koła zamachowego.

Z praktyki innych państw wynika, iż instrumentalne naciski lub presja polityczna na politykę inwestycyjną funduszy emerytalnych zawsze odbywają się kosztem przyszłych emerytów. Jako powszechnie znany negatywny przykład takiej presji często wymienia się Szwecję. Wprowadzono tam dla funduszy emerytalnych wymóg inwestowania większości aktywów w krajowe papiery dłużne emitowane przez Skarb Państwa. Doprowadziło to do spadku rentowności tych funduszy. Zmalały przy tym znacznie oszczędności członków.

W ocenie krajowych ekspertów, należy już dziś w długoterminowej strategii inwestycyjnej podjąć niezbędne środki zaradcze. Takim środkiem jest niezwłoczne uchylenie ograniczeń inwestycyjnych w zakresie lokowania aktywów funduszy w akcje spółek notowanych na zagranicznych rynkach regulowanych (obecnie do 5 % aktywów).

Pięcioprocentowy limit wartości aktywów funduszy emerytalnych dopuszczonych do inwestycji na rynkach zagranicznych wynika z wykładni *a contrario* przepisów ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych.

Zdaniem Alana Broxsona, należy się zastanowić nad całkowitym zniesieniem limitów inwestycyjnych. Ograniczenia

inwestycyjne w bezpośredni sposób prowadzą do ograniczenia wysokości emerytur. W krajach europejskich takich jak Irlandia, Wielka Brytania i Holandia, limity inwestycyjne przewidziane dla funduszy emerytalnych są sukcesywnie wycofywane.

W ocenie Michała Kopiczyńskiego, zarządzającego OFE Pioneer, im więcej ograniczeń administracyjno-prawnych tym trudniej budować optymalną strukturę portfela.

### 3.9. Naruszenie ograniczeń inwestycyjnych

Za naruszenie ograniczeń inwestycyjnych przez fundusz emerytalny, towarzystwo może – w przypadkach przewidzianych w ustawie – ponieść karę pieniężną. Natomiast osoby fizyczne uczestniczące w procedurach związanych z inwestowaniem aktywów funduszu emerytalnego, poza odpowiedzialnością cywilnoprawną mogą w określonych sytuacjach ponieść odpowiedzialność karną.

Jeżeli w następstwie zmiany cen rynkowych stanowiących podstawę wyceny aktywów i zobowiązań funduszy, kursów walut albo powiązań organizacyjnych lub kapitałowych między podmiotami, których instrumenty finansowe są przedmiotem lokaty aktywów funduszu, albo w następstwie innych okoliczności, na które fundusz nie ma bezpośredniego wpływu, naruszy on w sposób nieumyślny przepisy niniejszego rozdziału, to wówczas obowiązany jest podjąć niezwłocznie kroki w celu dostosowania działalności lokacyjnej do wymogów określonych w ustawie.

Dostosowanie działalności lokacyjnej do wymogów określonych w ustawie powinno nastąpić nie później niż w terminie 6 miesięcy od dnia zaistnienia stanu niezgodnego z prawem albo od dnia, w którym przeprowadzona wycena aktywów funduszu wykazała zaistnienie takiego stanu, w zależności od tego, który z tych terminów jest późniejszy.

Na wniosek funduszu, złożony nie później niż w terminie 1 miesiąca od daty zaistnienia stanu niezgodnego z prawem lub daty stwierdzenia takiego stanu, zgodnie z ust. 2 art. 149, Urząd Nadzoru może zezwolić na przedłużenie do 12 miesięcy okresu, o którym mowa w ust. 2 art. 149, jeżeli jest to uzasadnione ze względu na ochronę interesów członków funduszu.

Powyższe regulacje prawne odnoszą się zarówno do OFE, jak i PTE. W treści przepisu art. 149 ust. 4 zawarta jest natomiast norma prawna odnosząca się wyłącznie do funduszy pracowniczych, i tak jeżeli w następstwie realizacji harmonogramu, o którym mowa w art. 102 (likwidacja rachunków ilościowych), nastąpi – ze względu na interes członków pracowniczego funduszu – naruszenie przez fundusz przepisów art. 146, dostosowanie działalności lokacyjnej funduszu

[53] Małgorzata Kobierska „Gazeta Bankowa” 28.09–04.10.1999 r.

do wymogów określonych w tych przepisach powinno nastąpić nie później niż w terminie miesiąca od daty zaistnienia stanu niezgodnego z prawem lub daty stwierdzenia takiego stanu, zgodnie z ust. 2 art. 149, z tym że Urząd Nadzoru może, na wniosek funduszu, przedłużyć ten termin do 6 miesięcy. W tym ostatnim przypadku przepis ust. 3 art. 149 stosuje się odpowiednio.

Jeżeli fundusz nie przestrzega przepisów ustawy określających zasady działalności lokacyjnej lub nie wykona obowiązków określonych w art. 149 ust. 1, 2 i 4, Urząd Nadzoru może nałożyć na towarzystwo karę pieniężną w wysokości do 500 000 zł [54].

Ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych zawiera także sankcje karne, które mogą ponieść osoby fizyczne uczestniczące w procesie lokowania aktywów funduszu na rynku kapitałowym.

Na podstawie art. 217 ustawy, kto podejmuje decyzje inwestycyjne na rachunek funduszu, narusza wymogi w zakresie działalności lokacyjnej określone w ustawie, stwarzając przez to zagrożenie dla interesów członka funduszu, podlega grzywnie do 1 mln zł.

Odpowiedzialności karnej podlega więc osoba fizyczna, która podejmuje konkretne decyzje inwestycyjne. Dla powstania odpowiedzialności karnej niezbędne jest nie tylko wykazanie, iż w następstwie konkretnej decyzji doszło do naruszenia wymogów ustawowych, ale także co bardzo istotne, iż w następstwie powstania takiej sytuacji, będącej skutkiem decyzji, nastąpiło zagrożenie dla interesów członka funduszu. Mówiąc inaczej, nie wystarczy naruszyć wymogi, trzeba przy tym stworzyć zagrożenie dla interesów członka funduszu. Te dwie przesłanki odpowiedzialności karnej muszą zaistnieć łącznie. Popelnienie przestępstwa z art. 217 będzie w praktyce bardzo trudno udowodnić.

Intencją ustawodawcy przy wprowadzeniu drugiej przesłanki tj. „zagrożenie dla interesów członka funduszu” było zapewne wyłączenie przypadków drobnych naruszeń wymogów ustawowych. W praktyce sądy będą mogły wydawać wyroki skazujące, jedynie po wykazaniu oskarżonemu iż w następstwie jego decyzji powstała sytuacja stwarzająca zagrożenie dla interesów członka funduszu. Ta druga przesłanka jest mocno ocenna i będzie stwarzać olbrzymie możliwości do skutecznej obrony osoby pociągniętej do odpowiedzialności karnej.

Wykładnia językowa art. 217 nie rozstrzyga jednoznacznie kwestii, czy przestępstwa stypizowanego w treści tego przepisu można dopuścić się wyłącznie z winy umyślnej. Użycie sformułowania „kto...narusza wymogi” rodzić może spore trudności interpretacyjne. Naruszać wymogi można przecież w następstwie niedbalstwa albo lekkomyślności. (dwie formy winy nieumyślnej znane polskiemu prawu

karne). Taka interpretacja dopuszczająca po stronie podmiotowej tego przestępstwa nieumyślność, doprowadziłaby do absurdu.

Celowościowa wykładnia skłania do wniosku, iż przestępstwa z art. 217 można się dopuścić jedynie z winy umyślnej. Sprawca musi mieć więc świadomość, iż w następstwie jego decyzji naruszy wymogi ustawy i co najmniej goździ się z tym.

Drugą sankcją karna, którą może ponieść osoba uczestnicząca w procedurach inwestycyjnych funduszu, zawarta jest w treści art. 218 ust. 2 ustawy. W świetle tego przepisu, kto będąc odpowiedzialny za informacje udostępniane członkom funduszu lub Urzędowi Nadzoru, zgodnie z przepisami ustawy, (w tym informacje związane z przestrzeganiem limitów ustawowych) podaje nieprawdziwe lub zataja prawdziwe dane, wpływające w istotny sposób na treść informacji, podlega grzywnie do 1 mln zł.

Nie ulega wątpliwości, iż także to przestępstwo może zostać popełnione wyłącznie z winy umyślnej.

### 3.10. Minimalna wymagana stopa zwrotu

#### 3.10.1. Charakterystyka prawna

Poza ograniczeniami w zakresie polityki inwestycyjnej oraz ograniczeniem wynikającym z treści art. 31, ustawodawca w celu zagwarantowania odpowiednich dochodów obowiązkowych otwartych funduszy emerytalnych wprowadził zabezpieczenie w postaci minimalnej wymaganej stopy zwrotu, którą musi uzyskiwać fundusz emerytalny.

Otwarty fundusz, który przyjmował składki przez co najmniej 24 miesiące, ustala na koniec każdego miesiąca kończącego kwartał wysokość stopy zwrotu za ostatnie 24 miesiące.

Stopą zwrotu jest wyrażony procentowo iloraz różnicy wartości jednostki rozrachunkowej w ostatnim dniu roboczym miesiąca kończącego kwartał i wartości tej jednostki w ostatnim dniu roboczym miesiąca przypadającego przed 24 miesiącami oraz wartości tej jednostki w ostatnim dniu roboczym miesiąca przypadającego przed 24 miesiącami [55].

Podstawą ustalenia wartości jednostki rozrachunkowej jest wycena aktywów netto funduszu, dokonana zgodnie z przepisami rozdziału 9. Wartość jednostki rozrachunkowej jest ustalana przez fundusz w każdym dniu wyceny i według stanu na ten dzień oraz podawana do wiadomości Urzędu Nadzoru, a w przypadku otwartych funduszy także do wiadomości jednej z agencji informatycznych wskazanych przez Urząd Nadzoru.

[54] Art. 156.

[55] Na podstawie delegacji ustawowej zawartej w art. 174 Rada Ministrów wydała w dniu 12 maja 1998 r. rozporządzenie w którym szczegółowo określiła powyższe kwestie.

W przypadku, gdy stopa zwrotu za okres 24 miesiące, o którym mowa w art. 170, jest niższa od minimalnej wymaganej stopy zwrotu w funduszu emerytalnym powstaje niedobór. Minimalną wymaganą stopą zwrotu jest stopa zwrotu niższa o 50 % od średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich otwartych funduszy w tym okresie lub o 4 punkty procentowe od tej średniej, w zależności od tego, która z tych wielkości jest niższa.

Średnią ważoną stopą zwrotu wszystkich otwartych funduszy za okres 24 miesiące jest suma iloczynów stopy zwrotu każdego z otwartych funduszy, o których mowa w art. 170, i wskaźnika przeciętnego udziału w rynku danego otwartego funduszu. Wskaźnikiem przeciętnego udziału w rynku danego otwartego funduszu jest średnia arytmetyczna wskaźnika udziału w rynku w ostatnim dniu roboczym miesiąca poprzedzającego okres 24 miesiące i wskaźnika udziału w rynku w ostatnim dniu roboczym miesiąca przypadającego na koniec okresu 24 miesiące. Wskaźnikiem udziału w rynku otwartego funduszu, w określonym dniu, jest iloraz wartości aktywów netto tego funduszu i wartości aktywów netto wszystkich otwartych funduszy, o których mowa w art. 170, według stanu na dzień obliczenia wskaźnika.

W razie wystąpienia niedoboru otwarty fundusz jest obowiązany w terminie 3 dni, licząc od chwili podania przez Prezesa Urzędu Nadzoru do publicznej wiadomości wysokości średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich otwartych funduszy, przeznaczyć na pokrycie niedoboru wszelkie środki dostępne na rachunku rezerwowym, o którym mowa w art. 181 ust. 1.

Jeżeli środki na rachunku rezerwowym są niewystarczające na pokrycie niedoboru, powszechne товариство dokonuje jego pokrycia z własnych środków w terminie 14 dni od chwili podania przez Prezesa Urzędu Nadzoru do publicznej wiadomości wysokości średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich otwartych funduszy. W przypadku, gdy środki na rachunku rezerwowym oraz własne środki powszechnego товариства nie są wystarczające na pokrycie niedoboru, wpłaty dokonywane są ze środków pochodzących z Funduszu Gwarancyjnego.

Niedobór pokrywany jest ze środków Funduszu Gwarancyjnego w terminie 21 dni od dnia podania przez Prezesa Urzędu Nadzoru do publicznej wiadomości wysokości średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich otwartych funduszy.

Z tytułu pokrycia niedoboru Fundusz Gwarancyjny nabywa w stosunku do powszechnego товариства, lub jego masy upadłości, roszczenie o zwrot środków Funduszu Gwarancyjnego wykorzystanych na pokrycie niedoboru.

Skarb Państwa gwarantuje pokrycie niedoboru w przypadku, gdy niedobór nie może być pokryty ze środków Fun-

duszu Gwarancyjnego, na zasadach i w trybie określonym w odrębnych ustawach.

Jeżeli pokrycie niedoboru okaże się niemożliwe, zarząd powszechnego товариства jest obowiązany zawiadomić o tym niezwłocznie Urząd Nadzoru, który występuje do właściwego sądu z wnioskiem o ogłoszenie jego upadłości.

W przypadku ogłoszenia upadłości товариства zaspokojenie roszczeń Funduszu Gwarancyjnego, o których mowa w art. 177 ust. 2, z jego masy upadłości może nastąpić dopiero po uprzednim zaspokojeniu należności innych wierzycieli товариства według kolejności określonej w art. 204 § 1 pkt 1–2 rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 24 października 1934 r. – Prawo upadłościowe [56], jednakże przed zaspokojeniem należności, o których mowa w art. 204 § 1 pkt 2a–9 tego rozporządzenia.

Jeżeli niedobór powstał w następstwie utraty przez depozytariusza aktywów otwartego funduszu, mających postać materialną, depozytariusz jest obowiązany do wyrównania niedoboru, zanim wykorzystane zostaną na ten cel środki na rachunku rezerwowym, własne środki powszechnego товариства lub środki Funduszu Gwarancyjnego.

Wyrównanie niedoboru przez depozytariusza następuje w terminie 14 dni od dnia stwierdzenia wystąpienia niedoboru, chociażby utrata aktywów otwartego funduszu nie została przez depozytariusza zawiniona.

Otwarty fundusz otwiera rachunek rezerwowym, na który przekazywane są środki powszechnego товариства. Środki na rachunku rezerwowym stanowią część aktywów funduszu. Na товариство, które nie dokonuje wpłat na rachunek rezerwowym, zgodnie z ust. 1, Urząd Nadzoru może nałożyć karę pieniężną w wysokości do 500 000 zł.

Ze środków na rachunku rezerwowym nie może być prowadzona egzekucja przeciwko powszechnemu товариству.

### 3.10.2. Uzasadnienie przyjętych regulacji prawnych

Regulacje prawne przyjęte przez ustawodawcę w zakresie minimalnej wymaganej stopy zwrotu są następstwem przyjęcia założenia, iż celem inwestycyjnym funduszu (oprócz oczywiście celu w postaci gromadzenia środków na przyszłe emerytury) nie jest maksymalizowanie dochodów funduszu, a tym samym uzyskanie w przyszłości przez uczestnika funduszu emerytury, lecz osiągnięcie takiej stopy zwrotu kapitału, aby mieściła się ona w granicach średniej stopy i by nie zachodziła konieczność dokonywania dopłat do rachunków indywidualnych uczestników funduszu.

Ustawodawca wyszedł z założenia, że przyszli emeryci nie będą zgłaszać roszczeń z tytułu zbyt niskiej stopy zwro-

[56] (Dz. U. z 1991 r. Nr 118, poz. 512, z 1994 r. Nr 1, poz. 1, z 1995 r. Nr 85, poz. 426, z 1996 r. Nr 6, poz. 43, Nr 43, poz. 189, Nr 106, poz. 496 i Nr 149, poz. 703, z 1997 r. Nr 28, poz. 153, Nr 54, poz. 349, Nr 117, poz. 751, Nr 121, poz. 770 i Nr 140, poz. 940 oraz z 1998 r. Nr 117, poz. 756).

tu kapitału w stosunku do poszczególnych funduszy, w których będą uczestnikami, jeżeli wyniki finansowe wszystkich otwartych funduszy emerytalnych będą zbliżone do siebie. Z tego względu ustawodawca wprowadził do tekstu ustawy mechanizm średniej stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych. Przyjęte w ustawie rozwiązania powodują, że zbyt duże ujemne odchylenie wyniku finansowego poszczególnego funduszu od średniej stopy zwrotu funduszy powoduje powstanie dla zarządzającego tym funduszem towarzystwa obowiązku dokonania dopłaty pieniężnej do rachunków uczestników funduszu. Kwota tej dopłaty ma spowodować osiągnięcie przez fundusz granicznej rentowności zwrotu kapitału.

Konsekwencją przyjęcia przez ustawodawcę określonego wyżej systemu jest gwarancja podobnych wyników finansowych wszystkich otwartych funduszy emerytalnych. Zarządzający funduszami emerytalnymi muszą bowiem naśladować się wzajemnie w podejmowanych decyzjach inwestycyjnych w zakresie lokat aktywów poszczególnych funduszy, przy czym co jest bardzo charakterystyczne, i co jest często podnoszone przez przeciwników reformy emerytalnej, zarządzający nie mają żadnej motywacji do uzyskiwania nadzwyczajnych wyników finansowych. Spowodowane jest to tym, iż realna jest sytuacja, w której średni wynik finansowy wszystkich funduszy emerytalnych za dany okres będzie ujemny, ale wszystkie fundusze będą mieścić się w granicach średniej stopy określonej przez ustawę i nie będą konieczne żadne dopłaty z rachunku rezerwowego lub z dochodów towarzystwa emerytalnego. Realna jest także taka sytuacja, w której w danym okresie średnia stopa zwrotu z kapitału będzie wynosiła np. + 3%, a jeden z funduszy osiągnie wynik + 4% i towarzystwo funduszy emerytalnych będzie musiało dopłacić z własnych dochodów do zysku funduszu.

Ustawodawca przyjął, iż dopłaty do funduszu emerytalnego następują z rachunku rezerwowego, który tworzony jest ze środków towarzystwa funduszy emerytalnych zgodnie z art. 181 ustawy. Rozwiązanie to oznacza, że pośrednio uczestnicy funduszu emerytalnego tworzą z własnych wpłat kwoty na rachunku rezerwowym, ponieważ towarzystwo funduszy emerytalnych nie może prowadzić innej działalności jak zarządzanie funduszem emerytalnym. Tak więc kwoty na rachunku rezerwowym będą mogły powstać jedynie z części wpłat wnoszonych przez uczestników lub z części dochodu funduszu. W celu zapewnienia pełnego bezpieczeństwa dochodów funduszu emerytalnego ustawodawca w art. 178 ustawy przewiduje tworzenie funduszu gwarancyjnego. Należy jednak zauważyć, iż środki gromadzone w funduszu gwarancyjnym powstają z wpłat towarzystw emerytalnych. Towarzystwo emerytalne nie prowadzi jednak żadnej innej działalności niż zarządzanie funduszem, o czym była mowa, w związku z czym środki na fundusz gwarancyjny mogą być uzyskane przez towarzystwo emerytalne tylko w drodze dodatkowego obciążenia

odpowiednimi proporcjonalnymi potrąceniami wpłat uczestników funduszu.

## Część IV

### Ograniczenia rynkowe

Oceniając skłonność OFE do inwestowania środków w akcje spółek giełdowych, należy wziąć pod uwagę jakość oraz ilość akcji oferowanych w obrocie giełdowym. Niestety, może się okazać, że zainteresowanie OFE lokowaniem środków w akcje notowane na WGPW nie spotka się z satysfakcjonującym tę grupę inwestorów poziomem podaży.

#### 4.1. Trendy w liczebności i strukturze własności akcji spółek notowanych na WGPW

Od dłuższego czasu obserwuje się wykupywanie akcji spółek giełdowych przez inwestorów strategicznych. Wpływa to niekorzystnie na ich płynność oraz zwiększa ryzyko inwestycji w te papiery. Mniejsze zainteresowanie akcjami spółek, które pozyskały inwestorów branżowych przejawia się w wycenie rynkowej akcji tych spółek. Na sesjach następujących po ogłoszeniu przejścia przez inwestora strategicznego kontrolnego pakietu akcji, obserwuje się spadek kursu akcji. Inwestycje w akcje tych spółek, z kilku względów, stają się bardziej ryzykowne.

Po pierwsze, po przekroczeniu 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, inwestor strategiczny zobowiązany jest ogłosić wezwanie do zapisywania się na sprzedaż akcji [57]. Cena akcji w wezwaniu nie może być niższa niż średnia cena rynkowa z ostatnich sześciu miesięcy [58]. Jeśli w okresie tym kursy akcji kształtowały się na niskim poziomie, może się okazać, iż cena proponowana przez inwestora strategicznego nie zapewni pozostałym akcjonariuszom oczekiwanej przez nich stopy zwrotu z inwestycji. W roku 1998, ogłoszono 16 wezwań do sprzedaży akcji, rok później ich liczba wyniosła 43 [59].

Po drugie, spółki poszukujące inwestora strategicznego mogą w krótkim czasie dążyć do osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków w celu jak najlepszej prezentacji spółki. Jest to sytuacja, która z ekonomicznego punktu widzenia nie powinna mieć miejsca. Generalnie można stwierdzić, że przedsiębiorstwo powinno koncentrować się na maksymalizowaniu korzyści właścicieli w długim okresie. Dążąc do osiągania coraz większych zysków w strategii długookresowej, spółka może zapewnić stały i adekwatny wzrost jej wartości rynkowej. Inwestorzy są nieufni w stosunku do spółek, które w okresie poszukiwania inwestorów branżowych prezentują nadzwyczaj dobre wyniki finansowe.

Tabela 4-1 Koncentracja własnościowa pakietów akcji spółek notowanych na GPW w Warszawie [60]

Pakiety akcji	Udział wartości poszczególnych pakietów w kapitalizacji wszystkich spółek
poniżej 5%	29%
5-10%	4%
10-20%	10%
20-30%	8%
30-40%	3%
40-50%	8%
<b>powyżej 50%</b>	<b>38%</b>
Ogółem	100%

Zródło: obliczenia własne.

[57] Art. 154 Ustawy z dnia 21 sierpnia 1997r. Prawo o Publicznym Obrocie Papierami Wartościowymi (Dz. U. Nr 118 z późniejszymi zmianami).

[58] Art. 155 op. cit.

[59] Rocznik Giełdowy 1999 i 2000.

[60] Akcjonariat – czerwiec 2000; badaniem objęto wszystkie spółki wprowadzone na GPW do końca 1999 r.

Przejawia się to zazwyczaj spadkiem kursów akcji tych spółek.

Po trzecie, ryzyko inwestycji w akcje spółek posiadających inwestorów strategicznych przejawia się również na polu podziału zysku w postaci dywidendy. Inwestorzy posiadający pakiet strategiczny mogą dążyć do ukrywania faktycznie wypracowanych zysków. Jednym ze sposobów jest sprzedaż spółce licencji, patentów, know-how lub doradztwa. Powoduje to, że w spółce generowane są dodatkowe koszty, przez co zmniejsza się zysk do podziału wśród akcjonariuszy w formie dywidendy. Jest to niezwykle delikatna kwestia, ale praktyka gospodarcza wskazuje, iż takie sytuacje mogą mieć miejsce.

Inną ważną kwestią mającą wpływ na podaż akcji na giełdzie, jak również jej kapitalizację jest ryzyko, iż inwestor strategiczny będzie dążył do wycofania spółki z obrotu giełdowego.

W tabeli 4-1 przedstawiona została koncentracja własnościowa pakietów akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, jako udział wartości akcji poszczególnych pakietów w kapitalizacji wszystkich spółek giełdowych.

Analiza danych zawartych w tabeli 4-1 wskazuje na największy, aż 38%, udział w kapitalizacji giełdy pakietów zawierających powyżej 50% akcji. Pakiety zawierające niewielką liczbę akcji (poniżej 5% akcji poszczególnych spółek) stanowią niespełna 30% udział w kapitalizacji. Dane te wskazują na dużą koncentrację własnościową spółek giełdowych, co z pewnością ogranicza możliwości inwestycyjne OFE. Podaż akcji na WGPW, na jaką mogą liczyć OFE ograniczy się zapewne do części emisji akcji znajdujących się w niedużych pakietach. Przejęcie większych, strategicznych pakietów akcji wymagałoby w obecnych ramach prawnych funkcjonowania funduszy organizowania konsorcjów nabywających pakiety strategiczne oraz zarządzających przejętymi spółkami.

Podsumowując należy podkreślić, że płynność akcji w obrocie giełdowym jest kluczowym czynnikiem mającym wpływ na rozwój giełdy. Akcje spółek, w których inwestor przejmuje kontrolę poprzez nabycie pakietu strategicznego, charakteryzują się zazwyczaj niską płynnością. Akcje o niskiej płynności cechuje zazwyczaj niewielkie zainteresowanie wśród pozostałych inwestorów. Ma to negatywny wpływ na kształtowanie się kursów akcji tych spółek, jak również na kapitalizację giełdy.

Coraz częściej inwestorzy spółek giełdowych ogłaszają wezwania do zapisania się na sprzedaż akcji. Po przekroczeniu 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu,

inwestor spełnia obowiązek nałożony przez prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi w zakresie tego wezwania [61]. W rezultacie inwestor staje się właścicielem pozostałej części akcji. Często stosowaną praktyką wśród akcjonariuszy większościowych jest wycofywanie spółek z giełdy co wpływa niekorzystnie na jej atrakcyjność, określaną m.in. poziomem kapitalizacji oraz liczby notowanych spółek.

Procedura wycofania spółki z obrotu publicznego przeprowadzana jest w czasie około trzech miesięcy. Publiczne ogłoszenie wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji jest przeprowadzane za pośrednictwem podmiotu prowadzącego działalność maklerską [62]. Na podmiot ten nałożony jest obowiązek poinformowania Komisji Papierów Wartościowych i Giełd oraz Giełdy Papierów Wartościowych o zamiarze ogłoszenia wezwania. Ogłoszenie to może nastąpić po ustanowieniu zabezpieczenia w wysokości 50% wartości akcji, które mają być przedmiotem nabycia [63].

Przed złożeniem wniosku o uchylenie przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd decyzji o wyrażeniu zgody na wprowadzenie akcji spółki do publicznego obrotu, walne zgromadzenie akcjonariuszy musi podjąć uchwałę o wycofaniu spółki z publicznego obrotu [64]. KPWiG bada jedynie formalną zgodność wniosku z przepisami prawa. W przypadku spełnienia przez spółkę wszystkich niezbędnych czynności formalnych, obowiązujące przepisy nie dają Komisji prawa do negatywnego ustosunkowania się do złożonego wniosku. Po decyzji KPWiG notowania akcji spółki zostają zawieszane do czasu oficjalnej uchwały Rady Giełdy o ich wykluczeniu z obrotu giełdowego.

Procedura wycofania akcji z publicznego obrotu jest łatwa do przeprowadzenia i może być spełniona w bardzo krótkim czasie. Jest to korzystne z punktu widzenia akcjonariuszy spółki, natomiast stanowi duże zagrożenie dla rozwoju giełdy papierów wartościowych.

Po raz pierwszy wycofywanie spółki z giełdy miało miejsce w 1997 roku. Do chwili obecnej wycofanych zostało 13 spółek [65]. Wśród nich występowały spółki, które wycofane zostały z giełdy z powodu przejęcia lub fuzji z inną spółką (np. Bank Gdański z BIG, Polifarb Wrocław z Polifarb Cieszyn, Koło z Sokołowem, I I NFI z 3 NFI, itp.) jak również z powodu złej sytuacji ekonomiczno-finansowej (np. Uniwersal, Polisa) lub zmiany strategii spółki (np. Wedel, Górażdże, Zasada, itp.).

[61] Art. 154 Ustawy z dnia 21 sierpnia 1997r. Prawo o Publicznym Obrocie Papierami Wartościowymi (Dz. U. Nr 118 z późniejszymi zmianami).

[62] Art. 152 op. cit.

[63] Art. 151 op. cit.

[64] Art. 86 op. cit.

[65] Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, sierpień 2000.

#### 4.1.1 Wycofywanie akcji przez spółki celem ich notowania na giełdach zagranicznych

Wraz z rozwojem rynków finansowych wszystkie giełdy podejmują działania w zakresie uzyskania przewagi konkurencyjnej, poprzez zwiększenie liczby uczestników na swoim parkiecie. W tym celu giełdy zagraniczne oferują nowe możliwości plasowania papierów wartościowych, upraszczają procedury przyjęcia nowych walorów oraz obniżają koszty. Sprawia to, że spółki mają łatwiejszy dostęp do światowych rynków giełdowych a koszt pozyskania kapitału jest coraz niższy. Giełdy zagraniczne cieszą się coraz większą popularnością wśród polskich spółek giełdowych. Kilkanaście firm podjęło już programy zamiany akcji notowanych na giełdzie warszawskiej na kwity depozytowe, celem plasowania ich zagranicą. Nieuniknionym staje się fakt, iż w dobie globalizacji rynków giełdowych proces ten będzie się nasilał. Stanowi to zagrożenie dla naszej giełdy i ryzyko ograniczenia jej rozmiarów.

Motywacje spółek w zakresie wprowadzania papierów wartościowych na giełdy zagraniczne są różnorodne. Najważniejsze z nich to: pozyskanie nowych inwestorów, zamiar rozszerzenia działalności firmy lub rynku zbytu oraz promocja firmy zagranicą, wybór bardziej efektywnego rynku kapitałowego umożliwiającego prawidłową wycenę spółki, chęć nabycia lub połączenia się z firmą zagraniczną, prestiż. Zaletą programów kwitów depozytowych jest to, iż w porównaniu z plasowaniem akcji stanowią one prostszą i tańszą formę pozyskania kapitałów na giełdach zagranicznych.

Program kwitów depozytowych może być podjęty wyłącznie przez spółki publiczne, podlegające obowiązkowi informacyjnym na rynku lokalnym.

Giełdy zagraniczne cieszą się coraz większą popularnością wśród polskich spółek. Kilkanaście spółek giełdowych podjęło już programy zmiany akcji na kwity depozytowe, celem plasowania ich na giełdach zagranicznych [66]. Notowane są one na giełdach we Frankfurcie, Londynie, Berlinie i Monachium [67].

Do tej pory emitenci mieli możliwość zamiany akcji na kwity ADR (American Depositary Receipts) oraz GDR (Global Depositary Receipts). Obecnie polskie spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, mogą uczestniczyć również w programie kwitów Euro-DR (Euro-Depositary Receipts).

Polskie spółki, które podjęły program kwitów depozytowych, w dużej mierze kierowały się chęcią pozyskania kapitału wśród inwestorów zagranicznych. Przy podejmowaniu decyzji wprowadzenia spółki na giełdy zagraniczne, emitenci brali pod uwagę możliwość reklamy firmy na

rynku zagranicznym, co wpływa pozytywnie również na prestiż spółki na rynku krajowym. Emitenci oczekiwali, iż rozwinięte rynki kapitałowe w sposób bardziej efektywny, niż na rynku krajowym, wycenią papiery wartościowe tych firm [68].

Powyższy podział kwitów depozytowych na ADR, GDR oraz Euro-DR dokonany został na podstawie kryterium miejsca emisji i obrotu kwitami. Amerykańskie Kwity Depozytowe (ADR) emitowane są na rynku USA, Globalne Kwity Depozytowe (GDR) mogą być przedmiotem obrotu na kilku światowych rynkach równocześnie. Najczęściej jednak kwity GDR notowane są na giełdzie londyńskiej i luksemburskiej. Kwity depozytowe Euro-DR są nowymi instrumentami powstałymi na rynku francuskim.

W ostatnim dziesięcioleciu odnotowano dużą dynamikę wzrostu liczby nowych programów kwitów depozytowych. W okresie od 1991 do 1999 roku odnotowano ponad 70% wzrost nowych programów. Najwięcej programów podjętych zostało w Wielkiej Brytanii (16%), Japonii (11%) oraz w Australii (10%). Programy kwitów depozytowych cieszą się dużym powodzeniem w Rosji; ich udział (3%) jest porównywalny z takimi krajami jak Francja, Niemcy i Holandia.

Zważywszy na dynamiczny rozwój rynku kwitów depozytowych, można przypuszczać, iż spółki polskie w coraz większym stopniu będą w nim uczestniczyć. Upowszechnienie się programów oraz duża konkurencja pomiędzy giełdami sprawia, iż kwity depozytowe stają się łatwym oraz coraz mniej kosztownym źródłem pozyskania kapitału. Większość polskich spółek nie była zainteresowana emisją papierów wartościowych za granicą. Doświadczenia innych krajów wskazują jednak, iż spółki doceniają to źródło finansowania. Zakładając pewną analogię zmian na polskim rynku finansowym, w dobie jego rozwoju, do rynków europejskich, można się spodziewać większego niż dotychczas, zainteresowania polskich emitentów plasowaniem kwitów za granicą.

W ostatnich latach zauważyć można wyraźne zahamowanie tempa wzrostu liczby spółek na parkiecie WGPW. Wynika to przede wszystkim z faktu, iż warunki dopuszczenia spółek do obrotu giełdowego są bardzo rygorystyczne. Poza tym ogromne koszty oraz obowiązki informacyjne zniechęcają spółki do uczestnictwa w rynku giełdowym.

Do końca 1999 roku na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie wprowadzonych zostało 230 spółek [69]. Do roku 1997 następował ciągle wzrost liczby spółek giełdowych, a rok 1997 r. uznawany jest jako rekordowy z punktu widzenia przyjętych spółek (62). Wynikało to w dużej mierze z faktu, iż w tym roku na giełdę wprowadzonych zostało 15 Narodowych Funduszy Inwestycyjnych.

[66] Opracowanie własne – stan na wrzesień 2000 r.

[67] Agora, BH, BIG-BG, EFL, Exbud, KGHM, Kredyt Bank, Mostostal Export, Netia, PBK, PKN, Prokom Software, Softbank, Stalexport, TP S.A.

[68] 76 procent spółek biorących udział w badaniu ankietowym uważa, że rynek krajowy nie jest efektywny.

[69] Liczba przyjętych spółek nie jest równoznaczna z liczbą spółek działających na GPW. Wynika to z faktu, iż kilka spółek wystąpiło z wnioskiem, do KPW o wycofanie z obrotu giełdowego.

Rok później liczba nowych spółek spadła do 57. Rok 1999 okazał się dramatyczny dla naszej giełdy. Na GPW pojawiło się jedynie 28 nowych emitentów. Niestety rok 2000 nie zapowiada się lepiej. Do tej pory [70] na giełdę trafiło tylko 7 spółek. W KPW rozpatrywanych jest 20 wniosków o upublicznienie [71].

Analizując rodowód spółek giełdowych można zauważyć, iż wśród ogółu spółek wprowadzonych na giełdę w latach 1991–1999 największą grupę stanowiły spółki prywatne od początku (23%), następnie zaś oferty Skarbu Państwa (22%) oraz spółki prywatne o państwowym rodowodzie (20%). Mniejsze znaczenie miały spółki wchodzące w skład grup kapitałowych (11%), spółki parterowe programu NFI (10%), NFI (7%) oraz spółki o mieszanej formie własności (7%) [72].

Bardzo duże znaczenie dla liczby spółek wprowadzonych na GPW miał proces prywatyzacji majątku Skarbu Państwa. Realizowany był zarówno poprzez bezpośrednie plasowanie akcji przedsiębiorstw będących jednoosobowymi spółkami Skarbu Państwa na giełdzie jak też poprzez program NFI. Można zatem stwierdzić, iż istnieje ryzyko zahamowania tempa wzrostu liczby nowych spółek giełdowych. Proces prywatyzacji drogą publicznej sprzedaży akcji, który rozpoczął się w 1991 roku jest na ukończeniu. Świadczą o tym dane dotyczące spółek wprowadzonych na giełdę przez Skarb Państwa (1991 – 9 spółek, 1995 – 6 spółek, 1999 – 1 spółka).

W początkowych latach istnienia giełdy dominowały oferty Skarbu Państwa oraz spółki prywatne o państwowym rodowodzie. W ostatnich latach zwraca uwagę zde-

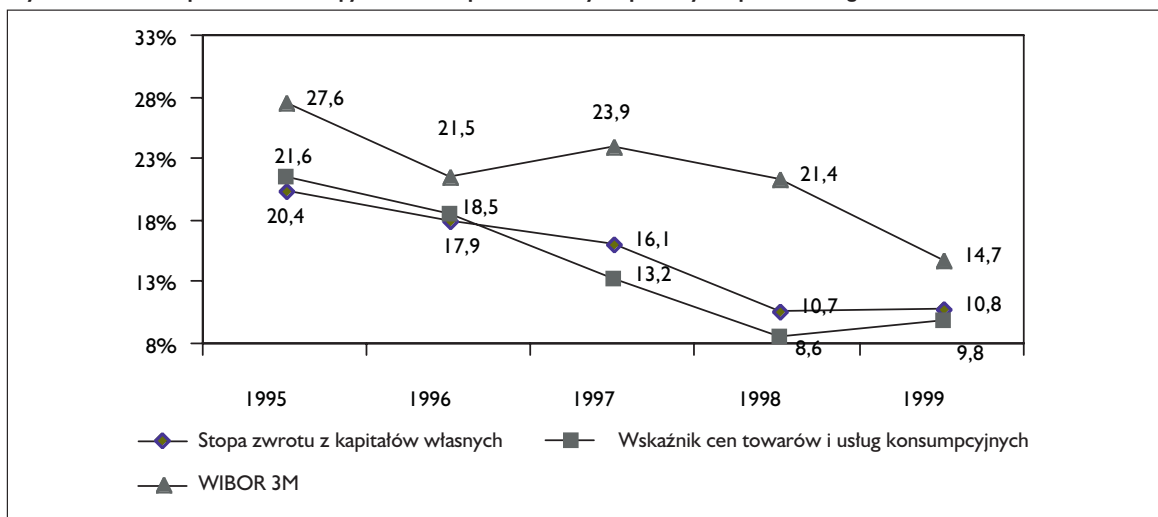
cydowany wzrost liczby spółek nowoutworzonych, prywatnych od początku, jak również spółek parterowych programu NFI.

Z jednej strony, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jest darzona dużym zaufaniem przez inwestorów zarówno krajowych jak też zagranicznych, indywidualnych oraz instytucjonalnych. Z drugiej strony, mała podaż akcji związana z niewielką liczbą spółek giełdowych, ograniczoną płynnością akcji oraz niską kapitalizacją giełdy sprawia, iż inwestycje nie przynoszą oczekiwanej przez akcjonariuszy stopy zwrotu i są bardziej ryzykowne. Dlatego też, należy zastanowić się nad strategią przyjęcia na parkiet giełdy jak największej liczby nowych spółek. Może to nastąpić np. w drodze bardziej dynamicznej realizacji programu Polskich Kwitów Depozytowych, mającego na celu notowanie zagranicznych spółek na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

## 4.2. Atrakcyjność fundamentalna polskich spółek giełdowych

Popyt na akcje notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych uzależniony będzie od atrakcyjności inwestycyjnej poszczególnych spółek na niej notowanych. W celu określenia podstaw fundamentalnych inwestycji w akcje spółek notowanych na WGPW obliczono skumulowaną stopę zwrotu z kapitałów własnych na podstawie zregulowanego bilansu i rachunku wyników spółek notowanych aktualnie na rynku podstawowym.

Wykres 4-1. Analiza porównawcza stopy zwrotu z kapitałów własnych spółek rynku podstawowego WGPW



[70] Opracowanie własne stan na wrzesień 2000.

[71] GPW cierpi na brak nowych emitentów – Strona internetowa Biznes Onet, 26 lipca 2000.

[72] Opracowanie własne na podstawie Rocznika Giełdowego 2000.

Analiza obejmuje okres pięcioletni 1995–1999. Stopę zwrotu z kapitałów własnych obliczono jako stosunek zagregowanego zysku netto wypracowanego w danym okresie do zagregowanej wielkości kapitałów własnych jakimi dysponowały spółki na początku tego okresu. Otrzymano w ten sposób syntetyczny wskaźnik obrazujący kondycję „fundamentalną” rynku podstawowego WGPW.

W celu oceny poziomu skalkulowanej stopy zwrotu z kapitałów własnych porównano wyniki obliczeń z wskaźnikiem wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz z rynkowym poziomem stóp procentowych. Zestawienie zaprezentowane zostało na wykresie 4-1.

Analiza danych zaprezentowanych na wykresie informuje o generowaniu, począwszy od roku 1997, przez spółki rynku podstawowego WGPW stopy zwrotu z kapitałów własnych na poziomie przewyższającym dynamikę wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych, co świadczy o zdolności do zachowania realnej wartości kapitałów własnych. Jednocześnie w badanym okresie spółkom nie udało się wygenerować stopy zwrotu z kapitałów własnych przewyższającą rynkowy poziom stóp procentowych.

Wyniki przeprowadzonej analizy wskazują na ciągle zbyt niską atrakcyjność inwestycyjną polskich spółek giełdowych w kontekście wysokiego poziomu nominalnego i realnego stóp procentowych. O atrakcyjności fundamentalnej akcji polskich spółek giełdowych w dużej mierze zadecyduje więc skuteczność procesów dezinflacyjnych i postępujący za tym spadek realnego poziomu stóp procentowych. Niezwykle istotną kwestią jest również rozwój wśród zarządzających polskimi spółkami giełdowymi nowoczesnych metod zarządzania rynkową wartością przedsiębiorstwa. Dotychczasowe wyniki finansowe spółek wskazują na wciąż zbyt niski poziom kreacji wartości dodanej dla akcjonariuszy. Jest to szczególnie istotne dla tej grupy inwestorów, która jest zainteresowana wzrostem kursów akcji spółek notowanych na warszawskiej giełdzie.

## Część V

### Wnioski

Udział inwestycji OFE w kapitalizacji giełdy na rynku akcji wyniesie według wstępnych szacunków ok. 2% na koniec 2000 r. Przy założeniu braku nowych emisji akcji oraz ofert na rynku pierwotnym, udział portfela akcji OFE w kapitalizacji giełdy wyniósłby ok. 12% w 2005 r. co może oznaczać pogłębienie ograniczonej płynności polskiego rynku akcji. W sytuacji, gdy OFE preferują inwestycje w najbardziej płynne walory, ich udział w kapitalizacji „płynnych” spółek będzie zapewne znacznie wyższy niż zaangażowanie w kapitalizację całego rynku akcji. Następstwem tego może być dalsza koncentracja własności spółek, co zwiększy nieprzewidywalność i zmienność kursów akcji.

Wejście na rynek takich uczestników jak OFE, przy stosunkowo dużym udziale akcji w nowych inwestycjach funduszy, nie pozostanie z pewnością bez wpływu na WGPW. W przypadku dynamicznych wzrostów kursów akcji, limity inwestycyjne OFE mogą zmuszać fundusze do dokonywania dużych sprzedaży, co z kolei może stanowić realne zagrożenie trwałości trendu wzrostowego. Zauważalny jest tutaj wyraźny konflikt pomiędzy, z założenia długookresową strategią inwestycyjną OFE, a koniecznością korekty portfela inwestycyjnego w stosunkowo krótkim okresie (6, maksymalnie 12 miesięcy). Stwarza to realne zagrożenie konieczności podejmowania przez fundusze decyzji, które mogą być niekorzystne z punktu widzenia długoterminowego horyzontu inwestycyjnego członków OFE.

Udział OFE w grze giełdowej wprowadza znaczną asymetrię informacyjną wśród uczestników gry rynkowej. Inwestorzy, których nie obowiązują rygorystyczne wymagania informacyjne oraz ograniczenia inwestycyjne, mają niewątpliwie przewagę nad otwartymi funduszami emerytalnymi. Przewaga ta byłaby mało znacząca w długim horyzoncie czasowym, gdyby OFE nie były zobowiązane ustawą do pewnych decyzji krótkoterminowych, chociażby takich jak przywrócenie struktury portfela inwestycyjnego do wymogów ustawowych w ciągu 6 miesięcy od chwili zaistnienia przekroczenia limitów inwestycyjnych.

Analizy scenariuszy rozwoju zaangażowania OFE na rynku akcji wskazują na mnogość szans i zagrożeń dla polskiego rynku kapitałowego i trudno dziś jednoznacznie ocenić, czy wprowadzenie do wolnorynkowej gry, podmiotów o takim potencjale popytowym oraz tak istotnych ograniczeniach inwestycyjnych, narzucający z góry określone de-

cyzje zarządzających funduszami, przyczyni się do stabilizacji rynku. Trudności te wynikają w dużej mierze ze specyfiki polskiego rynku kapitałowego, co utrudnia porównania z rozwojem systemów emerytalnych w innych krajach.

Istotnym elementem regulacji prawnych działalności funduszy, który będzie miał wpływ na swobodne ich funkcjonowanie na rynku akcji, jest weryfikacja limitów inwestycyjnych zaangażowania w ten rodzaj papierów wartościowych. Podniesienie tych limitów ograniczyłoby znacznie ryzyko podejmowania przez fundusze decyzji odbiegających od realiów rynkowych a wynikających jedynie z przepisów prawnych, co zapewni efektywniejsze zarządzanie aktywami poprzez m. in. ograniczenie wykorzystania przez innych inwestorów przejrzystości decyzji inwestycyjnych OFE.

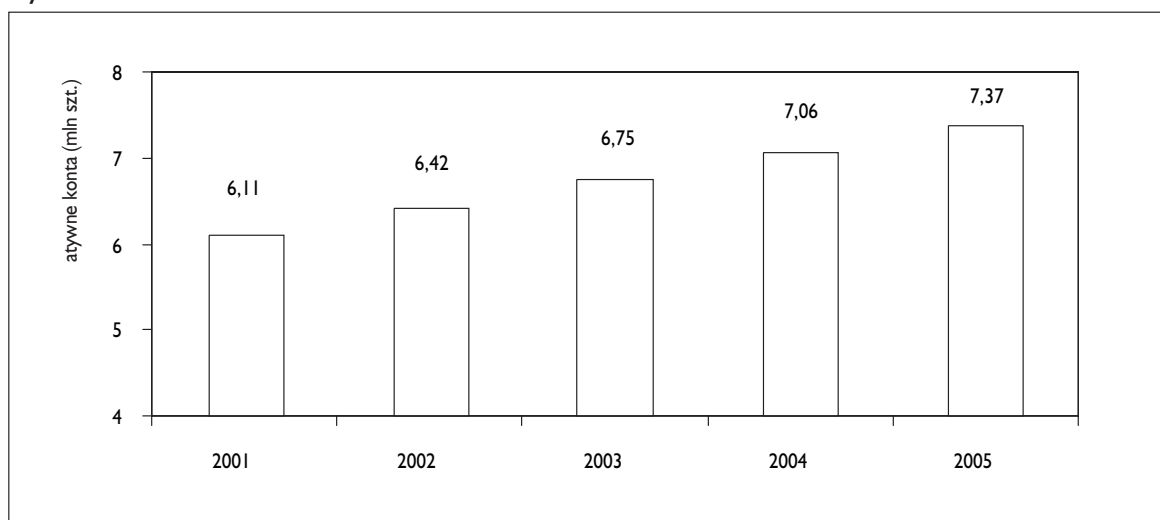
Ważnym czynnikiem decydującym o atrakcyjności inwestycji w akcje polskich spółek giełdowych będzie skuteczność polityki dezinflacyjnej prowadzonej przez władze monetarne. Spadek nominalnego i realnego poziomu stóp procentowych pociągnie z jednej strony ograniczenie kosztów finansowych co powinno poprawić wyniki finansowe spółek, z drugiej zaś podniesie atrakcyjność inwestycji w akcje względem alternatywnych możliwości lokowania funduszy na rynku finansowym.

Niezwykle istotną kwestią dla rozwoju polskiego systemu emerytalnego jest atrakcyjność fundamentalna polskich spółek giełdowych notowanych obecnie na WGPW. Optymistycznym scenariuszem rozwoju polskiego rynku kapitałowego jest bowiem wzrost wartości rynkowej spółek już obecnych na parkiecie. Wzrost wartości rynkowej powinien wynikać z realizacji nowych projektów inwestycyjnych, generujących ekonomiczną wartość dodaną dla akcjonariuszy. Projekty te powinny być zasilane funduszami pochodzącymi z kolejnych emisji akcji, nabywanych m. in. przez OFE. Jednym z podstawowych warunków efektywnej alokacji kapitału zgromadzonego na rachunkach członków funduszy jest rozwój wśród polskich spółek giełdowych nowoczesnych metod zarządzania rynkową wartością przedsiębiorstwa. Taki scenariusz rozwoju kapitałowego spółek z warszawskiego parkietu w znacznym stopniu ograniczyłby problem niedostatecznej płynności polskiego rynku akcji poprzez efektywną alokację aktywów OFE a w konsekwencji dynamiczny rozwój kapitałowy spółek notowanych na WGPW.

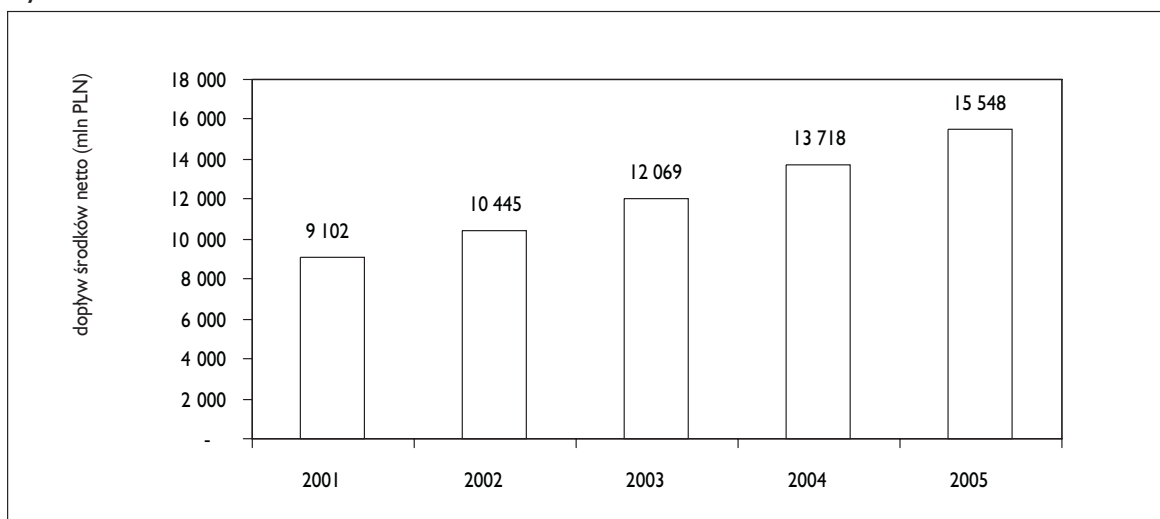
## Załącznik

### Projekcja popytu OFE na akcje na regulowanym rynku giełdowym

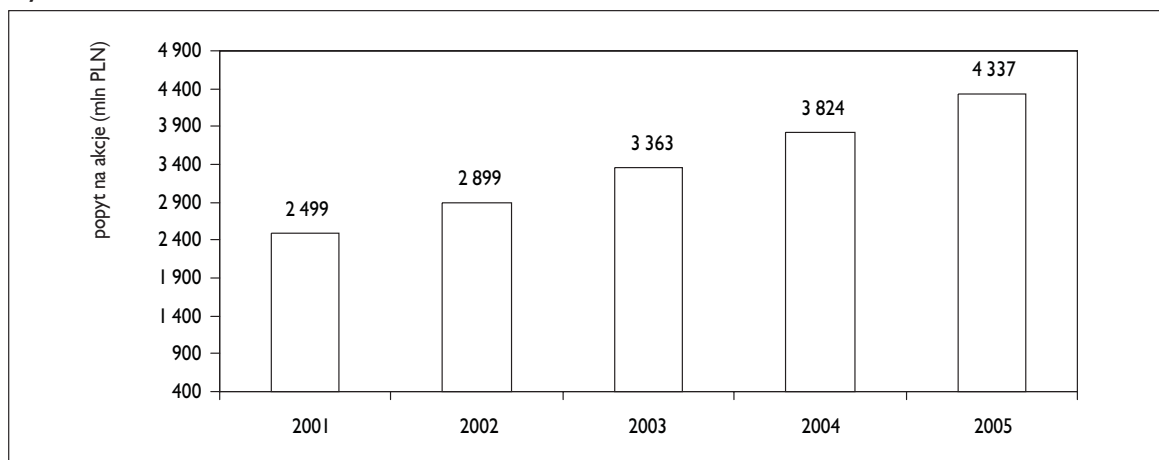
Wykres Z-1.



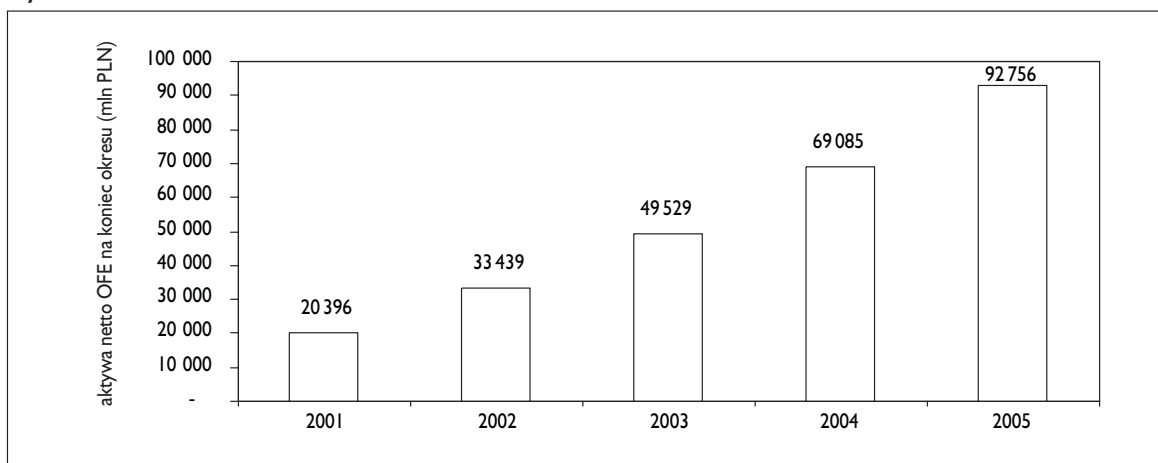
Wykres Z-2.



Wykres Z-3.



Wykres Z-4.



Wykres Z-5.

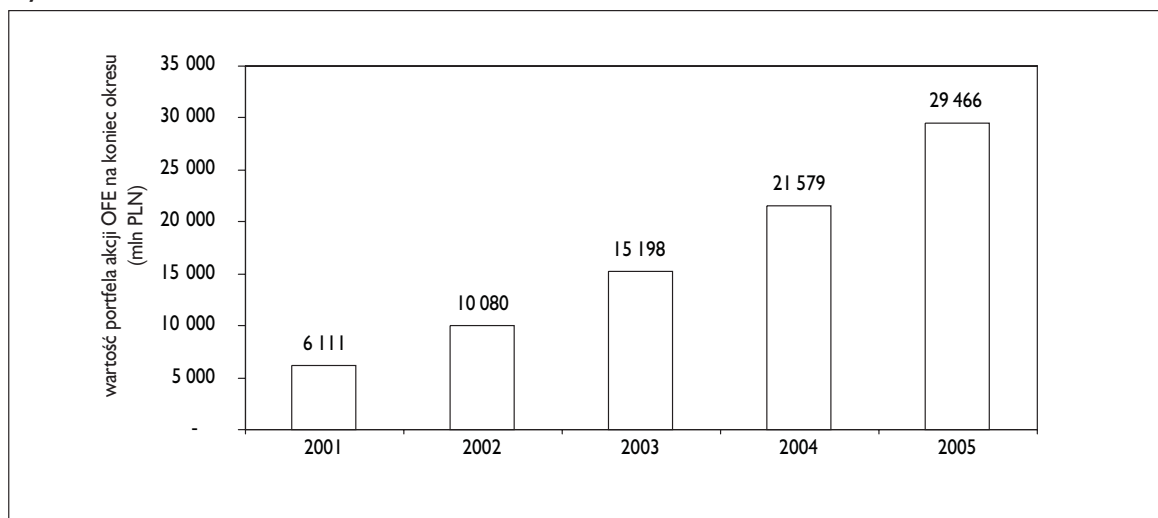


Tabela Z-1.

Kategorie lokat	Ograniczenia określone w ustawie*			Ograniczenia określone w rozporządzeniu**	
	Min. limit (% wartości aktywów)	Jeden podmiot	Podmioty związane	Maks. limit (% wartości aktywów)	
				łącznie	jedna emisja
Obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa lub NBP, a także kredyty i pożyczki udzielane tym podmiotom					
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, opiewające na świadczenia pieniężne, gwarantowane lub poręczane przez SP lub NBP, oraz depozyty, kredyty i pożyczki gwarantowane lub poręczane przez fundusze.	10 %				
Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	5 %	7,5 %	20 %		
Akcje spółek notowane na regulowanym rynku giełdowym, w tym:	95 %		40 %	60 %	10 %
- na rynku równoległym i wolnym			10 %		
- na rynku wolnym			5%		
Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku pozagiełdowym lub spółek nie notowanych na regulowanym rynku giełdowym i na regulowanym rynku pozagiełdowym, lecz dopuszczone do publicznego obrotu.			10%		
Akcje NFI			10 %		
Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte lub fundusze inwestycyjne mieszane, w tym:			10 %		
- certyfikaty funduszy inwestycyjnych zamkniętych			5 %		
Jednostki uczestnictwa zbywane przez fundusze inwestycyjne otwarte lub specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte			15 %		
(1) Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, ich związki lub miasto stołeczne, które zostały dopuszczone do publicznego obrotu			15 %		
(2) Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, ich związki lub miasto stołeczne, które nie są dopuszczone do publicznego obrotu			5 %		
(3) Zabezpieczone całkowicie obligacje emitowane przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego, ich związki lub miasto stołeczne, które zostały dopuszczone do publicznego obrotu			10 %		
(4) Zabezpieczone całkowicie obligacje emitowane przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego, ich związki lub miasto stołeczne, które nie zostały dopuszczone do publicznego obrotu			5 %		
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki publiczne, inne niż papiery wartościowe o których mowa w pkt. 3 i 4.			5 %		
Inne lokaty, które może, w drodze rozporządzenia, określić RM, o ile lokaty w prawach pochodnych, o których mowa w ustawie „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi” mają na celu wyłączenie ograniczenie ryzyka inwestycyjnego związanego ze zmianą kursu lokat, w tym:					

\* Ustawa z 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych.

\*\* Rozporządzenie RM z 12 maja 1998 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów OFE, jaka może być ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat oraz dodatkowe ograniczenia w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne.

Źródło: „Instytucje Rynku Finansowego 1999”, edycja I, „Parkiet”.



