URZĄD KOMISJI
NADZORU UBEZPIECZEŃ I FUNDUSZY EMERYTALNYCH

KONKURENCJA I KONCENTRACJA NA RYNKU OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH W LATACH 2000-2005

SPIS TREŚCI

WPROWADZENIE 3

1. KONCENTRACJA NA RYNKU OFE 6

1.1 Fuzje i przejęcia na rynku OFE 6
1.2 Metodologia pomiaru koncentracji na rynku OFE 9
2. TRANSFERY CZŁONKÓW NA RYNKU OFE 21

3. KONKURENCJA NA RYNKU OFE 27

3.1 Analiza strukturalna rynku OFE 27
3.2 Produkt i konkurencja cenowa 32
3.3 Produkt i konkurencja jakościowa 35
3.4 Doświadczenia międzynarodowe 41
4. KONKURENCJA I KONCENTRACJA NA RYNKU OFE – PODSUMOWANIE 47

4.1 Przyczyny niskiego poziomu konkurencji 47
4.2 Rola nadzoru w stymulowaniu konkurencji 50
4.3 Stymulowanie konkurencji czy ochrona konsumenta? 52
APPENDIX: KONKURENCJA W ANALIZACH EKONOMICZNYCH 53

A.1 Klasyczne miary konkurencji – metody strukturalne 53
A.2 Analiza abstrahująca od koncentracji – metody niestrukturalne 56
A.3 Modele oparte na teorii zarządzania strategicznego 59

Wprowadzenie

W marcu 2006 roku minęło 7 lat od momentu rozpoczęcia działalności przez otwarte fundusze emerytalne. Fundusze stanowiły przełom w podejściu do systemu emerytalnego. Przełom ten wynika nie tylko z faktu, że system repartycyjny zastąpiono kapitałowym, ale że sporą część oszczędności emerytalnych powierzono w zarządzanie instytucjom prywatnym, które konkurują na specjalnie wyodrębnionym dla nich segmencie rynku. Można więc powiedzieć, że nastąpiła częściowa i pośrednia prywatyzacja systemu emerytalnego.

W teorii ekonomii panuje zasadniczy konsensus, że przedsiębiorstwa prywatne uznaje się za bardziej innowacyjne i efektywniejsze od państwowych. Wynika to z kilku przyczyn: w przedsiębiorstwach prywatnych zarząd musi się liczyć z silniejszym ograniczeniem budżetowym, silniejsza jest zależność między wynikami przedsiębiorstwa a wynagrodzeniem kadry kierowniczej i wreszcie – firma prywatna musi zwykle konkurować o klienta z innymi firmami prywatnymi. Twórcy reformy emerytalnej mogli powierzyć zarządzanie składkami z II filara jednej instytucji, świadomie jednak – na wzór systemów Ameryki Łacińskiej – wybrali rozwiązanie dopuszczające wiele podmiotów. Konkurencja – cenowa: niskie opłaty, i jakościowa: jak najlepsze wyniki inwestycyjne – miała zapewnić przyszłym emerytom produkt wysokiej jakości: tanie i efektywne zarządzanie składkami.

Celem niniejszego opracowania jest zbadanie poziomu konkurencji na rynku funduszy emerytalnych. Samo funkcjonowanie na rynku licznych funduszy emerytalnych nie zapewnia automatycznie korzyści dla klientów – podmioty te muszą prowadzić aktywną rywalizację cenową i jakościową. O takie korzystne dla klientów rozwiązania jest znacznie trudniej na rynku skoncentrowanym i w sytuacji, gdy ramy prowadzonej działalności są szczegółowo regulowane przez prawo. Z tego powodu szczególnej analizie poddano poziom koncentracji rynku funduszy emerytalnych, jako czynnik istotnie wpływający na efektywne funkcjonowanie mechanizmów konkurencyjnych.

Analizę rynku OFE rozpoczęto na najbardziej ogólnym poziomie, badając zmiany jego koncentracji. W pierwszym roku reformy działalność rozpoczęło 21 funduszy emerytalnych, z czego sześć znikło z rynku na skutek fuzji i przejęć. W planach są kolejne połączenia, a od roku 2000 żaden nowy podmiot nie zdecydował się wejść na rynek – choć zdarzały się zmiany własnościowe w obrębie istniejących podmiotów. Pomimo fuzji i przejęć, koncentracja rynku powoli spadała, wciąż jednak pozostając na wysokim poziomie.

Kolejny rozdział poświęcono transferom, które obok wyboru funduszu przez osoby rozpoczynające pracę, są główną metodą wyrażania preferencji przez konsumentów. Transfery na rynku OFE utrzymują się na bardzo stabilnym, niskim poziomie. Zasadniczo kierunek transferu przebiega od większych podmiotów do mniejszych, ale nie jest to silna zależność. Analiza szeregów czasowych ujawniła, że decydująca dla salda transferów jest postawa samego funduszu: to czy zachowuje się biernie, czy prowadzi aktywną (i kosztowną) politykę pozyskiwania nowych członków od konkurencji. Na decyzje o transferach nie ma natomiast wpływu polityka opłat, jak i różnice w efektywności inwestycyjnej OFE.

Zasadniczą część opracowania rozpoczęto od dokonania analizy strukturalnej rynku OFE. Rynek ten jest specyficzny, dlatego modele konkurencji sprawdzone na rynkach towarowych czy nawet na rynku bankowym nie zawsze okazują się adekwatne. Na rynku OFE występują widoczne efekty skali, a świadomość konsumentów co do różnic między oferowanymi produktami jest bardzo niewielka. Konsekwencją tych zjawisk jest m.in. brak konkurencji cenowej (wysokością opłat). Fundusze emerytalne inwestują relatywnie efektywnie na tle funduszy inwestycyjnych, ale bardzo niewielkie zróżnicowanie wyników wskazuje na „zachowanie stadne" – fundusze starają się naśladować politykę inwestycyjną liderów, a nie konkurować z nimi. Jako przyczynę tej sytuacji często uznaje się regulacje systemowe dotyczące minimalnej stopy zwrotu. Inną przyczyną może być również niska aktywność konsumentów w zakresie oceniania i porównywania wyników funduszy – konkurowanie jakością (stopą zwrotu) ma nikły sens, jeśli konsumenci nie przywiązują większej wagi do tego wymiaru.

Ostatni rozdział zawiera podsumowanie analiz i propozycję rozwiązań systemowych. Oprócz propozycji, które pojawiały się już wcześniej w debacie emerytalnej – jak choćby zmiana mechanizmu wynagradzania towarzystwa emerytalnego silniej wiążąca jego przychody ze stopą zwrotu OFE –poruszono również problem edukacji ekonomicznej konsumentów. Jest to zgodne z najnowszymi trendami w zakresie usprawniania systemów opartych na funduszach emerytalnych – pozytywny wpływ edukacji konsumentów na wzrost konkurencji zaobserwowano w Chile i Meksyku. Innowacyjnym rozwiązaniem jest też propozycja, by zarządzanie funduszami typu B w pierwszych latach ich funkcjonowania powierzyć nowym podmiotom, a nie już istniejącym towarzystwom emerytalnym – byłaby to prosta i niezbyt kosztowna metoda wprowadzenia nowych podmiotów na rynek OFE.

Fundusze emerytalne osiągają jak dotąd zadawalające wyniki inwestycyjne, niemniej nie powinno to zwalniać ze stawiania pytań, czy wysoka koncentracja i niska konkurencja w dłuższej perspektywie nie zaszkodzą konsumentom. Zapobieganie ewentualnej oligopolizacji jest prostsze, a przede wszystkim tańsze niż rozbijanie oligopolu, a edukacja ekonomiczna ubezpieczonych ma wartość samą w sobie. Warto więc rozważyć wprowadzanie środków, które zwiększą konkurencję między funduszami, poprawią świadomość ekonomiczną przyszłych emerytów, a nawet umożliwią wejście nowym podmiotom na rynek OFE. Użyteczne wydaje się też wprowadzenie rozróżnienia między polityką stymulowania konkurencji, a polityką ochrony konsumenta, które nie zawsze są ze sobą tożsame.

Raport uzupełnia Appendix poświęcony współcześnie stosowanym w analizach ekonomicznych miernikom konkurencji. Niektóre z przedstawionych miar są stosowane w rozdziałach niniejszego opracowania.

1. Koncentracja na rynku OFE

1.1 Fuzje i przejęcia na rynku OFE

W roku 1999 działalność rozpoczęło 21 PTE. Po siedmiu latach na rynku działa 15 podmiotów. Zmiana liczby podmiotów była wynikiem czterech przejęć kontroli nad funduszem emerytalnym i dwóch połączeń towarzystw o relatywnie niewielkim udziale w rynku. Fundusz emerytalny zarządzany przez podmiot przejmujący nie zawsze był znacząco większy od funduszu zarządzanego przez podmiot przejmowany – przejęcia nie miały więc w żadnym przypadku charakteru „agresywnego", czyli takiego, w którym podmiot o silnej pozycji rynkowej przejmuje kontrolę nad słabszym konkurentem w celu zwiększenia swojej oligopolistycznej pozycji. Wszystkie połączenia odbyły się z zachowaniem praw nabytych konsumentów. Połączenia nie powodowały wzrostu opłat pobieranych od członków funduszy. Tabela 1 przedstawia podsumowanie wszystkich połączeń na rynku PTE.

Tabela 1

Połączenia i przejęcia na rynku PTE

Podmioty i rodzaj połączenia	Data zgody na połączenie	Udziały podmiotów w rynku przed połączeniem
Pekao PTE S.A. przejmuje zarządzanie nad OFE Epoka	18 stycznia 2001	0,7% i 0,2%
OFE Pocztylion łączy się z Arka Invesco OFE przez przejęcie PTE Arka-Invesco S.A. przez Pocztowo-Bankowe PTE S.A.	9 marca 2001	1,6% i 0,5%
Pekao PTE S.A. przejmuje zarządzanie nad Pioneer OFE	19 kwietnia 2001	0,9% i 0,7%
Pekao PTE S.A. przejmuje zarządzanie nad OFE Rodzina	26 lipca 2001	1,6% i 0,1%
PTE Skarbiec-Emerytura S.A. łączy się z PTE BIG Banku Gdańskiego S.A., poprzez przeniesienie całego majątku PTE Big Banku Gdańskiego S.A. na PTE Skarbiec-Emerytura S.A.	29 maja 2002	2,4% i 1,4%
Powszechne Towarzystwo Emerytalne POLSAT S.A. przejmuje zarządzanie Otwartym Funduszem Emerytalnym Kredyt Banku.	13 września 2003	0,4% i 0,5%

Ze względu na niewielkie udziały łączących się czy przejmowanych podmiotów, wpływ fuzji i przejęć na koncentrację na rynku PTE był minimalny. Największa fuzja – PTE Skarbiec-Emerytura S.A. z PTE BIG Banku Gdańskiego S.A. zaowocowała wzrostem współczynnika HHI[1] o 7 punktów. Dla porównania, zmniejszenie udziału największego podmiotu ledwie o pół punktu procentowego zaowocowałoby spadkiem wskaźnika koncentracji o ponad 20 punktów.

Ponieważ jeden podmiot może być akcjonariuszem jednego PTE, próba połączenia towarzystw może być konsekwencją połączenia akcjonariuszy. W 2000 na rynku brytyjskim doszło do połączenia dwóch dużych grup ubezpieczeniowych – Commercial Union PTE BPH CU WBK i Norwich Union. Ponieważ oba podmioty były akcjonariuszami różnych PTE, zaistniała konieczność uregulowania tej sytuacji. PTE Norwich Union (obecnie PTE Nordea) zostało sprzedane fińskiej firmie Sampo, tak więc struktura udziałów na rynku się nie zmieniła. Natomiast gdyby doszło do połączenia podmiotów w 2000 roku, wówczas koncentracja wzrosłaby z 1657 do 1837 punktów, a pod koniec 2005 wynosiłaby 1801 punkty zamiast 1602 (zakładając, że nie byłoby żadnych innych zmian na rynku). Taka zmiana koncentracji jest traktowana jako istotna według amerykańskich regulacji antytrustowych, nie należy się zatem dziwić, że polskie instytucje nawet nie rozważały połączenia, które byłoby zakwestionowane nie tylko przez urząd nadzoru, ale zapewne też przez urząd ochrony konkurencji.

W obecnej chwili na rynku PTE planowane są dwa kolejne połączenia, które nie uzyskały jak dotąd zgody nadzoru. PTE PZU wyraziło chęć przejęcia PTE Skarbiec Emerytura, a PTE Winterthur wyraziło wolę przejęcia PTE „DOM". W przypadku pierwszego połączenia, przejmującym byłby trzeci co do wielkości podmiot na rynku. Gdyby do fuzji doszło pod koniec 2005 roku, wskaźnik HHI wzrósłby znacząco z 1602 do 1680. Efekty drugiej fuzji dla koncentracji byłyby znacznie mniejsze, wskaźnik HHI wzrósłby tylko o 11 punktów, do poziomu 1613 pkt. Wpływ „potencjalnych" fuzji na wskaźnik koncentracji przedstawia tabela 2.

[1] Miara HHI jest opisana w Appendixie, w rozdziale A.1.

Tabela 2

Wpływ potencjalnych fuzji na wskaźnik koncentracji HHI rynku OFE

Wskaźnik HHI rynku OFE na koniec 2005 wynosił 1602 pkt.	
Potencjalne połączenia	Hipotetyczny HHI na koniec 2005 r. po połączeniu podmiotów.
Commercial Union PTE BPH CU WBK i PTE Norwich Union (rok 2000)	1801
PTE PZU i PTE Skarbiec-Emerytura (2005)	1680
PTE Winterthur i PTE „DOM" (2005)	1613
Trzy powyższe połączenia	**1890**

Poza istotną zmianą koncentracji, obie te fuzje zredukowałyby liczbę podmiotów na rynku PTE do trzynastu. Z tego pięć towarzystw miałoby udział w rynku na poziomie poniżej 3%, więc proces konsolidacji byłby zapewne kontynuowany. Od rozpoczęcia działalności, liczba podmiotów na rynku OFE spadała średnio o jeden na rok. Odpowiada to mniej więcej sytuacji w Chile, gdzie w ciągu kilkunastu lat liczba funduszy emerytalnych spadła z dwudziestu jeden do sześciu. Tabela 3 przedstawia analizę innych hipotetycznych scenariuszy połączeń i ich wpływu na wskaźnik koncentracji. Warianty zawierające kilka połączeń najmniejszych funduszy należy rozumieć w ten sposób, że następuje po sobie kilka fuzji, w każdej biorą udział najmniejsze aktualnie podmioty – więc ten sam podmiot może uczestniczyć w kilku fuzjach. Wydaje się zatem, że w obawie o wzrost koncentracji nadzór powinien dość restrykcyjnie rozpatrywać kolejne wnioski o połączenia, tym bardziej, że sprawozdania finansowe PTE wskazują, że nawet 1% udziału w rynku gwarantuje już rentowność działalności.

Tabela 3

Analiza zmian koncentracji przy różnych hipotetycznych scenariuszach łączenia podmiotów na rynku OFE.

Wskaźnik HHI rynku OFE na koniec 2005 wynosił 1602 pkt.	
Potencjalne połączenia	Hipotetyczny HHI na koniec 2005 r. po połączeniu podmiotów.
Łączą się dwa najmniejsze podmioty	**1604**
Dwie fuzje najmniejszych podmiotów	**1611**
Trzy fuzje najmniejszych podmiotów	**1622**
Cztery fuzje najmniejszych podmiotów	**1637**
Pięć fuzji najmniejszych podmiotów	**1660**
Największy podmiot przejmuje najmniejszy	**1649**
Największy podmiot przejmuje dwa najmniejsze	**1739**
Największy podmiot łączy się z podmiotem drugim co do wielkości	**2846**

1.2 Metodologia pomiaru koncentracji na rynku OFE

Analizując strukturę rynku PTE należy ustalić, na podstawie jakiej wartości obliczane będą współczynniki koncentracji. Udział podmiotów w rynku można mierzyć na dwa sposoby:

- w oparciu o wartość aktywów netto zarządzanych przez PTE otwartych funduszy emerytalnych lub
- w oparciu o liczbę członków OFE.

Wielkości te są ze sobą silnie skorelowane, niemniej począwszy od startu systemu w marcu 1999 roku do chwili obecnej istnieją dostrzegalne różnice w wielkości udziałów

mierzonych tymi dwiema metodami. Niezależnie od metody, ranking wielkości największych pomiotów jest od czterech lat pozostaje niezmieniony.

Dla innych instytucji rynku finansowego, jak banki czy instytucje ubezpieczeniowe miarą udziału w rynku są wielkości finansowe: aktywa, depozyty lub zebrane składki. Możena też przyjąć, że siła instytucji na rynkach finansowych jest pochodną posiadanych środków finansowych. Wreszcie przychody instytucji finansowych są w dużym przybliżeniu niemal liniowo zależne od ich aktywów. Powyższe argumenty wskazują, że mierzenie koncentracji na rynku PTE należy wyznaczać na podstawie wartości aktywów netto funduszy emerytalnych. Aktywa OFE to zaksięgowane środki finansowe, których wartość podlega codziennej weryfikacji, co podnosi wiarygodność miar opartych właśnie na aktywach. Liczba członków obrazuje natomiast zweryfikowane umowy członkostwa w OFE, obejmuje też osoby, które nie odprowadzają regularnie składek. W początkowych latach w ewidencji członków były liczne błędy – wynikające z niedoskonałości systemu rejestracji ubezpieczonych.

Abstrahowanie od liczby członków wydaje się jednak zbytnim redukcjonizmem – w wypadku dużej ich dynamiki, czynnik ten może być dobrym przybliżeniem przyszłej siły podmiotu – w pewnych sytuacjach nawet lepszym niż obecnie zarządzane aktywa. Jeśli podmiot jest w stanie przyciągnąć znaczącą część osób wchodzących na rynek pracy, czy transferujących się z innych funduszy, może to świadczyć o jego dobrej kondycji finansowej, ponieważ proces akwizycji i marketing są na tym rynku bardzo kosztowne. Wydaje się więc, że analiza poziomu koncentracji opartej na wartości aktywów netto OFE powinna zostać uzupełniona o analizę koncentracji i dynamiki liczby członków funduszy. Zostanie wykazane, że analiza dynamiki członków pozwala wyjaśnić pewne zjawiska w koncentracji opartej na aktywach netto.

Od początku funkcjonowania, rynek PTE posiadał dość charakterystyczną strukturę – trzy duże podmioty o udziale w rynku ponad 13%, jeden podmiot „pośredni" o udziale rzędu 9% i kilkanaście małych, z udziałem mniejszym niż 4%. Wszystkie podmioty rozpoczęły działalność w roku 1999, aczkolwiek niektóre z kilkumiesięcznym opóźnieniem w stosunku do rynkowej większości startującej w marcu 1999. Kluczem do sukcesu okazała się rozbudowana sieć mobilnych akwizytorów. Na uprzywilejowanej

pozycji byli potentaci na rynku ubezpieczeniowym – i to te podmioty zdobyły najwięcej klientów. Należy podkreślić, że konieczny był bardzo aktywny marketing bezpośredni. Nawet bardzo intensywna reklama w mediach elektronicznych czy posiadanie dużych sieci placówek nie wystarczała do zdobycia klientów. Świadczą o tym przypadki funduszy, których udziałowcami były banki PKO BP i Pekao SA, Poczta Polska czy Telewizja Polsat. Strategie odwoływania się do polskiego kapitału akcjonariuszy czy etycznych zasad inwestowania też zdawały się mieć minimalny wpływ na decyzje przyszłych emerytów.

Ponieważ zdecydowana większość członków OFE to osoby, które decyzje o członkostwie musiały podjąć w ciągu kilku pierwszych miesięcy funkcjonowania systemu, koniec roku 1999 to data względnego ustabilizowania się udziałów w rynku większości podmiotów. Na dzień 31 grudnia 1999 roku największy fundusz posiadał nieco ponad 30% aktywów netto rynku OFE, a trzy największe podmioty miały dwie trzecie całego rynku – 67,3%.

W początkowej fazie działania systemu, najważniejszą zmienną wpływającą na udział w rynku był strumień napływających składek – będący pochodną posiadanych aktywnych członków, tj. takich za których odprowadzane są składki. W kolejnych latach, gdy strumień składek stawał się coraz mniejszy w stosunku do posiadanych aktywów, pewną rolę zaczęła również odgrywać osiągana stopa zwrotu OFE. Jeśli była ona wyższa od średniej ważonej dla innych podmiotów, udział funduszu *ceteris paribus* wzrastał. Strumień składek mógł się zmienić, jeśli zmieniła się liczba członków – czy to poprzez pozyskanie nowych członków lub w drodze losowania, czy też poprzez transfery członków z innych podmiotów. Jak widać, na udział danego podmiotu mogą wpływać czynniki o przeciwstawnym znaku – podmiot może osiągać słabe wyniki inwestycyjne, ale przyciągać więcej członków przez aktywną akwizycję. Zauważmy jednak, że jeśli przyjmujemy, że członkowie dokonują wyborów ekonomicznie racjonalnych, efekty te powinny mieć zbieżny znak – członkowie chętniej przechodzą do funduszu o wyższych wynikach, członkom o wyższych średnich składkach bardziej na tym zależy etc.

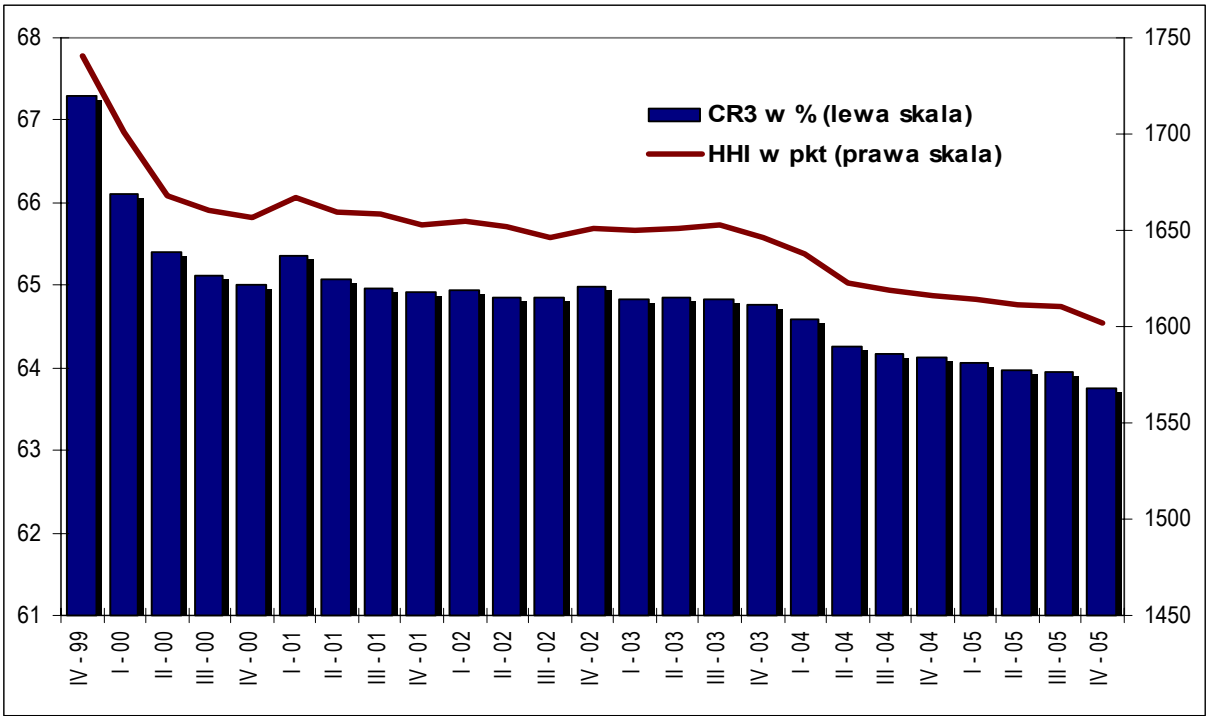
Wykres 1 przedstawia wartość współczynnika CR3 oraz HHI dla rynku OFE w kolejnych kwartałach w latach 1999-2005. Wyraźny spadek CR3 w pierwszym kwartale 2000 roku wynika z faktu, że relatywnie duża liczba członków podejmowała decyzje o przystąpienia

do OFE w ostatnich dniach 1999 roku, ale w ewidencji członków osoby te zostały zarejestrowane dopiero na początku 2000 roku – dane wskazują, że takich osób było około miliona. Fundusze, które później wystartowały zanotowały też w tym okresie większy relatywny przyrost aktywów od tych, które rozpoczynały działalność wcześniej. Można też założyć, że pod koniec 1999 roku i na początku 2000 roku mniejsze podmioty były bardziej zdeterminowane w pozyskiwaniu nowych członków zdając sobie sprawę, że przy posiadanym udziale w rynku mogą mieć problem z osiągnięciem rentowności. W kolejnych kwartałach 2000 roku koncentracja CR3 dalej spadała, ale już w mniejszym stopniu. Lata 2001 – 2003 to okres stabilizacji sumarycznego udziałów trzech największych podmiotów, natomiast w latach 2004–2005 można zaobserwować słaby, ale jednostajny trend spadkowy – pod koniec 2005 wartość CR3 dla rynku OFE wynosiła 67,3% czyli była o 3,6% niższa niż sześć lat wcześniej. Taki spadek (rzędu 0,6% rocznie) należy uznać za niskie tempo spadku koncentracji.

Wykres 1

Wartość współczynnika koncentracji CR3 i HHI dla rynku OFE

w kolejnych kwartałach od końca 1999 roku do końca 2005 roku

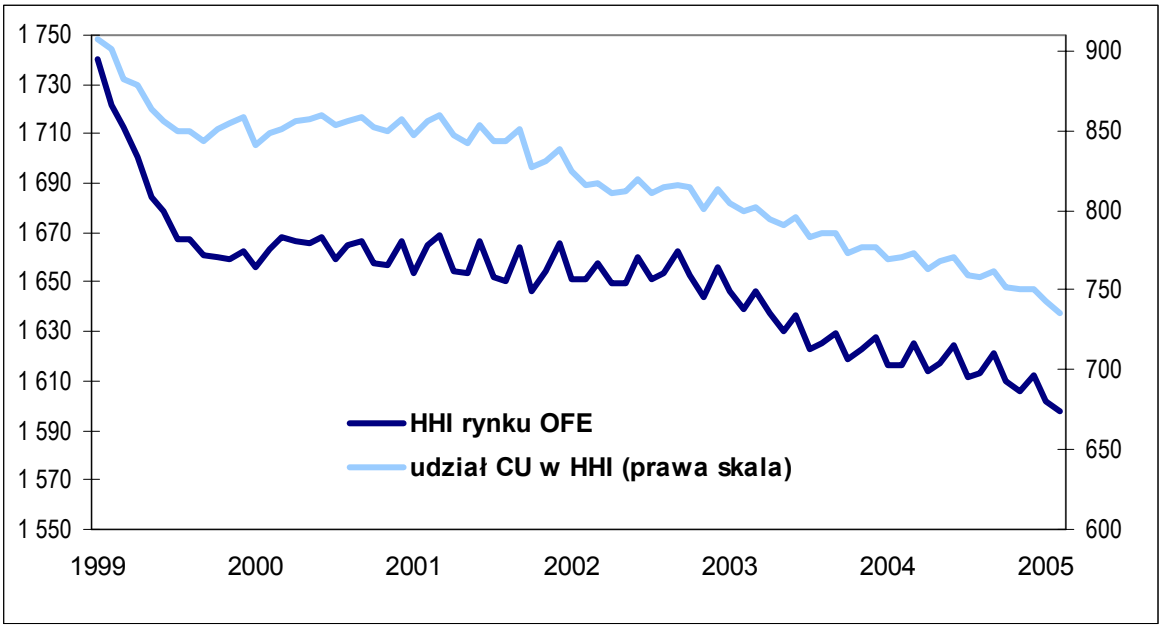


Trend w wartości HHI jest bardzo podobny do trendu wartości CR3 – czemu nie można się dziwić, jako że trzy największe podmioty mają także bardzo silny wpływ na wartość wskaźnika HHI. W praktyce kwadraty ich udziałów stanowią nieco ponad 90% wartości wskaźnika, a do grudnia 2002 roku udział największego podmiotu stanowił o połowie wartości współczynnika koncentracji. Wartość HHI pod koniec 1999 roku była bardzo bliska progowi „wysokiej koncentracji" według amerykańskich standardów regulacji antytrustowych, a nawet ta z końca 2005 roku – 1602 punkty, wciąż jest zdecydowanie bliżej progu „wysokiej koncentracji" niż poziomu „rynku konkurencyjnego". Jest też prawie dwukrotnie wyższa od koncentracji w polskim systemie bankowym, na którym też działa kilka wyróżniających się wielkością podmiotów.

Można wskazać czynniki decydujące o trendzie, którym podąża omawiany wskaźnik koncentracji. Wykres 3 przedstawia zmianę HHI, tym razem w ujęciu miesięcznym, na tle zmiany kwadratu udziału największego podmiotu na rynku. Zestawienie nie pozostawia wątpliwości, że to ten podmiot ma decydujący wpływ na stopień koncentracji. Począwszy od końca 2001 roku, poza ewidentną zbieżnością trendu, zarówno w całkowitym HHI, jak i komponencie największego funduszu, da się zauważyć wyraźną, choć o małej skali sezonowość. Sezonowość ta ma cykl trzymiesięczny. Jedynym zjawiskiem na rynku, OFE, które zawsze podlegało takiej regularności są transfery. Widać więc, że udział największego podmiotu, jak i koncentracja całego rynku jest wypadkową dwóch trendów o przeciwstawnym znaku i negatywnym saldzie. Stopa zwrotu największego funduszu w ostatnich trzech latach była tylko nieznacznie niższa od średniej rynkowej, co powodowało niewielkie wahania koncentracji. Fundusz ten otrzymuje więcej składek niż wynika to z jego udziału w rynku mierzonego aktywami. Wpływa to pozytywnie na jego udział w rynku. Z drugiej strony, praktycznie od początku, ma ujemne saldo transferów członków, tracąc średnio netto prawie 7 tysięcy członków w każdej kwartalnej sesji transferowej. Nie jest to dużo, biorąc pod uwagę wielkość funduszu – ponad 2,5 miliona członków, ale ma pewien systematyczny słaby wpływ na spadek koncentracji.

Wykres 2

Wartość współczynnika koncentracji HHI dla rynku OFE i udziału największego OFE (CU) w całkowitym HHI w latach 2000-2005

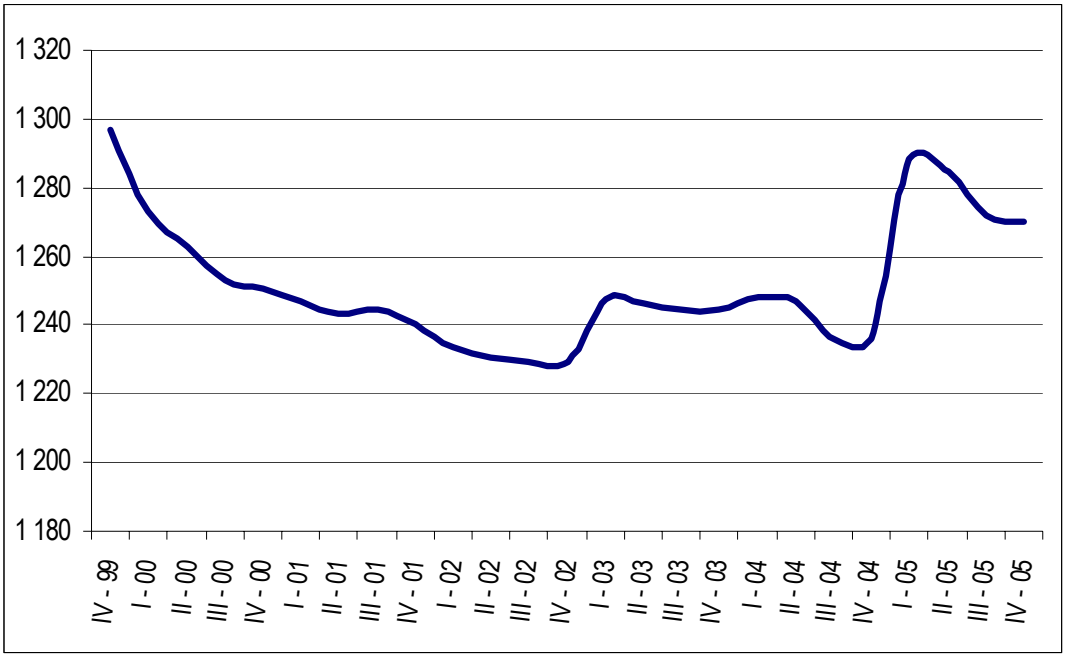


Koncentracja rynku mierzona liczbą członków zawsze była niższa od tej opartej na wartościach aktywów netto. Wynika to z różnych przyczyn: mniejsze fundusze wykazywały większą aktywność w pozyskiwaniu członków po roku 1999, więc średnie skumulowane środki przypadające na członka będą w nich niższe, większe fundusze posiadają członków o wyższej średniej składce i mają niższy odsetek tzw. martwych kont, czyli takich rachunków członkowskich, na które nie wpłynęła ani jedna składka. Ewidencja rachunków jest obciążona pewnym marginesem błędu, który – jeśli rozłożony nierównomiernie – może wpływać na poziom koncentracji. Na początku roku 2005 przeprowadzono gruntowną korektę ewidencji rachunków członkowskich, która zaowocowała eliminacją ponad pół miliona martwych rachunków – ze względu na wyższy odsetek takich rachunków w mniejszych OFE, spowodowało to wzrost wskaźnika koncentracji opartego na liczbie członów, co przedstawia wykres 3. Nie licząc zmian związanych z tą korektą, koncentracja oparta na liczbie członków wykazuje powolny trend spadkowy. Podobną sytuację obserwuje się mierząc koncentrację na podstawie wartości aktywów netto. Koncentracja na poziomie 1250 jest już znacznie bliższa

poziomowi konkurencyjnemu przewidzianemu w amerykańskim *Merger Guidelines*[2], niemniej – jak wspomniano wcześniej – jest ona słabszą miarą siły rynkowej firmy niż wskaźnik oparty na aktywach netto.

Wykres 3

Wartość współczynnika koncentracji HHI oparty na liczbie członków OFE w kolejnych kwartałach od końca 1999 roku do końca 2005 roku



Liczba członków OFE rosła średnio szybciej dla małych funduszy niż dla największych, jednak interesująca jest szczegółowa analiza obserwowanych trendów. Schemat 1 przedstawia kwartalną dynamikę liczby członków 21 funduszy w latach 2000-2005. Dynamikę oznaczono różnymi kolorami i podzielono na trzy kategorie:

- ubytek liczby członków
- nominalny przyrost liczby członków
- przyrost liczby członków wyższy niż średni przyrost dla całego rynku OFE.

[2] Najbardziej znane regulacje antytrustowe, zobacz Appendix rozdz. A.1.

Schemat nie zawiera I kwartału 2005, w którym nastąpiła wspomniana wyżej korekta liczby martwych rachunków – był to specjalny okres, jedyny kwartał, w którym liczba członków OFE spadła w skali rynku.

Największy przyrost liczby członków odnotowały dwa fundusze, które brały udział w konsolidacji z innymi podmiotami – Pekao OFE i OFE Polsat. Zaskakujące jest jednak, że inne fundusze biorące udział w konsolidacji nie znalazły się w czołówce – OFE Skarbiec-Emerytura ulokował się w połowie stawki, a OFE Pocztylion, który w 2001 roku przejął Arka-Invesco OFE odnotował najniższy przyrost liczby członków na przestrzeni 6 lat ze wszystkich działających obecnie funduszy. Spośród funduszy, które nie brały udziału w konsolidacji wypada zwrócić uwagę na bardzo dobry wynik Allianz Polska OFE i Winterthur OFE. Podczas gdy liczba członów na rynku zwiększyła się średnio o 30%, w obu tych funduszach przybyło ich odpowiednio: 91 i 85%. OFE Winerthur zawdzięcza swój wynik bardzo dobremu bilansowi transferów, natomiast Allianz Polska OFE był nadzwyczaj skuteczny w pozyskiwaniu osób wkraczających na rynek pracy, być może zadecydował o tym międzynarodowy prestiż marki, chociaż konieczna jest też dobrze rozwinięta sieć akwizycji.

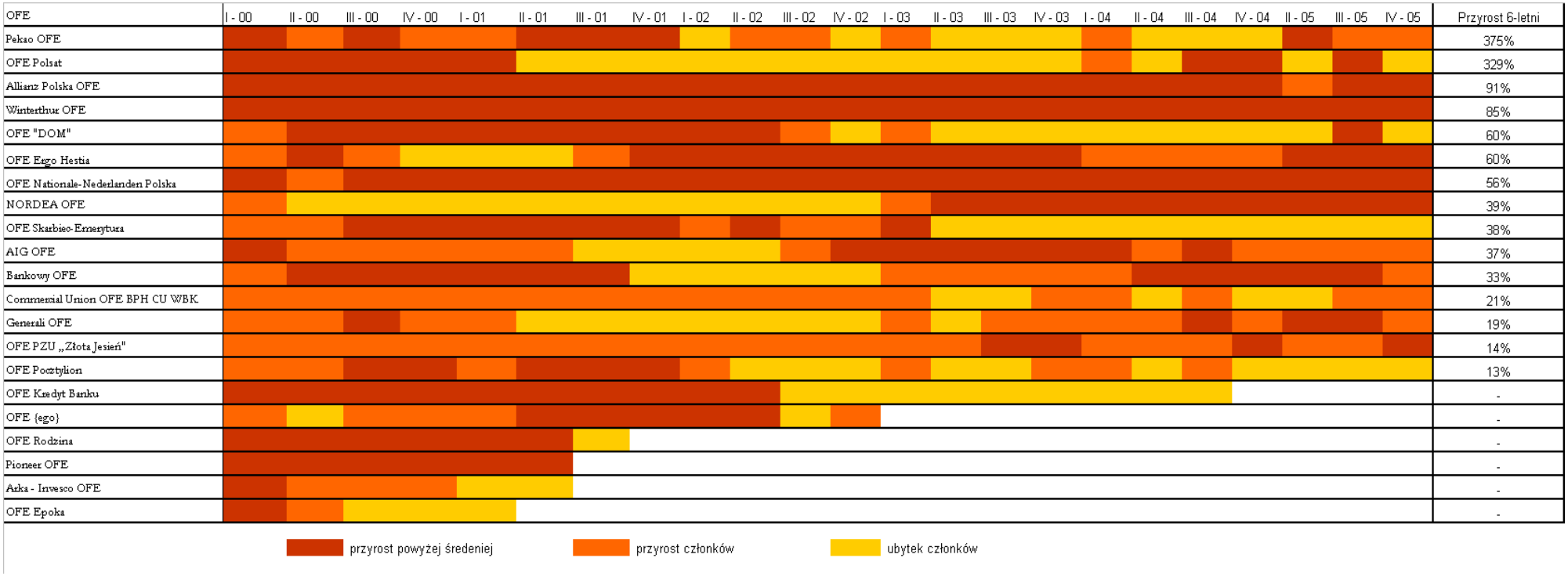
Winterthur OFE jako jedyny fundusz we wszystkich analizowanych kwartałach osiągał dynamikę liczby członów lepszą niż średnia na rynku. Bardzo dobrze pod tym względem wypadły też Allianz Polska OFE i – jeden z trzech największych funduszy – OFE Nationale-Nederlandem Polska, które we wszystkich kwartałach miały dodatnią dynamikę liczby członków i we wszystkich poza jednym – dynamikę lepszą od średniej. Jedynym funduszem, który miał stałą dodatnią dynamikę liczby członków był OFE PZU „Złota Jesień". Jest to o tyle zaskakujące, że względem ogólnego przyrostu liczby członków, fundusz ten lokuje się na przedostatnim miejscu, z 6-letnim wzrostem niższym prawie dwukrotnie niż średnia na rynku. Taki bardzo stabilny, choć jednocześnie niski przyrost może wynikać z rozpoznawalności marki PZU na rynku polskim i silnego przywiązania do niej pewnej grupy klientów.

Obserwując dynamikę liczby członów, nie sposób nie zauważyć, że w przypadku wielu funduszy występują wyraźne trendy – serie kilku kwartałów, w których liczba członków szybko rośnie bądź ubywa. Jest to dobry dowód na zróżnicowanie strategii

poszczególnych OFE, jak i na ich zdolność aktywnego wpływania na wybory konsumentów. Widać choćby, że w pięciu przypadkach na sześć, fundusz który został przejęty przez inny podmiot, tracił klientów w ostatnim kwartale przed przejęciem. Zjawisko to mogło być spowodowane tym, że w przypadku połączeń, klienci łączących się podmiotów mają prawo do darmowych transferów. Dodatkowo, niektóre fundusze po latach tracenia klientów przeszły do ofensywy w ich zyskiwaniu, a niektóre odwrotnie – przyjęły wyraźnie pasywną postawę.

Schemat 1

Analiza dynamiki członków OFE w latach 2000-2006



Podsumowanie

- W ciągu siedmiu lat liczba otwartych funduszy emerytalnych spadła z 21 do15. Zmiany te nie spowodowały zwiększenia opłat ponoszonych przez członków. W większości przypadków opłaty nieznacznie spadły na skutek nowelizacji ustawy o organizacji i funkcjonowaniu otwartych funduszy emerytalnych z 2003 roku.

- Z rynku znikały najmniejsze fundusze, fuzje i przejęcia powodowały tymczasowe, niewielkie wzrosty koncentracji.

- W latach 1999-2005 wskaźniki koncentracji miały wyraźny, choć słaby trend spadkowy. Poziom koncentracji na rynku OFE wciąż jednak pozostaje wysoki.

2. Transfery członków na rynku OFE

Każdy członek OFE ma prawo do zmiany funduszu emerytalnego. Zmiana jest bezpłatna, jeśli następuje po dwóch latach roku członkostwa. W ciągu pierwszych 24 miesięcy członkostwa za zmianę funduszu członek musi wnieść opłatę manipulacyjną – 160 lub 80 zł. Transfery rozliczane są raz na kwartał – w lutym, maju, sierpniu i listopadzie. Transfery, poza oczywistym zapewnianiem swobody decyzji konsumenckich, były w założeniu narzędziem stymulowania konkurencji. Tak jak drobni akcjonariusze w spółkach akcyjnych, członkowie mieli „głosować nogami" – wybierając fundusz, który zapewni im lepsze warunki pomnażania kapitału – czy to przez korzystniejszy system opłat, czy też przez wyższe osiągane stopy zwrotu. Oczywiście, nastąpi to tylko wtedy, gdy konsumenci aktywnie będą analizować działalność funduszy emerytalnych i przeprowadzą przynajmniej przybliżone kalkulacje, czy transfer jest dla nich opłacalny.

W latach 1999-2005 miało miejsce ponad 1 milion 630 tysięcy transferów – czyli średnio 65 tysięcy transferów (0,6% ogółu ubezpieczonych) na każdorazowe rozliczenie kwartalne. Niestety, nie można oszacować, jaki procent z tej liczby stanowią wielokrotne transfery jednej osoby. Wykres 4 przedstawia liczbę osób transferujących się w pierwszych 25 wypłatach transferowych – nominalnie oraz jako procent ogółu członów. Jak widać, od 2000 roku liczba zmieniających fundusz okazuje się bardzo stabilna i oscyluje w granicach 70-90 tysięcy na kwartał. Rekordowy, jeśli chodzi o nominalną liczbę osób zmieniających fundusz był III kwartał 2005 roku, kiedy zrobiło to 89 tysięcy ubezpieczonych, natomiast w relacji do ogólnej liczby członków, rekordowy był drugi kwartał 2002 roku, w którym fundusz zmieniło 0,82% członków OFE.

Relatywnie wysokie transfery w I kwartale 2000 roku były spowodowane bardzo agresywną polityką akwizycyjną – transfer w tym okresie wiązał się z opłatą za przedwczesne przeniesienie, chyba że osoba nie miała środków na koncie. Od połowy 2001 roku – daty pierwszej publikacji stopy zwrotu OFE, liczba transferów szybko rosła, by trwale ustabilizować na poziomie około 0,7% ogólnej liczby członków na kwartał. Bardziej stabilne wydają się wielkości nominalne, co przy stałym przyroście liczby ubezpieczonych powoduje nawet nieznaczny spadek odsetka członków OFE

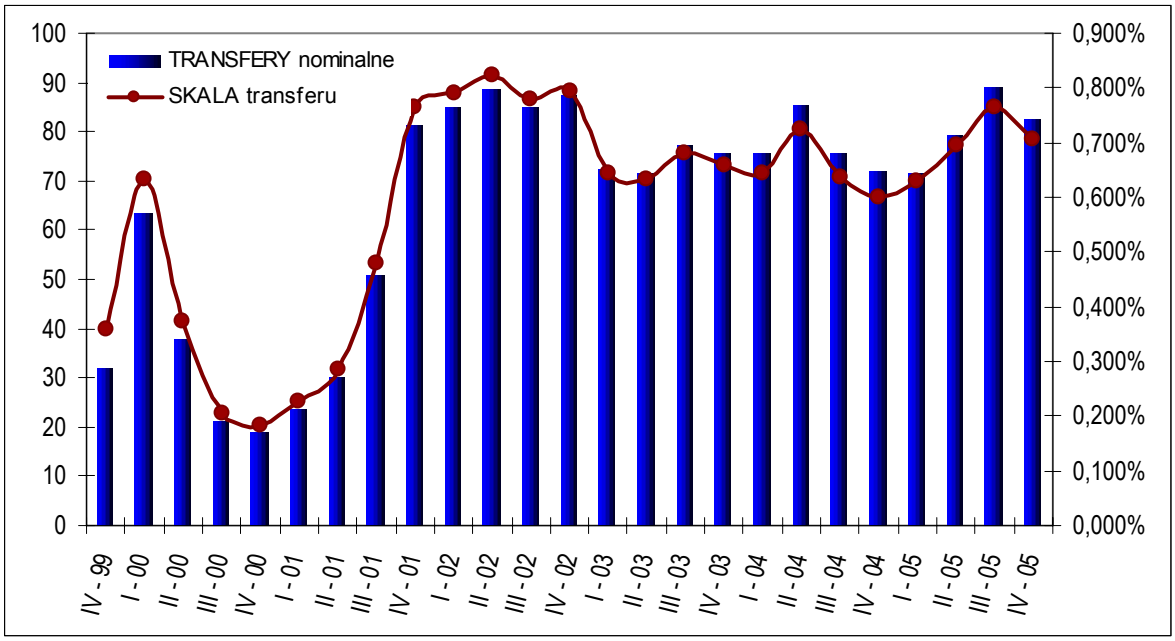
transferujących się w kolejnych kwartałach. Ustabilizowanie transferów wydaje się sprzeczne z klasyczną teorią ekonomii, jako że w miarę gromadzenia kapitałów decyzja o tym, kto będzie inwestował nasze składki powinna być coraz bardziej przemyślana. Poza tym obecnie większość członków funduszy emerytalnych mogłaby dokonać ich zmiany bez konieczności ponoszenia opłat. Z drugiej strony nowelizacja ustawy z 2003 roku ujednoliciła nieco system opłat, a zróżnicowanie stóp zwrotu funduszy maleje, co zmniejsza ekonomiczne bodźce do poszukiwania „efektywniejszego funduszu".

Wykres 4

Liczba osób zmieniających fundusz w latach 1999-2005 nominalnie

i jako procent ogółu członków OFE

tys.



W latach 1999-2005 najkorzystniejsze saldo transferów osiągnął OFE Ergo Hestia – ponad 120 tysięcy członków, zaraz po nim lokował się OFE Winterthur ze 110 tysiącami członków. Najgorsze saldo ma największy fundusz - Commercial Union OFE BPH CU WBK ze stratą 169 tysięcy członków, a drugi od końca jest OFE Skarbiec-Emerytura ze stratą prawie 109 tysięcy ubezpieczonych. Podobnie jak w przypadku ogólnej dynamiki liczby członków, saldo transferów w kolejnych kwartałach silnie zależy od przyjętej polityki akwizycyjnej funduszu. Fundusz może przez kolejne trzy lata w każdej z wypłat

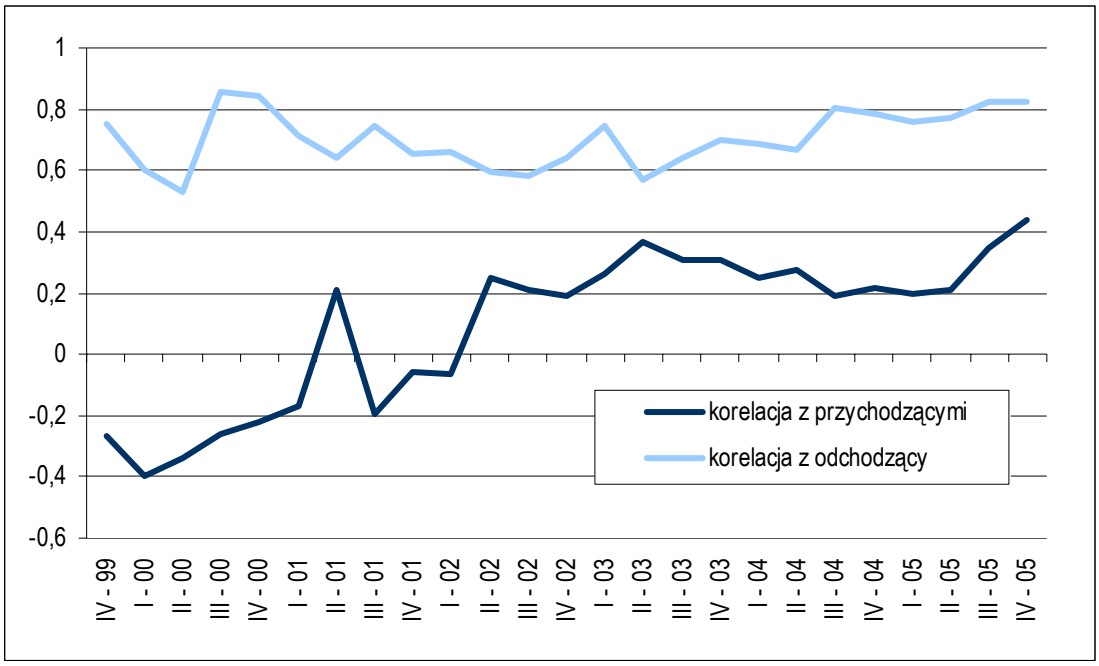
transferowych mieć saldo ujemne, by po zaktywizowaniu akwizytorów osiągać przez trzy lata saldo dodatnie – jak było np. w przypadku OFE Nordea[3].

Ze względu na dążenie do osiągnięcia liczby członków zapewniających minimalny poziom rentowności, transferami bardziej zainteresowane są małe fundusze niż duże. Nie musi to być jednak regułą, gdyż drugi co do wielkości podmiot ma dość stabilne, dodatnie saldo transferów. Model, w którym liczba odchodzących z funduszu jest proporcjonalna do jego wielkości, a liczba przychodzących do jego wielkości zmodyfikowanej przez indywidualny dla każdego podmiotu mnożnik aktywności, dość wiernie odzwierciedla mechanizm transferu między funduszami,. Wykres 5 przedstawia korelację między liczbą członków funduszu, a liczbą odchodzących i przychodzących do niego członków. Korelacja wielkości z liczbą odchodzących jest stabilna i dużo wyższa niż korelacja przychodzących z wielkością OFE. Ta druga jest na początku ujemna, a potem powoli rośnie, co obrazuje bardzo duże zaangażowanie małych podmiotów w aktywne pozyskiwanie członków w pierwszych dwóch latach funkcjonowania systemu.

[3] Dawniej OFE Sampo /OFE Norwich Union.

Wykres 5

Korelacja między przychodzącymi i odchodzącymi w drodze transferów a wielkością funduszu w latach 1999-2005

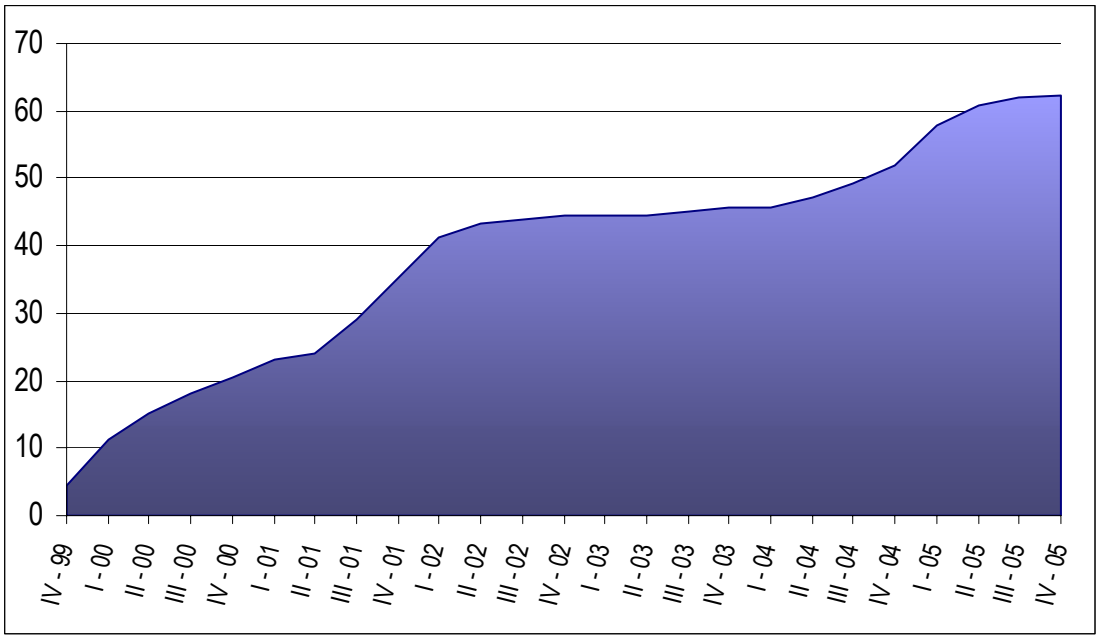


Jeśli rozmiar funduszu jest ujemnie skorelowany z saldem transferów, transfery powinny prowadzić do powolnego spadku koncentracji. Ponieważ skala transferów jest relatywnie mała, a ich rozkład nie jest skrajnie asymetryczny, pojedyncza wypłata transferowa nie może przyczynić się w znaczącym stopniu do spadku koncentracji. Niemniej 1,6 miliona transferów na przestrzeni 6 lat mogło mieć znaczący wpływ na koncentracje. Wpływ taki można zbadać, przez kumulatywne odliczenie wypłat transferowych od rozkładu członków OFE, a następnie porównanie koncentracji takiego „rynku bez transferów" z koncentracją rzeczywistą. Wykres 6 przedstawia skumulowany efekt redukcji koncentracji na skutek wypłat transferowych od 1999 do 2005 roku. Zobrazowana funkcja jest monotonicznie rosnąca, więc każda pojedyncza wypłata transferowa przyczynia się do spadku koncentracji, choć w różnym stopniu. Skumulowany efekt transferów to spadek koncentracji HHI o 62 punkty. Po odfiltrowaniu korekty rachunków członkowskich z I kwartału 2005 można powiedzieć, że właściwe za całość spadku koncentracji na rynku członków w latach 2000-2005 odpowiadają transfery. Natomiast łączny wpływ na koncentrację przyrostu nowych członków, fuzji i przejęć na rynku OFE jest bliski zeru.

Wykres 6

Skumulowana redukcja koncentracji na rynku OFE na skutek transferów członków w latach 1999-2005

pkt wskaźnika HHI



Podsumowując, koncentrację na rynku OFE należy uznać za relatywnie wysoką. Cechuje ją słaby trend spadkowy, którego źródłem są głównie transfery. Koncentracja oparta na wartości aktywów netto jest bliżej granicy wysokiej koncentracji niż granicy rynku konkurencyjnego. Przy obecnym trendzie, aby osiągnąć poziom rynku konkurencyjnego, potrzeba by było kilkudziesięciu lat, zakładając, że po drodze nie dojdzie do żadnych konsolidacji podmiotów. Najsilniejszy wpływ na zmiany koncentracji ma spadek udziału największego podmiotu na rynku. Dość wyraźnie przyczynia się do niej także spadek udziałów trzeciego co do wielkości OFE. Tempo spadku poziomu koncentracji obniża słabo rosnący udział drugiego co do wielkości podmiotu. Skala transferów jest relatywnie mała i od czterech lat ustabilizowana. Członkowie wydają się odchodzić z funduszy w stopniu proporcjonalnym do ich wielkości, natomiast trafiać do podmiotów, które w danym okresie prowadzą aktywną politykę akwizycji.

O ile istnieją pewne empiryczne dowody na pozytywną korelację między koncentracją i konkurencyjnością w systemie bankowym, nie stwierdzono takiej zależności dla rynku instytucji kumulujących i wypłacających emerytury z systemu kapitałowego. W najbardziej dojrzałym systemie opartym na obowiązkowych funduszach emerytalnym, w Chile, stwierdzono, że koszty wypłat świadczeń są dodatnio skorelowane z koncentracją na rynku.[4] Fundusze nie dzielą się z klientami korzyściami wynikającymi z efektów skali działalności, a raczej wykorzystują swoją oligpolistyczną pozycję na rynku.

Podstawową metodą na zmniejszenie koncentracji wydaje się zwiększenie skali transferów, co wydaje się możliwe do osiągnięcia tylko przez kampanię zewnętrzną, nie będącą elementem strategii marketingowej funduszy emerytalnych.

Podsumowanie

- W latach 1999-2005 ponad 1,6 mln członków dokonało zmiany funduszu emerytalnego.
- Średnio co kwartał 65 tys. osób (0,6% ogółu ubezpieczonych) zmienia fundusz.
- Transfery członków spowodowały spadek współczynnika HHI o 62 punkty (ponad 5%) w ciągu pięciu lat.

[4] Zob. materiały konferencji: OECD/IOPS Conference on Private Pensions in Latin America: 29-30 marzec 2006, Santiago, Chile.

3. Konkurencja na rynku OFE

3.1 Analiza strukturalna rynku OFE

Na rynku OFE obserwujmy wysoki poziom koncentracji i stosunkowo niewielką mobilność konsumentów. Jak dowodzą analizy rynku oparte na teoriach niestrukturalnych, koncentracja, zwłaszcza w sektorze finansowym, niekoniecznie musi pociągać za sobą niską konkurencyjność podmiotów. Rynek otwartych funduszy emerytalnych różni się jednak istotnie od bankowego, którego dotyczyły prezentowane analizy niestrukturalne, można więc przypuszczać, że nie wszystkie obserwowane na rynku bankowym prawidłowości znajdą swoje odbicie na rynku OFE. Różnice uwidoczniają się wyraźnie, jeśli zastosujemy w porównaniu OFE z innymi segmentami rynku finansowego analizę sił konkurencyjnych Portera.

Analizę rynku OFE należy rozpocząć od szczegółowego przedstawienia pozycji konsumentów na tym rynku. Członek OFE jest konsumentem *sensu largo*. Produktem, który kupuje jest zarządzanie jego kapitałem emerytalnym, a ceną jaką za to płaci, jest opłata od składki i opłata za zarządzanie aktywami pobierane przez PTE. Uczestnictwo w OFE jest obowiązkowe, podobnie jak ubezpieczenie OC pojazdów czy ubezpieczenie OC związane z wykonywaniem określonych zawodów. W przeciwieństwie do obowiązkowych ubezpieczeń komercyjnych, członkostwo w OFE dotyczy prawie wszystkich osób wchodzących na rynek pracy – wyjątkiem są osoby wyłączone z systemu emerytalnego: sędziowie i prokuratorzy oraz otrzymujące emerytury na innych zasadach, tzw. „służby mundurowe". W przeciwieństwie do ubezpieczenia OC, członkostwo w funduszu emerytalnym nie kończy się wraz z pozbyciem się samochodu czy rezygnacją z pracy zawodowej, a jedynie wraz ze śmiercią lub osiągnięciem wieku emerytalnego.

Obowiązkowy charakter uczestnictwa w II filarze systemu emerytalnego drastycznie osłabia siłę członków OFE jako konsumentów. Nie istnieje produkt substytucyjny dla uczestnictwa w funduszu emerytalnym, niemożliwy jest więc bojkot produktu czy szukanie alternatywnych form lokowania składek emerytalnych. Z punktu widzenia całego rynku elastyczność cenowa oszczędzania w funduszu emerytalnym wynosi zero, jest to

więc sytuacja skrajnie różna od tej w modelu doskonałej konkurencji. Warto zauważyć, że nawet na innych rynkach, na których zakup usługi jest obowiązkowy czy dobra mają charakter używek o sztywnym popycie, rzeczywista elastyczność nie jest zerowa – o czym świadczy, np. relatywnie wysoki odsetek osób jeżdżących bez aktualnego ubezpieczenia czy nielegalna produkcja alkoholu jako odpowiedź na wysoką akcyzę. W wypadku OFE nie ma praktycznej możliwość, by legalnie zatrudniona osoba, która zgodnie z ustawą powinna zostać członkiem funduszu, uniknęła członkostwa. Uniknąć płacenia składek można jedynie pozostając w „szarej strefie", natomiast prowadząc działalność gospodarczą można płacić niższe składki niż osoba zatrudniona na umowę o pracę o tych samych dochodach. Nie są to jednak rozwiązania wchodzące w grę dla większości ubezpieczonych.

Bariery wejścia

Na rynku PTE istnieją bardzo wysokie bariery wejścia. Wymagania kapitałowe potrzebne do założenia PTE są niewielkie, natomiast koszt pozyskania klientów jest bardzo wysoki. Była to najważniejsza pozycja w kosztach na początku działalności systemu, w której pozyskanie nowych klientów było łatwiejsze niż obecnie, ponieważ członkowie pochodzili z „rynku pierwotnego" – ponad 10 milionów pracujących, z których spora część musiała tak czy inaczej dokonać wyboru OFE. Obecnie nowy podmiot może pozyskiwać klientów tylko wśród osób rozpoczynających pracę lub poprzez transfery – co jest trudne jeśli nie posiada rozbudowanej sieci akwizycji i ugruntowanej marki. Liczba członków w ciągu roku wzrasta obecnie o około 3%, ale osoby te nie dysponują jeszcze żadnymi kapitałami, a więc generują stosunkowo niskie przychody dla PTE. Nawet gdyby nowy podmiot pozyskał połowę z wszystkich nowych członków w danym roku – co byłoby bardzo trudne w praktyce – byłby i tak najmniejszy na rynku i miał dużo niższe przychody niż pozostałe podmioty.

Podstawowe barierami wejścia na rynek OFE związane są z występowaniem silnych efektów skali, wysokimi kosztami budowy infrastruktury – sieci sprzedaży, systemu informatycznego, oraz niską mobilność klientów i sztywny całkowity popyt na oferowany produkt. O tym, że bariery te są postrzegane jako wysokie, niech świadczy fakt, że po 1999 roku na rynku nie pojawił się żaden nowy podmiot. Nie było nawet nieudanych

prób wejścia na rynek. Tymczasem na innych segmentach rynku finansowego pojawiają się nowi gracze, zarówno firmy ubezpieczeniowe, jak i np. nowe banki detaliczne. Trzeba jednak zauważyć, że nowe podmioty na rynku bankowym i ubezpieczeniowym swój sukces zawdzięczają w dużej mierze innowacyjnej i atrakcyjnej ofercie – np. możliwości załatwienia praktycznie wszystkich formalności przez telefon, czy placówkom wygodnie usytuowanym w najpopularniejszych centrach handlowych. Fundusze emerytalne mają w tym zakresie bardzo ograniczone pole manewru.

Efekty skali na rynku PTE

Im większe efekty skali, tym większe zagrożenie oligopolizacją rynku, ponieważ większe podmioty mają na nim *ceteris parinus* większe szanse na przetrwanie i większe możliwości ekspansji. Na rynkach finansowych występują wyraźne korzyści skali, gdyż koszty administracyjne, koszty budowy infrastruktury i wreszcie koszty transakcyjne operacji na rynku kapitałowym są mniej niż proporcjonalne w relacji do wielkości zarządzanych aktywów. Negatywne efekty skali na rynku kapitałowym mogą wystąpić właściwie tylko w jednym wypadku – gdy przychody podmiotu ściśle zależą od stopy zwrotu z portfela inwestycyjnego i gdy rynek nie jest płynny, a podmiot posiadający duże aktywa nie jest w stanie optymalnie alokować posiadanych środków.

W przypadku towarzystw emerytalnych część przychodów jest całkowicie niezależna od stopy zwrotu fundusze emerytalnego (opłata od składki), część jest zależna słabo i zależność ma charakter inwestycji długookresowej (opłata za zarządzanie aktywami) i tylko mała część (rachunek premiowy) zależy w znaczącym stopniu od efektywności inwestycyjnej. Zyski może zmniejszyć, nawet bardzo radykalnie, konieczność pokrycia niedoboru – związana z osiągnięciem stopy zwrotu na poziomie wyraźnie niższym niż średnia rynkowa. Biorąc pod uwagę fakt, że kapitały własne PTE są bardzo małe w stosunku do aktywów netto OFE (dla trzech największych podmiotów relacja kapitałów własnych PTE do aktywów netto OFE wynosi od 1,3 do 2,3%) Większy niedobór może doprowadzić towarzystwo do strat, czy nawet ogłoszenia upadłości. Z drugiej strony taki niedobór jest jednak mało prawdopodobny.

Zależność przychodów PTE od wyników inwestycyjnych OFE nie jest więc zbyt silna. Co więcej, duże podmioty znajdują się w nieco uprzywilejowane pozycji, ze względu na ich

wagę w obliczaniu średniej stopy zwrotu. Dzięki temu są mniej narażone na ryzyko niedoboru. Również sama utrata płynności przez duże podmioty nie jest na razie poważnym zagrożeniem, ponieważ udział portfela akcyjnego OFE w kapitalizacji GPW nie przekracza 7%.

Najbardziej uniwersalnym miernikiem efektu skali jest porównanie udziału największych podmiotów w rynku do ich udziału w całkowitym zysku branży. Jeśli skala działalności jest skorelowana ze stopniem rentowności, udział największych podmiotów w zyskach będzie większy niż ich udział w aktywach rynku. Wykres 7 przedstawia porównanie krzywej Lorezna udziału podmiotów w rynku z udziałem w zysku netto na koniec 2005 roku. Krzywa udziału w zysku nie jest monotonicznie rosnąca, bowiem trzy podmioty wykazywany niewielką stratę netto. Cztery największe podmioty mają 72% udziału w rynku i 85% udziału w zysku netto. Efekt skali może na pierwszy rzut oka nie wydawać się znaczący, w rzeczywistości jest jednak bardzo silny, bowiem rzeczywistą różnicę w rentowności między dużymi i małymi podmiotami unaoczni dopiero następująca transformacja: udział w zysku

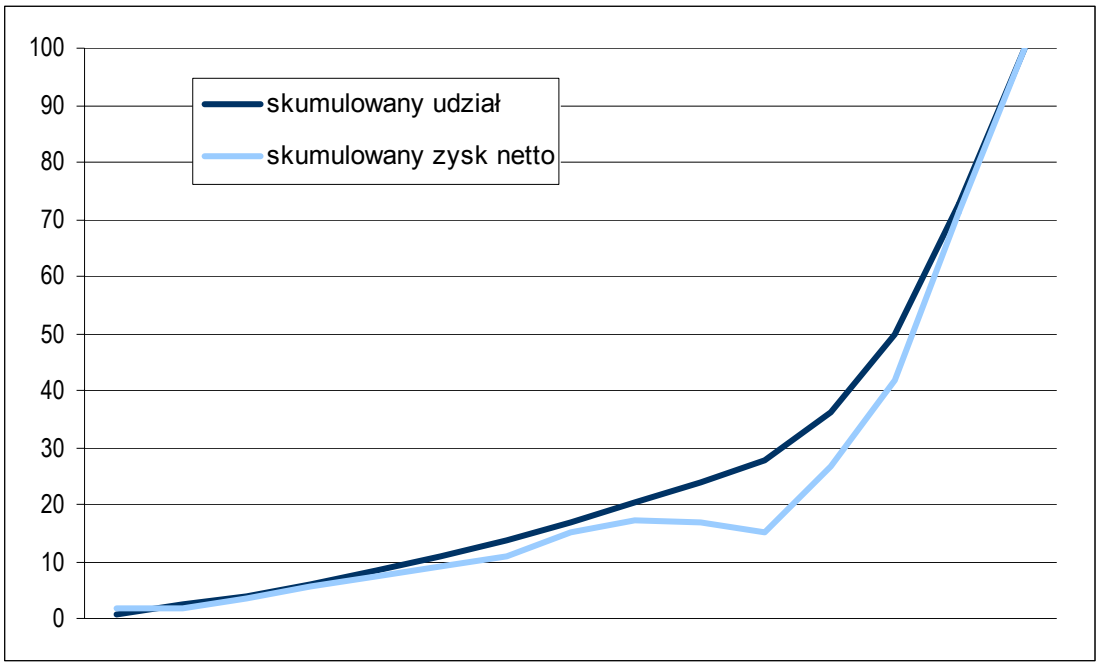
$$\frac{\textbf{udzial w zysku}(\textbf{CR}4)}{\textbf{CR}4} : \frac{1-\textbf{udzial w zysku}(\textbf{CR}4)}{1-\textbf{CR}4}$$

Formuła ta pokazuje, jaka jest relacja średniego zysku przypadającego na jednostkę zarządzanych aktywów w czterech największych podmiotach do średniego zysku na jednostkę aktywów u pozostałych uczestników rynku. Wartość relacji wynosi 2,15, więc największe podmioty mają ponad dwukrotnie wyższy zwrot na jednostkę zarządzanych aktywów niż małe towarzystwa. Wynika to głównie z relatywnie wysokich kosztów stałych związanych z funkcjonowaniem PTE.

Wykres 7

Porównanie skumulowanego udziału podmiotów na rynku PTE (krzywa Lorenza oparta na udziałach w aktywach netto OFE) ze skumulowanym udziałem w zysku rynku PTE

%



Analizując wyniki finansowe OFE należy zauważyć, że dwa podmioty o ujemnym wyniku finansowym za rok 2005 nie są najmniejszymi towarzystwami. Są to PTE, których fundusze miały najwyższe dodatnie salda transferowe w roku 2005 – ich strata netto jest więc wynikiem świadomej strategii aktywnego pozyskiwania dodatkowych członków w drodze transferów. Warto dodać, że PTE zarządzające najmniejszym funduszem – OFE Polsat o udziale w rynku 0,9% wykazało zysk netto 8,2 miliona złotych, który jest dokładnie medianą zysków netto wszystkich 15 PTE.

3.2 Produkt i konkurencja cenowa

Produkty oferowane przez różne OFE są do siebie bardzo zbliżone – bardziej niż produkty z innych sektorów finansowych, jak rachunki bieżące czy fundusze inwestycyjne. Produkt na rynku OFE jest silnie homogeniczny, co akurat może sprzyjać oligopolizacji (w wypadku zróżnicowania produktów mamy zwykle do czynienia z konkurencją monopolistyczną). Homogeniczność nie wynika z decyzji towarzystw emerytalnych, ale z zapisów ustawowych, które określają rodzaj i maksymalną wysokość opłat, jakie towarzystwo może pobrać, jak również limity inwestycyjne funduszu emerytalnego. Miało to służyć z jednej strony ograniczeniu przychodów PTE – zwłaszcza na skutek zmowy cenowej, z drugiej uczynieniu system bardziej przejrzystym dla ubezpieczonego.

Ten ostatni cel nie został w pełni osiągnięty – struktura opłat nie pozwalała na szybkie porównanie, który fundusz jest najtańszy. W kampaniach informacyjnych wykorzystywana była jedynie opłata od składki, ale i to w dość ograniczony sposób. W praktyce najsilniej podkreślał ją OFE Bankowy, w którym po 25 latach członkostwa spadała ona do zera. W 1999 roku opłata od składki pobierana w pierwszym roku członkostwa wahała się od 6,5% do 10%, pobierana w 5 roku od 4% do 9%, a w 20 roku od 2,5% do 9%. Nie istnieje dostrzegalna korelacja między wysokością opłat, a sukcesem rynkowym funduszu. Zmiana ustawy o organizacji i funkcjonowaniu OFE z 2003 roku nałożyła dodatkowe ograniczenia na wysokość opłaty od składki – do 3,5%, z okresem przejściowym do roku 2014, w którym stopniowo obniżono próg poczynając od poziomu 7% w roku 2004. Kwestią, która wzbudziła wiele kontrowersji było umożliwienie w pierwotnej wersji różnicowania opłaty od składki w zależności do stażu członkowskiego. Tego typu degresyjny system opłat wprowadziło 14 z 21 funduszy. Był to klasyczny mechanizm lojalnościowy, który miał zniechęcać członków do zmiany OFE. O ile mechanizm lojalnościowy działający na zasadzie egzekwowalnych premii za uczestnictwo (wszelkie programy bazujące na zbieraniu specjalnych punktów, które można zamienić na produkty czy usługi) nie stanowią zagrożenia dla konkurencji, a mogą ją nawet stymulować, o tyle program nastawiony na przywiązanie konsumenta pod groźbą utraty nabytych przywilejów może konkurencję osłabić. Tym bardziej, że na konsumenta zadziała wtedy nieracjonalny ekonomicznie, ale silny psychologicznie efekt tzw. kosztów utopionych.

Tylko w jednym przypadku fundusz dobrowolnie obniżył (była to raczej szybka korekta opłaty ustalonej na poziomie dużo wyższym niż u konkurencji) opłaty od składki jako element walki o klienta. Pozostałe obniżki wynikały tylko z zachowania praw nabytych członków OFE w przypadku przejęć i połączeń oraz z nałożenia limitów na opłatę od składki przez nowelizację ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych. Towarzystwa emerytalne nie widzą więc potrzeby konkurencji cenowej – co może wynikać z faktu, że konsumenci nie wydają się być specjalnie wyczuleni na cenę. Możliwe, że niektóre towarzystwa rozważały możliwość obniżenia ceny, ale zniechęcała ich do tego groźba wojny cenowej czy innych działań odwetowych pozostałych PTE. Do tego posunięcia zniechęcać mogła także świadomość, że konsumenci nie kierują się ceną przy wyborze OFE – wg badania sondażowego przeprowadzonego przez Urząd Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi na koniec roku 2001 tylko niecałe 40% członków OFE znało wartość opłaty od składki pobieranej przez fundusz, do którego należeli. Niezależnie od przyczyn, fakt, że po ustabilizowaniu się udziałów podmiotów na rynku nie ma miejsca żaden ruch cen w celu pozyskania klientów świadczy o niskim poziomie konkurencyjności w branży.

W kampanii reklamowej towarzystw emerytalnych nie pojawiała się kwestia opłaty za zarządzanie aktywami, której wpływ na finalną wielkość kapitału emerytalnego jest większy, niż opłata od składki. Dlatego też informacja ta nie dotarła do konsumentów – 70% członków OFE nie wiedziało, że taka opłata w ogólne jest pobierana. Wszystkie fundusze ustaliły wysokość tej opłaty na maksymalnym ustawowo dopuszczonym poziomie 0,6% rocznie. Z drugiej strony wysokość tej opłaty, podobnie jak mających mniejsze znaczenie opłat dla depozytariusza, jest już uwzględniona w publikowanej stopie zwrotu OFE. Na początku konstytuowania systemu członkowie nie mieli jednak dostępu do historycznych stóp zwrotu, więc informacja o opłatach mogła być dla nich wysoce relewantna. Dodatkowo, poza jednym wyjątkiem, wszystkie fundusze wprowadziły w swoich statutach kwotowy limit na opłatę za zarządzanie. W przypadku niektórych OFE limit ten nie miał żadnego praktycznego znaczenia, gdyż wynosił np. 6 miliardów zł, niemniej dla kilku funduszy stanowi bardzo poważne ograniczenie przychodów w późniejszej (po 2010 roku) fazie systemu – zwłaszcza dla OFE AIG (rocznie 30 mln. zł) i OFE Generali (rocznie 11,2 mln. zł). Takie limity sprawiały, że rzeczywista opłata za

zarządzanie dla tych OFE po roku 2020 może wynosić 0,05% rocznie, czyli kilkunastokrotnie mniej niż w wypadku OFE, które ustawiły limit na odpowiednio wysokim poziomie.

Problem nieznajomości systemu opłat nie jest polską specyfiką, ale dotyczy wszystkich kapitałowych systemów opartych na funduszach emerytalnych. W Chile, w 2002 roku czyli dwadzieścia lat po reformie systemu emerytalnego, aż 93% ubezpieczonych deklarowało brak znajomości opłat. By temu zaradzić wprowadzono tzw. SCOMP – każdy ubezpieczony otrzymuje czytelne zestawienia opłat wszystkich funduszy, co pozwala na łatwiejszy wybór tańszego podmiotu.

Fundusze nie były zobowiązane do ustalenia limitu kwotowego na jakimkolwiek poziomie, robiąc to podejmowały w pełni dobrowolną decyzję o ograniczeniu swoich przychodów. Trudno zrozumieć dlaczego podmioty nie wykorzystywały tego w swojej kampanii reklamowej. W przypadku osób oszczędzających 40 lat, różnice w kapitale emerytalnym spowodowane kwotowymi limitami opłaty za zarządzanie między najdroższym, a najtańszym funduszem mogły wynosić 11% rocznie (zakładając inne opłaty na tym samym poziomie i identyczną stopę zwrotu z aktywów). Nikt nie pokusił się w swojej kampanii reklamowej o przedstawienie symulacji pokazujących korzyści dla członka, jakie niesie kwotowe ograniczenie opłaty za zarządzanie. Można więc sądzić, że gracze na rynku OFE zakładali, że argumenty *stricte* ekonomiczne ogrywają marginalną rolę w przyciągnięciu klientów, a liczy się przede wszystkim rozbudowana sieć akwizytorów i – w mniejszym stopniu – rozpoznawalność marki.

Nowelizacja ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z 2003 roku wprowadziła nową metodę naliczania opłaty od aktywów– wprowadzono regresyjny system opłaty za zarządzanie, o stawce od 0,045% miesięcznie za aktywa OFE do 8 miliardów zł, do 0,015% miesięcznie od aktywów powyżej 65 miliardów zł. Wprowadzono również mechanizm wynagradzania OFE za dobre wyniki inwestycyjne, przez tzw. rachunek premiowy, który w skali miesiąca pozwala dodatkowo zyskać od 0 od 0,005% wartości aktywów netto. Maksymalny zysk z rachunku premiowego i najwyższa stawka opłaty za zarządzanie dają w sumie 0,05% miesięcznie, czyli limit opłaty za zarządzanie w pierwotnej wersji ustawy. Fundusze zostały także zobowiązane, żeby do

roku 2010 zachować limity kwotowe opłaty za zarządzanie ze swoich statutów. Nowe limity opłaty za zarządzanie czynią oszczędzanie w OFE tańszym dla członków, a ich regresywna struktura jest uzasadniona ekonomicznie, bowiem w zarządzaniu aktywami mamy do czynienia z wyraźnymi efektami skali. Z drugiej jednak strony, taki mechanizm może zachęcać klientów do wybierania większych podmiotów, ponieważ *ceteris paribus* będą one dla nich tańsze – zagwarantują wyższy kapitał emerytalny. Gdyby klienci byli bardzo wyczuleni na wysokość opłat, mechanizm ten mógłby nawet prowadzić do wzrostu koncentracji.

3.3 Produkt i konkurencja jakościowa

Jeśli konkurencja cenowa na rynku jest w różny sposób ograniczona – np. na skutek regulacji cen, podmioty mogą manipulować charakterystyką produktu w celu przyciągnięcia większej liczby klientów. Zakazane jest oferowane ubezpieczonym dodatkowych korzyści za przystąpienie czy pozostanie w OFE, co jest słusznym ograniczeniem pola manewru towarzystw emerytalnych, bowiem drobne prezenty nie powinny przesłaniać podstawowej funkcji OFE, jaką jest bezpieczne pomnażanie kapitału. Towarzystwa emerytalne mogą zapewniać klientowi lepszą lub gorszą politykę informacyjną, np. możliwość sprawdzania stanu konta przez Internet, są to jednak kwestie o minimalnym znaczeniu dla klienta.

Znaczące i zgodne z prawem możliwości konkurencji jakościowej odnoszą się więc tylko do polityki inwestycyjnej funduszu emerytalnego. Jednak na rynku OFE w tej kwestii istnieją również wyraźne ograniczenia, wśród których najważniejszymi są limity inwestycyjne OFE, określające maksymalne udziały funduszu w poszczególnych kategoriach papierów wartościowych, jak również maksymalny udział w papierach jednego emitenta. Niemniej nawet w obrębie istniejących limitów, można prowadzić zróżnicowaną politykę inwestycyjną. Z punktu widzenia konsumenta wyniki inwestycyjne są dużo ważniejsze od wysokości opłat. Różnice w opłatach nie przekraczają kilku procent, podczas gdy 1 punkt procentowy różnicy w stopie zwrotu na przestrzeni całego okresu oszczędzania, zaowocuje emeryturą wyższą o prawie 30%.

W swoich Prospektach Informacyjnych z roku 1999 fundusze emerytalne niekiedy deklarowały pewne kierunki prowadzenia polityki inwestycyjnej. Przykładowo: jeden z OFE deklarował wyraźnie konserwatywną politykę, opartą na inwestowaniu w papiery dłużne. Inny fundusz wprowadzał etyczne kryteria inwestowania – podobne do popularnych na zachodzie *Ethical Investment Funds* – które przy konstrukcji portfela akcji eliminują spółki związane z produkcją używek, broni czy stosujące szkodliwe dla środowiska metody produkcji. Nie ma dowodów, że ubezpieczeni kierowali się tego typu informacjami przy wyborze funduszu. Z kolei obserwacja polityki inwestycyjnej OFE wskazuje, że dla zarządzających dużo większe znaczenie ma zachowanie się wskaźników rynku kapitałowego niż deklaracje zawarte w Prospektach Informacyjnych.

Zapewne analiza polityki inwestycyjnej funduszu, nawet na bardzo ogólnym poziomie balansowania między stopą zwrotu a poziomem ryzyka przekracza możliwości i chęci przeciętnego członka OFE. Do większości ubezpieczonych przemawiać mogą tylko najprostsze sumaryczne składniki, jakimi są stopy zwrotu OFE. Fundusze powinny być zainteresowane osiąganiem jak najwyższej stopy zwrotu, bo może tym potencjalnie przyciągnąć nowych członków, a także zwiększyć swoje przychody za zarządzanie aktywami w przyszłości. Nowe zasady losowania członków dodatkowo wynagradzają mniejsze podmioty, które osiągnęły dobre wyniki – losowani członkowie trafiają tylko do funduszy o udziale w rynku poniżej 10% i o stopie zwrotu wyższej niż przeciętna.

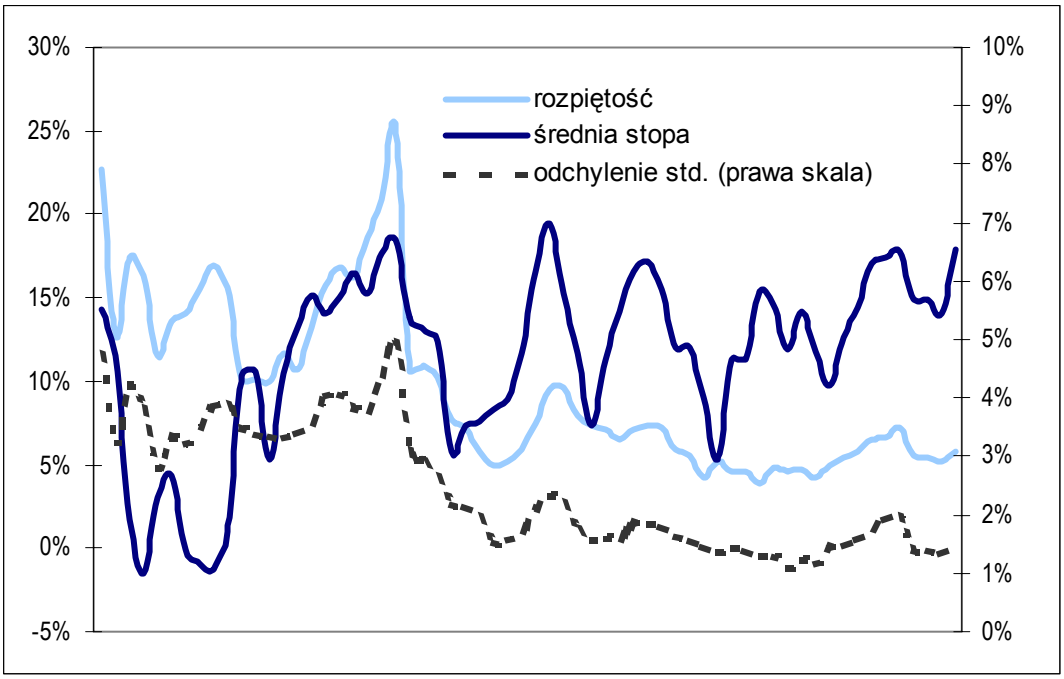
Jeśli fundusze postrzegałyby rywalizację stopami zwrotu jako zyskowną, można by oczekiwać dość dużego różnicowania stóp zwrotu. Jeśli fundusze nie widzą zalet takiej rywalizacji, wówczas stopy zwrotu będą ulegały konwergencji – taka sytuacja może mieć miejsce w przypadku, gdy zagrożenie niedoborem postrzegane jest jako znaczące. Biorąc pod uwagę typową zależność na rynku finansowym wyższy średni zwrot z inwestycji wiąże się z wyższą wariancją, zarządzający funduszem stają przed dylematem: z jednej strony potencjalny przypływ klientów i wyższe zyski w przyszłości – na skutek zwiększonego udziału w rynku, z drugiej natychmiastowe większe zagrożenie niedoborem, co może grozić nawet bankructwem.

Jeśli zarządzanie towarzystwem przynosi stałe wysokie przychody, ryzykowanie bankructwem dla potencjalnych wyższych zysków wydaje się mało racjonalne. Dlatego od

pierwszych publikacji oficjalnych stóp zwrotu i zarazem pierwszych niedoborów, obserwuje się wyraźną konwergencję stóp zwrotu. Wykres 8 przedstawia roczne stopy zwrotu OFE kroczące (w ujęciu kwartalnym) ich rozpiętość i odchylenie standardowe. Rozpiętość i odchylenie standardowe systematycznie spada, nawet gdy średnie stopy zwrotu rosną – co pokazuje, że OFE bardzo silnie starają się ujednolicać strategię inwestycyjną. Odchylenie standardowe na poziomie 1,2% przy średniej stopie na poziomie 14% – jak to miało miejsce pod koniec roku 2005 – należy uznać za wyjątkowo niskie. Prawdopodobieństwo niedoboru przy takiej konwergencji jest bliskie zeru, ale też członkowie OFE nie mogą wybierać między funduszami o odmiennej strategii inwestycyjnej.

Wykres 8

Roczne stopy zwrotu OFE w kolejnych kwartałach – średnia, rozpiętość i odchylenia standardowe



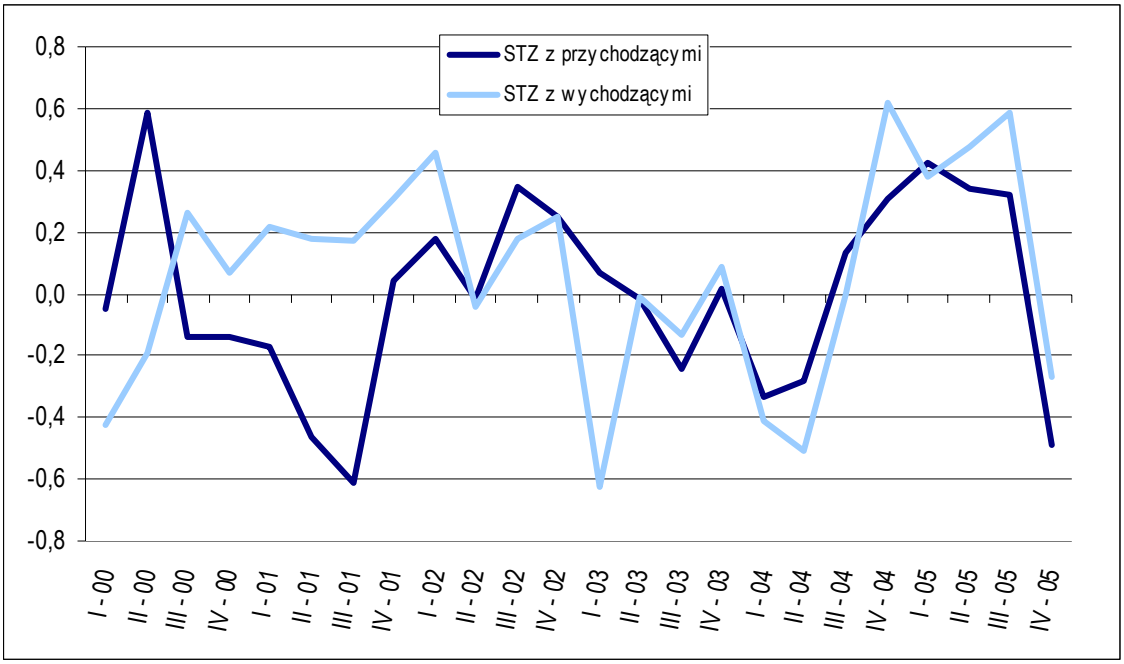
Z punktu widzenia konsumenta, rozpiętość wyników pomiędzy funduszami jest rzeczą drugorzędną w stosunku do wartości nominalnych. Zachowanie „stadne" (*herding*) wśród funduszy nie powinno wzbudzać poważnych obiekcji, jeśli wszystkie podmioty osiągają bardzo dobre wyniki uwzględniając sytuację na rynkach finansowych. Nie istnieją na polskim rynku instytucje, które inwestowałyby w sposób bardzo zbliżony do OFE.

Można jednak założyć, że portfel funduszy emerytalnych jest czymś pośrednim miedzy konserwatywnie inwestującymi funduszami stabilnego wzrostu, a posiadającymi relatywnie dużo akcji funduszami zrównoważonymi. Stopa zwrotu OFE w roku 2005 znajdowała się w przedziale od 11,2 do 16,4%, przy medianie 14,1%. Dla funduszy stabilnego wzrostu stopy wahały się od 7,3 do 18,9% (mediana 12,2%), a dla funduszy zrównoważonych od 10,2 do 30,1% (mediana 16,4%). Fundusze emerytalne wykazują wyraźnie mniejsze zróżnicowanie wyników niż fundusze inwestycyjne, niemniej to ograniczenie zmienności nie przekłada się negatywnie na nominalne wartości stóp. Jeśli abstrahować od konkurencji, a oceniamy wyniki z punktu widzenia teorii inwestowania, która zakłada dodatnią korelację zmienności i stopy zwrotu, można powiedzieć, że fundusze emerytalne są nawet bardziej efektywne niż dostępne na polskim rynku fundusze inwestycyjne.

Przedstawione dotychczas analizy sugerują, że członkowie OFE są raczej pasywnymi odbiorcami polityki akwizycyjnej funduszy, a nie aktywnymi inwestorami, szukającymi najlepszych okazji do pomnożenia kapitału. W celu sprawdzenia, czy członkowie OFE kierują się wynikami inwestycyjnymi funduszy przy decyzji o transferze można choćby przeanalizować korelację między wielkością transferów, a stopą zwrotu funduszu w poprzedzającym kwartale. Korelacja to powinna być dodatnia dla osób przychodzących do funduszu i ujemna dla odchodzących z funduszu. Wykres 9 przedstawia takie korelacje dla lat 2000-2005. Wydają się być one czysto losowe i zapewne podyktowane wahaniami stóp zwrotu kilku podmiotów o największych saldach transferowych. Nie widać, by stopa zwrotu miała jakikolwiek systematyczny wpływ na decyzję o zmianie czy pozostaniu w funduszu.

Wykres 9

Korelacja kwartalnej stopy zwrotu OFE (STZ) z liczbą osób przychodzących i odchodzących z funduszu w drodze transferów

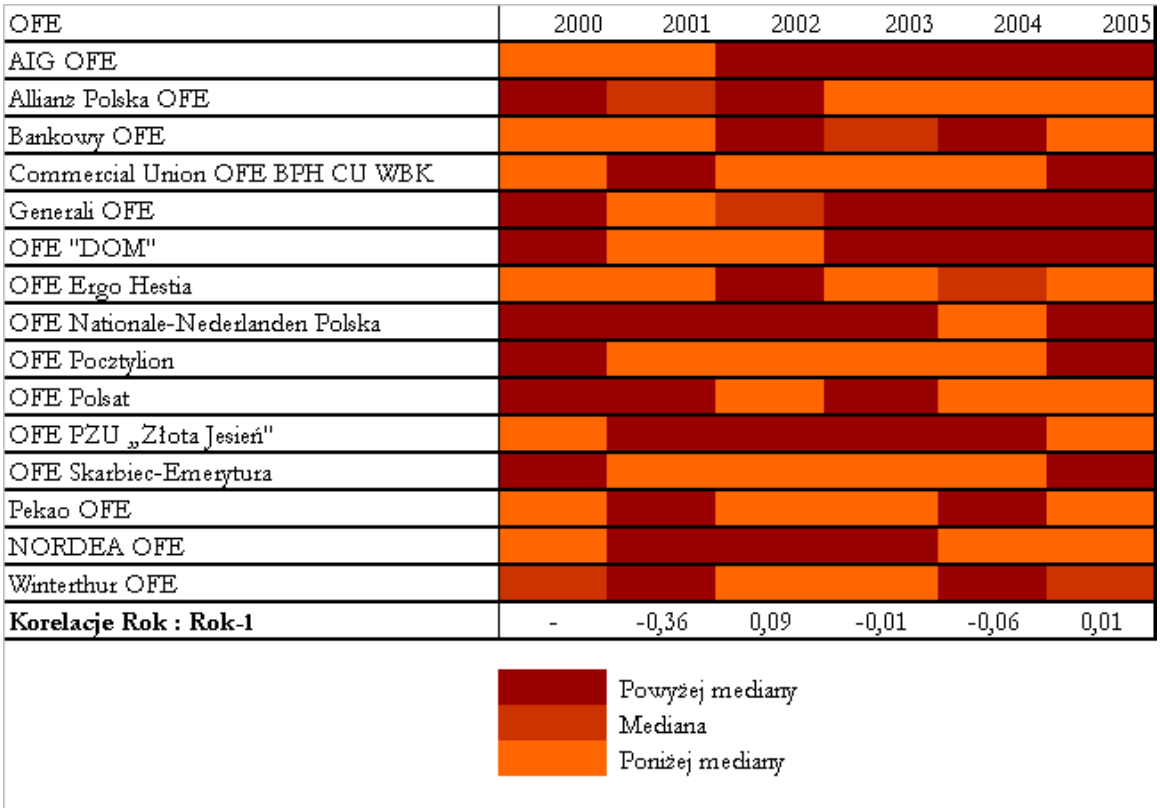


Brak zależności między ruchem konsumentów, a wynikami inwestycyjnymi można tłumaczyć na wiele sposobów. Najprostsze wyjaśnienie to takie, że konsumenci nie interesują się wynikami inwestycyjnymi, a transfery wynikają tylko z aktywności akwizytorów. Pozostaje jednak pytanie, czy konsumenci faktycznie powinni kierować się historycznymi wynikami funduszy podejmując decyzje o transferach. Decyzje takie byłyby w pełni uzasadnione tylko wtedy, gdyby przeszłe wyniki pozwalały wysuwać trafne prognozy efektywności inwestycyjnej w kolejnych latach. Schemat 2 pokazuje, w oparciu o roczne stopy zwrotu za lata 2000 – 2005, które fundusze (uwzględniono tylko podmioty działające do dziś) znajdowały się powyżej lub poniżej mediany stóp zwrotu. Żaden podmiot nie był we wszystkich okresach powyżej, ani poniżej mediany. Przedstawiony rozkład nie różni się zasadniczo od takiego, jaki otrzymano by przydzielając rangi losowo. Schemat zawiera również łańcuchowe korelacje rocznych stóp zwrotu – żadna z nich nie jest dodatnia i statystycznie istotna. Ujemna korelacja w 2001 roku jest zaburzona dopłatą OFE Bankowy, bez tej dopłaty byłaby bliższa zeru. Na podstawie obecnych wyników,

członkowie nie mają silnych podstaw, by kierować się historycznymi stopami zwrotu przy decyzji o transferze bądź przystąpieniu do funduszu.

Schemat 2

Rozkład rocznych stóp zwrotu OFE – wg kryterium mediana i wyniki powyżej / poniżej mediany oraz korelacje łańcuchowe wyników



Brak silniej stabilności w wynikach OFE nie musi świadczyć o tym, że wybór funduszu jest kwestią czysto losową, a jedynie że wymaga bardziej złożonych analiz, np. za pomocą regresji wielorakiej. Regresja taka ma bardzo dobre dopasowanie (skorygowane R^2 = 0,94), które jednak w większości wynika ze zmiennych czasowych. Oznacza to, że zmiany stóp procentowych i indeksów giełdowych są decydujące dla stóp zwrotu OFE. Niemniej współczynnik aktywności i udział funduszu również były istotne statystycznie i dodatnio skorelowane ze stopą zwrotu. Dodatkowo, w zależności od metody estymacji, przynajmniej jeden do pięciu funduszy wykazywały „specyficzność", tj. polityka funduszu wpływała istotnie na jego stopę zwrotu po globalnym odfiltrowaniu trendów czasowych, aktywności i wielkości. Istotne były tylko zmienne „OFE-specyficzne" o dodatnim znaku.

Wynika to zapewne z prawostronnego rozkładu stóp zwrotu. Ten rezultat może też służyć za argument, że bardziej należy nagradzać fundusz za dobre wyniki, niż karać za słabe, gdyż dobre wyniki są bardziej zależne od funduszu, a złe od czynników losowych.

3.4 Doświadczenia międzynarodowe

Analizując sytuację na polskim rynku funduszy emerytalnych, warto porównać je z doświadczeniami międzynarodowymi. Polska reforma emerytalna była wzorowana na chilijskiej, można więc przeanalizować jak potoczyły się losy podobnego systemu, ale wprowadzonego kilkanaście lat wcześniej. Obowiązkowym system kapitałowym o zupełnie innej filozofii alokacji składki emerytalnej jest z kolei system szwedzki – przydatna wydaje się możliwość porównania rodzimych rozwiązań z modelem alternatywnym.

Koncentracja i konkurencja w chilijskim systemie emerytalnym

Rynek funduszy emerytalnych w Chile przeszedł gruntowne zmiany, niektóre wynikające z naturalnych procesów rynkowych, inne związane ze zmianą regulacji systemowych. Na początku lat 90-tych w Chile działo 21 funduszy, a obecnie – po procesie konsolidacji – działa tylko 6, a wskaźnik koncentracja HHI przekracza 2000 pkt. Taki poziom koncentracji przy istnieniu tylko sześciu podmiotów wskazuje na dość równomierne rozłożenie udziałów na rynku, minimalna koncentracja dla sześciu podmiotów o identycznych udziałach wynosi bowiem 1667 pkt. Przy tak wysokiej koncentracji, fundusze wykazują wysoką rentowność. Fundusze zarządzają aktywami w wysokości 76 miliardów USD, co odpowiada około 60% chilijskiego PKB. Przez 25 lat działalności roczne stopy zwrotu funduszy emerytalnych nie były nigdy ujemne nominalnie, i tylko w ciągu dwóch lat były ujemne realnie – gospodarka chilijska rozwijała się w tym czasie w tempie 4,5% rocznie.

Podobnie jak w polskim systemie emerytalnym, w Chile obowiązywała również regulacja minimalnej stopy zwrotu, która prowadziła do tzw. zachowań stadnych (herding) wśród zarządzających funduszami – czyli ujednolicania strategii inwestycyjnej. Począwszy od 2002 roku ubezpieczony może wybrać jeden spośród z pięciu sub-funduszy: A, B, C, D i

E, o różnych strategiach inwestycyjnych. Najagresywniejszy z funduszy – typu A może mieć 80% instrumentów o zmiennej stopie dochodów w swoim portfelu, najstabilniejszy – fundusz typu E, nie może posiadać takich instrumentów w ogólne. Fundusze typu A mają średnią realną stopę zwrotu 9% przy odchyleniu standardowym 4,5%, fundusze typu E, średnią realną stopę zwrotu 0% przy odchyleniu 2%. Każdy młody człowiek wchodzący na rynek pracy jest domyślnie przypisywany do funduszu typu B, a potem wraz ze stażem członkowskim przenoszony do funduszy o niższym udziale instrumentów o zmiennej stopie przychodu. Rozwiązanie to, poza lepszym dopasowaniem procesu inwestycyjnego do cyklu życia członka funduszu, może pośrednio stymulować konkurencję przez zwrócenie większej uwagi konsumentów na to, co dzieje się z ich składkami emerytalnymi i zachęcanie do wyboru strategii inwestycyjnej zgodnej z ich preferencjami.

Problemem systemu chilijskiego były wysokie opłaty i niska świadomość ubezpieczonych, co do faktycznej wysokości obciążeń. W 2002 roku, dwadzieścia lat po wprowadzeniu systemu, badania wykazywały, że 93% członków funduszu nie znało struktury opłat. Niemniej opłaty administracyjne obniżyły się znacząco w ciągu ostatnich 10 lat, ze średniego poziomu 3,35% wynagrodzenia na 1,22%. Opłaty chilijskich funduszy emerytalnych są obecnie wyraźnie niższe niż tamtejszych funduszy inwestycyjnych. Podobna sytuacja miała miejsce z opłatami pobieranymi przez instytucje oferujące emerytury dożywotnie – ubezpieczonym bardzo trudno było wybrać najtańszą instytucję. Wprowadzono więc formularze, które zawierają porównanie całkowitych kosztów we wszystkich ofertach. Okazało się, że różnice te wynosiły nawet 16% między najtańszą a najdroższą ofertą. Możliwość łatwego porównania ofert spowodowała spadek premii dla instytucji wypłacających, a opłata frontowa za zakup annuitetu spadła z 7% w roku 2000 na 2% obecnie.

Analizy rynku funduszy emerytalnych i powiązanego z nim rynku produktów emerytalnych wskazują, że – w przeciwieństwie do sektora bankowego[5] – wyższa koncentracja jest skorelowana (choć w słabym stopniu) z wyższymi kosztami dla członka. Proponowane są kolejne rozwiązania mające pobudzić konkurencję między funduszami emerytalnymi i obniżenie cen. Jednym z nich jest wprowadzenie mechanizmu aukcyjnego,

[5] Zob. Appendix, rozdz. A.2.

w którym osoby odprowadzające najniższe składki są automatycznie zapisywane do najtańszego funduszu. Mechanizm taki jest jednak niedoskonały, bo ignoruje kryterium efektywności inwestycyjnej. Innym rozważanym rozwiązaniem jest obniżenie barier wejścia na rynek funduszy emerytalnych, poprzez rozbicie funkcji pełnionej przez towarzystwa emerytalne (AFP) na kilka podmiotów. Jeśli za pobór składek, księgowanie ich na kontach i inwestowanie odpowiedzialne byłyby osobne podmioty, łatwiej byłoby na rynek wejść instytucji, która np. zainteresowana byłaby tylko inwestowaniem składek, a nie chciałaby tworzyć złożonego i kosztownego systemu zarządzania kontami emerytalnymi.

Szwedzki model systemu emerytalnego

Nowy system emerytalny funkcjonuje w Szwecji od 1999 roku. Podobnie jak w Polsce składa się z części repartycyjnej oraz kapitałowej. Do części repartycyjnej przekazywana jest większość składki emerytalnej (16 pkt. proc., tj. 86,5% całości składki; w Polsce 61,5%). Do części kapitałowej trafia jedynie 2,5 p. proc. składki tj. 13,5% całości.

W Szwecji każdy ubezpieczony ma prawo wyboru od 1 do 5 funduszy emerytalnych, do których będą trafiać jego składki i które będą zarządzać określoną częścią aktywów zgromadzonych w części kapitałowej systemu. Istnieje pełna swoboda w zakresie wyboru funduszy i alokacji aktywów między nimi. W każdej chwili można też zmienić fundusz. Nie ma opłat karnych za częste zmiany funduszu, natomiast istnieje relatywnie niewielka opłata pobierana przy transferze środków, pokrywająca techniczny koszt wypłaty transferowej.

Środki osób, które nie dokonały wyboru (*non-choosers*) są zarządzane przez specjalnie wyodrębniony fundusz. Fundusz ten jest największym spośród szwedzkich funduszy emerytalnych. W jego portfelu znajduje się ok. 30% kapitałowych aktywów emerytalnych. Ogółem, według danych z 2004 roku, ubezpieczeni mieli do wyboru 650 funduszy zarządzanych przez 75 podmiotów zarządzających. Prawie 3/4 ogólnej liczby funduszy stanowiły fundusze akcyjne, nieco ponad 20% fundusze mieszane lub zaliczane do tzw. *life-cycle funds,* pozostałe zaś to głównie fundusze stabilnego wzrostu. Większość (67%) ubezpieczonych dokonała samodzielnej alokacji środków pomiędzy fundusze. Przeciętna liczba wybranych funduszy wynosi 3,40. Z opcji przygotowanej dla *non-choosers* skorzystało

nieco ponad 30% uprawnionych. Środki emerytalne są silnie rozproszone. Największy pod względem wielkości posiadanych aktywów fundusz, nie licząc funduszu dla *non-choosers,* zarządzał jedynie 4% środków, zaś łącznie dziesięć największych – jedynie 23%. Oznacza to, że koncentracja na szwedzkim rynku funduszy emerytalnych jest bardzo niska.

Uczestnicy szwedzkiego systemu zabezpieczenia emerytalnego inwestują agresywnie. Aż 90% środków inwestowanych jest w funduszach akcyjnych, a 72% ubezpieczonych, którzy dokonali samodzielnego wyboru, zainwestowało w akcje całość środków. Również fundusz przeznaczony dla *non-choosers* inwestuje w akcje ok. 90% swoich aktywów (akcje szwedzkie – 25 p.proc. portfela, akcje zagraniczne – 65 p.proc.). Dokonany przez szwedzkich ubezpieczonych wybór sposobu alokacji składki należy niewątpliwie łączyć z małymi rozmiarami części kapitałowej systemu zabezpieczenia emerytalnego i, w konsekwencji, jej uzupełniającym charakterem. W związku z tym, że środki zgromadzone w części repartycyjnej, gwarantowanej przez Państwo, są waloryzowane stopą odpowiadającą tempu wzrostu gospodarczego, część kapitałowa systemu umożliwia inwestowanie w aktywa potencjalnie bardziej dochodowe, choćby za cenę większego ryzyka inwestycyjnego. W razie ewentualnego niepowodzenia, straty poniesione w części kapitałowej nie wpłyną w sposób znaczący na wysokość przyszłego świadczenia emerytalnego. Można zatem powiedzieć, że władze publiczne kontrolują ryzyko związane z aktywna rolą ubezpieczonego w alokacji kapitału emerytalnego poprzez ograniczenie wpływu ubezpieczonych jedynie do nieznacznej, bo kilkunastoprocentowej części aktywów systemu.

Koszty zarządzania kapitałem emerytalnym w Szwecji różnią się znacząco w zależności od funduszami. Przeciętna wysokość opłat wynosiła 1,11% aktywów rocznie dla funduszy akcyjnych, 0,70% dla mieszanych i *life-cycle funds* oraz 0,60% dla funduszy stabilnego wzrostu. Przeciętna dla funduszy innych niż fundusz dla *non-choosers* wyniosła 0,72% co w zestawieniu z opłatami pobieranymi przez ten fundusz (0,48%) dało średnią rynkową wynoszącą 0,65%. W związku z tym, że PPM, organ władzy publicznej, który pełni rolę izby clearingowej oraz administratora całego systemu emerytalnego, ma prawo potrącić za wykonywane przez siebie czynności opłaty w wysokości do 0,3% aktywów systemu rocznie, całkowite przeciętne obciążenie ubezpieczonego składką kształtuje się na

poziomie 0,95% rocznie. Porównując koszty szwedzkich funduszy w latach 2000 i 2004 wyraźnie widać, że na rynku przybywa funduszy, które pobierają wyższe opłaty. W roku 2000 fundusze zarządzające połową rynku pobierały opłaty nie wyższe niż 0,5% aktywów rocznie. W roku 2004 fundusze o tak niskich opłatach dysponowały 1/4 aktywów całego rynku. Sytuacja taka wynika z dynamicznego rozwoju funduszy akcyjnych, które są najczęściej droższe niż fundusze obligacyjne. Szwedzi coraz chętniej wybierali agresywne fundusze akcyjne mimo, że pobierały one wyższe opłaty.

Rozkład aktywów emerytalnych alokowanych przez ubezpieczonych według wysokości opłat ponoszonych przez ubezpieczonych na rzecz instytucji zarządzających przedstawiono w Tabeli 4.

Tabela 4.

Rozkład aktywów emerytalnych alokowanych przez ubezpieczonych według wysokości opłat ponoszonych przez ubezpieczonych (stan na grudzień 2003 roku)

Koszty dla ubezpieczonego (w % aktywów rocznie)	2000		2004	
	Liczba funduszy	Udział w aktywach (w %)	Liczba funduszy	Udział w aktywach (w %)
do 0,24%	6	3,0	6	2,1
0,25-0,49%	92	48,0	50	23,9
0,5-0,74%	63	7,0	95	44,5
0,75-0,99%	51	2,0	38	1,2
1-1,24%	125	28,0	35	0,9
1,25-1,49%	81	11,0	82	13,1
1,5-1,74%	32	1,0	118	9,6
ponad 1,75%	7	0,0	182	5,0

Źródło: Pempensionsmyndigheten - PPM (Premium Pension Autority)

Warto podkreślić, że szwedzki system zabezpieczenia emerytalnego umożliwia wpływ ubezpieczonych na sposób zarządzania kapitałem emerytalnym nie tylko w fazie akumulacji środków na przyszłe świadczenia, ale również w fazie wypłaty świadczeń.

Przechodząc na emeryturę, ubezpieczony ma możliwość wyboru jednej z dwóch form świadczenia: klasycznego ubezpieczenia dożywotniego, w którym ryzyko inwestycyjne ciąży na instytucji wypłacającej świadczenie albo tzw. ubezpieczenia funduszowego, w którym ubezpieczony ma prawo do uczestnictwa w ponadprogramowych zyskach instytucji wypłacającej świadczenie, jednak za cenę corocznego przekalkulowywania wysokości kapitału emerytalnego w zależności od rzeczywiście osiągniętej stopy zwrotu.

Podsumowanie

- Podstawowymi barierami wejścia na rynek OFE są wysokie koszty budowy infrastruktury – sieci sprzedaży, systemu informatycznego, oraz niska mobilność klientów i sztywny globalny popyt na oferowany produkt.

- Istnieje tylko słaba zależność przychodów PTE od wyników inwestycyjnych OFE.

- PTE zarządzające największymi OFE mają obecnie ponad dwukrotnie większy zysk z każdej zarządzanej jednostki aktywów niż towarzystwa zarządzające małymi funduszami.

- Od końca 1999 roku żaden fundusz emerytalny nie obniżył dobrowolnie opłat pobieranych od członków.

- W latach 1999-2005 systematycznie spadało zróżnicowanie stóp zwrotu osiąganych przez poszczególne fundusze.

- Wyniki inwestycyjne OFE są konkurencyjne w porównaniu do funduszy inwestycyjnych.

- Jeśli proces konsolidacji nie zostanie powstrzymany, podobnie jak w Chile na rynku może zostać poniżej dziesięciu podmiotów.

- Szwedzki model emerytalny jest ciekawą alternatywą, którą można częściowo wykorzystać w konstrukcji systemu wypłat.

4. Konkurencja i koncentracja na rynku OFE – podsumowanie

4.1 Przyczyny niskiego poziomu konkurencji

Niska konkurencyjność nie musi wynikać z oligopolizacji czy koncentracji, ale ze strukturalnej charakterystyki rynku. Właśnie taka sytuacja ma miejsce na rynku PTE. Wysokie bariery wejścia, sztywny popyt, homogeniczność oferowanego produktu, silne efekty skali, gwarantowane wysokie zyski niemal niezależne od efektywności inwestycyjnej i bierne zachowania konsumentów tworzą środowisko niesprzyjające dynamicznej rywalizacji konkurencyjnej między podmiotami.

Winą za niską konkurencyjność rynku nie można obarczać tylko przedsiębiorców. Jeśli regulacje systemowe ograniczają ich pole manewru, a konsumenci nie potrafią ocenić ofert pod względem ekonomicznej atrakcyjności, wówczas najbardziej racjonalną strategią jest nic nie zmieniać, dopóki obecna polityka przynosi stabilne zyski. Obecne wyniki inwestycyjne funduszy emerytalnych należy uznać za dobre, aczkolwiek obrana przez nie polityka nie pozwala na wybór między różnorodnymi strategiami inwestycyjnymi, ściślej dopasowanymi do potrzeb i oczekiwań członków. Dodatkowo, PTE osiągają bardzo duże zyski w stosunku do nakładów kapitałowych, nie podejmując przy tym żadnego poważnego ryzyka. Takie uprzywilejowanie na rynku o bardzo dużych barierach wejścia nie powinno mieć miejsca w gospodarce wolnorynkowej.

Należy zatem zastanowić się, w jaki sposób PTE mogłyby podzielić się nadzwyczajnymi zyskami z członkami OFE, a także jak zachęcić podmioty do prowadzenia aktywniejszej i bardziej zróżnicowanej polityki inwestycyjnej. Nie istnieje prosta recepta na osiągnięcie tego celu, ponieważ konieczna jest zmiana co najmniej dwóch z trzech fundamentalnych elementów struktury rynku odpowiedzialnych za jego konkurencyjność:

- Systemowych ram działalności PTE
- Strategii towarzystw emerytalnych
- Strategii konsumenckiej członków OFE

Dotychczasowe doświadczenia pokazują, że manipulowanie przy jednym z elementów systemu nie wystarcza. Zmiana systemowych ram działalności mogłaby być wystarczająca, gdyby w swoim radykalizmie przekształcała rynek PTE w wolny rynek z możliwości wyjścia konsumenta, co jest jednak sprzeczne z podstawową ideą tego rynku, czyli obowiązkowością systemu emerytalnego. Zmiana strategii towarzystw emerytalnych również nie wystarczy, skoro konsumenci wykazują bardzo niską aktywność w poszukiwaniu najkorzystniejszych ofert. Wreszcie samo uaktywnienie się konsumentów może okazać się zbyt słabe, by zachęcić PTE do podjęcia wojny cenowej, bądź OFE do zmiany strategii inwestycyjnej, skoro pójście na rękę konsumentom wiąże się z choćby dodatkowym ryzykiem niedoboru.

U podstaw teorii konkurencji, jak i generalnie całej neoklasycznej teorii ekonomii, leży założenie o racjonalnym zachowaniu się konsumentów, którzy mają spójny zestaw preferencji i szukają ofert maksymalizujących ich użyteczność przy danym ograniczeniu budżetowym. Wiele badań empirycznych podważyło to założenie wskazując, że wybory konsumenckie są często dalekie od optymalnych ze względu na trudności związane z przetwarzaniem większej liczby informacji czy różne pułapki psychologiczne. Zachowania członków OFE mogą być przykładem na nieoptymalne wybory konsumenckie. Większość członków OFE nie wykazuje nawet umiarkowanego zainteresowania tym, jak efektywnie zarządzany jest całkiem istotny procent ich dochodu, od którego zależeć będzie wysokość ich emerytury. Jest to tym bardziej paradoksalne, że ci sami konsumenci wykazują czasem drobiazgową skrupulatność w śledzeniu cen i jakości produktów, na które wydają dużo mniejszą część swoich dochodów niż ta odprowadzana do OFE. Na pewno jedną z przyczyn takiej sytuacji jest to, że opłaty związane z oszczędzaniem w OFE nie są tratowane jako bieżące wydatki, ani też kapitały członkowskie nie są traktowane jako rzeczywista własność członka. Wynika z tego, że konsumenci subiektywnie dyskontują odroczone świadczenia dużo silniej, niż wynikałoby to z wartości rynkowych stóp procentowych.

Trudno oczekiwać, że można skutecznie, za pomocą administracyjnych nakazów zmusić podmioty do konkurowania, niezależnie od struktury rynku i mobilności konsumentów. Tu rola regulatora jest wtórna i ogranicza się raczej do zapobiegania zmowom oligopolistycznym. Wydaje się zatem, że edukacja konsumentów stanowi jeden z

kluczowych czynników do wzrostu konkurencyjności rynku PTE. Przykładem skutecznych rozwiązań stymulujących konkurencję są regulacje przyjęte w ostatnich latach w Meksyku.[6] Możliwość łatwego porównania kosztów oszczędzania w poszczególnych funduszach, uproszczenie procedury transferu i zniesienie opłat za przeniesienie się do tańszego podmiotu zaowocowało intensyfikacją transferów, zmniejszeniem poziomu opłat, a nawet wejściem na rynek trzech nowych podmiotów.

Mobilność członków nie jest dobra sama w sobie, ale dopiero wtedy gdy wynika z poszukiwania lepszej oferty. Należy uniknąć sytuacji – jak to miało miejsce w Chile w początkowych latach reformy emerytalnej – w której transfery są pochodną „wojny akwizytorów", a nie świadomych, racjonalnych ekonomicznie działań konsumentów. Jednym ze sposobów uniknięcia nadaktywności akwizytorów, jest wyeliminowanie ich z procesu zapisywania i zmiany funduszu. Tak działa opisany w rozdziale 3 szwedzki system, w którym za proces uzyskiwania członkostwa w funduszu odpowiada jedna centralna instytucja *Premium Pension Authority* (PPM) podlegająca urzędowi nadzoru finansowego. PPM prowadzi też centralną bazę członków – fundusz otrzymuje tylko kapitały i nie wie, czyimi składkami zarządza. To rozwiązanie czyni cały system tańszym i eliminuje potencjalnie niekorzystne zjawisko „wojny akwizytorów o klienta". Owocem takich zmian będzie wyższa konkurencja między towarzystwami emerytalnymi – wymuszona przez racjonalną aktywność członków OFE, czyli zgodna z pryncypiami wolnego rynku.

Konieczne wydają się też pewne zmiany odnośnie systemu opłat, mocniejsze powiązanie wyników finansowych PTE ze stopą zwrotu OFE i powtórne rozważenie mechanizmu niedoboru, by świadomy konsument stawał przed faktycznym, a nie iluzorycznym wyborem produktu oferowanego przez OFE. Przykładowo – w systemie bułgarskim istnieje mechanizm w pewnym sensie symetryczny do niedoboru: - jeśli fundusz osiągnie stopę zwrotu dużo powyżej średniej, nadwyżkę może przelać na odpowiednik rachunku rezerwowego.

[6] Zob. David Madero S. *Pension fund choices and costs in Mexico*; materiał zaprezentowany na OECD/IOPS Conference on Private Pensions in Latin America: 29-30 marca 2006, Santiago, Chile.

Przedstawione wyżej rozwiązania mogą pośrednio wymusić na towarzystwach emerytalnych jeszcze skuteczniejszą politykę inwestycyjną i obniżenie kosztów, nie zapobiegną jednak oligopolizacji rynku, która w dłuższym okresie może okazać się szkodliwa. Oligopolizacji można zapobiegać przez administracyjne blokowanie fuzji i przejęć, jednak lepszą metodą – na pewno bliższą duchowi wolnego rynku – wydaje się obniżenie barier wejścia dla nowych podmiotów. Przykład Meksyku pokazuje, że intensyfikacja transferów stanowi szansę dla nowych funduszy. W przypadku Polski można również rozważyć rozwiązanie, by – przynajmniej w okresie przejściowym – tzw. fundusze typu B musiały być prowadzone przez podmioty inne niż PTE i ich akcjonariusze. Dałoby to nowym podmiotom „bazę klientów" i pozwoliło wejść na rynek. Z czasem ograniczenie zostałoby zniesione, podmioty działające na rynku funduszy B weszłyby na rynek funduszy typu A („pierwotny" rynek funduszy) i *vice versa*, co poprawiłoby konkurencję w obu segmentach rynku emerytalnego. Inną metodą jest stworzenie nowego funduszu, do którego trafiałyby raz na rok lub dwa lata osoby, które nie wybrały OFE. Obecnie te osoby – ponad sto tysięcy rocznie – są losowane do istniejących podmiotów. Liczba członków takiego funduszu nie byłaby więc wysoka, z drugiej strony podmiot ten zaoszczędziłby bardzo dużo na kosztach akwizycji, co pozwoliłoby mu szybciej osiągnąć zwrot poniesionych kosztów.

4.2 Rola nadzoru w stymulowaniu konkurencji

Choć polski model regulacji rynku funduszy emerytalnych można zakwalifikować jako system rygorystyczny (*draconian regime* w opozycji do anglosaskiego modelu *prudent man*) rola nadzorcy w zakresie ochrony konkurencji na rynku jest bardzo ograniczona. Nadzorca posiada duże kompetencje w zakresie kontroli działalności operacyjnej funduszu emerytalnego, jednak jest to nadzór o charakterze zbliżonym do audytu – bardzo szczegółowy, ale też nieobejmujący „miękkich", trudniej mierzalnych aspektów działalności. Wykorzystanie uprzywilejowanej pozycji czy nawet zmowa oligopolistyczna są trudne do udowodnienia, nie zawsze bowiem dają się ująć w proste reguły ilościowe, na sposób podobny do kontroli limitów inwestycyjnych czy pozycji z bilansu spółki.

Regulator posiada duże kompetencje w zakresie licencjonowania zarówno jeśli chodzi o wchodzenie nowych podmiotów na rynek, jak również fuzji, przejęć i polityki personalnej towarzystw emerytalnych. Wykorzystując swoje kompetencje licencyjne, nadzór może jedynie w ograniczonym stopniu zapobiegać nadmiernej oligopolizacji, nie jest jednak w stanie w aktywny sposób zmniejszyć koncentracji. Nadzór emerytalny nie posiada również kompetencji legislacyjnych, może jedynie opiniować propozycje zmian w prawie. Głos doradczy nadzoru może okazać się bardzo istotny w promowaniu konkurencji, o ile zostanie wysłuchany. Przy okazji kolejnych nowelizacji, nadzór może występować z uwzględnieniem niektórych przedstawionych wyżej projektów stymulowania konkurencji na rynku.

Angażowanie nadzoru w politykę informacyjną, zwiększającą świadomość członków OFE jest pożądane, jednak ogólnokrajowe kampanie są kosztowne, a ich skuteczność ograniczona, bowiem na tym rynku przekaz bezpośredni przegrywa rywalizację z aktywnym akwizytorem. Warto jednak podjąć próbę wypracowania niedrogich i efektywnych metod dotarcia z informacją do członka OFE – choćby przez zastosowanie kanałów elektronicznych (Internet, infolinia).

W kontaktach z towarzystwami emerytalnymi, nadzór powinien zachęcać podmioty do wypracowania standardów dobrych praktyk w relacjach z klientami. Członków OFE można traktować pośrednio jako „akcjonariuszy" OFE i stosować wobec nich dobre praktyki ładu korporacyjnego. Kontrowersyjnym i trudnym w praktyce, ale potencjalnie mogącym przynieść sporo korzyści pomysłem, byłaby aktywna rola nadzoru w zachęcaniu nowych podmiotów, np. zagranicznych grup kapitałowych, do wejścia na rynek OFE. Wydaje się jednak, że taka działalność ma szansę funkcjonować tylko przy zmianie regulacji dotyczących transferów, a zwłaszcza zmian regulacji procesu przystępowania do OFE, przez wyeliminowanie z niej akwizytorów.

4.3 Stymulowanie konkurencji czy ochrona konsumenta?

Rynek OFE, ze względu na swoją strukturalną charakterystykę, bardzo odbiega od typowych rynków dóbr i usług, a nawet od większości rynków finansowych. Dlatego warto sobie postawić pytanie, czy adekwatne jest stosowanie standardowych modeli konkurencji do analizy zachowania podmiotów i konsumentów na rynku OFE. Konkurencja nie jest celem samym w sobie, ale służy optymalnej alokacji dóbr i maksymalizowaniu tego, co ekonomia nazywa nadwyżką konsumenta. Warto rozważyć przesunięcie środka ciężkości w analizie sytuacji na rynku PTE od stymulowania konkurencji do ochrony konsumenta. Na innych rynkach są to zadania w dużej mierze tożsame, ale na specyficznym zamkniętym rynku, jakim jest II filar ubezpieczeń społecznych, mogą one być wręcz przeciwstawne.

Administracyjna kontrola cen i przychodów jest *de facto* działaniem antyrynkowym, więc i antykonkurencyjnym, może być jednak skuteczna w tego rodzaju otoczeniu ekonomicznym. Natomiast metody abstrahujące od administracyjnych ingerencji, więc zgodne z duchem wolnego rynku, jak choćby zwiększania świadomości konsumentów, mogą się okazać niewystarczające na rynku o obowiązkowym uczestnictwie i skomplikowanej dla przeciętnego konsumenta charakterystyce produktu. Możliwe więc, że cały problem stymulowania konkurencji jest w dużej mierze sztuczny, w sytuacji gdy nierynkowymi metodami administracyjnymi można osiągnąć nawet lepszy zakres ochrony konsumenta.

Appendix: Konkurencja w analizach ekonomicznych

A.1 Klasyczne miary konkurencji – metody strukturalne

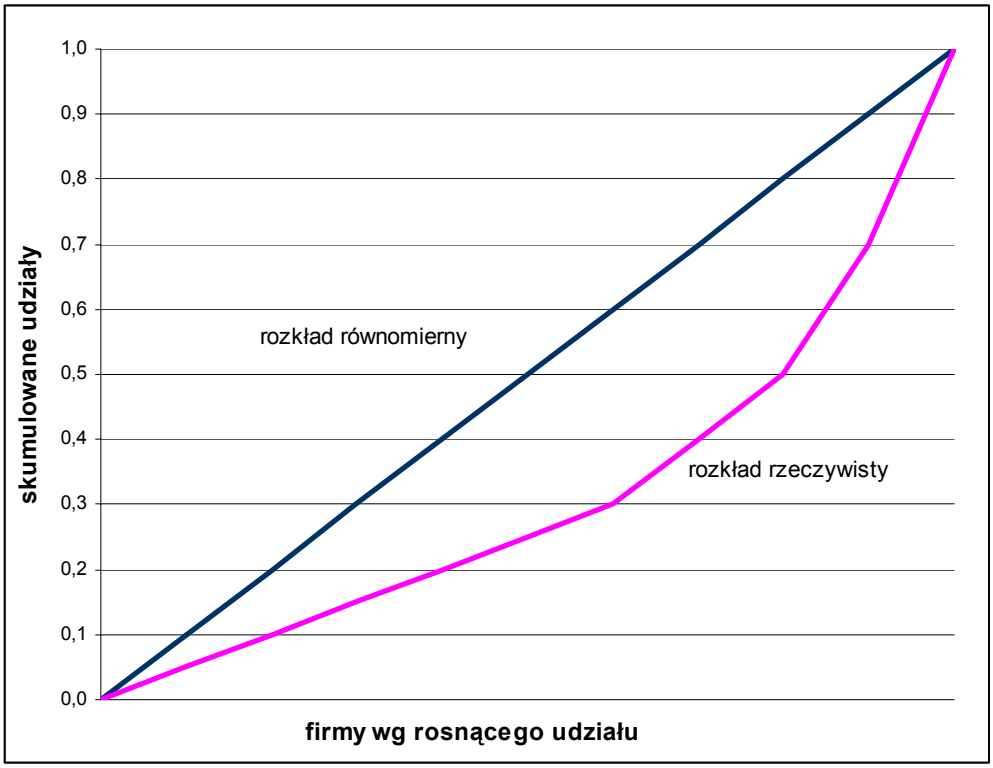
Klasyczne podejście ekonomiczne zakłada bezpośrednie przełożenie ilości i wielkości podmiotów na rynku na poziom konkurencji i wielkości renty monopolistycznej. Na tym założeniu bazują strukturalne metody badania poziomu konkurencji, w których podstawowym narzędziem pomiaru stopnia zmonopolizowania rynku będzie pewna funkcja jego koncentracji. Nie istnieje jedna uznana metoda pomiaru koncentracji rynku, aczkolwiek wszystkie dostępne metody bazują na jednej z dwóch podstawowych zasad: określeniu udziału w rynku najsilniejszych podmiotów, bądź określeniu na ile silnie rozkład siły rynkowej podmiotów na rynku odchyla się od hipotetycznego, równomiernego rozkładu udziałów. Najprostszymi miarami są współczynniki CR2, CR3, CR4 – mówią one, jaki łączny udział w tynku mają dwa, trzy czy cztery największe podmioty. Przykładowo: wartość CR3 na poziomie 50% oznacza, że trzy największe firmy opanowały połowę rynku. Wskaźniki tego typu są dobrą miara koncentracji na rynkach zoligopolizowanych; ponieważ nie uwzględniają całej struktury rynku, ich zastosowania na mniej skoncentrowanych rynkach jest ograniczone.

Pewnym rozszerzeniem idei współczynników CRx, bazującym na porównaniu rozkładu rzeczywistego z hipotetycznym rozkładem równomiernym bazuje krzywa Lorenza. Jest to uniwersalna metoda pomiaru koncentracji, stworzona na potrzeby analizy rozkładu dochodów w populacji. Podmioty na rynku segreguje się od najmniejszego do największego, a następnie tworzy funkcję, przyporządkowującą pozycji podmiotu skumulowany udział jego i wszystkich mniejszych przedsiębiorstw. Dla równomiernego rozkładu podmiotów krzywa Lorentza jest funkcją liniową, natomiast dla każdego innego rozkładu jest funkcją wypukłą. Porównanie obszaru pod krzywą Lorenza rzeczywistych udziałów z obszarem pod funkcja liniową jest miara koncentracji – im większa różnica, tym rynek silniej skoncentrowany. Relacja obszar pomiędzy linią prostą a krzywą Lorenza do obszary pod linią porstą może być miarą koncentracji – dla równomiernego rozkładu podmiotów wartość ta wynosi 0% i rośnie wraz z rosnącą koncentracją. Wykres 10

ilustruje przykładowy pomiar – na rynku działa 10 firmy, z czego 6 ma udział po 5%, dwie firmy po 10%, a dwie największe firmy 20 i 30%.

Wykres 10

Prognoza Przykładowa ilustracja zastosowania krzywej Lorenza w pomiarze poziomu koncentracji rynku



Inną miarą uwzględniającą udziały wszystkich graczy na rynku jest współczynnik koncentracji Herfindahla-Hirschmanna (HHI) – suma kwadratów wyrażonych w procentach udziałów wszystkich podmiotów w rynku. Wartość wskaźnika HHI wynosi **10 000** dla monopolu, minimalna wartość dla rynku z **n** podmiotami wynosi **10 000/n**. Łatwo zauważyć, że na wartość wskaźnika HHI zdecydowanie większy wpływ ma połączenie małego podmiotu z dużym, niż połączenia w obrębie małych pomiotów.

Strukturalne metody są podstawą amerykańskich regulacji anty-trustowych.[7] Jaką jedną z miar monopolizacji rynku przyjmuje się wpływ fuzji na zmianę wskaźnika HHI. Jeśli po ewentualnym połączeniu firm HHI rynku nie przekroczy 1000 pkt, rynek uznaje się za nieskoncentrowany. Poziom HHI od 1000 do 1800 pkt to rynek średnio skoncentrowany – na takim rynku połączenia podnoszące HHI jednorazowo o ponad 100 pkt uznaje się, za mogące poważnie osłabić konkurencję. Wskaźnik HHI powyżej 1800 pkt oznacza rynek silnie skoncentrowany, na takim rynku połączenia zwiększające jednorazowo koncentrację nawet powyżej 50 pkt mogą wpływać znacząco na osłabienie konkurencji. Wynika z tego, że według amerykańskich regulacji, na rynku musi istnieć co najmniej 10 firm o zbliżonych udziałach, by rynek mógł zostać określony jako niezagrożony oligopolizacją. Dodatkowo, granica HHI na poziomie tysiąca punktów oznacza, że niezależnie od liczby przedsiębiorstw, żaden pojedynczy podmiot nie powinien mieć udziału w rynku powyżej 31%. *Horizontal Merger Guidelines* podkreślają również,[8] że oceniając wpływ połączeń na konkurencję, należy brać pod uwagę nie tylko bieżące, ale również przewidywane udziały firm na rynku. Jeśli jedna z łączących się firm posiada technologie zapewniającą jej szybszy wzrost niż konkurentów z branży, proste zsumowanie udziałów tej firmy i podmiotu z którym się łączy zapewne zaowocuje niedoszacowaniem ich łącznego udziału w najbliższych kilku latach.

U podstaw strukturalnych metod leży założenie, że *im mniejszy udział danej firmy w całkowitej podaży, tym silniej musi ona ograniczyć swoją produkcję by wpłynąc na cenę rynkową, a tym samym mniejsze prawdopodobieństwo, że taki zabieg będzie opłacalny.*[9] Oczywiście to samo odnosi się do akcji podejmowanej przez kilka podmiotów, czyli tzw. zmowy. Zwiększone prawdopodobieństwo skoordynowanego działania podmiotów w celu manipulacji produktem i ceną jest podstawowym choć nie jedynym zagrożeniem dla konkurencji wynikającym ze zwiększonej koncentracji.

[7] Stosowanych przez amerykańską *U.S. Department of Justice* i *Federal Trade Commission* zbiór dyrektyw *Horizontal Merger Guidelines*, stanowiący materiał pomocniczy przy wydawaniu zezwoleń na fuzję dużych przedsiębiorstw.
[8] p. 1.521
[9] *Horizontal Merger Gudielines*, p. 2.0.

Tabela 5

Wartości różnych miar strukturalnych koncentracji dla różnych hipotetycznych sytuacji rynkowych

Rozkład udziałów na rynku	CR3	HHI	Miara Lorentza
10 firm po 10% każda	30%	1000	0%
Dwie większe firmy o udziałach 30%, 20% i 5 firm po 10%	60%	1800	22%
Duży podmiot 50%, 5 firm po 10%	70%	3000	33%

A.2 Analiza abstrahująca od koncentracji – metody niestrukturalne

Niestrukturalne metody pomiary konkurencji zakładają, że klasyczna teoria mikroekonomii zawiera właściwe wnioski co do powiązań monopolizacji z poziomem cen rynkowych i nadzwyczajnymi zyskami przedsiębiorstw, natomiast nie zakłada koniecznego związku struktury rynku z konkurencyjnością. Teorie niestrukturalne zakładają, że poziom koncentracji nie musi w bezpośredni sposób przekładać się na poziom konkurencyjności, ponieważ elastyczność cenowa podaży zależy również od czynników innych niż obserwowana struktura rynku. Przykładowo: na rynku dobra X działa ledwie pięciu producentów, jednak nie ma przeszkód technologicznych by dwadzieścia przedsiębiorstw z innej branży szybko uruchomiło produkcję dobra X. Pomiar koncentracji uwzględnia pięć przedsiębiorstw, natomiast mechanizm ustalania ceny rynkowej powinien uwzględniać dwudziestu pięciu „potencjalnych" producentów. Okazuje się zatem, że równie ważne jak obserwowalna struktura rynku, są bariery wejścia na rynek dla nowych przedsiębiorstw, której to zmiennej nie uwzględnia klasyczny model oligopolu. Koncentracja może być ważniejsza w niektórych sektorach, natomiast mniej

istotna w pozostałych. Michael Smirlock zbadał[10] w latach 1980-tych zależność między poziomem koncentracji a poziomem zyskowności 2700 banków stanowych. Okazywało się, że o ile dają się dobrze wychwycić efekty skali (banki o większym udziale były zyskowniejsze), to analiza koncentracji nie wniosła żadnych dodatkowych informacji o zyskowności. Autor konkluduje, że wysoka koncentracja nie musi się w znaczącym stopniu wiązać ze zmową, a być jedynie pochodną efektu skali – duże banki mają niższe koszty jednostkowe. W tym kontekście działania regulatorów zmierzające bezwzględnie do ograniczenia koncentracji, mogą osłabiać efektywność firm na rynku a tym samym obniżyć globalną produkcję.

Niestrukturalną metodą pomiaru konkurencji jest model testowania równowagi monopolistycznej Panzara i Rosse'a[11]. Autorzy wychodzą z założenia, że na rynku zmonopolizowanym, zmiana cen nakładów banku ma większe odzwierciedlenie w zmianie jego przychodów niż na rynku konkurencyjnym. Jeśli suma elastyczności cenowej czynników produkcji w funkcji przychodu wszystkich firm jest ujemna, wówczas mamy do czynienia z monopolem bądź oligopolem. Jeśli suma ta jest mniejsza od jedności, ale nieujemna, na rynku występuje konkurencja monopolistyczna. Wreszcie suma elastyczności równa 1 oznacza doskonałą konkurencję. Sumę elastyczności nazywamy statystyką **H** Panzara-Rosse'a:

$$\mathbf{H} = \sum_{\mathbf{k}} \frac{\partial \mathbf{R_i}}{\partial \mathbf{w_{ki}}} \frac{\mathbf{w_{ki}}}{\mathbf{R_i}}$$

Gdzie **w** oznacza k-elementowy wektor cen nakładów i-tego banku, a **R** funkcję przychodów i-tego banku. Panzar and Rosse zwrócili uwagę, że niektóre firmy, które wydają się lokalnymi monopolistami – jak amerykańskie regionalne gazety codzienne, wykazują dodatnią sumę elastyczności cenowej czynników produkcji. Ten efekt tłumaczono tym, że choć gazety nie mają bezpośrednich konkurentów w swoim segmencie, muszą się liczyć z konkurencją innych lokalnych mediów, jak również z potencjalnymi konkurentami, którzy mogą szybko pojawić się na rynku o relatywnie niskich barierach wejścia.

[10] Michael Smirlock (1985). Evidence o the (Non) Relationship between Concentration and Profitability in Banking, *Journal of Money, Credit and Banking*, tom. 17. nr 1.
[11] John C. Panzar, James N. Rosse (1987). Testing for "Monopoly Equilibrium", *The Journal of Industrial Economics*, tom. XXXV, nr. 4.

Claesen i Laeven[12] zastosowali model Paznara Rosse'a do pomiaru konkurencyjności systemów bankowych w kilkudziesięciu krajach świata w latach 1994–2003. Jako miarę przychodu przyjęli relacje dochodów odsetkowych do aktywów banku, a zmiennymi będącymi miara czynników produkcji były: relacja kosztów operacyjnych do całości depozytów i funduszy, relacja kosztów osobowych do całości aktywów i relacja pozostałych kosztów administracyjnych i operacyjnych do całości aktywów. Model zawierał też zmienne pomocnicze, m.in. kontrolujące efekty czasowe i efekty skali. Dla wszystkich krajów wartość współczynnika H wskazywała na konkurencje monopolistyczną, przy czym dla zdecydowanej większości współczynnik H znajdował się w przedziale od 0,6 do 0,8. Nieco niższe wartości uzyskały kraje o najpotężniejszym systemie bankowym jak USA, Niemcy i Japonia.

Autorzy spróbowali oszacować, od czego zależy wartość statystyki H, używając dostępnych zmiennych makroekonomicznych, parametrów strukturalnych systemu bankowego (koncentracji, liczby banków w stosunku do populacji kraju) oraz wybranych indeksów wolności gospodarczej, np. stopnia zabezpieczenia praw własności w danym kraju. Okazało się, że konkurencyjność banków nie była istotnie statystycznie skorelowana z kapitalizacją rynku, poziomem rozwoju gospodarczego kraju czy gwarantowaniem praw własności. Negatywnie skorelowane z konkurencyjnością były bariery wejścia na rynek oraz poziom ograniczenia banków w angażowanie się w działalność na rynku akcji, ubezpieczeń i nieruchomości. Pozytywnie skorelowane z konkurencyjnością były udział kapitału zagranicznego w bankach i poziom koncentracji.

Otrzymana przez Claesena i Laevena zależność między koncentracją pozostaje w sprzeczności z klasycznym modelem strukturalnym. Autorzy otrzymali również negatywną, choć przynajmniej nieistotna statystycznie zależność między liczbą banków w relacji do populacji, a konkurencyjnością. Koncentracja nie musi się przekładać na niekorzystną dla konsumenta politykę cenową, gdyż w pewnych warunkach oligopol może osiągać poziom produkcji identyczny jak doskonała konkurencja – jak choćby w opisywanym wcześniej modelu Bertranda jednoczesnego ustalania ceny. Specyfika sektora bankowego sprawia, że istotniejsze okazują się szeroko rozumiane bariery wejścia

[12] S. Claesen, L. Laeven (2004). What Drives Bank Competition? Some International Evidence, *Journal of Money, Credit and Banking*, tom 36, nr 3.

(obejmująca również restrykcje, co do formy własności podmiotu) niż struktura rynku. Autorzy sugerują, że struktura rynku odgrywa mniejsze znaczenie wraz z postępem technologicznym – łatwiejszych dostęp większych podmiotów do nowoczesnych rozwiązań może okazać się *per saldo* korzystny dla konsumentów.

Małgorzata Pawłowska zastosowała niestrukturalną analizę Panzara i Rosse'a r do oceny poziomu konkurencji polskiego systemu bankowego[13]. Wartość statystyki H dla sektora banków detalicznych wynosiła 0,74, dla sektora banków komercyjnych 0,73, a wreszcie dla banków korporacyjnych 0,66. Analiza wykazała też, że w latach 1999-2003 poziom konkurencyjności banków wzrósł w porównaniu z latami 1997-1999, najwyższy wzrost parametru H zaobserwowano w sektorze banków komercyjnych. W tym samym okresie współczynnik koncentracji HHI na rynku bankowym (udziały mierzone wielkością aktywów) wzrósł o kilkadziesiąt punktów, aczkolwiek jego wartość wciąż utrzymywała się w bezpiecznej graniczy 800 – 900 punktów. Autorka badania sugeruje, że wzrost konkurencyjności banków miał związek ze wzrostem efektywności, do którego przyczynił się transfer nowych technologii i *know-how*: przez inwestorów zagranicznych, ale także fuzje i przejęcia. Poziom konkurencji w polskim sektorze bankowym nie różnił się znacząco od poziomu konkurencyjności w krajach UE15, a był nieco wyższy niż w Czechach czy na Węgrzech.

A.3 Modele oparte na teorii zarządzania strategicznego

Istnieją modele teoretyczne, głównie wywodzące się z teorii zarządzania, które nie opierają się na syntetycznym wskaźniku konkurencji, ale na bardziej jakościowej analizie charakterystyk rynku – przykładem może być model sił konkurencyjnych M. Portera. Zdaniem Portera, oprócz samej struktury udziałów – liczby i wielkości firm, o konkurencyjności rynku decydują jeszcze: bariery wejścia na rynek, siła negocjacyjna dostawców, siła negocjacyjna konsumentów i zagrożenie ze strony produktów substytucyjnych.

[13] Małgorzata Pawłowska (2005). Konkurencja i efektywność na polskim rynku bankowym na tle zmian strukturalnych i technologicznych, *Materiały i Studia NBP,* 192.

Bariery wejścia na rynek są pochodną: efektów skali – im silniejsze korzyści skali, tym trudniejszy start dla nowych podmiotów, dużego znaczenia ugruntowanych marek na rynku – nowe firmy nie dysponują tym ważnym zasobem, narzucone przez system czy specyfikę rynku wymagania kapitałowe, koncesje, ograniczenia patentowe i wreszcie ograniczenia związane z brakiem odpowiednich kanałów dystrybucji.

Silna pozycja dostawców może pośrednio negatywnie wpływać na konkurencyjność na rynku – zwłaszcza jeśli sam rynek dostawców jest zmonopolizowany i na tyle silny kapitałowo, by móc wykupić niektóre firmy z branży. Z kolei silna pozycja konsumentów może bardzo pozytywnie wpłynąć na konkurencyjność firm – jeśli środowisko konsumentów potrafi wystąpić jako zorganizowana zbiorowość i sygnalizować producentom swoje niezadowolenie np. poprzez bojkot konsumencki, wówczas ich wpływ na zachowanie producentów może być znaczący.

Bardzo ważnym wymiarem, który może silnie wpłynąć na konkurencyjność rynku jest obecność substytutów. Im łatwiej konsumentom znaleźć alternatywę dla drogiego ich zdaniem produktu, tym silniejsza presja na producenta na obniżenie ceny. W analizach empirycznych sporym problemem jest jednak identyfikacja substytutu. Paradoksalnie, łatwiejsze okazuje się to na rynkach towarowych czy usług nie-finansowych niż na rynku finansowym. O ile łatwo zaobserwować substytucję między telefonią stacjonarną a komórkową, czy między przewoźnikami lądowymi, a tanimi liniami lotniczymi, o tyle trudniej dostrzec ją w różnych segmentach rynku finansowego. We wspomnianej wyżej analizie systemów bankowych Claesen i Laeven wykazali, że wielkość sektora ubezpieczeń czy kapitalizacja rynku papierów udziałowych nie ma związku z konkurencyjnością sektora bankowego – może to wynikać z faktu, że dla przeciętnego konsumenta, inwestycje giełdowe wciąż nie są traktowane jako alternatywa dla oszczędzania w banku, a dla wielu firm emisja akcji czy obligacji korporacyjnych nie jest alternatywą dla kredytu bankowego.