

MARTA BUCHOWIEC

**USTAWOWE MIERNIKI EFEKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ
OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH W POLSCE
W LATACH 1999–2012 – METODYKA OBLICZANIA, OCENA
ORAZ POSTULOWANE KIERUNKI ZMIAN**

Słowa kluczowe: otwarte fundusze emerytalne, efektywność inwestycji

Keywords: open pension funds, investment efficiency

Klasyfikacja JEL: G11, G23, H55, J26

Wprowadzenie

Od momentu wprowadzenia reformy systemu emerytalnego w Polsce (1999 r.) Otwarte Fundusze Emerytalne (OFE¹) stały się znaczącymi podmiotami zarówno z punktu widzenia polskiego systemu emerytalnego², jak i rynku finansowego³. Dlatego też istotne jest, aby instytucje te podlegały ciągłemu monitorowaniu, którego celem byłaby ocena efektywności ich działania.

Z racji tego, że pojęcie efektywności w dziedzinie nauk ekonomicznych jest szerokie, w opracowaniu tym przyjęto definicję tzw. efektywności technicznej, rozumianej jako stosunek uzyskanych efektów do zaangażowanych nakładów (w ujęciu pieniężnym). W dostępnej literaturze naukowej istnieje wiele metod pomiaru i oceny efektywności działania funduszy emerytalnych⁴. Ich klasyfikacji można dokonać w różnorodny sposób, w zależności od przyjętego kryterium. Jednym z nich jest właśnie to, czy stosowanie wybranych

¹ W dalszej części opracowania pojęcie Otwartych Funduszy Emerytalnych będzie wymiennie stosowane z określeniami OFE, fundusz emerytalny oraz fundusz.

² W związku z wprowadzoną reformą emerytalną, od efektywności polityki inwestycyjnej OFE zależeć będzie w przyszłości wielkość świadczeń emerytalnych przyszłych emerytów (przynajmniej częściowo).

³ OFE są znaczącym inwestorem instytucjonalnym na polskim rynku kapitałowym. Ponadto pełnią także istotną rolę z makroekonomicznego punktu widzenia, będąc jednym z największych inwestorów nabywających polskie skarbowe papiery wartościowe.

⁴ Wśród nich można wyróżnić np. metody klasyczne (oparte na stopie zwrotu), dyskontowe (uwzględniające zmianę wartości pieniądza w czasie) czy też nieklasyczne (uwzględniające w swojej metodyce inne czynniki).

mierników pomiaru i oceny efektywności wynika z obowiązujących przepisów prawa, czy też nie.

Celem publikacji jest przedstawienie metod, jakie do pomiaru i oceny polityki inwestycyjnej OFE przewidział ustawodawca (wraz z ich najważniejszymi modyfikacjami wprowadzonymi w latach 1999–2012). Jednocześnie jest ona także próbą odpowiedzi na pytanie, czy powyższe metody pozwalają na rzetelną i odpowiednią ocenę wyników funduszy – wraz ze wskazaniem postulowanych kierunków ich zmian.

W pierwszej części opracowania przedstawiono ustawowe metody pomiaru i oceny efektywności inwestycji OFE. Z kolei w części drugiej podjęto próbę ich oceny wraz ze wskazaniem proponowanych modyfikacji w tym zakresie. W podsumowaniu natomiast zawarto wnioski i rekomendacje wynikające z przeprowadzonej analizy.

Ustawowe metody pomiaru i oceny efektywności inwestycyjnej OFE

Metodyka obliczania ustawowych mierników oceny efektywności inwestycyjnej OFE w okresie 1999–2004

Ustawowe metody pomiaru i oceny efektywności OFE zostały sprecyzowane w trakcie wdrażania reformy emerytalnej w 1999 roku w ustawie regulującej działalność OFE⁵ oraz w odpowiednich rozporządzeniach Rady Ministrów⁶. Wśród nich znajdują się trzy główne mierniki: stopa zwrotu (SZ) danego OFE, średnia ważona stopa zwrotu (ŚWSZ) oraz minimalna wymagana stopa zwrotu (MWSZ). Pierwszy z nich był początkowo obliczany na bazie zmiany wartości jednostki rozrachunkowej⁷ (WJR) danego OFE w 24-miesięcznym okresie⁸ poprzedzającym koniec każdego kwartału według poniższego wzoru:

$$SZ = (WJR_{t+1} - WJR_t) / WJR_t \times 100\%,$$

gdzie:

WJR_{t+1} – WJR funduszu w ostatnim dniu roboczym 24-miesięcznego okresu,

WJR_t – WJR w ostatnim dniu roboczym poprzedzającym 24-miesięczny okres.

⁵ Dokładnie w art. 166–174 Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (DzU 1997, nr 139, poz. 934 z późn. zm.).

⁶ Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 12 maja 1998 r. w sprawie szczegółowych zasad ustalania stopy zwrotu i średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich otwartych funduszy emerytalnych [...] (DzU 1998, nr 63, poz. 404). Powyższe rozporządzenie zostało następnie uchylone w 2004 r. na mocy Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 9 marca 2004 r. w sprawie ustalania stopy zwrotu Otwartych Funduszy Emerytalnych (DzU 2004, nr 47, poz. 449).

⁷ Przez wartość jednostki rozrachunkowej OFE rozumie się wartość aktywów netto funduszu (tj. jego aktywów pomniejszonych o zobowiązania) podzieloną przez liczbę jednostek rozrachunkowych w dniu wyceny.

⁸ W przypadku, gdy dane OFE funkcjonowało minimum 24 miesiące. 24-miesięczny okres podlegający ocenie dotyczy pierwotnej wersji miernika. Od kwietnia 2004 r. (w wyniku zmiany przepisów) okres podlegający ocenie został wydłużony do 36 miesięcy.

Uzyskane w ten sposób stopy zwrotu poszczególnych OFE były następnie wykorzystywane do obliczenia średniej ważonej stopy zwrotu, zgodnie z następującym wzorem:

$$\acute{S}WSZ = \sum w_i \times SZ_i,$$

gdzie:

- w_i – przeciętny udział funduszu w rynku OFE w danym 24-miesięcznym okresie (tj. średnia udziału aktywów netto funduszu w aktywach netto całego sektora OFE w ostatnim dniu roboczym poprzedzającym i kończącym analizowany okres),
- SZ_i – stopa zwrotu danego OFE w analizowanym 24-miesięcznym okresie.

Następnie za bazie $\acute{S}WSZ$ obliczano minimalną wymaganą stopę zwrotu, która jest równa połowie $\acute{S}WSZ$ lub $\acute{S}WSZ$ pomniejszonej o 4 pkt procentowy – w zależności, która z powyższych wartości jest niższa. W sytuacji, gdy w danym okresie fundusz nie uzyskał stopy zwrotu równej co najmniej MWSZ, powszechne towarzystwo emerytalne zarządzające nim (PTE) zobowiązane jest do wyrównania członkom OFE powstałego niedoboru⁹.

Korekta ustawowych mierników oceny efektywności inwestycyjnej OFE (obowiązująca od II kwartału 2004 r.)

Przedstawiony wyżej sposób obliczania ustawowych mierników efektywności OFE funkcjonował przez kilka lat od momentu wejścia w życie reformy emerytalnej z 1999 roku. Niemniej jednak z racji ujawniających się wad stosowanych mierników¹⁰ modyfikacji uległa (w 2003 r.¹¹) metodyka ich obliczania. Najważniejsza z nich polegała na ograniczeniu do 15% wielkości wagi, jaka może być przypisana danemu OFE przy obliczaniu $\acute{S}WSZ$. Ponadto wydłużeniu uległ czas brany pod uwagę podczas ewaluacji wyników OFE, przy jednoczesnym zmniejszeniu częstotliwości jej przeprowadzania. Porównanie najważniejszych zmian w sposobie obliczania ustawowych mierników efektywności OFE zawiera tabela 1.

Celem wprowadzenia powyższych zmian miało być między innymi wydłużenie okresu, jaki podlegał ocenie podczas ewaluacji efektywności inwestycyjnej OFE oraz zmniejszenie częstotliwości jej przeprowadzania. Takie rozwiązanie, zdaniem twórców projektu zmian prawnych, miało sprzyjać prowadzeniu przez OFE długoterminowej polityki in-

⁹ Niedobór ten był iloczynem różnicy pomiędzy hipotetyczną wartością WJR (zapewniającą osiągnięcie MWSZ) a rzeczywistą WJR zanotowaną przez OFE oraz liczby jednostek rozrachunkowych w ostatnim dniu roboczym ocenianego 24-miesięcznego okresu (od II kw. 2004 r. – 36-miesięcznego). Szczegółowe kwestie dotyczące uzupełniania powyższego niedoboru regulują przepisy art. 175–188 Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (DzU 1997, nr 139, poz. 934 z późn. zm.).

¹⁰ Między innymi z powodu zbyt krótkiego okresu podlegającego ocenie czy występowania tzw. efektu naśladownictwa wśród funduszy (tj. upodabniania się struktury aktywów mniejszych OFE do największych spośród z nich lub do struktury aktywów całego sektora OFE).

¹¹ Na mocy art. 1 pkt 69–71, 73 Ustawy z dnia 23 sierpnia 2003 r. o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu otwartych funduszy emerytalnych (DzU 2003, nr 170, poz. 1651 z późn. zm.). Nowy sposób obliczania ustawowych mierników efektywności OFE był stosowany od II kw. 2004 r.

Tabela 1

Porównanie sposobu obliczania ŚWSZ przed i po zmianie regulacji prawnych w 2003 roku

Czynnik	Przed zmianą przepisów	Po zmianie przepisów
Długość okresu podlegającego ocenie	24 miesiące	36 miesięcy
Częstotliwość przeprowadzania oceny	4 razy w roku (na koniec każdego kwartału)	2 razy w roku (na koniec marca i września)
Wagi przyjęte do obliczenia ŚWSZ w analizowanym okresie	przeciętny udział danego OFE w rynku*	przeciętny udział danego OFE w rynku* (nie większy jednak niż 15%**; w przeciwnym wypadku wagi pozostałych OFE są proporcjonalnie zwiększane***)

* Średnia udziału aktywów netto funduszu w aktywach netto całego sektora OFE w ostatnim dniu roboczym poprzedzającym i kończącym analizowany 24(36)-miesięczny okres.

** Jeżeli liczba OFE w momencie obliczania ŚWSZ nie przekracza 6, to stosuje się jednakowe wagi, tj. 1/n, gdzie n to liczba funduszy.

*** Zgodnie z procedurą określoną w art. 173 pkt 2 i 3 Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (DzU 1997, nr 139, poz. 934 z późn. zm.).

Źródło: opracowanie własne na podstawie Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (DzU 1997, nr 139, poz. 934 z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 23 sierpnia 2003 r. o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu otwartych funduszy emerytalnych (DzU 2003, nr 170, poz. 1651 z późn. zm.).

westycyjnej¹². Ponadto wydaje się, że powyższe modyfikacje miały również zniwelować wpływ (przynajmniej częściowo) największych OFE na ŚWSZ oraz MWSZ – a tym samym ograniczenie występowania tzw. efektu naśladownictwa¹³. Dzięki temu MWSZ miała stać się lepszym niż dotychczas benchmarkiem, pomagającym ocenić, jak na tle całego sektora wypadł dany fundusz emerytalny.

¹² Według uzasadnienia do rządowego projektu Ustawy o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych [...] (Druk sejmowy nr 1047 z 2003 r., s. 66). Wersja elektroniczna [http://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/wgdruku/1047/\\$file/1047.PDF](http://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/wgdruku/1047/$file/1047.PDF) (dostęp 14.02.2013). Warto jednak zaznaczyć, że 3 lata to nadal stosunkowo krótki okres podlegający ocenie, zważywszy że okres gromadzenia oszczędności emerytalnych w OFE będzie znacznie dłuższy (ok. 40–50 lat). Ponadto zmniejszenie częstotliwości przeprowadzania oceny OFE dodatkowo osłabiło dotychczasowy mechanizm motywujący OFE do efektywnego zarządzania powierzonymi im środkami (konieczność uzupełniania niedoboru w przypadku osiągnięcia złych wyników).

¹³ Przez efekt naśladownictwa rozumie się upodabnianie się struktury aktywów OFE – głównie do największych spośród nich lub do struktury lokat charakteryzujących cały sektor OFE. Powyższe działanie pomaga funduszom ograniczyć ryzyko powstania niedoboru, który musiałby być pokryty przez PTE zarządzające danym OFE. Przyczyną jego powstawania są m.in. obowiązujące regulacje prawne w zakresie oceny efektywności inwestycyjnej OFE oraz dopuszczalnych limitów zaangażowania w poszczególne rodzaje aktywów.

Wady ustawowych mierników oceny efektywności inwestycyjnej OFE

Wprowadzone przez ustawodawcę mierniki oceny efektywności inwestycyjnej OFE już od samego początku ich obowiązywania wzbudzały szereg kontrowersji. Ponadto wraz z upływem czasu ujawniały się ich kolejne wady.

Do najważniejszych z nich należałoby zaliczyć to, że:

1. Stopa zwrotu (a tym samym pośrednio również ŚWSZ i MWSZ) zawiera w sobie informację na temat zmiany WJR na początku i końcu analizowanego okresu. Tym samym nie daje żadnej informacji na temat tego, jak kształtowała się WJR na przestrzeni całego analizowanego okresu. Jest to szczególnie istotne z racji tego, że OFE regularnie otrzymują wpływy ze składek emerytalnych¹⁴. Poza tym poszczególne osoby mogą rozpocząć gromadzenie składek emerytalnych w trakcie analizowanego okresu. W rezultacie sprawia to, że obliczone stopy zwrotu (jak również ŚWSZ i MWSZ) nie są adekwatne do sytuacji takiego uczestnika OFE.
2. Stopy zwrotu, ŚWSZ oraz MWSZ są obliczane jedynie dla stosunkowo krótkiego okresu (2-letniego, a od II kw. 2004 r. 3-letniego), co przy długoterminowej perspektywie inwestowania przez OFE (ok. 40–50 lat) wydaje się być okresem zbyt krótkim, aby móc w pełni ocenić wyniki danego funduszu.
3. Stopa zwrotu, ŚWSZ i MWSZ nie uwzględniają opłat pobieranych od członków OFE przez powszechne towarzystwa emerytalne (PTE). Dlatego też są one wskaźnikami uwzględniającymi jedynie wartość tych środków, które były bezpośrednio przez nie inwestowane, nie zaś tych, które wpłacił do nich członek funduszu. W rezultacie uzyskane w ten sposób mierniki są zniekształcone, nie pokazują bowiem wyników netto (istotniejszych z punktu widzenia uczestników OFE), lecz brutto (bez pobieranych opłat przez PTE).
4. Stopy zwrotu poszczególnych OFE są porównywane do benchmarku stworzonego na bazie wyników pozostałych funduszy (tj. MWSZ). Takie rozwiązanie nie daje zatem możliwości porównania wyników danego funduszu z benchmarkami zewnętrznymi. Powoduje to również zniekształcenie ustawowego mechanizmu karania/nagradzania funduszy za osiągnięte wyniki inwestycyjne (m.in. konieczności uzupełnienia powstałego niedoboru). Możliwe są bowiem sytuacje, gdy w danym okresie wszystkie OFE zanotowałyby znaczącą stratę i mimo to nie poniosłyby z tego tytułu żadnych konsekwencji. Co więcej, nawet w tak niekorzystnej sytuacji pobrałyby należną im prowizję od wpłaconej składki emerytalnej oraz za zarządzanie.

¹⁴ Powyższe założenie jest spełnione, gdy przyjmie się stabilny poziom zatrudnienia na rynku pracy. W rzeczywistości jednak wpływy ze składek emerytalnych od poszczególnych osób mogą cechować się zmiennością, wynikającą np. z utraty zatrudnienia czy też urlopów bezpłatnych.

Innymi czynnikami, które także negatywnie świadczą o ustawowych miernikach efektywności inwestycyjnej OFE, są:

1. Wagi użyte do obliczenia ŚWSZ powodują, że największy wpływ na ŚWSZ i MWSZ mają największe fundusze emerytalne. W efekcie sprzyja to występowaniu tzw. efektu naśladownictwa. Tego zjawiska nie była w stanie ograniczyć również zmiana metodyki obliczania ŚWSZ wprowadzona od II kwartału 2004 roku, co potwierdzają wyniki badań między innymi F. Chybalskiego¹⁵.
2. Stopy zwrotu OFE (a tym samym ŚWSZ i MWSZ) są podatne na wystąpienie „efektu bazy”, który sprawia, że w początkowym okresie swojego funkcjonowania fundusze notowały nieco wyższe stopy ze zwrotu z racji niskiej WJR na początku tego okresu.
3. Stopa zwrotu, ŚWSZ oraz MWSZ nie dają również informacji na temat tego, jaki nominalny i realny zysk (stratę) zanotował fundusz w danym okresie oraz jaki będzie ich wpływ na wartość przyszłej emerytury członka OFE. Ponadto nie informują o tym, jaki poziom ryzyka towarzyszył inwestycjom dokonywanym przez OFE w tym czasie¹⁶.
4. MWSZ wydaje się stosunkowo łatwym kryterium do spełnienia przez OFE, co pokazują dane historyczne¹⁷. Ponadto w niektórych wypadkach MWSZ może być nawet ujemna¹⁸, co stanowi swoisty paradoks.
5. Obowiązujące mierniki efektywności inwestycyjnej OFE skłaniają również do skracania horyzontu inwestycyjnego OFE polegającego na osiągnięciu jak najlepszych wyników inwestycyjnych na koniec okresu podlegającego ustawowej ocenie. Wynika to między innymi z chęci uniknięcia konieczności uzupełnienia niedoboru spowodowanego uzyskaniem gorszych wyników niż MWSZ oraz chęci uczestniczenia w losowaniach organizowanych przez ZUS (dla osób, które same nie dokonały wyboru OFE¹⁹). W rezultacie może to powodować występowanie nieracjonalnych zachowań wśród zarządzających funduszami²⁰.

¹⁵ F. Chybalski (red.): *OFE w Polsce. Analiza działalności inwestycyjnej, finansów oraz decyzji członków*, C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 121–134. Badanie zostało przeprowadzone na podstawie danych dotyczących sektora OFE z lat 2003–2007.

¹⁶ M. Dyała: *Efektywność inwestycyjna funduszy emerytalnych*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 66.

¹⁷ Według danych publikowanych przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego w okresie I kwartału 2001 r. – III kw. 2012 r., jedynie raz zdarzyła się sytuacja, że OFE nie uzyskał stopy zwrotu równej lub przewyższającej MWSZ. Miało to miejsce na koniec I kwartału 2002 r., gdy OFE Bankowy uzyskał 2-letnią stopę zwrotu równą ok. 5,4%, podczas gdy MWSZ wyniosła ok. 7,8%.

¹⁸ Taka sytuacja wystąpiła na koniec I kwartału 2009 r. oraz I i III kwartału 2010 r., gdy MWSZ wyniosła odpowiednio ok. – 6,9%, – 1,1% oraz – 0,6%. Jednocześnie w tym okresie wszystkie OFE uzyskały stopy zwrotu powyżej MWSZ.

¹⁹ Obecnie ZUS organizuje tego typu losowania dwa razy w roku: na koniec stycznia i lipca. OFE mogą uczestniczyć w losowaniu, jeśli w ostatnich dwóch okresach rozliczeniowych uzyskały stopy zwrotu wyższe niż ŚWSZ, zaś ich aktywa netto na koniec drugiego okresu rozliczeniowego nie przekroczyły wartości 10% aktywów netto wszystkich OFE.

²⁰ K. Gradził: *Inwestycje OFE ich rola w systemie zabezpieczenia emerytalnego w Polsce*, [w:] *Polityka inwestycyjna OFE. Forum dyskusyjne ubezpieczeń i funduszy emerytalnych*, Zeszyt 2004, nr 3, s. 57–58. Wersja elektroniczna: www.knf.gov.pl/Images/forum0304_tcm75-8902.pdf (27.02.2013).

Należy zatem podkreślić, że ustawowe mierniki efektywności OFE posiadają szereg istotnych wad, które w dużym stopniu zniekształcają informacje na temat wyników osiągniętych przez te instytucje. Niedoskonałości powyższych wskaźników dostrzegają nie tylko ekonomiści²¹, organy nadzorcze²², ale także sami przedstawiciele OFE²³.

Co więcej, przez dość długi okres, tj. od wdrożenia reformy emerytalnej do kwietnia 2004 roku, powyższe mierniki nie podlegały znaczącym modyfikacjom. Przyczyną powyższego stanu było zapewne kilka, między innymi chęć zachowania prostej konstrukcji miernika oceniającego wyniki osiągnięte przez OFE²⁴. Oprócz tego niektóre wady wskaźników (np. występowanie efektu naśladownictwa) zaczęły być widoczne dopiero po pewnym okresie ich stosowania. Ponadto wprowadzenie zmian metodyki pomiaru i oceny wyników OFE wymagało również stosunkowo długiego procesu legislacyjnego.

Czy czeka nas kolejna zmiana mierników oceny efektywności OFE?

Ustawowe mierniki efektywności OFE, po modyfikacji z 2004 roku, zostały zachowane do chwili obecnej. Należy jednak zaznaczyć, że w ostatnich latach (tj. 2010–2012) zaszło szereg istotnych zmian, które będą powodowały konieczność modyfikacji dotychczasowych mierników. Do najważniejszych z nich należy zaliczyć:

1. Wzrost dopuszczalnych limitów inwestycyjnych dotyczących lokowania aktywów OFE w akcje oraz instrumenty finansowe o podobnym charakterze²⁵ – docelowo do 90% aktywów od 2034 roku. Limit ten, na mocy Rozporządzenia Rady Ministrów z 2011 roku²⁶, ma być stopniowo podwyższany w ciągu najbliższych 20 lat²⁷. Wprowadzenie tych zmian zbiegło się jednocześnie z obniżeniem wielkości skład-

²¹ *OFE w Polsce. Analiza działalności inwestycyjnej...*, s. 65–70; M. Dybał: *op.cit.*, s. 87–99.

²² *Analiza polityki inwestycyjnej OFE w latach 2000–2002*, Publikacja Departamentu Analiz, Komunikacji Społecznej i Informacji oraz Departamentu Polityki Inwestycyjnej Urzędu Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych, Warszawa 2003, s. 70–71. Wersja elektroniczna: www.knf.gov.pl/Images/polityka_inwestycyjna_ofe_2000-2002_tcm75-4931.pdf (14.02.2013).

²³ K. Gradzik: *op.cit.*, s. 57–58.

²⁴ Potwierdzają to chociażby publikacje organów nadzorczych, w których wyraźnie stwierdzono: „by ocenić efektywność inwestycji, należy przedstawić ją w formie łatwego do interpretacji wskaźnika liczbowego, co pozwoli porównać zyskowność oszczędzania w funduszu emerytalnym oraz z innymi potencjalnymi metodami lokowania kapitału, jak również uszeregować poszczególne OFE pod względem jakości zarządzania kapitałem członka”. Patrz szerzej: *Analiza polityki...*, s. 61.

²⁵ Dotyczy to akcji notowanych na regulowanych rynkach giełdowych, notowanych na tych rynkach praw do akcji, praw poboru oraz obligacji zamiennych na akcje tych spółek oraz akcji Narodowych Funduszy Inwestycyjnych (NFI), przy czym instrumenty notowane poza rynkiem oficjalnych notowań (oprócz akcji NFI) nie mogą stanowić więcej niż 7,5% aktywów danego OFE.

²⁶ Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 26 kwietnia 2011 r. w sprawie ustalenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat (DzU 2011, nr 90, poz. 516).

²⁷ Od maja 2011 r. został on zwiększony (z dotychczasowego limitu w wysokości 40% aktywów) do 42,5%, zaś od 2012 r. do 45%. Następną zmianą limitu nastąpiła od początku 2013 r., kiedy to powyższy limit wzrósł do 47,5% aktywów.

ki emerytalnej przekazywanej do OFE²⁸ (z 7,3% do 2,3% podstawy wymiaru składek²⁹).

2. Prawdopodobny wzrost limitu dotyczącego inwestycji zagranicznych OFE w związku z ogłoszeniem niekorzystnego dla Polski orzeczenia Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej z grudnia 2011 roku³⁰ – na jego mocy Polska została zobowiązana do zmiany obecnych przepisów, które ograniczały dopuszczalną wielkość inwestycji zagranicznych OFE do 5% ich aktywów. Wstępne propozycje zmian legislacyjnych wskazują, że powyższy limit będzie prawdopodobnie stopniowo zwiększany, aż do 30%³¹, niemniej jednak nie są to jeszcze wiążące regulacje.

W związku z powyższymi zmianami konieczne wydaje się wprowadzenie nowej metodyki tworzenia mierników efektywności OFE. Zwiększenie obecnych limitów dotyczących inwestycji między innymi w akcje oraz aktywa zagraniczne będzie powodowało wzrost ryzyka całego portfela OFE. Wynika to nie tylko ze wzrostu udziału akcji cechujących się większą zmiennością stóp zwrotu (niż np. obligacje), ale również ze wzrostu ryzyka walutowego³². Dlatego też niezbędne wydaje się stworzenie nowych mierników efektywności inwestycyjnej OFE, które uwzględniałyby powyższe czynniki. Przykładami takich mierników mogłyby być na przykład wskaźniki Sharpe'a, Treynora czy też Jensena, które w swojej konstrukcji uwzględniają ryzyko towarzyszące dokonywanym inwestycjom. Ich wadą byłoby jednak to, że cechują się one bardziej skomplikowanym sposobem obliczania niż dotychczasowe mierniki. Dlatego też dla części uczestników funduszy emerytalnych mogłyby być niezrozumiałe.

Należy jednak zastrzec, że zwiększenie ustawowych limitów inwestycji w akcje czy aktywa zagraniczne (w przyszłości) nie oznacza, że OFE w rzeczywistości automatycznie będą dostosowywały strukturę swoich portfeli do nowych ograniczeń. W przypadku zachowania dotychczasowych mierników efektywności inwestycyjnej OFE, fundusze z dużym prawdopodobieństwem nie będą wprowadzały znaczących zmian w strukturze swoich aktywów³³. Dotychczasowa analiza struktury aktywów OFE potwierdza powyższą tezę.

²⁸ Powyższe zmiany wynikały z wejścia w życie art. 21 Ustawy z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych (DzU 2011, nr 75, poz. 398 z późn. zm.).

²⁹ Składka w wysokości 2,3% podstawy wymiaru składek obowiązywała od maja 2011 r. do końca 2012 r. W kolejnych latach ma ona być stopniowo zwiększana (np. od 2013 r. ma ona wynieść 2,8%) – docelowo do 3,5% od 2017 r.

³⁰ Orzeczenie Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej (numer sprawy C-271/09).

³¹ Założenia do projektu ustawy o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych. Strona internetowa Biuletynu Informacji Publicznej Rady Ministrów, http://bip.kprm.gov.pl/portal/kpr/form/r378/Projekt_ustawy_o_zmianie_ustawy_o_organizacji_i_funkcjonowaniu_funduszy_emerytal.html (27.02.2013).

³² Taka sytuacja może mieć miejsce przy założeniu, że wraz ze zwiększaniem limitów inwestycyjnych zarządzający OFE będą również zwiększali swoje zaangażowanie w powyższe aktywa.

³³ Wynika to przede wszystkim z tego, że przy pozostawionych bez zmian dotychczasowych miernikach efektywności inwestycyjnej OFE, zwiększanie udziału aktywów cechujących się dużą zmiennością stóp zwrotu np. (akcji, aktywów w walutach obcych), będzie powodowało większą zmienność stóp zwrotu

Mimo że od maja 2011 roku do końca 2012 roku limit inwestycji w akcje (i instrumenty finansowe o podobnym charakterze) wzrósł z 40% do 45% aktywów, to nie znalazło to odzwierciedlenia w decyzjach inwestycyjnych funduszy. Według danych UKNF w okresie maj 2011 – grudzień 2012 udział akcji w portfelach inwestycyjnych OFE nie wzrósł, lecz spadł – z ok. 37,2% do ok. 35,0%. Warto jednak podkreślić, że powyższa sytuacja wynikała częściowo z niekorzystnej sytuacji na rynku giełdowym w tym okresie – w szczególności w drugiej połowie 2011 roku.

Ponadto warto również zwrócić uwagę na to, że wzrost inwestycji zagranicznych OFE będzie mógł nastąpić przy założeniu spełnienia szeregu dodatkowych warunków. Dotyczy to przede wszystkim uregulowania kwestii stosowania przez OFE instrumentów finansowych, które umożliwiłyby zabezpieczenie się przed ryzykiem walutowym (np. instrumentów pochodnych). Ponadto istotnym problemem jest również kwestia kosztów transakcyjnych związanych z inwestycjami zagranicznymi³⁴. Bez rozstrzygnięć w tym obszarze samo ustawowe podwyższenie limitów w zakresie inwestycji zagranicznych OFE nie spowoduje zainteresowania funduszy tego typu inwestycjami. Świadczyć o tym może również obecna sytuacja, bowiem od początku funkcjonowania OFE udział aktywów zagranicznych wszystkich funduszy emerytalnych nie przekroczył nawet 2% wartości ich portfela inwestycyjnego³⁵.

Jaki powinien być idealny miernik efektywności inwestycyjnej OFE?

Podsumowując dotychczasowe rozważania na temat metod pomiaru i oceny efektywności inwestycyjnej OFE, warto również zastanowić się, jakie kryteria powinien spełniać tego typu wskaźnik, aby rzetelnie mierzył i oceniał osiągnięte przez nie wyniki. Oczywiście stworzenie „idealnego miernika” jest praktycznie rzeczą niemożliwą, lecz można spróbować stworzyć przynajmniej taki, który będzie cechował się jak najmniejszą ilością wad.

Punktem wyjścia do konstrukcji tego typu miernika powinno być przede wszystkim wskazanie, do kogo powinien być on „adresowany”. Inne informacje są bowiem ważne na przykład dla uczestników OFE, organów nadzorczych czy też zarządzających funduszem.

OFE. Tym samym wzrośnie prawdopodobieństwo tego, że dany fundusz nie osiągnie wyników równych co najmniej MWSZ, a tym samym będzie zmuszony uzupełnić powstały niedobór. W rezultacie OFE może bardziej opłacać się pozostać przy obecnej strukturze aktywów.

³⁴ Zgodnie z art. 136a Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (DzU 1997, nr 139, poz. 934 z późn. zm.) koszty transakcji dokonywanych przez OFE na rynku krajowym są pokrywane z aktywów OFE. Z kolei w przypadku inwestycji zagranicznych są one pokrywane z aktywów OFE jedynie w części nieprzekraczającej kosztów krajowych. Pozostała część w takiej sytuacji musi być pokrywana ze środków własnych PTE, co jest czynnikiem zniechęcającym fundusze do dokonywania tego typu transakcji.

³⁵ Według danych Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego dotyczących struktury portfela inwestycyjnego sektora OFE (według stanu na koniec każdego miesiąca) w okresie 31.05.1999 r. – 31.12.2012 r. maksymalna wartość inwestycji zagranicznych wszystkich OFE wyniosła ok. 1,74% ich portfela inwestycyjnego.

Z punktu widzenia członków OFE taki miernik powinien zawierać przede wszystkim informację na temat tego:

- o ile wzrosły jego oszczędności emerytalne zarówno w analizowanym okresie, jak i od początku opłacania składek emerytalnych,
- jaką emeryturę mógłby hipotetycznie uzyskać członek OFE, biorąc pod uwagę jego dotychczasowe oszczędności emerytalne zgromadzone w funduszu,
- jakie ryzyko związane jest z inwestycjami dokonywanymi przez dane OFE,
- jaki wpływ na osiągnięte przez OFE wyniki miały pobrane opłaty dystrybucyjne.

Z kolei z punktu widzenia organów nadzorczych kluczowy powinien być miernik, który uwzględniałby zarówno wyniki osiągnięte przez fundusze, jak i ryzyko, które towarzyszy dokonywanym przez nie inwestycjom. Miernik ten powinien być także połączony z mechanizmem, który zapewniałby osiągnięcie minimalnej stopy zwrotu dla uczestników OFE. Powinien on dawać nie tylko informacje na temat tego, jak dany fundusz wypadł na tle całego sektora, ale i innych typów inwestycji.

Zarządzającym funduszami powinno z kolei zależeć przede wszystkim na uzyskaniu miernika, który będzie pokazywał to, czy wyniki funduszu emerytalnego, którym zarządzają, są lepsze czy gorsze niż konkurencyjnych OFE.

Wybór kryteriów, jakie powinny spełniać mierniki efektywności OFE, aby dobrze spełniały swoją funkcję, nie jest zadaniem łatwym. Wśród nich warto zwrócić uwagę na takie rozwiązania, które polegałyby na:

- a) pozostawieniu stopy zwrotu jako miernika efektywności OFE, przy jednoczesnej nowej konstrukcji portfela wzorcowego (benchmarku). Ocena danego OFE byłaby w tym wypadku uzależniona od tego, czy dany fundusz „pokonał” określony zewnętrzny benchmark. Problemem w powyższym rozwiązaniu jest jednak między innymi odpowiedni dobór składników portfela wzorcowego, przypisanie im konkretnych wag czy też konstrukcja benchmarku³⁶. Rozwiązaniem tych problemów mogłoby być przykładowo stworzenie systemu oceny funduszy, który składałby się z wielu benchmarków (np. syntetycznych indeksów odzwierciedlających strukturę portfeli OFE, wskaźników makroekonomicznych i rynkowych, takich jak inflacja, oprocentowanie lokat bankowych czy też skarbowych papierów wartościowych). Pokonanie danego benchmarku przez fundusz byłoby premiowane określoną liczbą punktów³⁷; suma punktów zdobytych przez poszczególne OFE służyłaby stworzeniu rankingu funduszy i wyłonieniu najlepszych spośród nich. Jednocześnie w ta-

³⁶ Przykładem takiego problemu byłoby chociażby włączenie to benchmarku indeksu, który jest indeksem cenowym. Tym samym nie są w nim uwzględnione np. dywidendy, jakie otrzymuje inwestor z tytułu posiadania danych akcji. Z kolei w przypadku funduszy emerytalnych wpływy z tego tytułu byłyby uwzględnione w osiąganych przez nie stopach zwrotu.

³⁷ Powyższe punkty mogłyby być przydzielane po równo poszczególnym benchmarkom lub podlegać gradacji w zależności od istotności lub ważności danego benchmarku z punktu widzenia oceny polityki inwestycyjnej OFE.

kiej metodzie można byłoby również ustalić minimalną liczbę punktów, jaką powinien osiągnąć dany OFE. W przypadku niezrealizowania tego celu musiałby on zapłacić określoną karę, ponadto w celu premiowania najlepszych OFE można by było ustanowić również górną granicę, której przekroczenie dawałoby możliwość uzyskania dodatkowej premii. W rezultacie powyższa koncepcja oceny OFE byłaby metodą mieszaną, łączącą elementy technik opartych na benchmarkach z metodą scoringową (wykorzystywaną często w bankowości);

- b) stworzeniu mierników, które uwzględniałyby w swojej konstrukcji ryzyko związane z dokonywanymi przez OFE inwestycjami. Do takich mierników można byłoby zaliczyć na przykład wskaźniki Sharpe'a, Treynora, Jensena czy też metodę *Value at risk* (VaR), dzięki czemu możliwe byłoby uzupełnienie dotychczasowych wyników o ważny czynnik, jakim przy inwestowaniu jest ryzyko. Jest to szczególnie ważne z racji zwiększenia limitów inwestycji w akcje oraz planowanych zmian w zakresie inwestowania w aktywa zagraniczne przez OFE;
- c) używaniu metod dyskontowych (takich jak NPV czy też IRR), które w wielu sytuacjach przedstawiają w bardziej obiektywny sposób wyniki osiągnięte przez fundusze;
- d) konstruowaniu alternatywnych metod oceny efektywności inwestycyjnej OFE.

W dostępnej obecnie literaturze naukowej można spotkać się z wieloma tego typu metodami, wśród nich można wskazać metody opisane w publikacjach poświęconych efektywności inwestycyjnej funduszy emerytalnych³⁸.

W efekcie wybór metody do przeprowadzenia pomiaru i oceny efektywności inwestycyjnej OFE powinien uwzględniać cel, jakiemu służyć przygotowywana analiza. Tylko bowiem dzięki takim działaniom możliwe jest dopasowanie odpowiedniego miernika, który uwzględniałby czynniki, które są kluczowe z punktu widzenia odbiorcy przygotowywanej analizy.

Podsumowanie

Należy stwierdzić, że ustawowe metody pomiaru i oceny efektywności inwestycyjnej OFE w niewystarczający sposób spełniają swoją funkcję i są obciążone szeregiem wad. Do najważniejszych z nich należy zaliczyć przede wszystkim krótki okres podlegający ocenie czy też brak uwzględnienia opłat ponoszonych przez członków funduszu na rzecz PTE. Ponadto zaproponowany przez ustawodawcę miernik nie daje odpowiedzi na kluczowe pytanie z punktu widzenia uczestników funduszy emerytalnych, tj. o ile łącznie zwiększyły się/zmniejszyły się oszczędności emerytalne danej osoby w analizowanym okresie (i jaki będzie miało to wpływ na jego przyszłą emeryturę) oraz jakie ryzyko było związane z inwestycjami, które w danym okresie dokonywał dany OFE. Oprócz tego istniejące regulacje

³⁸ M. Dybał: *op.cit.*, s. 69–83, 214–233 oraz *Nieklasyczne metody oceny efektywności i ryzyka. Otwarte Fundusze Emerytalne*, red. Cz. Domański, PWE, Warszawa 2011, s. 166–232.

w zakresie oceny wyników inwestycyjnych OFE (oparte na ŚWSZ oraz MWSZ) w dużym stopniu przyczyniają się do niższej efektywności funduszy emerytalnych z racji występowania tzw. efektu naśladownictwa. Powyższe wady ustawowych mierników efektywności OFE tylko w niewielkim stopniu zostały zniwelowane poprzez zmiany przepisów dotyczących obliczania ŚWSZ i MWSZ, które zaczęły obowiązywać od kwietnia 2004 roku. Ponadto zmiany legislacyjne, które weszły w życie w ostatnich latach (m.in. wzrost dopuszczalnych limitów inwestycji w akcje), powinny dodatkowo sprzyjać wprowadzeniu nowych, bardziej zaawansowanych mierników oceny OFE, które uwzględniałyby między innymi ryzyko związane z dokonywanymi przez nie inwestycjami. Obecnie istnieje wiele metod, które w lepszy i bardziej obiektywny sposób mogłyby służyć ocenie działań funduszy emerytalnych (m.in. metody dyskontowe czy też wskaźniki uwzględniające ryzyko). Dobór tych metod powinien być uzależniony od grupy docelowej, do której mają być skierowane.

Literatura

Analiza polityki inwestycyjnej OFE w latach 2000–2002. Publikacja Departamentu Analiz, Komunikacji Społecznej i Informacji oraz Departamentu Polityki Inwestycyjnej Urzędu Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych, Warszawa 2003. Wersja elektroniczna: www.knf.gov.pl/Images/polityka_inwestycyjna_ofe_2000-2002_tcm75-4931.pdf (14.02.2013).

Dybał M.: *Efektywność inwestycyjna funduszy emerytalnych*, CeDeWu, Warszawa 2008.

Gradzik K.: *Inwestycje OFE ich rola w systemie zabezpieczenia emerytalnego w Polsce*, [w:] *Polityka inwestycyjna OFE. Forum dyskusyjne ubezpieczeń i funduszy emerytalnych*, Zeszyt 2004, nr 3, s. 57–58. Wersja elektroniczna: www.knf.gov.pl/Images/forum0304_tcm75-8902.pdf (27.02.2013).

Nieklasyczne metody oceny efektywności i ryzyka. Otwarte Fundusze Emerytalne, red. Cz. Domański, PWE, Warszawa 2011.

OFE w Polsce. Analiza działalności inwestycyjnej, finansów oraz decyzji członków, red. F. Chybański, C.H. Beck, Warszawa 2009.

Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 12 maja 1998 r. w sprawie szczegółowych zasad ustalania stopy zwrotu i średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich otwartych funduszy emerytalnych, sposobu i terminu zawiadamiania Urzędu Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi przez otwarty fundusz emerytalny o wysokości stopy zwrotu otwartego funduszu emerytalnego, wartości aktywów netto i wartości jednostki rozrachunkowej otwartego funduszu emerytalnego oraz sposobu podawania przez Prezesa Urzędu Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi do publicznej wiadomości wysokości średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich otwartych funduszy emerytalnych, a także sposobu i terminu przekazywania przez otwarty fundusz emerytalny informacji o wysokości stopy zwrotu funduszu do agencji informacyjnej (DzU 1998, nr 63, poz. 404).

Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 26 kwietnia 2011 r. w sprawie ustalenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat (DzU 2011, nr 90, poz. 516).

- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 9 marca 2004 r. w sprawie ustalania stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych (DzU 2004, nr 47, poz. 449).
- Ustawa z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych (DzU 1998, nr 137, poz. 887 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 23 sierpnia 2003 r. o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu otwartych funduszy emerytalnych (DzU 2003, nr 170, poz. 1651 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych (DzU 2011, nr 75, poz. 398 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (DzU 1997, nr 139, poz. 934 z późn. zm.).
- Uzasadnienie do rządowego projektu Ustawy o o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, ustawy o systemie ubezpieczeń społecznych, ustawy o przeciwdziałaniu wprowadzaniu do obrotu finansowego wartości majątkowych pochodzących z nielegalnych lub nieujawnionych źródeł oraz ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Druk sejmowy nr 1047 z 2003 r.). Wersja elektroniczna [http://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/wgdruk/1047/\\$file/1047.PDF](http://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/wgdruk/1047/$file/1047.PDF) (14.02.2013).
- Założenia do projektu ustawy o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych. Strona internetowa Biuletynu Informacji Publicznej Rady Ministrów, http://bip.kprm.gov.pl/portal/kpr/form/r378/Projekt_ustawy_o_zmianie_ustawy_o_organizacji_i_funkcjonowaniu_funduszy_emerytal.html (27.02.2013).

*mgr Marta Buchowiec
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Kolegium Gospodarki Światowej
Stacjonarne studia doktoranckie*

Streszczenie

Celem artykułu jest przedstawienie ustawowych metod oceny efektywności inwestycyjnej Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE) w Polsce oraz próba oceny stosowanych przez ustawodawcę mierników. OFE pełnią istotną rolę zarówno w polskim systemie emerytalnym, jak i na rynku finansowym. Dlatego też ocena efektywności inwestycji dokonywanych przez te instytucje powinna być kluczowym celem zarówno z punktu widzenia uczestników funduszy, jak i państwa. Niemniej jednak obecne ustawowe mierniki oceny efektywności są obarczone szeregiem wad, które uniemożliwiają pełną ocenę wyników osiągniętych przez fundusze. Dlatego też wymagają one istotnej modyfikacji w taki sposób, aby umożliwiły pełną i obiektywną ocenę wyników inwestycyjnych osiągniętych przez OFE.

**STATUTORY METHODS OF MEASURING AND EVALUATING POLISH
OPEN PENSION FUNDS' INVESTMENT EFFICIENCY IN THE YEARS 1999–2012
– CALCULATION METHODOLOGY, ASSESSMENT OF APPLIED MEASURES
AND PROPOSED CHANGES**

Summary

The purpose of this paper is to present statutory methods of evaluating the Polish open pension funds' investment efficiency (OPF) and attempt to assess the measures used by the legislator. OPF play an important role in the pension system as well as on the financial market. The assessment of OPF investment efficiency should be a key goal for both the funds' members and the state. However, statutory measures assessing the OPF's efficiency have many defects which prevent the full evaluation of funds' performance. Therefore, current performance evaluation regulations of OPF require substantial modification in such a way as to enable full and objective assessment of investment results achieved by pension funds.