

**ANALIZA POLITYKI INWESTYCYJNEJ
OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH
W LATACH 2000 - 2002**

SPIS TREŚCI

STRESZCZENIE	5
I. OTOCZENIE PRAWNE RYNKU OFE	13
1. Prawne ograniczenia swobody działalności inwestycyjnej OFE	13
1.1. Uwagi wstępne	13
1.2. Portfel inwestycyjny OFE – podmiotowe limity inwestycyjne.....	14
1.3. Portfel inwestycyjny OFE – podmiotowe limity inwestycyjne.....	19
2. Niedobór – sposób jego ustalenia i pokrycia	20
3. Wpływ wynagradzania PTE na efektywność polityki inwestycyjnej OFE.....	23
II. PORTFEL INWESTYCYJNY OFE.....	27
1. Wstęp	27
2. Wartość portfela inwestycyjnego OFE.....	28
3. Główne kategorie w portfelu inwestycyjnym OFE	30
4. Portfel akcji OFE	37
4.1. Portfel akcyjny OFE na tle rynku	37
4.2. Akcje według branż.....	38
4.3. Największe inwestycje OFE na rynku akcji.....	40
5. Portfel papierów dłużnych OFE	43
5.1. Wstęp	43
5.2. Papiery dłużne według zapadalności.....	44
5.3. Papiery dłużne według rodzaju	48
6. Inne typy inwestycji	55
6.1. Wstęp	55
6.2. Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	56
6.3. Inwestycje za granicą.....	57
6.4. Pozostałe.....	60

III. EFEKTYWNOŚĆ INWESTYCJI OFE	61
1. Sposoby mierzenia efektywności inwestycyjnej OFE.....	61
2. Efektywność inwestycyjna OFE mierzona wartością jednostki rozrachunkowej	62
3. Efektywność inwestycyjna OFE mierzona wewnętrzną stopą zwrotu	71
4. Pomiar efektywności inwestycyjnej uwzględniający strukturę opłat funduszu	73
5. Efektywność inwestycyjna OFE na tle innych wskaźników rynku finansowego	76
IV. ANALIZA DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ OFE.....	79
1. Normatywne aspekty polityki inwestycyjnej OFE	79
2. Fundusze emerytalne na tle rynku finansowego	82
2.1. Inwestycje OFE na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie	82
2.2. Udział OFE w rynku polskich instrumentów skarbowych.....	86
3. Koncentracja akcyjnego portfela OFE	90
3.1. Wskaźnik HHI	90
3.2. Wskaźnik C5.....	93
4. Inne mierniki efektywności inwestycyjnej	96
5. Dominujące strategie: buy and hold czy trading.....	99
6. PTE jako podmioty aktywnie zarządzające spółkami portfelowymi OFE	101
6.1. PTE i ich pozycja w spółkach portfelowych OFE	101
6.2. Korzyści i zagrożenia związane z aktywnym udziałem PTE w zarządzaniu spółkami	106
7. Limity inwestycyjne a rynek pozaskarbowych instrumentów dłużnych	108
8. Nadzór nad działalnością inwestycyjną OFE.....	111

Streszczenie

Działalność lokacyjna otwartych funduszy emerytalnych jest podstawowym celem, dla którego zostały one powołane. Efektywność przyjętych strategii inwestycyjnych przełoży się w przyszłości na wysokość świadczeń emerytalnych członków funduszy. Wiąże się z tym istotna rola nadzorcy, nie tylko jako strażnika przestrzegania prawa przez zarządzających funduszami. Powinien on także bacznie przyglądać się, analizować i obiektywnie prezentować wyniki inwestycyjne. Jednym z przejawów tego rodzaju działań jest niniejszy raport.

Raport *Analiza polityki inwestycyjnej otwartych funduszy emerytalnych w latach 2000-2002* podejmuje próbę odpowiedzi na najistotniejsze kwestie związane z ich dotychczasową działalnością inwestycyjną, a w szczególności takie jak:

- Adekwatność uregulowań prawnych do potrzeb bezpiecznej i efektywnej działalności inwestycyjnej
- Portfel inwestycyjny OFE – jego strukturę i dynamikę
- Ocenę efektywności polityki inwestycyjnej
- Analizę jakościową polityki inwestycyjnej
- Wybrane aspekty nadzoru działalności lokacyjnej funduszy.

Ramy prawne

Ustawodawca konstruując zasady funkcjonowania obowiązkowych funduszy emerytalnych zdecydował się na stworzenie ram ograniczających swobodę działalności inwestycyjnej w oparciu o limity ilościowe. Wysokość limitów w zamyśle twórców systemu powinna być powiązana z ryzykiem jakie niesie za sobą określona grupa instrumentów. Z tych względów, nie nałożono ograniczeń na papiery emitowane przez Skarb Państwa. Na akcje spółek dopuszczonych do publicznego obrotu nałożono limit w wysokości 40%, oraz dodatkowo 10% na akcje NFI. Wskazane przez prawodawcę pozaskarbowe instrumenty dłużne mogą stanowić od 5 do 15% aktywów netto funduszu, a listy zastawne dopuszczone do publicznego obrotu nawet do 30% aktywów.

Wykorzystanie istniejących obecnie limitów jest znacznie zróżnicowane. Brak większego zaangażowania w pewne kategorie inwestycyjne w dużej części wynika z ograniczonej podaży instrumentów z tych grup oraz relatywnie niskiej rentowności.

Jedynym elementem mającym charakter wymogu jakościowego, jest mechanizm naliczania i egzekwowania minimalnej wymaganej stopy zwrotu. Obarczony jest on jednak pewnymi niedoskonałościami, mającymi znaczny wpływ na funkcjonowanie rynku. Z jednej strony, mechanizm ten nie zapewnia dobrych bezwzględnie wyników inwestycyjnych, gdyż oparty jest na wskaźniku wewnętrznym rynku OFE i nie uwzględnia takich elementów jak np. inflacja, czy sytuacja na rynku finansowym. Z drugiej strony, może przyczyniać się do zaistnienia tzw. „efektu stadnego”, czyli wzajemnego naśladowania poczynań inwestycyjnych.

Struktura i dynamika portfela inwestycyjnego

W okresie objętym analizą wartość portfela OFE wzrosła z nieco ponad 2 mld zł do blisko 30,5 mld zł. Przyrost taki był głównie skutkiem przekazywania przez ZUS pieniędzy członków – do końca 2002 roku suma ta przekroczyła 28 mld zł.

Najważniejsze kategorie instrumentów obecne w portfelach wszystkich funduszy emerytalnych to skarbowe instrumenty dłużne oraz akcje notowane na rynku publicznym.

Inne instrumenty stanowiły tylko nieznaczne uzupełnienie portfela. Proporcje pomiędzy poszczególnymi kategoriami podlegały w latach 2000-2002 dość istotnym zmianom. Najbardziej stabilnie wyglądała sytuacja w zakresie instrumentów dłużnych, a ich udział utrzymywał się w przedziale 65-70% wartości portfela. Większe względne zmiany dotyczyły instrumentów udziałowych, ponieważ ich udział zmieniał się od blisko 35% w szczycie koniunktury giełdowej z początku roku 2000 do zaledwie 27% na koniec roku 2002.

Wśród innych kategorii inwestycyjnych na uwagę zasługują lokaty bankowe. Inwestycje za granicą pozostawały na uboczu działań inwestycyjnych funduszy. Pierwsze stanowią w dużej mierze element zarządzania płynnością funduszu. Drugie pozwalają na dostęp do branż i segmentów często niedostępnych na polskim rynku finansowym, a poza tym zwiększają dywersyfikację portfela i zmniejszenie jego ryzyka. Znikome zainteresowanie inwestycjami za granicą w mniejszym stopniu wynikało z limitu, który dotychczas nie był w pełni wykorzystywany w skali rynku. Głównymi czynnikami ograniczającymi zainteresowanie tymi instrumentami były relatywnie wysokie koszty związane z transakcjami, oraz słaba rentowność w porównaniu z polskimi odpowiednikami tych instrumentów.

Należy pamiętać, że na kształt portfela funduszy emerytalnych wpływała mocno sytuacja na polskim rynku finansowym. Utrzymujące się w latach 2000-2002 wysokie realne stopy procentowe i duża podaż zachęcały zarządzających do inwestowania w polskie obligacje i bony skarbowe - nie dziwi więc ich wysoki udział w portfelu. Z drugiej strony panująca od pierwszej połowy 2000 roku bessy na GPW odstręczała od wyraźnego zwiększania zainteresowania rynkiem akcji.

Zróżnicowanie polityki inwestycyjnej między poszczególnymi podmiotami było w badanym okresie dość znaczące. Najgłębsze zmiany w swoich portfelach przeprowadzały mniejsze podmioty, duże fundusze wolniej i mniej znacząco zmieniały proporcje między poszczególnymi kategoriami. Sytuacja ta może być objawem mniejszej mobilności przy zarządzaniu znacznymi środkami na ciągle jeszcze mało rozwiniętym polskim rynku finansowym.

Efektywność polityki inwestycyjnej

W latach 2000 – 2002 średnia stopa zwrotu osiągnięta przez wszystkie OFE wyniosła 38%, czyli średniorocznie ponad 11,3%. Między poszczególnymi funduszami odnotowano znaczne zróżnicowanie wyników, średnioroczne stopy zwrotu wahały się od 8,4% do 13,3%. W roku 2000 średnia stopa zwrotu wyniosła 13,1%, w roku 2001 spadła o blisko połowę (7,3%), by w roku 2002 osiągnąć poziom 13,6%.

Należy zauważyć, że powyższe wyniki osiągnięto przy dekoniunkturze na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. W tym samym okresie zrównoważone fundusze inwestycyjne osiągnęły wyniki znacznie poniżej średniej stopy zwrotu funduszy emerytalnych.

Na wyniki inwestycyjne OFE w badanym okresie wpłynęła nietypowa sytuacja na krajowym rynku finansowym. Z jednej strony, spadek inflacji i stóp procentowych spowodował wyjątkowo dobrą koniunkturę na rynku skarbowych instrumentów dłużnych. Z drugiej strony, stagnacja w rozwiniętych gospodarkach, przekładająca się na głębokie bessy na giełdach tych krajów, przyczyniła się do znacznych spadków na krajowej giełdzie papierów wartościowych. W efekcie polski rynek finansowy pozwalał na osiągnięcie wyraźnie wyższych stóp zwrotu na instrumentach praktycznie pozbawionych ryzyka.

Najlepszymi wynikami mogą się wykazać te fundusze, które prawidłowo dostosowały się do powyższej sytuacji, czyli silniej zaangażowały się w długoterminowe skarbowe instrumenty dłużne, a szczególnie w stałoprocentowe.

Efektywność inwestycji OFE
na tle wybranych wskaźników rynku finansowego

%%

Wskaźnik	ROK		
	2000	2001	2002
Wewnętrzna stopa zwrotu OFE	12,08	10,39	13,30
Inflacja roczna	8,49	3,55	0,84
Stopa Referencyjna NBP (na koniec roku)	19,00	11,50	6,75
Lokata 12M dla ludności (na koniec roku)	15,03	7,99	4,56
Rentowność bonów 52 tyg. (ostatni przetarg w roku)	17,27	10,77	5,69
Zmiana indeksu WIG	-1,31	-21,99	3,36
Zmiana Indeksu WIG 20	1,54	-33,47	-2,59
Ważona stopa zwrotu funduszy zrównoważonych	9,02	-4,47	4,72

Trudno oczekiwać, by ta nietypowa sytuacja kilku ostatnich lat, została utrzymana w najbliższych latach. Dlatego fundusze będą poszukiwać alternatywnych wobec instrumentów skarbowych możliwości inwestycyjnych.

W opracowaniu dodatkowo zaprezentowano wyliczenia obrazujące wpływ struktury opłat od składki poszczególnych funduszy na efektywne stopy zwrotu dla członków funduszy (stopy zwrotu uwzględniające opłaty). Obecna struktura opłat dopuszczająca pobieranie opłat od składek powoduje, że koszt dla członka mierzony redukcją stóp zwrotu maleje wraz z wydłużaniem się okresu oszczędzania. O ile koszt oszczędzania dla przeciętnego członka z 10-letnim stażem wiąże się z obniżeniem stopy zwrotu o 1,55 pkt. proc., to dla członka ze stażem 40-letnim już tylko o 0,28 pkt. proc.

Koszty przynależności do konkretnych funduszy są bardzo zróżnicowane. Przeciętnie opłata od składki obniża stopę zwrotu dla członka o stażu 30-letnim średnio o 0,41 pkt. proc., a dla funduszy waha się od 0,29 pkt. proc. do 0,55 pkt. proc.

Ryzyko działalności inwestycyjnej

Pełna ocena działalności inwestycyjnej nie może jedynie ograniczać się do przedstawienia wyników inwestycyjnych. Istotna jest także analiza ryzyka związanego z doбором instrumentów. Z tego punktu widzenia, ważne jest zbadanie stopnia koncentracji w portfelu instrumentów o określonym profilu ryzyka. Uzyskane wyniki wskazują, iż w badanym okresie odnotowano wzrost koncentracji portfela akcyjnego funduszy. Udział pięciu największych wartościowo inwestycji w akcje wzrósł z 35% do 51% portfela akcyjnego, oraz z 10% do 13,2% aktywów netto.

Odnotowano znaczne zróżnicowanie aktywności funduszy emerytalnych na GPW, mierzonej relacją wartości dokonanych transakcji do wartości portfela akcyjnego. Dla najbardziej aktywnego funduszu średnia wartość transakcji wyniosła ponad 3% wartości zarządzanego przez niego portfela akcyjnego. Najmniej aktywne fundusze dokonywały transakcji o wartości nie przekraczającej 0,2% ich portfela. Nie stwierdzono wyraźnej zależności pomiędzy aktywnością funduszy w zakresie dokonywanych transakcji, a ich wynikami inwestycyjnymi.

Fundusze emerytalne coraz więcej środków lokują na GPW, co przekłada się na wzrost zaangażowania w niektóre spółki. W chwili obecnej w sześciu notowanych na giełdzie spółkach fundusze emerytalne posiadają w sumie po co najmniej 30% akcji. Dotychczas nie została w sposób jednoznaczny określona rola, jaką fundusze mają odgrywać w podmiotach, których są współwłaścicielami. Wraz ze wzrostem aktywów OFE, problem szczegółowego uregulowania tej kwestii, będzie narastał.

Nadzór nad działalnością inwestycyjną

Merytoryczny nadzór nad faktyczną polityką inwestycyjną funduszy wymaga udziału osób o odpowiedniej wiedzy w zakresie funkcjonowania rynków finansowych. Rynek finansowy jest organizmem dynamicznym i trudno oczekiwać skutecznego nadzoru opartego jedynie na literalnym stosowaniu zapisów ustawy. Poziom inżynierii finansowej pozwala, np. pod formą prawną obligacji, na skonstruowanie instrumentu o zupełnie odmiennych cechach ekonomicznych, takich jak opcja czy kontrakt terminowy. Organ

nadzoru stoi na stanowisku, że treść ekonomiczna instrumentu jest równie ważnym elementem przyporządkowania do odpowiedniej kategorii lokat jak jego forma prawna.

Dla jego prawidłowego funkcjonowania rynku OFE niezbędna jest większa świadomość uczestników systemu. W tym celu należy także poszerzyć zakres informacji dostarczanej obserwatorom zewnętrznym. Fakt posiadania bardzo szczegółowych informacji przez organ nadzoru nie sprawia jeszcze, że system jest przejrzysty dla członków.

Jako przykład można rozważyć dodanie w rozporządzeniu o rachunkowości funduszy nowych pozycji rocznego sprawozdania finansowego: zestawienia wartości sprzedaży i kupna, średnich cen sprzedaży i kupna oraz sumy zysków zrealizowanych i niezrealizowanych w okresie dla wszystkich papierów wartościowych znajdujących się w portfelu funduszu w danym roku obrotowym.

Główne wnioski płynące z opracowania to:

- Stopy zwrotu osiągnięte przez fundusze emerytalne można uznać za dobre, w szczególności na tle alternatywnych możliwości inwestycyjnych
- Najważniejsze kategorie inwestycyjne w portfelach funduszy emerytalnych to skarbowe instrumenty dłużne oraz instrumenty udziałowe – akcje notowane na GPW
- Ciągłe mniejsze znaczenie odgrywają pozostałe kategorie takie jak: depozyty bankowe, jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, inwestycje za granicą
- W praktyce fundusze emerytalne nie wykorzystują wielu kategorii lokat dopuszczonych przez ustawodawcę
- W dłuższej perspektywie należy rozważyć wypracowanie i wprowadzenie do systemu jakościowych metod nadzoru działalności inwestycyjnej funduszy.

I. OTOCZENIE PRAWNE RYNKU OFE

1. Prawne ograniczenia swobody działalności inwestycyjnej OFE

1.1. Uwagi wstępne

Społeczna i ekonomiczna doniosłość prawidłowego funkcjonowania otwartych funduszy emerytalnych sprawia, że są one przedmiotem żywego zainteresowania władz publicznych. Polem szczególnej uwagi ustawodawcy jest ich działalność inwestycyjna. Wynika to przede wszystkim z faktu, że uczestnictwo w otwartych funduszach emerytalnych jest obowiązkowe.

Obligatoryjny charakter uczestnictwa w części kapitałowej systemu ubezpieczenia emerytalnego pociąga za sobą konieczność udzielenia przez państwo gwarancji, że zainwestowane w systemie środki będą efektywnie inwestowane i nie zostaną wykorzystane niezgodnie z przeznaczeniem. Osiągnięciu tego celu służy m.in. system ograniczeń swobody działalności inwestycyjnej funduszy oraz instytucja niedoboru.

Ograniczenia swobody działalności inwestycyjnej otwartych funduszy emerytalnych wynikają z przepisów:

- ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 roku o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych,
- rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 12 maja 1998 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w

zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne - dalej: rozporządzenie o limitach inwestycyjnych oraz

- rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 18 lutego 2000 roku w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju - dalej: rozporządzenie o inwestycjach za granicą.

1.2. Portfel inwestycyjny OFE – podmiotowe limity inwestycyjne

Aktywa finansowe, które mogą być przedmiotem inwestycji otwartych funduszy emerytalnych i dotyczące ich ograniczenia przedmiotowe i podmiotowe przedstawiono w tabeli 1.1.

Tabela 1.1.

Ograniczenia swobody działalności inwestycyjnej OFE

KATEGORIE LOKAT		Ograniczenia określone w ustawie o o.f.f.e			Ograniczenia określone w rozporządzeniach			
		Min limit (% wartości aktywów)	jeden podmiot	Podmioty związane	Max limit (% wartości aktywów)			
					łącznie	jedna emisja		
Lokaty krajowe								
1	Obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa lub NBP		95%					
2	Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, opiewające na świadczenia pieniężne, gwarantowane lub poręczane przez Skarb Państwa albo NBP			10%				
3	Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe			5%	7,5%	20%		10%
4	Akcje spółek notowane na regulowanym rynku giełdowym, w tym:	Na rynku równoległym i wolnym				40%	10%	
		Na rynku wolnym				5%		
5	Akcje spółek notowane na regulowanym rynku pozagiełdowym dopuszczone do publicznego obrotu					10%	60%	
6	Akcje NFI					10%		
7	Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte lub mieszane, w tym:	Certyfikaty emitowane przez f. inw. zamknięte		2%		10%		5%
8	Jednostki uczestnictwa zbywane przez fundusze inwestycyjne otwarte lub specjalistyczne otwarte			5%	15%	15%		
9	(1) Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego dopuszczone do publicznego obrotu				15%			

10	(2) Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego nie dopuszczone do publicznego obrotu			5%	
11	(3) Zabezpieczone całkowicie obligacje emitowane przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego dopuszczone do publicznego obrotu			10%	
12	Listy zastawne dopuszczone do publicznego obrotu			30%	
13	(4) Zabezpieczone całkowicie obligacje emitowane przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego nie dopuszczone do publicznego obrotu			5%	
14	Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki publiczne, inne niż te o których mowa w pkt 11 i 13			5%	
15	Inne lokaty dopuszczone w drodze rozporządzenia Rady Ministrów	świadectwa rekompensacyjne		7,5%	
Lokaty zagraniczne					
16	Inwestycja za granicą (dopuszczalne wyłącznie w państwach będących członkami oraz w innych państwach, z którymi Polska zawarła umowy o popieraniu i wzajemnej ochronie inwestycji) w:	papierach wartościowych emitowanych przez spółki notowane na podstawowych giełdach rynków kapitałowych tych państw			5%
		papierach skarbowych emitowanych przez rządy lub banki centralne tych państw			
		tytułach uczestnictwa emitowanych przez instytucje wspólnego inwestowania mające siedzibę w tych państwach, jeżeli instytucje te oferują publicznie tytuły uczestnictwa i umarzają je na żądanie uczestnika			

Papiery dłużne

Obligacje Skarbu Państwa i bony skarbowe są instrumentami, na które nie przewidziano limitów inwestycyjnych. Wynika to przede wszystkim z braku ryzyka niewypłacalności ich emitenta.

Inaczej przedstawia się sprawa z obligacjami emitowanymi przez jednostki samorządu terytorialnego oraz inne podmioty. Skala inwestowania w nie jest ściśle ograniczona. W zależności od ich typu OFE może zainwestować w nie 5-15% aktywów funduszu.

Akcje

Otwarte fundusze emerytalne mogą inwestować jedynie w akcje dopuszczone do publicznego obrotu. Skala dopuszczalności inwestycji w akcje zależy od tego, czy są one dopuszczone do obrotu giełdowego oraz na jakim rynku są one notowane. Przyjęte przez ustawodawcę rozwiązania wynikają z przyjętej koncepcji działania OFE, które mają być

przede wszystkim inwestorami portfelowymi, nie angażującymi się w bieżące zarządzanie przedsiębiorstwem.

Dopuszczalne jest ulokowanie do 40% aktywów funduszu w akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym. Aktywa OFE mogą być inwestowane w akcje notowane nie tylko na rynku podstawowym, ale również na rynkach: równoległym i wolnym, przy czym w akcjach notowanych na rynku wolnym ulokować można maksymalnie do 5% aktywów funduszu, a w akcjach notowanych na rynku równoległym albo wolnym łącznie – nie więcej niż 10% aktywów.

Lokaty w akcjach spółek notowanych na regulowanym rynku pozagiełdowym oraz spółek nie notowanych na regulowanym rynku giełdowym i na regulowanym rynku pozagiełdowym, lecz dopuszczonych do publicznego obrotu nie mogą przekroczyć 10% aktywów otwartego funduszu.

Ponadto, w akcje narodowych funduszy inwestycyjnych ulokować wolno łącznie dodatkowo do 10% aktywów funduszy.

Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe

W depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe emitowane przez jeden wybrany bank albo grupę banków będących podmiotami związanymi dopuszczalne jest ulokowanie do 7,5% aktywów funduszu. We wszystkich innych bankach lub grupach banków będących podmiotami zależnymi ulokować wolno maksymalnie do 5% aktywów funduszu w każdym z nich. Ogółem depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe nie mogą jednak stanowić więcej niż 20% wartości aktywów funduszu.

Ponadto, w związku z nowelizacją rozporządzenia w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat..., od dnia 14 lipca 2001 roku, otwarte fundusze emerytalne mogą inwestować, niezależnie od limitów przedstawionych powyżej, do 30% wartości aktywów w listy zastawne dopuszczone do publicznego obrotu.

Inwestycje w funduszach inwestycyjnych

W certyfikatach inwestycyjnych wyemitowanych przez jeden fundusz inwestycyjny zamknięty lub jeden fundusz inwestycyjny mieszany wolno ulokować nie więcej niż 2% wartości aktywów funduszu. Ponadto, w certyfikatach inwestycyjnych wszystkich funduszy inwestycyjnych zamkniętych i funduszy inwestycyjnych mieszanych dopuszczalne jest ulokowanie do 10% aktywów funduszy, przy czym lokaty w certyfikatach inwestycyjnych emitowanych przez fundusze inwestycyjne zamknięte nie mogą przekroczyć łącznie 5% wartości aktywów funduszu.

Nie więcej niż 5% wartości aktywów funduszu wolno ulokować w jednostkach uczestnictwa zbywanych przez jeden fundusz inwestycyjny otwarty lub jeden specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty. W funduszach inwestycyjnych otwartych lub w specjalistycznych funduszach inwestycyjnych otwartych zarządzanych przez jedno towarzystwo funduszy inwestycyjnych można ulokować nie więcej niż 15% aktywów funduszu.

Również maksymalnie 15% aktywów funduszu ulokować można w jednostkach uczestnictwa zbywanych przez wszystkie fundusze inwestycyjne otwarte oraz specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte.

Inwestycje za granicą

Na podstawie przepisów rozporządzenia o inwestycjach za granicą, środki OFE mogą być inwestowane w następujące typy aktywów zagranicznych:

- papiery wartościowe emitowane przez spółki notowane na podstawowych giełdach rynków kapitałowych państw obcych będących członkami OECD,
- papiery skarbowe emitowane przez rządy lub banki centralne tych państw
- tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania mające siedzibę w tych państwach, jeżeli instytucje te oferują publicznie tytuły uczestnictwa i umarzają je na żądanie uczestnika.

Przepisy ustawy zawierają delegację dla Ministra Finansów do wskazania państw nie będących członkami OECD, w których mogą być lokowane aktywa OFE. Minister Finansów skorzystał z powyższej możliwości zezwalając na inwestycje otwartych

funduszy emerytalnych także w tych państwach nie będących członkami OECD, z którymi Polska zawarła umowy o popieraniu i wzajemnej ochronie inwestycji. Zgoda na inwestycje OFE w aktywa zagraniczne uzależniona jest od uprzedniego uzyskania przez emitentów z obu grup państw odpowiednio wysokich ocen agencji ratingowych o renomie uznanej w skali międzynarodowej.

Inne możliwości inwestycyjne otwartych funduszy emerytalnych

Ustawa pozwala na rozszerzenie kategorii aktywów, w które mogą być inwestowane środki gromadzone w otwartych funduszach emerytalnych, w drodze rozporządzenia Rady Ministrów. Zakres swobody Rady Ministrów w tym zakresie został jednak istotnie ograniczony w odniesieniu do praw (instrumentów) pochodnych.

Przepis ustawy z góry ogranicza możliwość stosowania instrumentów pochodnych jedynie do zabezpieczenia *wartości portfela funduszu przed ryzykiem walutowym wynikającym z dokonania inwestycji za granicą*. W konsekwencji, z góry wykluczono możliwość zezwolenia przez Radę Ministrów na stosowanie instrumentów pochodnych do celów spekulacyjnych, niezależnie od rodzaju ryzyka mogącego być źródłem ich potencjalnego dochodu. Wyłączono także możliwość zabezpieczania przy ich użyciu portfela funduszu przed ryzykiem rynkowym innym niż walutowe, w tym przed ryzykiem zmiany stopy procentowej.

Rada Ministrów nie skorzystała jak dotąd z możliwości dopuszczenia inwestycji OFE w instrumenty pochodne. Dopuściła natomiast możliwość inwestycji otwartych funduszy w świadczenia rekompensacyjne w wysokości do 7,5% aktywów funduszu.

1.3. Portfel inwestycyjny OFE – podmiotowe limity inwestycyjne

Obok ograniczeń przedmiotowych, otwarte fundusze emerytalne polegają szeregowi ograniczeń podmiotowych. Celem ich wprowadzenia jest uniknięcie nadmiernej koncentracji inwestycji OFE w papierach wybranego podmiotu lub grupy podmiotów powiązanych.

Łączna wartość lokat OFE we wszystkich papierach wartościowych jednego emitenta albo dwóch lub większej liczby emitentów będących podmiotami związanymi nie może przekroczyć 5% wartości aktywów funduszu. Ponadto lokaty otwartego funduszu emerytalnego nie mogą stanowić więcej niż 10% jednej emisji papieru wartościowego. Warto przy tym pamiętać, że jeżeli pomiędzy poszczególnymi emisjami papierów wartościowych przeprowadzonymi przez tego samego emitenta, nie występują żadne różnice w zakresie uprawnień przysługujących ich posiadaczom, powyższe ograniczenie stosuje się łącznie do tych wszystkich emisji.

Poza ogólnymi ograniczeniami podmiotowymi opisanymi powyżej, aktywa otwartego funduszu emerytalnego nie mogą być lokowane w:

- akcje lub inne papiery wartościowe emitowane przez powszechne товариство zarządzające tym funduszem,
- akcje lub inne papiery wartościowe emitowane przez akcjonariusza powszechnego товариства zarządzającego tym funduszem,
- akcje lub inne papiery wartościowe emitowanych przez podmioty związane w stosunku do PTE i jego akcjonariuszy,
- lokaty i bankowe papiery wartościowe banku, który jest akcjonariuszem danego PTE albo podmiotem związanym w stosunku do товариства lub jego akcjonariuszy.

2. Niedobór – sposób jego ustalenia i pokrycia

Zarządzanie przez powszechne towarzystwa emerytalne aktywami OFE rodzi niebezpieczeństwo, że ubezpieczeni będą musieli ponieść konsekwencje ewentualnych błędnych decyzji inwestycyjnych PTE.

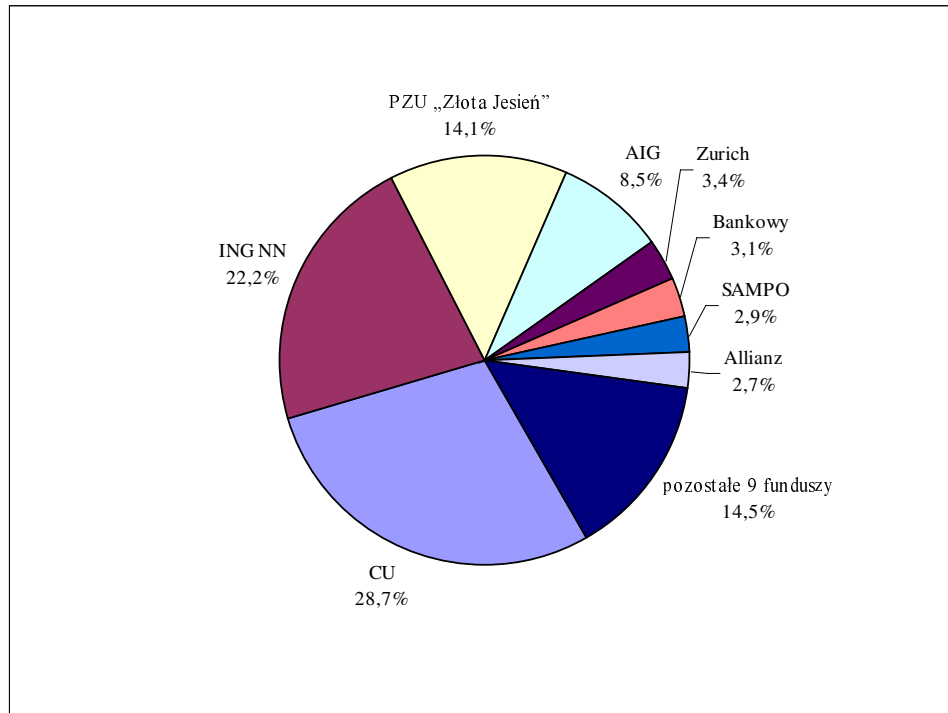
Dążąc do ograniczenia przejawów tego niebezpieczeństwa ustawodawca zdecydował się na wprowadzenie mechanizmu niedoboru, którego istotą jest refundacja przez powszechne towarzystwo emerytalne różnicy pomiędzy stopą zwrotu, którą osiągnął zarządzany przez nie fundusz a tzw. minimalną wymaganą stopą zwrotu – stopą uznaną za najniższą akceptowalną.

Stopa ta obliczana jest krocząco raz na kwartał za okresy dwuletnie w oparciu o średnią stopę zwrotu osiągniętą przez OFE ważoną udziałem aktywów poszczególnych otwartych towarzystw emerytalnych w sumie aktywów wszystkich funduszy. Udziały poszczególnych otwartych funduszy emerytalnych w zagregowanych aktywach otwartych funduszy emerytalnych na dzień 31 grudnia 2002 roku przedstawiono na wykresie 1.1.

Wykres 1.1.

**Struktura rynku OFE mierzonego aktywami na dzień
31 grudnia 2002 roku**

w %



Minimalna wymagana stopa zwrotu zdefiniowana została w art. 175 ust.2 ustawy jako mniejsza z dwóch wartości: połowy średniej ważonej stopy zwrotu lub średniej ważonej stopy zwrotu pomniejszonej o 4 punkty procentowe.

Przyjęte koncepcje niedoboru i minimalnej wymaganej stopy zwrotu nie pozostają bez wpływu na dobór strategii inwestycyjnych przez powszechne towarzystwa emerytalne. Na uwagę zasługuje przede wszystkim to, że:

- w związku z brakiem istotnej nagrody (dodatkowego wynagrodzenia) za osiągnięcie względnie dobrych wyników inwestycyjnych, zwiększają one prawdopodobieństwo podjęcia przez PTE działań zmierzających przede wszystkim do zabezpieczenia przed koniecznością pokrycia niedoboru,
- koncentrują się one jedynie na pomiarze efektywności inwestycyjnej funduszy w wybranych momentach (końce kwartałów), abstrahując od tego, co dzieje się

- między nimi. Zwiększa to prawdopodobieństwo dokonywania transakcji mających na celu sztuczne zwiększenie wartości jednostki rozrachunkowej w okresie bezpośrednio poprzedzającym moment obliczenia średniej ważonej i minimalnej wymaganej stopy zwrotu w celu uniknięcia dopłaty. Niebezpieczeństwo to będzie się prawdopodobnie zmniejszać wraz ze wzrostem aktywów OFE, gdyż do wywołania istotnej zmiany wartości jednostki rozrachunkowej niezbędne będzie zaangażowanie coraz większych środków.
- zachęcają do przenoszenia się w okresie bezpośrednio poprzedzającym obliczenie obu stóp do funduszy zagrożonych obowiązkiem dopłaty w dążeniu do uzyskania od nich dopłaty. Prawdopodobieństwo tego rodzaju zachowań będzie przypuszczalnie rosło wraz ze zwiększaniem się przeciętnej wysokości środków zdeponowanych na rachunkach członków. Rosną one bowiem znacznie szybciej niż wysokość opłaty za zmianę funduszu przed upływem 24 miesięcy od dnia wpłaty transferowej z funduszu dotychczasowego.

Istniejąca konstrukcja niedoboru, choć chroni członków OFE przed szczególnie niskimi stopami zwrotu, nie motywuje PTE do starań o maksymalizację stopy zwrotu. Skłania ona raczej do koncentracji na celu mniej ambitnym – uniknięciu dopłaty. Uwaga ta dotyczy przede wszystkim towarzystw zarządzających stosunkowo niewielkimi funduszami emerytalnymi. Towarzystwa zarządzające funduszami o większych aktywach są w dużej mierze zabezpieczone przed ryzykiem dopłaty wskutek tego, że minimalna wymagana stopa zwrotu konstruowana jest w oparciu o średnią ważoną udziałem w aktywach OFE. Jest to skutek znacznej koncentracji aktywów - trzy największe fundusze zarządzały na koniec grudnia 65% aktywów rynku OFE, natomiast pięć największych – aż 76,9%. Towarzystwa zarządzające funduszami o niewielkich aktywach zmuszone były, z uwagi na ryzyko dopłaty, do dostosowania swych strategii inwestycyjnych do strategii funduszy największych.

Wysokość średniej ważonej i minimalnej wymaganej stopy zwrotu oraz stóp zwrotu uzyskiwanych przez poszczególne otwarte fundusze emerytalne, podanych w komunikatach organu nadzoru przedstawiono w rozdziale III.

3. Wpływ wynagradzania PTE na efektywność polityki inwestycyjnej OFE

Powszechne towarzystwa emerytalne czerpią swoje przychody z dwóch głównych źródeł, jako:

- opłatę dystrybucyjną, określoną jako procent kwoty z wpłacanych składek, z zastrzeżeniem, że potrącenie to jest dokonywane przed przeliczeniem składek na jednostki rozrachunkowe
- opłatę za zarządzanie, w kwocie ustalonej w statucie, jednak nie wyższej niż 0,05% wartości zarządzanych aktywów netto w skali miesiąca. Kwota ta jest obliczana na każdy dzień ustalania wartości aktywów netto funduszu i płaćta w ostatnim dniu roboczym każdego miesiąca.

Powszechne towarzystwa emerytalne uzyskują przychody również z dwóch innych opłat, których znaczenie w całości przychodów PTE jest jednak marginalne:

- opłaty transferowej, wypłacanej w przypadku zmiany funduszu w okresie krótszym niż 24 miesiące od daty wpływu pierwszej składki (jej wysokość określa statut OFE, przy czym nie może ona przekroczyć 40% minimalnego wynagrodzenia i zmniejsza się o 1/8 po każdym kwartale, w którym nie dokonywano zmiany funduszu) oraz
- opłaty manipulacyjnej, wynoszącej 4% minimalnego wynagrodzenia, pokrywającej techniczne koszty przeniesienia do innego funduszu.

W początkowym okresie funkcjonowania rynku OFE dominującym źródłem przychodów powszechnych towarzystw emerytalnych jest opłata dystrybucyjna. Wraz z rozwojem rynku OFE systematycznie rośnie znaczenie opłaty za zarządzanie. Około roku 2012 przychody z opłat powinny się zrównać, a po roku 2020 udział opłaty za zarządzanie w ogóle przychodów PTE przekroczy 70%. Natomiast dane na temat wysokości opłaty dystrybucyjnej według stanu na dzień 31 grudnia 2002 roku zestawiono w tabeli 1.3.

Tabela 1.3.

Wysokość opłat dystrybucyjnych pobieranych przez Otwarte Fundusze Emerytalne

OFE	Opłata w kolejnych latach członkostwa									
	1	2	3	4	5	6 - 10	11-15	16-20	21-25	26 dalej
AIG	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Allianz Polska *)	2002 r. 6,0	2003 r. 5,0	2004 r. 5,0	2005 r. 4,0	2006 r. 4,0	2007 - 2011r. 4,0	2012 – 2016 r. 4,0	2017 – 2021 r. 4,0	2022 – 2026 r. 4,0	2027r. i dalej 4,0
Bankowy	9,9	8,9 **)	8,9	8,7	8,4	8,4	7,4	5,4	2,5	0,0
CU	10,0	10,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Credit Suisse L&P	9,0	9,0	9,0	5,25	5,25	5,25	5,0	5,0	3,5	3,5
DOM	8,9	8,9	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Ergo Hestia	8,9	8,9	8,5	8,5	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9
ING N-N	8,7	8,7	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Kredyt Banku	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Pekao	7,8	7,8	6,0	5,5	5,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5***)
Pocztylion	8,9	8,9	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	2,9	2,9	2,9
Polsat	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
PZU	9,0	9,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	3,0	3,0	3,0
SAMPO	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Skarbiec-Emerytura	7,9	7,9	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Zurich	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0

*) Wysokość opłat jest ustalana według lat kalendarzowych.

***) Opłata w wysokości 8,9% jest pobierana po 20 miesiącach.

****) Po 26 latach opłata wynosi 3,7%, a po 27 latach - 2,5%.

Przyjęty w ustawie o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych sposób wynagradzania powszechnych towarzystw emerytalnych pozwalał na osiągnięcie następujących celów:

- stworzenie rynku instytucji finansowych wyspecjalizowanych w zarządzaniu kapitałem emerytalnym,
- pokrycie kosztów utworzenia części kapitałowej systemu ubezpieczenia emerytalnego w części poniesionej przez akcjonariuszy powszechnych towarzystw emerytalnych,
- zapewnienie akcjonariuszom możliwości osiągnięcia satysfakcjonującej stopy zwrotu z kapitału,
- utrzymanie opłat na poziomie możliwym do zaakceptowania przez ubezpieczonych.

Ustawodawca zdecydował się na umożliwienie powstania wielu podmiotów na nowo tworzonym rynku. Miało to doprowadzić do rywalizacji o klienta i to najlepiej za pomocą stóp zwrotu. Pociągnęło jednak za sobą konieczność zapewnienia powszechnym towarzystwom emerytalnych przychodów jeszcze przed wykazaniem się przez nie satysfakcjonującymi wynikami inwestycyjnymi. Przesądziło to o dopuszczeniu względnie swobodnego kształtowania przez nie wysokości opłaty dystrybucyjnej. Jednocześnie, ustawodawca zdecydował się na ustanowienie maksymalnej dopuszczalnej wysokości opłaty za zarządzanie, której względne znaczenie w strukturze przychodów PTE będzie rosło.

Przyjęty sposób wynagradzania PTE zachęcał nie tyle do starań o maksymalizację stóp zwrotu, ale raczej do pozyskiwania jak największej liczby członków wskutek działań akwizycyjnych. Skupiał się on przede wszystkim na zapewnieniu odpowiednich przychodów powszechnym towarzystwom emerytalnym, na plan dalszy spychając wysokość stóp zwrotu uzyskiwanych przez OFE. Następstwem tego stanu rzeczy jest petryfikacja sytuacji na rynku przy stosunkowo wysokim poziomie opłat.

Malejące znaczenie opłaty od składki kosztem opłaty za zarządzanie coraz wyraźniej ukazuje związek między wielkością zarządzanych aktywów a przychodami. PTE zarządzające małymi funduszami będą miały kłopoty z osiągnięciem trwałej rentowności. Akcjonariusze PTE zarządzających mniejszymi funduszami zdecydują się prawdopodobnie na wyjście z rynku.

Innym ważnym czynnikiem konsolidacji na rynku PTE są procesy koncentracji na światowym rynku finansowym, których efekty dotyczą również rynek OFE. Konsekwencją tego procesu było zmniejszenie się w latach 2000-2002 liczby PTE z 21 do 16.

Podsumowując, należy zauważyć, że istniejący system wynagradzania PTE jest, jak się wydaje, czynnikiem obojętnym z punktu widzenia motywacji towarzystwa do maksymalizacji stóp zwrotu. Istnieje jedynie pewna, bardzo słaba, zależność pomiędzy wysokością opłaty za zarządzanie a uzyskiwaną stopą zwrotu. Znaczenie tej zależności będzie rosło w kolejnych latach. Można ją jednak, przynajmniej na razie, pominąć jako czynnik motywacyjny. Nieco większy wpływ może mieć, szczególnie w długim okresie, ranking funduszy uporządkowanych ze względu na uzyskiwane stopy zwrotu. Nawet pobieżna analiza miejsc zajmowanych przez poszczególne fundusze w tych zestawieniach w latach 2000-2002 wyraźnie ukazuje istnienie dodatniej zależności pomiędzy nimi a wielkością aktywów OFE.

II. PORTFEL INWESTYCYJNY OFE

1. Wstęp

Portfel inwestycyjny stanowi największą i najistotniejszą część aktywów każdego OFE. Na koniec 2002 roku portfel inwestycyjny stanowił ponad 96% wartości aktywów funduszy emerytalnych i poziom ten utrzymuje się stabilnie praktycznie od początku funkcjonowania rynku.

Podstawowe kategorie aktywów w bilansie OFE to:

- portfel inwestycyjny,
- środki pieniężne,
- należności.

Patrząc na bilans od strony pasywów należy wyróżnić:

- kapitały (kapitał funduszu, kapitał rezerwowy i wynik finansowy),
- zobowiązania.

Warto zaznaczyć w tym miejscu, że często stosowaną miarą dla opisu funduszu emerytalnego są aktywa netto. Jest to pojęcie nieco szersze niż portfel inwestycyjny, ponieważ może obejmować także inne składniki aktywów. Wartość aktywów netto odpowiada co do wartości sumie kapitałów razem i stanowi równowartość aktywów pomniejszonych o zobowiązania OFE. Środki te stanowią więc tę część aktywów funduszu, która należy bezpośrednio do członków i stanowi ich kapitał emerytalny w ramach II filaru oraz PTE z tytułu środków zgromadzonych na rachunku rezerwowym.

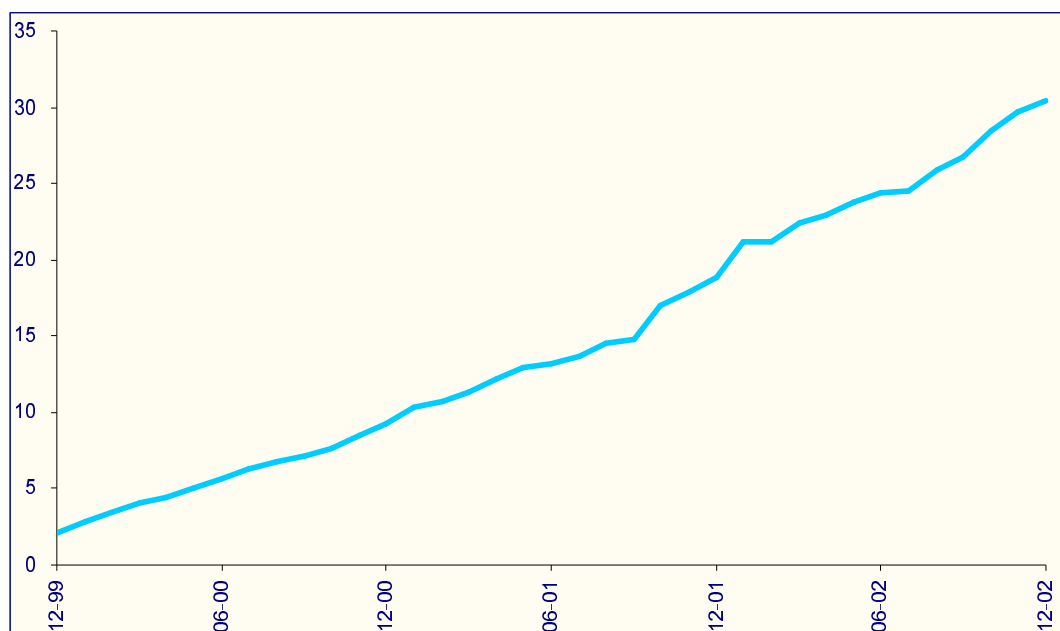
2. Wartość portfela inwestycyjnego OFE

Portfel inwestycyjny OFE rósł systematycznie w latach 2000-2002, głównie za sprawą przekazywania członków przez ZUS. Rok 2000 OFE rozpoczęły z portfelem o wartości nieznacznie przekraczającej 2 mld zł, żeby trzy lata później zarządzać instrumentami finansowymi, których wartość sięgnęła 30,5 mld zł. Do końca 2002 roku ZUS przekazał do OFE nieco ponad 28,1 mld zł. Część tych środków została pobrana przez PTE w formie opłat od składki. Należy zaznaczyć, że ZUS powinien w tym czasie przelać na konta członków OFE środki o znacznie większej wartości, gdyż według różnych szacunków zaległości Zakładu w tym zakresie wynoszą między 6 a 9 mld zł. Jeszcze przez najbliższych kilka lat można spodziewać się przyrostu środków na kontach OFE na podobną skalę, co oznacza że OFE staną się niebawem najważniejszym graczem na polskim rynku finansowym.

Wykres 2. 1.

Wartość portfela OFE

w mld zł



Wydaje się, że na obecnym stadium rozwoju tego rynku fundusze mogą mieć w niedalekiej przyszłości problemy ze znalezieniem odpowiednio rentownych i bezpiecznych pól do inwestowania. Jest to szczególnie istotne w kontekście niezbędnych reform finansów publicznych, które powinny ograniczyć rozmiary deficytu budżetowego i podaży instrumentów skarbowych stanowiących obecnie prawie 70 % wartości portfela OFE.

Tabela 2. 1.

Wartość portfeli poszczególnych OFE

w mln zł

OFE	1999-12-29	2000-06-30	2000-12-29	2001-06-29	2001-12-31	2002-06-28	2002-12-31
CU	630,6	1 657,7	2 649,7	3 844,1	5 438,6	7 082,0	8 724,9
ING N-N	439,6	1 218,4	1 965,1	2 834,8	4 070,7	5 293,7	6 819,4
PZU	332,4	872,9	1 354,8	1 933,8	2 724,0	3 446,8	4 273,9
AIG	164,3	500,3	850,2	1 168,9	1 634,2	2 085,1	2 599,3
Zurich	86,8	228,5	376,1	504,0	691,5	858,8	1 038,4
Bankowy	73,1	189,6	299,8	402,9	602,3	757,9	900,2
SAMPO	66,8	177,7	285,4	402,4	557,2	711,0	873,0
ALLIANZ	29,8	125,2	211,3	319,3	466,7	641,2	806,2
Skarbiec-Emerytura	58,6	141,4	229,6	307,7	432,0	602,2	746,7
Credit Suisse L&P	46,1	140,3	226,7	335,7	453,8	601,0	737,1
Pocztylion	26,6	81,6	147,0	215,5	399,0	509,1	636,6
Ergo Hestia	31,6	84,0	140,7	190,5	269,0	364,2	544,2
DOM	33,8	83,0	131,6	187,1	299,7	436,2	540,8
PEKAO	9,3	38,6	65,6	120,5	319,8	404,3	497,4
ego	31,4	85,8	139,2	191,4	272,3	355,6	422,2
Kredyt Banku	1,4	11,4	27,8	50,4	107,5	181,7	205,3
Polsat	2,8	16,6	34,0	53,8	77,1	102,2	121,8
Pioneer	13,7	36,9	64,6	93,0			
ARKA-INVESCO	4,3	22,8	42,0	62,9			
Rodzina	0,2	3,7	8,4	14,8			
EPOKA	2,8	10,4	17,3				
Razem	2 086,1	5 726,9	9 267,0	13 233,6	18 815,4	24 433,3	30 487,5

Obecna struktura rynku ukształtowała się w zasadzie już na początku funkcjonowania funduszy emerytalnych, czyli w latach 1999-2000. W roku 2001 dokonały się pewne zmiany będące skutkiem przejęć i połączeń między funduszami. Obserwując portfele inwestycyjne

pojedynczych funduszy trzeba w pierwszej kolejności wskazać na istnienie bardzo znacznych różnic w tym zakresie między poszczególnymi podmiotami. Trzy największe OFE dysponują portfelem stanowiącym prawie 2/3 wartości portfela całego segmentu. Najmniejszy fundusz zarządza aktualnie portfelem o wartości mniejszej niż 1,4 % portfela największego podmiotu. Tak znaczne dysproporcje wpływają z pewnością niekorzystnie na konkurencję na rynku, co może w przyszłości odbić się negatywnie na poziomie świadczeń emerytalnych.

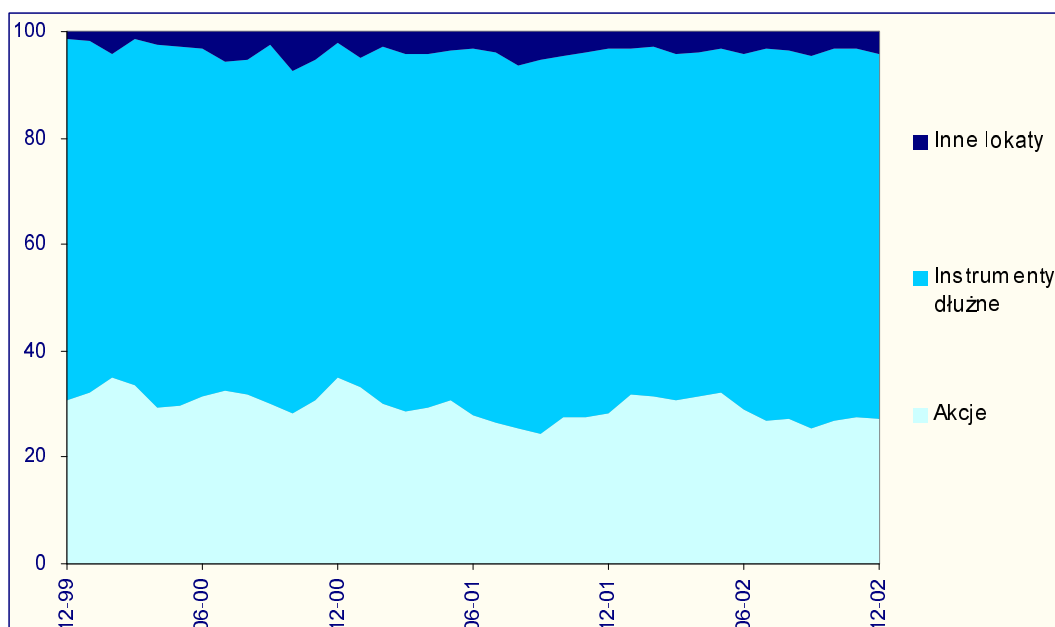
3. Główne kategorie w portfelu inwestycyjnym OFE

Obserwując udział najważniejszych kategorii w portfelu w latach 2000-2002 należy wskazać na znaczącą stabilizację struktury, szczególnie w ujęciu zagregowanym.

Wykres 2. 2.

Najważniejsze kategorie w strukturze portfela OFE

w %%



W badanym okresie udział akcji w portfelu OFE utrzymywał się w zasadzie na poziomie ok. 30% z wahaniami w przedziale 24-35%. Jednak największą część portfela stanowiły instrumenty dłużne (głównie skarbowe), w latach 2000-2002 średnio 2/3 posiadanych środków fundusze lokowały w tej kategorii. Pozostałą część portfela fundusze lokowały w inne kategorie lokat (głównie depozyty), ale inwestycje te należy raczej rozpatrywać w kategoriach krótkoterminowego zarządzania płynnością portfela.

Zaangażowanie poszczególnych funduszy na rynku akcji w latach 2000-2002 zmieniało się w niektórych przypadkach bardzo znacząco. Dotyczy to głównie podmiotów małych i średnich, ponieważ te największe prowadzą dość stabilną i konsekwentną politykę w tym zakresie i to w dużej mierze niezależnie od koniunktury na rynku. Liderem w zakresie obecności na rynku akcji pozostawał w latach 2000-2002 niezmiennie OFE DOM. Podmiot ten inwestuje na rynku akcji ok. 40% swojego portfela i realizuje taki styl zarządzania portfelem dość konsekwentnie. Trzeba zaznaczyć, że tak wysokie zaangażowanie w tę kategorię wynika po części z wyraźnej obecności OFE DOM na rynku NFI. W roku 2002 politykę konsekwentnego ograniczania zaangażowania na rynku akcji prowadziły natomiast dwa fundusze, które planowały połączenie: ego i Skarbiec-Emerytura. Na koniec roku 2002 akcje stanowiły ok. 13% ich portfeli inwestycyjnych. Działania takie wiązały się z porządkowaniem portfela akcji pod kątem przyszłej fuzji aktywów.

Tabela 2. 2.

Udział akcji w portfelach poszczególnych OFE

w %%

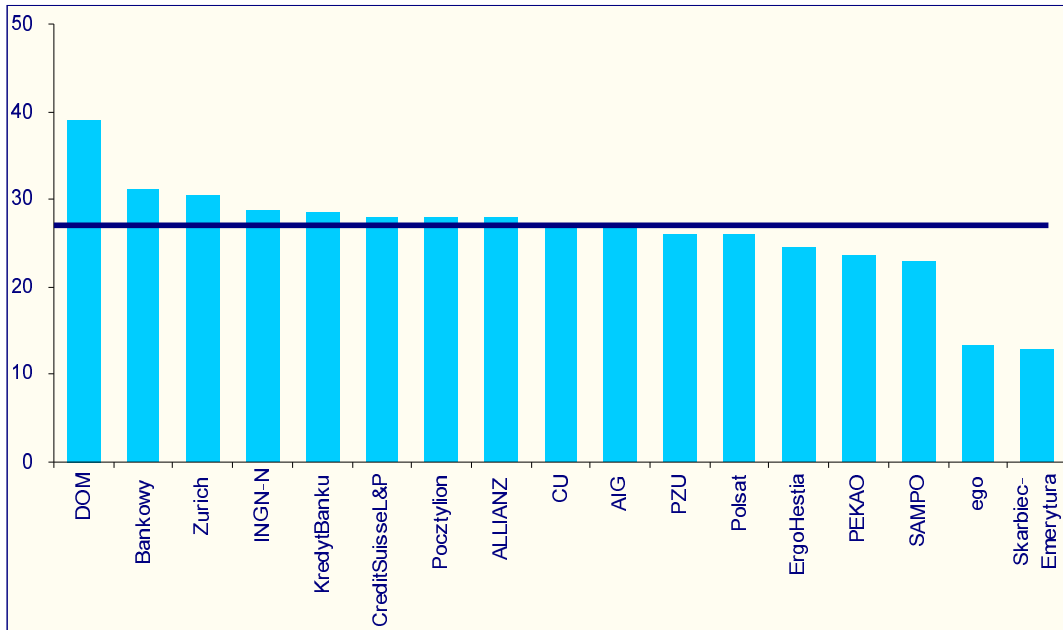
OFE	1999- 12-29	2000- 06-30	2000- 12-29	2001- 06-29	2001- 12-31	2002- 06-28	2002- 12-31
DOM	46,6	39,7	47,5	40,6	39,2	38,7	39,1
Bankowy	37,5	42,1	49,1	35,1	22,6	30,2	31,0
Zurich	26,6	29,7	32,0	30,3	27,4	31,2	30,4
ING N-N	27,4	29,3	31,8	30,1	32,8	29,5	28,8
Kredyt Banku	6,8	8,5	33,0	13,2	14,5	21,3	28,6
Credit Suisse L&P	27,3	36,9	34,1	28,9	25,4	31,6	28,0
Pocztylion	40,3	32,1	44,8	37,4	32,8	29,8	27,8
ALLIANZ	27,1	27,9	36,3	22,8	17,6	27,6	27,8
CU	38,6	30,9	31,7	29,9	31,9	30,8	27,1
AIG	24,2	33,1	42,4	15,7	18,7	27,5	26,9
PZU	27,7	33,8	37,7	25,5	26,9	30,1	26,0
Polsat	32,4	38,1	39,5	23,7	23,8	22,9	26,0
Ergo Hestia	20,1	22,0	29,5	26,9	22,2	26,5	24,5
PEKAO	33,5	38,1	29,4	21,0	19,7	19,3	23,5
SAMPO	11,9	25,1	28,8	24,7	21,1	22,9	23,0
ego	37,0	35,9	36,5	31,4	23,9	25,5	13,3
Skarbiec-Emerytura	24,2	26,9	36,1	29,6	24,9	16,1	12,9
Pioneer	41,3	34,1	28,6	29,1			
ARKA-INVESCO	22,8	30,0	39,4	26,1			
Rodzina	25,4	30,1	18,4	18,2			
EPOKA	13,0	25,7	46,3				
Razem	30,9	31,4	34,9	27,9	28,3	29,1	27,1

Ze względu na alternatywny charakter inwestycji na rynku akcji i papierów dłużnych, fundusze pasywne w zakresie instrumentów udziałowych koncentrują się bardziej na rynku instrumentów dłużnych. Dlatego liderami w zakresie zaangażowania w instrumenty dłużne pozostawały (szczególnie w ostatnich miesiącach) OFE ego i Skarbiec-Emerytura (odpowiednio 86 i 84 % portfela na koniec 2002 roku). Większość funduszy lokowała ok. 65-70% swoich portfeli na rynku instrumentów dłużnych, a tylko dwa przeznaczyły na tę kategorię mniej niż 60% portfela.

Wykres 2. 3.

Udział akcji w portfelach OFE na koniec 2002 roku

w %%



Wykres 2. 4.

Udział instrumentów dłużnych w portfelach OFE na koniec 2002 roku

w %%

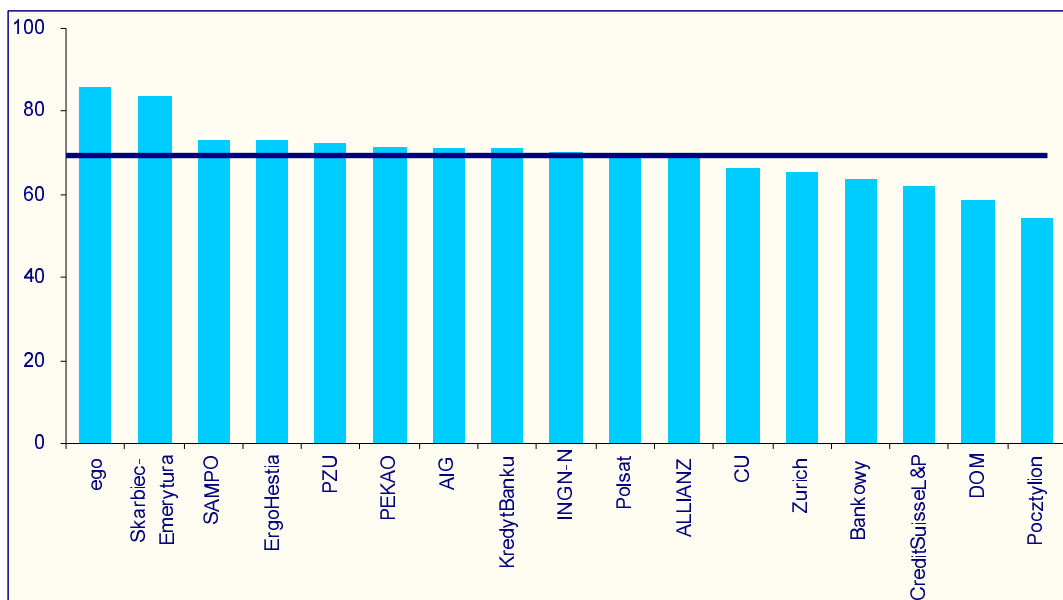


Tabela 2. 3.

Udział instrumentów dłużnych w portfelach poszczególnych OFE

w %%

OFE	1999- 12-29	2000- 06-30	2000- 12-29	2001- 06-29	2001- 12-31	2002- 06-28	2002- 12-31
ego	63,0	64,1	56,7	64,3	74,1	70,3	85,7
Skarbiec-Emerytura	61,0	63,6	56,4	64,3	69,0	70,3	83,7
SAMPO	88,1	74,9	66,5	57,7	74,3	74,7	73,3
Ergo Hestia	71,8	75,0	65,5	71,9	70,9	69,7	73,1
PZU	72,3	66,0	60,4	71,8	71,5	66,9	72,3
PEKAO	58,3	50,3	58,7	72,1	75,0	71,8	71,7
AIG	68,7	63,8	56,2	82,9	79,9	70,8	71,2
Kredyt Banku	71,3	78,8	59,2	70,4	81,0	70,5	71,0
ING N-N	72,6	63,3	67,9	68,3	66,0	69,7	70,2
Polsat	67,6	57,7	59,1	73,5	73,9	74,1	69,6
ALLIANZ	65,1	69,9	62,2	71,1	77,8	70,5	69,6
CU	61,4	67,2	68,3	69,3	64,4	63,1	66,3
Zurich	73,4	66,9	54,4	63,2	58,6	67,1	65,7
Bankowy	62,5	56,3	49,8	64,9	73,3	56,6	63,8
Credit Suisse L&P	68,1	61,1	56,0	53,6	70,5	57,2	62,2
DOM	53,4	57,3	48,6	53,5	54,1	59,5	58,7
Pocztylion	59,7	65,4	54,1	59,2	63,6	69,6	54,1
Rodzina	69,7	67,6	81,4	78,8			
ARKA-INVESCO	77,2	65,3	56,5	71,8			
Pioneer	51,3	62,8	61,1	63,4			
EPOKA	87,0	70,7	48,5				
Razem	67,7	65,3	63,0	69,1	68,5	66,7	68,9

Przedstawiona sytuacja wskazuje, że fundusze prowadzą dość zbliżoną politykę inwestycyjną. Jej kierunek nadają w zasadzie największe podmioty. Małe fundusze zmuszone są głównie przez mechanizm minimalnej wymaganej stopy zwrotu do stałego obserwowania poczynań największych podmiotów i znaczącego uwzględniania ich zachowań w swoich poczynaniach inwestycyjnych. Stan ten nie jest z pewnością w pełni korzystny dla członków funduszy, ponieważ eliminuje z portfeli funduszy (szczególnie mniejszych) możliwość podejmowania odważnych decyzji inwestycyjnych sprzecznych z polityką większości. Jeśli posunięcia inwestycyjne funduszy nie przyniosą oczekiwanego efektu zarządzający muszą liczyć się z dotkliwą karą w postaci nieosiągnięcia minimalnej wymaganej stopy zwrotu i dopłatą. Jednak

sukces inwestycji nie przekłada się na wyraźne nagrody dla zarządzających. Taka asymetria może w dłuższym okresie doprowadzić do daleko posuniętego upodobnienia portfeli inwestycyjnych funduszy obecnych na rynku, może niekoniecznie na poziomie optymalnym.

Tabela 2. 4.

Udział innych lokat w portfelach poszczególnych OFE

w %%

OFE	1999- 12-29	2000- 06-30	2000- 12-29	2001- 06-29	2001- 12-31	2002- 06-28	2002- 12-31
Pocztylion	0,0	2,5	1,0	3,4	3,6	0,6	18,1
Credit Suisse L&P	4,5	2,0	9,9	17,4	4,1	11,2	9,8
CU	0,0	1,8	0,0	0,8	3,6	6,1	6,6
Bankowy	0,0	1,6	1,1	0,0	4,0	13,2	5,2
PEKAO	8,3	11,6	11,9	6,9	5,3	8,9	4,7
Polsat	0,0	4,3	1,3	2,8	2,3	3,0	4,4
Zurich	0,0	3,4	13,6	6,5	14,0	1,7	3,9
SAMPO	0,0	0,0	4,6	17,6	4,6	2,4	3,7
Skarbiec-Emerytura	14,8	9,5	7,5	6,1	6,1	13,6	3,4
ALLIANZ	7,7	2,1	1,5	6,2	4,6	1,9	2,6
Ergo Hestia	8,1	3,0	5,1	1,2	6,8	3,8	2,4
DOM	0,0	3,0	3,9	5,9	6,7	1,8	2,1
AIG	7,1	3,1	1,5	1,4	1,3	1,7	1,9
PZU	0,0	0,2	1,9	2,7	1,6	3,0	1,7
ego	0,0	0,0	6,8	4,3	2,1	4,2	1,0
ING N-N	0,0	7,4	0,3	1,6	1,2	0,9	1,0
Kredyt Banku	21,8	12,6	7,9	16,4	4,5	8,3	0,4
Pioneer	7,4	3,1	10,3	7,5			
Rodzina	4,9	2,3	0,2	3,0			
ARKA-INVESCO	0,0	4,6	4,0	2,1			
EPOKA	0,0	3,6	5,2				
Razem	1,4	3,2	2,1	3,0	3,2	4,1	4,1

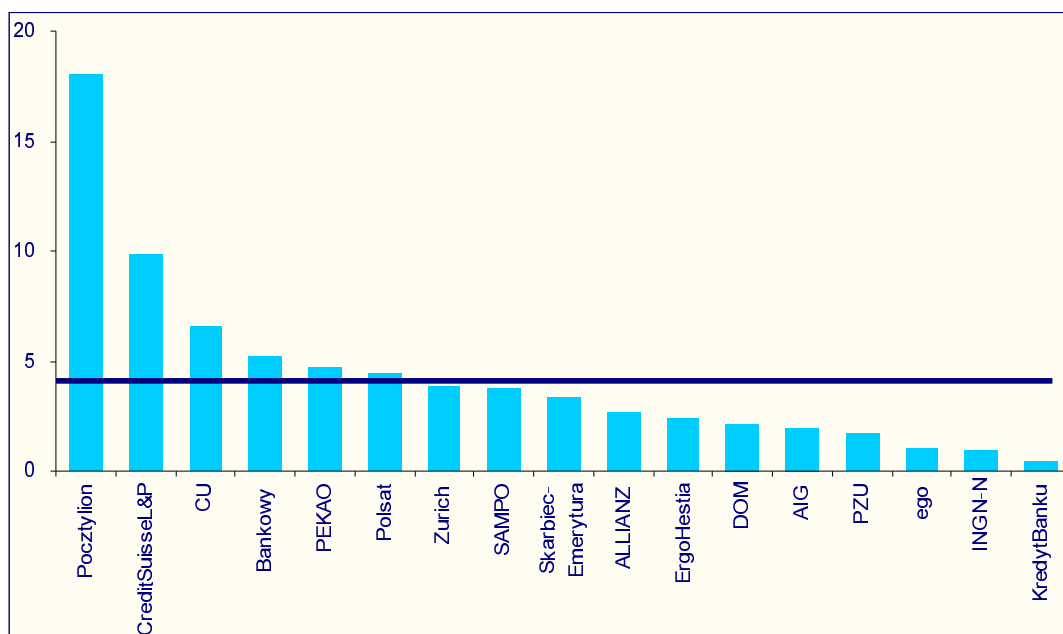
Udział innych, niż akcje i instrumenty dłużne, kategorii inwestycyjnych w portfelach OFE jest niewielki. Wyraźniejszy wzrost zaangażowania w przypadku pojedynczych funduszy wynika z krótkoterminowego przyrostu depozytów bankowych lub bankowych papierów dłużnych (przypadek OFE Pocztylion na koniec 2002r.). Inwestycje te mają jednak najczęściej charakter

incydentalny i dlatego nie wpływają szczególnie znacząco na wyniki inwestycyjne całego portfela.

Wykres 2. 5.

Udział innych lokat w portfelach OFE na koniec 2002 roku

w %%



4. Portfel akcji OFE

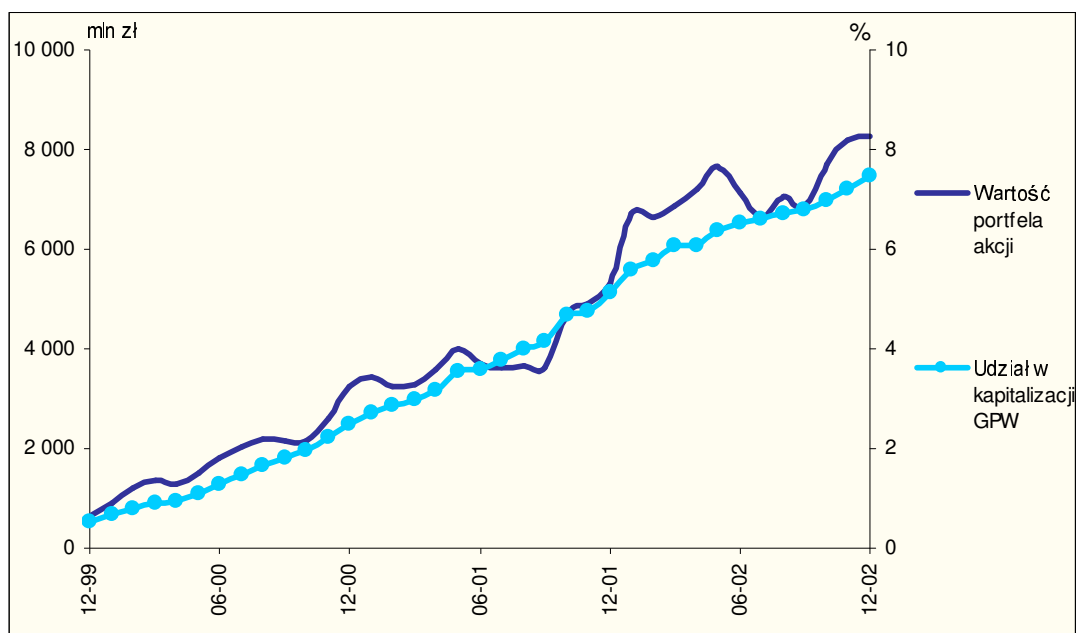
4.1. Portfel akcyjny OFE na tle rynku

W latach 2000-2002 systematycznie rosło znaczenie funduszy emerytalnych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych wynikające ze zwiększania się ilości akcji notowanych spółek w posiadaniu OFE i związanego z tym wzrostu udziału w kapitalizacji giełdy. Na początku okresu portfel akcji znajdujących się w posiadaniu funduszy wart był niespełna 645 mln zł, co odpowiadało wtedy 0,5% kapitalizacji GPW. Na koniec grudnia 2002 w portfelach OFE znajdowały się akcje o rynkowej wartości ponad 8,2 mld zł, co stanowiło prawie 7,5% kapitalizacji całej giełdy.

Wykres 2. 6.

Wartość portfela OFE na tle udziału w kapitalizacji GPW

w mln zł i %



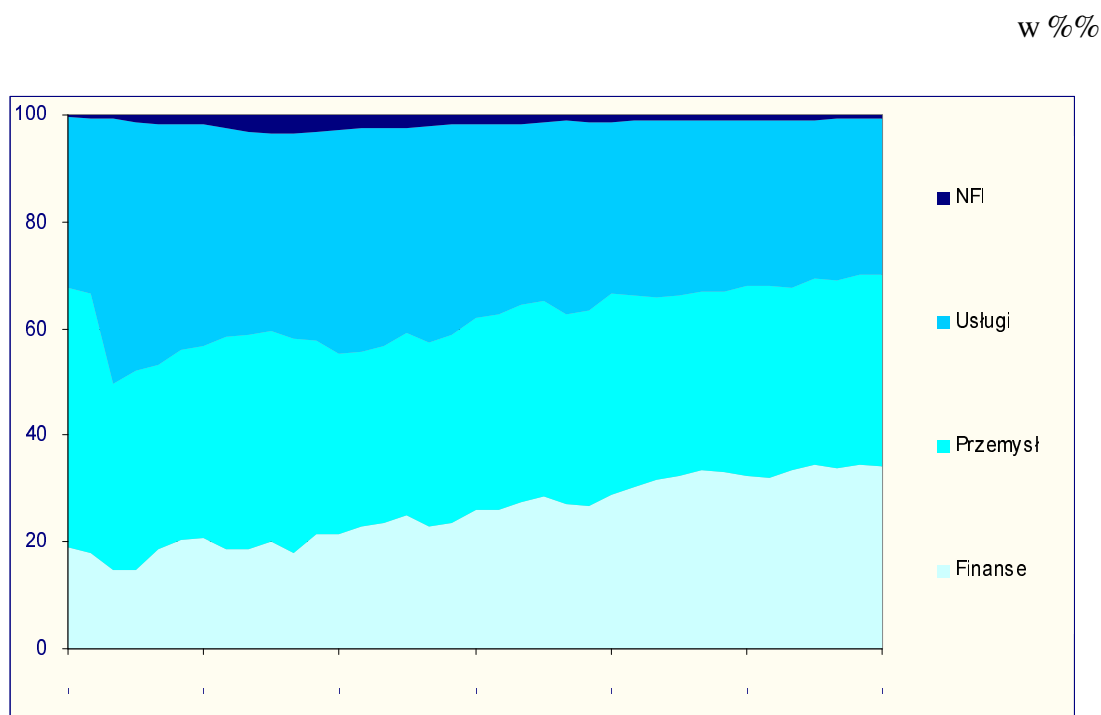
Ze względu na strategię inwestycyjną funduszy i stały dopływ środków w najbliższych latach można oczekiwać dalszego wzrostu zaangażowania kapitałowego OFE na warszawskiej giełdzie. Pojawia się naturalne w tym miejscu pytanie o zdolność naszego rynku do swobodnego wchłonięcia tak znacznych środków. Wydaje się, że bez istotnego zwiększenia liczby spółek, których akcje są notowane na rynku giełdowym, funduszom będzie coraz trudniej znajdować nowe alternatywy inwestycyjne do ulokowania pieniędzy emerytów.

4.2. Akcje według branż

Dokonując analizy portfela akcji funduszy emerytalnych pod kątem branż, w których działają poszczególni emitenci, należy wskazać w pierwszym rzędzie na stopniową i systematyczną ewolucję w tym zakresie.

Wykres 2. 7.

Struktura portfela akcji OFE według sektorów



Fundusze dokonywały w latach 2000-2002 ciągłej alokacji inwestowanych środków ze sfery usług do sektora finansów utrzymując stabilne zaangażowanie w spółki z branż związanych z przemysłem. Proces ten rozpoczął się już w pierwszej połowie roku 2000 i trwał praktycznie nieprzerwanie aż do końca analizowanego okresu. W latach 2000-2002 fundusze emerytalne wykazywały tylko niewielkie zainteresowanie rynkiem NFI, a inwestycje w tym zakresie podejmowały tylko niektóre OFE.

Tabela 2. 5.

Szczegółowa struktura portfela akcji OFE według sektorów

w %%

Sektor	1999-12-29	2000-06-30	2000-12-29	2001-06-29	2001-12-31	2002-06-28	2002-12-31
Finanse, w tym:	19,1	20,6	21,6	26,2	28,8	32,3	34,2
Banki	19,0	19,0	20,5	24,1	28,6	32,0	34,0
Ubezpieczenia	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Finanse pozostałe	0,0	1,4	1,0	1,8	0,0	0,0	0,0
Przemysł, w tym:	48,4	36,0	33,6	35,6	37,7	35,7	35,8
Budownictwo	14,7	4,8	4,0	4,9	4,0	4,1	2,9
Chemiczny	15,5	13,1	16,3	16,1	18,0	18,8	19,0
Drzewny	1,5	3,0	2,1	2,7	3,2	2,8	3,0
Elektromaszynowy	4,0	2,5	0,9	1,0	1,5	0,7	0,9
Lekki	0,2	0,5	0,5	0,4	0,2	0,2	0,1
Mat. budowlanych	1,6	1,6	1,7	1,8	1,8	1,6	1,8
Metalowy	8,5	9,1	7,4	7,4	6,7	4,6	4,7
Spożywczy	2,4	1,4	0,5	1,2	2,2	2,8	3,0
Przemysł pozostałe	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,4
Usługi, w tym:	32,0	41,7	42,0	36,3	32,1	31,0	29,1
Handel	2,0	1,7	1,3	2,8	3,1	2,8	2,6
Informatyka	7,4	14,9	12,7	12,2	10,2	9,8	7,3
Media	3,6	5,6	5,1	4,4	4,3	4,5	2,8
Telekomunikacja	12,0	15,9	19,7	14,7	12,1	11,6	14,5
Usługi pozostałe	7,2	3,7	3,2	2,4	2,5	2,4	2,0
NFI	0,5	1,7	2,8	1,9	1,3	1,0	0,8

Wskazany wcześniej wzrost zainteresowania OFE sektorem finansów kosztem usług rozpoczął się już w pierwszej połowie 2000 roku. Należy pamiętać, że w tym okresie

skończyła się na giełdach całego świata słynna hossą internetową. Proces ten był także wyraźnie widoczny na naszej giełdzie. Firmy z sektora TMT ulegały gwałtownym i głębokim przecenom, co z pewnością odstręczało potencjalnych inwestorów. W tych warunkach fundusze emerytalne były gotowe przeznaczać na zakup firm z tego sektora coraz mniejsze środki i dlatego udział w portfelu malał. Pewnym wyjątkiem jest sektor telekomunikacji, gdzie skala spadku zaangażowania OFE była wyraźnie mniejsza niż w przypadku innych branż TMT. Za sytuację taką odpowiada w głównej mierze TP S.A., której znaczenie dla całej giełdy jest na tyle duże, że fundusze nie mogły sobie pozwolić na wyraźniejsze odchodzenie od akcji największego polskiego operatora telekomunikacyjnego. Podobne zjawisko można zaobserwować w przypadku akcji PKN Orlen. Ponad połowa środków lokowanych przez OFE w sektor firm związanych z przemysłem przeznaczana jest na zakup akcji tej spółki.

Dekoniunktura na rynkach kapitałowych nie oznaczała, że fundusze rezygnowały z inwestycji w akcje, ponieważ systematycznie rosło w tym czasie zaangażowanie funduszy w sektor finansowy, zwłaszcza w akcje banków. Wydaje się, że zachowania takie wynikają z dość popularnego wśród inwestorów przeświadczenia, że to właśnie banki najszybciej wyjdą z kryzysu, w jakim znajduje się nasza gospodarka. Poza tym to właśnie sektor bankowy najbardziej korzysta na wysokich stopach procentowych i dużej podaży rentownych i pozbawionych praktycznie ryzyka papierów skarbowych.

4.3. Największe inwestycje OFE na rynku akcji

Analizując udziały funduszy emerytalnych w poszczególnych spółkach notowanych na giełdzie zwraca uwagę, że dużo uwagi zarządzający poświęcają także mniejszym spółkom. Niestety czasem są to bardzo mało płynne spółki, co może odbić się niekorzystnie na ich kursie w sytuacji kiedy OFE postanowią wyjść z takiej inwestycji. Wzrost udziału w kapitale niektórych spółek wynika z polityki emisyjnej samej firmy. Działo się tak w przypadku Novita S.A., gdzie doszło do umorzenia części akcji i przez to wzrósł udział pozostałych akcjonariuszy, w tym funduszy emerytalnych. Niska płynność tych instrumentów powoduje, że w wyniku tych działań, niektóre OFE dysponują pakietami przekraczającymi 10% udziału w kapitale akcyjnym.

Przykład takich firm jak Kruk czy Tras wskazuje, że zarządzający funduszami skłonni są do znaczącego zaangażowania się w kapitał nowych i potencjalnie prężnych firm, które wchodzi na rynek giełdowy. W czołówce firm, którymi szczególnie interesują się OFE znalazło się także kilka największych i najbardziej płynnych spółek na GPW, tych które wchodzi w skład indeksu WIG20.

Tabela 2. 6.

Największe inwestycje OFE według udziału w kapitalizacji spółek

w %%

Spółka	1999-12-29	2000-06-30	2000-12-29	2001-06-29	2001-12-31	2002-06-28	2002-12-31
Elektrobudowa	3,9	4,6	6,4	14,9	17,8	32,6	39,0
Tras Tychy	0,0	0,0	0,0	0,0	19,2	28,6	34,4
Kruk	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	32,3
Novita	3,6	16,3	19,5	19,8	24,0	24,1	31,3
Computerland	5,2	10,5	13,1	20,7	25,5	25,6	30,5
Kęty	3,5	5,8	10,0	13,8	23,9	27,4	30,0
Echo Investment	4,3	6,1	11,3	13,4	14,1	28,0	28,7
PGF	1,8	2,9	3,9	14,5	19,0	23,2	27,6
Jelfa	2,4	5,6	9,7	19,2	23,1	25,2	24,5
Poligrafia	0,0	2,3	2,6	3,3	22,6	23,8	24,4
Comarch	0,9	3,6	10,8	16,4	19,0	21,2	24,0
Brok-Strzelec	0,0	0,0	13,1	15,1	20,1	22,1	22,3
Krosno	0,0	1,2	3,6	15,5	20,6	20,0	20,6
Farmacol	3,6	6,4	10,4	15,3	19,1	21,3	20,4
Amica	2,9	5,6	4,3	4,7	5,0	12,4	20,1
Prokom	1,0	2,7	6,7	12,2	15,6	17,9	19,1
Permedia	0,0	9,9	16,0	17,2	17,3	18,0	18,6
Orbis	2,8	3,2	7,5	9,4	13,4	17,5	18,1
Dębica	1,0	1,1	4,9	10,7	16,0	17,9	18,1
Emax	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	18,0
Wilbo	0,7	1,2	5,1	10,0	20,9	22,7	17,6
Lentex	5,2	10,8	11,7	14,9	14,4	17,5	17,6
Prosper	0,1	7,8	10,6	14,7	20,8	22,4	17,5
PKN Orlen	0,6	1,6	4,1	5,5	8,8	13,0	15,4

Jednak zdecydowanie największe środki funduszy emerytalnych przeznaczane są na akcje największych spółek. Ze względu na specyfikę naszej giełdy i jej ograniczoną kapitalizację taki proces jest nieunikniony. Duży inwestor jest w pewnym sensie skazany na kilka czy kilkanaście większych spółek. Najczęściej wybór pada więc na firmy składające się na indeks WIG20. Wśród największych pod względem wartości inwestycji OFE znajdują się praktycznie bez wyjątku spółki, które wchodziły lub do niedawna wchodziły w skład tego indeksu.

Tabela 2. 7.

Największe inwestycje OFE według wartości

w mln zł

Spółka	1999-12-29	2000-06-30	2000-12-29	2001-06-29	2001-12-31	2002-06-28	2002-12-31
TP SA	45,5	133,9	334,5	391,2	607,1	815,0	1 193,0
PKN Orlen	65,9	143,6	383,1	412,2	698,7	978,6	1 148,5
PeKaO	25,5	60,8	240,7	333,2	470,4	721,9	952,1
BPH PBK	0,4	39,5	51,9	54,5	92,9	383,9	533,9
BZ WBK	4,8	38,5	70,4	70,3	211,7	303,9	353,8
Prokom	16,2	78,6	147,0	159,4	222,0	358,4	329,0
ING BSK	18,2	35,5	65,1	65,2	136,4	184,1	280,4
BRE	26,4	49,4	81,8	95,9	162,2	222,9	250,8
Kredyt Bank	4,9	14,6	14,2	105,4	182,4	266,6	229,1
Agora	9,3	37,6	81,9	124,7	196,1	270,3	227,2
Frantschach Świecie	9,4	46,8	56,5	74,5	146,1	173,7	219,7
KGHM	33,6	119,8	177,2	184,6	216,1	176,8	215,8
Żywiec	1,7	3,6	4,7	21,1	84,2	154,1	195,6
Computerland	21,3	79,7	97,9	107,6	174,1	202,0	186,2
Kęty	20,2	38,3	46,1	55,9	115,8	126,6	160,0
Stomil Olsztyn	14,0	42,4	69,3	62,2	57,7	120,6	145,5
Orbis	46,1	50,7	89,2	71,8	108,7	149,1	140,8
Dębica	5,7	5,5	22,7	41,5	70,2	101,3	119,6
BIG	1,2	0,0	0,0	4,9	8,8	107,1	107,6
Echo Investment	13,2	24,1	47,8	43,1	43,4	94,0	106,7
Budimex	21,4	20,5	30,3	58,8	89,6	134,9	102,0
PGF	7,7	11,6	13,5	55,4	84,1	88,4	96,6
Bank Handlowy	3,7	16,4	3,8	16,8	39,2	70,0	93,7
Jelfa	5,8	14,2	25,0	54,7	89,2	82,0	77,4
Cersanit	1,7	5,8	21,8	22,8	38,4	49,9	73,8
Amica	8,6	19,0	11,9	7,7	13,3	41,7	61,4

5. Portfel papierów dłużnych OFE

5.1. Wstęp

Największą część swojego portfela inwestycyjnego fundusze emerytalne lokują w instrumentach dłużnych, w zdecydowanej większości skarbowych. Wynika to ze znacznej podaży ze strony ministerstwa finansów przy braku ograniczeń w postaci limitów inwestycyjnych na tę kategorię instrumentów.

Papiery dłużne stanowią doskonałą inwestycję z punktu widzenia funduszu emerytalnego, ponieważ są praktycznie pozbawione ryzyka kredytowego (przykłady Argentyny czy Rosji pokazują, że ryzyko to jednak istnieje). Jednocześnie pozwalają na stabilne realizowanie zysku i to nawet przez długi czas. Realizowaniu takiej strategii sprzyja budowanie portfela opartego na instrumentach o długim okresie zapadalności i o stałym oprocentowaniu. Takie zachowanie jest szczególnie skuteczne w sytuacji spadającej inflacji i stóp procentowych, co miało miejsce w Polsce w ostatnim czasie. Także uwzględniając perspektywę wejścia Polski do Unii Europejskiej strategia przedstawiona powyżej powinna zapewnić odpowiednio wysokie stopy zwrotu.

W polskich warunkach emisja instrumentów dłużnych przez Państwo służy jednak wyłącznie pokryciu wysokiego deficytu finansów publicznych, a nie jest przeznaczana na przedsięwzięcia rozwojowe takie jak nauka, edukacja, promocja kraju za granicą czy wreszcie tworzenie warunków sprzyjających napływowi nowych technologii. Z tego względu środki inwestowane przez OFE w obligacje czy bony skarbowe nie przyczyniają do wzrostu gospodarczego i rozwoju polskiej gospodarki.

5.2. Papiery dłużne według zapadalności

Analizując portfel instrumentów dłużnych funduszy emerytalnych w latach 2000-2002 należy zwrócić uwagę na znaczną stabilność w zakresie jego struktury pod względem okresu zapadalności instrumentów. Praktycznie stale obserwuje się w tym okresie zmniejszanie się udziału instrumentów o okresie zapadalności poniżej 1 roku. Nieznacznie spada także udział papierów o najdłuższym horyzoncie inwestycyjnym. Fundusze dość konsekwentnie i systematycznie powiększają swoje zaangażowanie w instrumenty średnioterminowe, czyli o okresie zapadalności od roku do 5 lat. Trzeba zaznaczyć, że sytuacja taka jest konsekwencją nie tyle specyficznej strategii inwestycyjnej funduszy, co sytuacji na polskim rynku. Emisje instrumentów o długich okresach do wykupu nie są częste i znaczące, a to sprawia że na rynku wtórnym dominują instrumenty średnioterminowe.

Wykres 2. 8.

Struktura portfela papierów dłużnych OFE według okresu zapadalności

w %%

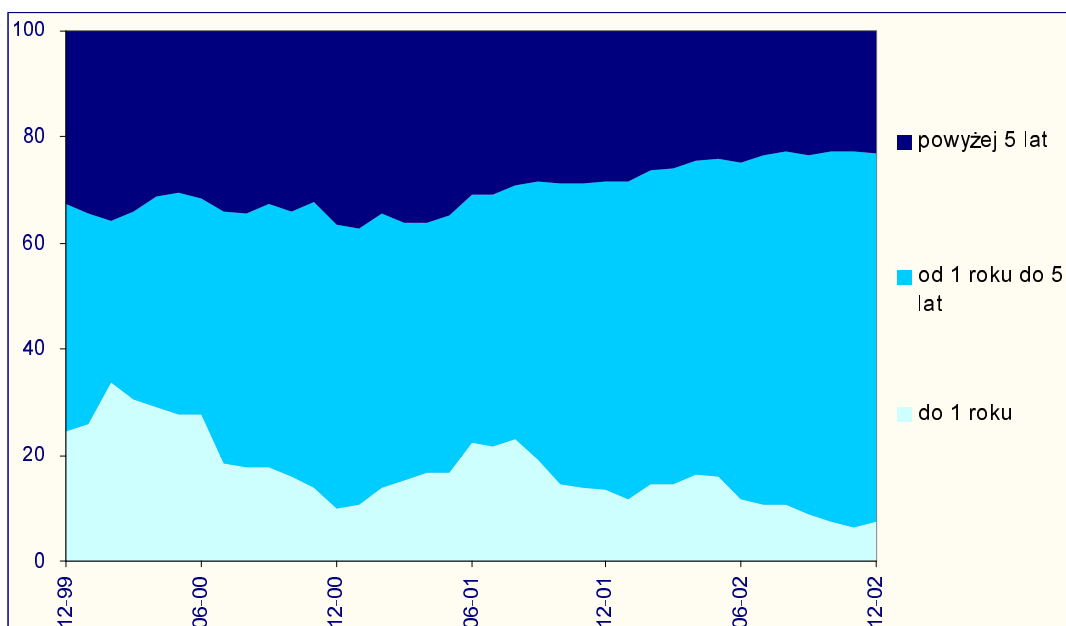


Tabela 2. 8.

Udział instrumentów dłużnych o okresie zapadalności poniżej 1 roku w portfelach papierów dłużnych poszczególnych OFE

w %%

OFE	1999-12-29	2000-06-30	2000-12-29	2001-06-29	2001-12-31	2002-06-28	2002-12-31
Kredyt Banku	0,0	10,4	47,0	69,8	50,9	42,4	50,3
Skarbiec-Emerytura	75,6	39,6	21,4	38,1	14,0	37,2	38,4
Polsat	22,7	22,5	25,5	10,9	42,0	30,2	26,6
PEKAO	53,4	19,8	17,9	21,6	26,1	24,9	25,9
Bankowy	24,7	19,0	1,3	0,5	35,0	3,4	25,5
DOM	6,5	61,9	12,8	43,7	25,8	23,3	22,5
ego	28,6	29,4	4,7	10,3	17,1	19,7	21,9
Credit Suisse L&P	11,2	41,2	19,7	43,0	11,8	23,1	20,2
Pocztylion	15,8	9,7	6,8	32,1	22,8	25,0	18,4
CU	10,1	17,9	6,8	13,2	11,7	14,3	9,1
Ergo Hestia	38,0	28,6	12,0	19,2	20,7	16,0	8,9
Zurich	13,9	52,6	6,2	4,0	14,3	13,5	6,1
ALLIANZ	37,9	31,3	24,9	26,5	28,4	16,8	4,9
SAMPO	43,2	9,5	7,3	2,5	3,5	5,7	4,0
PZU	35,6	33,3	29,6	34,8	17,2	10,0	1,3
AIG	23,8	35,4	5,8	30,5	13,2	15,4	0,0
ING N-N	24,6	29,0	0,0	25,5	3,4	0,0	0,0
ARKA-INVESCO	29,5	37,6	45,8	36,8			
EPOKA	93,1	81,0	90,4				
Pioneer	78,5	22,5	13,5	3,3			
Rodzina	63,6	41,4	64,8	53,4			
Razem	24,4	27,6	10,0	22,4	13,4	11,7	7,5

Opieranie portfela instrumentów dłużnych na papierach krótkoterminowych pozwala na zachowanie bardzo wysokiej płynności. W obecnej sytuacji kiedy praktycznie nie ma wypłat wydaje się, że OFE nie muszą aż tak bardzo zabiegać o płynność. Szczególnie wysokie zaangażowanie w takie instrumenty może raczej wynikać z innych czynników, w szczególności z planów akcjonariuszy PTE. Jeśli towarzystwo zamierza wyjść z rynku to tak płynny portfel OFE stanowi dużą zaletę z punktu widzenia potencjalnego inwestora, gdyż pozwala mu szybko wdrożyć własną strategię inwestycyjną. Wydaje się, że takie argumenty mogą

decydować o wysokim udziale instrumentów tego typu w portfelach OFE Kredyt Banku, Polsat czy Skarbiec-Emerytura.

Tabela 2. 9.

Udział instrumentów dłużnych o okresie zapadalności od 1 roku do 5 lat w portfelach papierów dłużnych poszczególnych OFE

w %%

OFE	1999-12-29	2000-06-30	2000-12-29	2001-06-29	2001-12-31	2002-06-28	2002-12-31
ING N-N	47,3	35,9	54,2	48,2	74,0	87,7	83,0
PZU	42,6	48,7	52,8	47,7	50,6	69,6	82,4
SAMPO	45,5	37,7	47,6	25,9	55,8	60,7	76,9
ALLIANZ	19,6	32,6	40,9	51,4	56,5	55,4	72,1
Zurich	12,1	5,1	31,5	64,1	78,6	69,7	71,9
Credit Suisse L&P	82,7	29,8	63,7	41,1	83,2	74,3	68,8
Pocztylion	84,1	61,9	77,0	51,6	42,2	49,3	65,7
DOM	51,2	12,3	59,3	28,0	53,6	56,7	63,0
AIG	45,8	39,8	56,7	35,2	66,6	52,3	62,7
PEKAO	36,2	57,4	58,3	70,6	54,7	56,3	62,3
CU	44,9	49,8	58,1	49,6	50,3	48,9	61,4
Polsat	55,0	24,6	40,2	49,6	35,2	53,8	58,4
Ergo Hestia	40,8	57,0	47,9	38,0	45,1	54,0	55,4
Skarbiec-Emerytura	24,4	28,2	33,0	30,9	56,4	57,4	54,6
ego	36,0	15,6	49,9	29,1	51,3	46,8	50,2
Kredyt Banku	100,0	89,6	53,1	30,2	49,1	57,7	46,2
Bankowy	18,2	20,7	34,0	61,6	27,6	56,7	27,7
ARKA-INVESCO	49,5	44,4	42,5	27,9			
EPOKA	6,9	19,0	9,6				
Pioneer	7,2	63,2	67,7	78,1			
Rodzina	36,4	58,6	20,6	35,2			
Razem	42,9	40,8	53,5	46,7	58,1	63,6	69,3

W latach 2000-2002 rosło zaangażowanie OFE w instrumenty o okresie zapadalności od roku do 5 lat. Proces ten dotyczył większości funduszy, w tym tych największych. Na koniec 2002 roku prawie 70% portfela instrumentów dłużnych stanowiły obligacje, których okres zapadalności mieścił się w tym przedziale. Tylko w ciągu ostatniego roku, oznacza to wzrost o ponad 10 pkt. proc. Należy zaznaczyć, że instrumenty o takim okresie zapadalności

stanowią obecnie zdecydowanie największą część dostępnych na rynku obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu, a więc ich poważne znaczenie w portfelu OFE jest naturalne.

Tabela 2. 10.

Udział instrumentów dłużnych o okresie zapadalności powyżej 5 lat w portfelach papierów dłużnych poszczególnych OFE

w %%

OFE	1999-12-29	2000-06-30	2000-12-29	2001-06-29	2001-12-31	2002-06-28	2002-12-31
Bankowy	57,1	60,4	64,8	37,9	37,4	39,9	46,9
AIG	30,4	24,8	37,6	34,3	20,3	32,2	37,3
Ergo Hestia	21,2	14,4	40,0	42,9	34,2	30,0	35,7
CU	44,9	32,3	35,1	37,2	38,1	36,9	29,5
ego	35,4	55,1	45,3	60,6	31,6	33,5	27,9
ALLIANZ	42,5	36,0	34,2	22,1	15,2	27,8	23,0
Zurich	74,0	42,3	62,2	31,9	7,1	16,9	22,0
SAMPO	11,3	52,8	45,1	71,6	40,7	33,6	19,1
ING N-N	28,1	35,1	45,8	26,3	22,6	12,3	17,0
PZU	21,8	18,0	17,6	17,5	32,2	20,4	16,3
Pocztylion	0,1	28,5	16,2	16,3	35,0	25,7	15,9
Polsat	22,3	52,9	34,3	39,5	22,8	16,1	15,0
DOM	42,3	25,9	27,9	28,3	20,7	20,0	14,5
PEKAO	10,4	22,8	23,8	7,7	19,2	18,8	11,8
Credit Suisse L&P	6,1	29,0	16,7	16,0	5,0	2,6	11,0
Skarbiec-Emerytura	0,0	32,2	45,7	31,0	29,7	5,4	7,0
Kredyt Banku	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,5
ARKA-INVESCO	21,0	18,0	11,7	35,2			
Pioneer	14,3	14,3	18,8	18,6			
Rodzina	0,0	0,0	14,7	11,4			
EPOKA	0,0	0,0	0,0				
Razem	32,8	31,6	36,6	30,9	28,5	24,7	23,2

Obligacje o dłuższym okresie zapadalności stanowią dla większości OFE tylko uzupełnienie ich portfela dłużnego. W skali rynku inwestycje te stanowią obecnie poniżej ¼ wartości portfela. Wyraźnie większe zaangażowanie wykazuje na tym polu OFE Bankowy – w jego portfelu dłużnym obligacje długoterminowe stanowią prawie 47% wartości. Podmiot ten już

wcześniej znaczne środki lokował w tego typu instrumentach. Można oczekiwać, że w niedługiej przyszłości strategia ta pozytywnie odbije się na jego wynikach inwestycyjnych.

Podsumowując analizę struktury portfela dłużnego OFE w latach 2000-2002, z punktu widzenia okresu zapadalności instrumentów należy wskazać na następujące zjawiska:

- większość funduszy ograniczała swoje zaangażowanie w instrumenty o najkrótszej zapadalności,
- wzrastał udział w portfelach instrumentów o okresie zapadalności 1-5 lat, co świadczy o stopniowym wydłużaniu się horyzontu inwestycyjnego OFE,
- zaangażowanie w instrumenty o najdłuższym horyzoncie inwestycyjnych początkowo nieznacznie spadało, a w ostatnim roku ustabilizowało się. Sytuację taką należy wiązać z dość ograniczoną podażą obligacji długoterminowych na naszym rynku, oraz bardzo płytkim rynkiem wtórnym ww. papierów.
- znacząco odmienne poczynania inwestycyjne poszczególnych OFE w analizowanym zakresie można często wiązać z przygotowaniem do zmian właścicielskich w PTE, do których dochodziło lub ma dojść w najbliższym czasie.

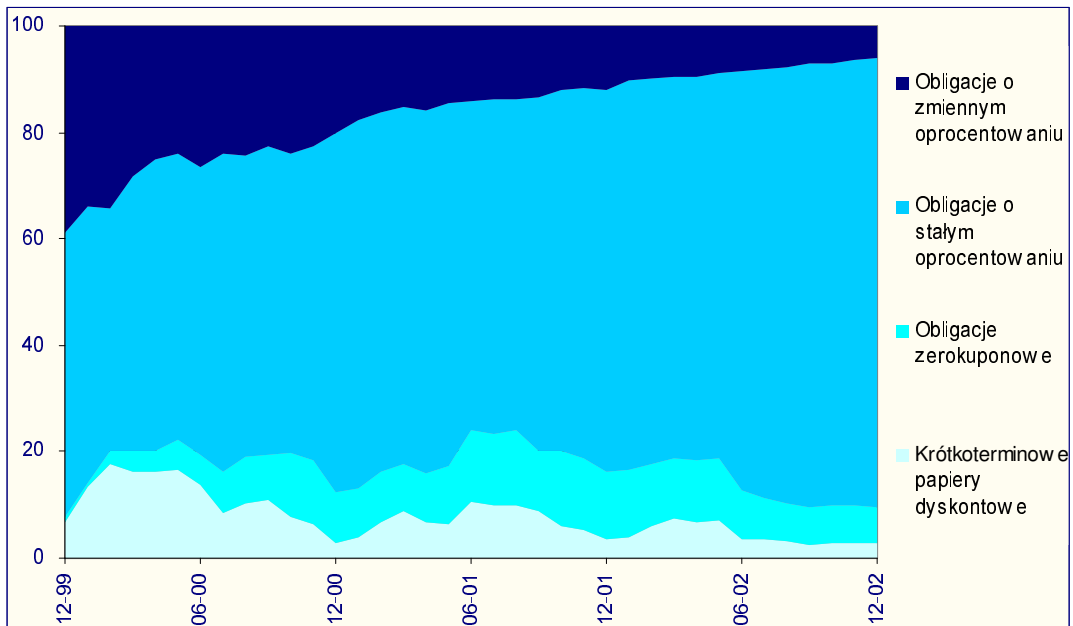
5.3. Papiery dłużne według rodzaju

Kolejnym interesującym przekrojem portfela instrumentów dłużnych jest podział ze względu na rodzaj instrumentów. Najważniejsze rodzaje to obligacje zmienno- oraz stało procentowe, a także obligacje zerokuponowe i krótkoterminowe papiery dyskontowe (głównie bony skarbowe). Wzajemne proporcje tych kategorii w portfelu wyznaczają strategię inwestycyjną zarządzającego i informują o jego nastawieniu do wydarzeń w przyszłości.

Wykres 2. 9.

Struktura portfela papierów dłużnych OFE według rodzaju instrumentów

w %%



Ze względu na specyfikę działalności fundusze emerytalne zainteresowane są najczęściej papierami o stałym oprocentowaniu i długim terminie wykupu. Tego typu inwestycje stabilizują portfel i pozwalają na precyzyjne nim zarządzanie, np. w zakresie płynności. Tego typu strategię realizują także polskie fundusze emerytalne. W latach 2000-2002 podmioty te stale powiększały swoje zaangażowanie w obligacje o stałym oprocentowaniu. Jednocześnie ograniczono środki przeznaczane na obligacje o zmiennym oprocentowaniu i krótkoterminowe papiery dyskontowe.

Tabela 2. 11.

**Udział krótkoterminowych papierów dyskontowych w portfelach
papierów dłużnych poszczególnych OFE**

w %%

OFE	1999- 12-29	2000- 06-30	2000- 12-29	2001- 06-29	2001- 12-31	2002- 06-28	2002- 12-31
Skarbiec-Emerytura	34,7	10,0	12,2	30,7	7,6	17,7	26,6
Polsat	9,8	19,4	21,4	2,4	15,5	7,6	15,6
ego	25,4	20,3	0,0	0,0	7,8	4,9	9,7
Bankowy	0,0	11,5	0,0	0,0	6,0	3,2	9,6
PEKAO	32,3	4,5	5,8	15,8	24,3	19,5	8,0
Kredyt Banku	0,0	10,4	47,0	69,8	39,9	38,4	7,4
Pocztylion	0,0	0,0	0,0	18,1	4,2	9,2	6,8
CU	9,3	11,5	1,5	6,4	1,9	5,6	3,7
DOM	6,5	57,4	7,3	34,9	8,8	3,7	1,5
Ergo Hestia	11,9	3,3	0,0	9,6	6,5	4,4	1,2
Credi Suisse L&P	8,1	29,9	5,2	28,9	0,0	3,3	1,0
Zurich	13,3	52,6	6,2	0,0	4,3	3,3	0,0
SAMPO	1,1	2,7	4,8	1,9	3,3	1,8	0,0
AIG	0,0	16,4	5,8	21,0	5,0	0,0	0,0
PZU	1,6	6,1	2,1	10,1	4,6	0,0	0,0
ALLIANZ	19,7	27,5	10,6	13,3	4,4	0,0	0,0
ING N-N	2,8	11,5	0,0	9,0	0,0	0,0	0,0
EPOKA	92,2	52,9	82,8				
Pioneer	63,2	21,1	11,4	3,3			
ARKA-INVESCO	29,5	15,8	1,9	24,9			
Rodzina	0,0	0,0	0,0	0,0			
Razem	6,7	13,7	2,7	10,5	3,7	3,4	2,7

Zainteresowanie OFE krótkoterminowymi papierami dyskontowymi jest raczej minimalne i zmniejsza się. Największe fundusze już od blisko roku nie wykazują praktycznie żadnej aktywności w tym zakresie, wyjątkiem od tej reguły jest CU, ale nawet ten podmiot rzadko inwestuje więcej niż 5% swojego portfela w tę kategorię. Nieco aktywniej zachowują się niektóre mniejsze podmioty. Doświadczenia polskiego rynku pokazują, że instrumenty te preferują zarządzający, którzy mają w perspektywie wyjście z rynku. Tak postępowały w przeszłości fundusze, które zostały przejęte (Epoka, Arka-Invesco, częściowo Pioneer). W ostatnich miesiącach wyraźniejsze zwiększenie zaangażowania w te papiery można było

zaobserwować w przypadku np. OFE Skarbiec-Emerytura czy OFE ego, a jak wiadomo podmioty te połączyły się w roku 2002.

Tabela 2. 12.

**Udział obligacji zerokuponowych w portfelach papierów dłużnych
poszczególnych OFE**

w %%

OFE	1999- 12-29	2000- 06-30	2000- 12-29	2001- 06-29	2001- 12-31	2002- 06-28	2002- 12-31
DOM	0,0	0,0	0,0	0,0	28,8	41,9	51,1
Kredyt Banku	0,0	0,0	0,0	0,0	40,2	31,4	42,1
Credit Suisse L&P	6,9	18,7	40,5	18,5	13,0	30,9	25,3
Bankowy	6,1	0,0	2,5	0,8	6,2	2,6	12,4
PEKAO	0,0	3,3	3,5	0,0	0,9	6,1	11,6
Pocztylion	2,5	7,3	19,3	17,3	9,5	13,2	11,0
Polsat	0,0	7,5	9,4	4,2	27,2	25,6	11,0
CU	0,4	6,1	11,3	9,8	7,8	5,8	8,3
ego	0,0	0,2	0,0	10,3	11,1	13,6	7,8
Ergo Hestia	2,4	6,9	0,0	18,3	7,7	5,9	7,1
Skarbiec-Emerytura	0,0	2,5	7,8	6,0	9,0	14,7	7,0
Zurich	0,0	0,0	0,0	34,7	26,7	17,0	6,1
AIG	3,3	5,6	3,2	11,0	5,9	12,3	5,5
PZU	0,0	15,2	28,2	21,1	13,6	11,9	5,4
ALLIANZ	5,6	12,7	15,5	19,0	31,6	21,6	4,9
ING N-N	0,0	0,0	0,9	16,5	20,6	4,4	0,0
SAMPO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ARKA-INVESCO	0,0	0,0	12,8	11,6			
Pioneer	0,0	22,6	4,9	0,0			
Rodzina	0,0	0,0	0,4	0,2			
EPOKA	0,0	0,0	0,0				
Razem	0,9	5,8	9,8	13,6	12,7	9,4	6,7

Nieco bardziej istotną częścią portfela dłużnego OFE są obligacje zerokuponowe, jednak także one z czasem ustępują miejsca innym rodzajom instrumentów. Największe zainteresowanie funduszy instrumenty te budziły w roku 2001, kiedy ich udział w portfelu dłużnym sięgał 15%. Obecnie zaangażowanie to spadło o połowę. Są jednak fundusze, które inwestują nieco wbrew większości. Należy tutaj wskazać OFE DOM i OFE Kredyt Banku.

Ich wyniki inwestycyjne w ostatnim czasie każą wątpić, czy była to strategia najwłaściwsza. Charakterystyczne jest także to, że podmioty uzyskujące w latach 2000-2002 najlepsze wyniki inwestycyjne (OFE ING N-N i OFE Sampo) coraz wyraźniej odchodzą od tej kategorii.

Tabela 2. 13.

Udział obligacji o stałym oprocentowaniu w portfelach papierów dłużnych poszczególnych OFE

w %%

OFE	1999-12-29	2000-06-30	2000-12-29	2001-06-29	2001-12-31	2002-06-28	2002-12-31
ING N-N	82,4	78,0	99,1	74,4	79,2	95,5	99,9
Zurich	17,6	22,1	74,1	56,1	68,7	79,6	93,8
PZU	74,3	56,4	53,6	56,9	72,9	81,0	90,9
ALLIANZ	31,1	37,4	53,7	53,7	54,9	71,5	89,5
AIG	60,2	48,2	66,3	54,0	73,6	78,1	89,0
SAMPO	77,3	63,7	62,6	65,4	77,3	83,5	87,7
Ergo Hestia	39,5	69,5	61,3	50,0	63,4	73,2	81,1
PEKAO	34,7	74,2	79,2	84,2	74,8	74,5	80,4
Pocztylion	97,3	71,8	71,5	54,9	79,9	73,4	77,7
CU	22,9	47,9	55,6	61,8	68,4	71,7	75,3
Credit Suisse L&P	78,2	39,2	49,3	52,6	87,0	65,8	73,7
ego	34,9	12,8	71,5	46,3	64,6	63,1	71,9
Bankowy	22,7	25,4	35,2	63,5	59,7	80,6	71,6
Skarbiec-Emerytura	16,1	51,9	59,0	50,6	74,9	61,4	62,2
Polsat	67,3	37,4	51,0	56,3	34,7	52,6	60,2
DOM	75,5	16,6	82,0	53,2	53,7	50,9	47,4
Kredyt Banku	100,0	89,6	53,1	30,2	19,9	26,3	46,4
ARKA-INVESCO	22,9	73,5	78,7	53,8			
EPOKA	0,2	19,0	0,0				
Pioneer	15,3	56,3	83,6	96,8			
Rodzina	61,6	2,9	41,6	76,0			
Razem	53,4	54,1	67,4	61,9	71,6	78,7	84,7

Analiza portfela OFE w latach 2000-2002 wskazuje wyraźnie, że najważniejszą rolę zaczynają odgrywać obligacje o stałym oprocentowaniu. Na początku tego okresu tylko niewiele ponad połowa portfela składała się z tego typu instrumentów, a koniec 2002 roku przyniósł wzrost zaangażowania do prawie 85%.

Dość zdecydowanie prym w tym względzie wiedzie OFE ING N-N, który praktycznie w całości oparł swój dłużny portfel na obligacjach o stałym oprocentowaniu. Na drugim biegunie znajdują się OFE Kredyt Banku i OFE Dom. Podmioty te tylko połowę swojego portfela instrumentów dłużnych ulokowały w tej kategorii. Jak już wcześniej wspomniano na razie strategia gry przeciwko większości nie przynosi sukcesów inwestycyjnych. Podczas ostatniego ogłaszania stóp zwrotu przez KNUiFE oba te podmioty były zagrożone dopłatą wynikającą ze słabych na tle rynku wyników inwestycyjnych.

Oczywiście przesadnym uproszczeniem byłoby wiązanie wyników inwestycyjnych tylko i wyłącznie ze strukturą portfela dłużnego, ale jest to z pewnością jeden z ważniejszych czynników wpływających na osiągnięcia w tym zakresie.

Tabela 2.14.

**Udział obligacji o zmiennym oprocentowaniu w portfelach
papierów dłużnych poszczególnych OFE**

w %

OFE	1999- 12-29	2000- 06-30	2000- 12-29	2001- 06-29	2001- 12-31	2002- 06-28	2002- 12-31
Polsat	22,9	35,8	18,2	37,2	22,7	14,3	13,3
CU	67,5	34,5	31,6	21,9	21,8	16,9	12,7
SAMPO	21,7	33,6	32,6	32,7	19,5	14,7	12,3
Ego	36,7	66,7	28,5	43,4	16,4	18,5	10,7
Ergo Hestia	46,2	20,3	38,7	22,1	22,4	16,5	10,6
Bankowy	71,2	63,0	62,3	35,7	28,1	13,6	6,4
ALLIANZ	43,6	22,5	20,2	14,0	9,1	6,9	5,7
AIG	36,4	29,8	24,8	14,0	15,5	9,6	5,5
Pocztylion	0,3	20,9	9,3	9,8	6,4	4,2	4,5
Skarbiec-Emerytura	49,2	35,6	21,0	12,7	8,5	6,2	4,2
Kredyt Banku	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0	4,2
PZU	24,1	22,4	16,1	11,9	8,8	7,1	3,7
Zurich	68,7	25,3	19,6	9,3	0,3	0,2	0,2
ING N-N	14,8	10,5	0,0	0,0	0,2	0,2	0,1
DOM	18,0	26,0	10,7	11,9	8,8	3,5	0,0
PEKAO	33,0	17,9	11,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Credit Suisse L&P	6,8	12,3	5,0	0,0			
ARKA-INVESCO	47,6	10,7	6,6	9,8			
EPOKA	7,1	23,4	17,2				
Pioneer	21,5	0,0	0,0	0,0			
Rodzina	38,5	97,1	58,0	23,8			
Razem	39,0	26,4	20,1	14,0	11,9	8,5	5,9

Coraz mniejsze znaczenie w portfelach większości OFE odgrywają także obligacje o zmiennym oprocentowaniu. W latach 2000-2002 udział tych instrumentów w zagregowanym portfelu OFE spadał systematycznie z blisko 40% na początku roku 2000 do poniżej 6% obecnie. Zwraca uwagę wysokie zaangażowanie OFE CU na rynku tych instrumentów. Podmiot ten w zasadzie zawsze przodował w tym zakresie. Jednak ogólny trend jest zauważalny również w portfelu tego funduszu, tzn. zarządzający wyraźnie ograniczają zaangażowanie – jest ono jednak praktycznie stale dwukrotnie większe niż średnia rynkowa wśród wszystkich OFE.

6. Inne typy inwestycji

6.1. Wstęp

Inne niż przedstawione wcześniej elementy portfela inwestycyjnego OFE stanowią tylko jego marginalne uzupełnienie. Występowanie tych elementów w portfelach ma różnorodne przyczyny i cele.

Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe stanowią praktycznie tylko element zapewnienia bieżącej płynności funduszu związanej z prowadzoną polityką inwestycyjną opartą na innych kategoriach. Fundusze stosują takie instrumenty w celu krótkoterminowego ulokowania kapitału docelowo przeznaczonego na inne cele inwestycyjne.

Zasadniczo odmienną rolę pełnią inwestycje za granicą. Fundusze podejmują tego typu działania w celu poprawienia dywersyfikacji swojego portfela. Inwestycje tego typu pozwalają także na dostęp do branż i sektorów, które w Polsce praktycznie nie występują. Jednak ze względu na stosunkowo duże skomplikowanie takich operacji tylko nieliczne podmioty decydują się na takie posunięcia.

Pozostałe inwestycje OFE to zakup lub objęcie instrumentów nie mieszczących się dokładnie w żadnej z omawianych wcześniej kategorii. Znaczenie tych instrumentów dla polityki inwestycyjnej jest minimalne.

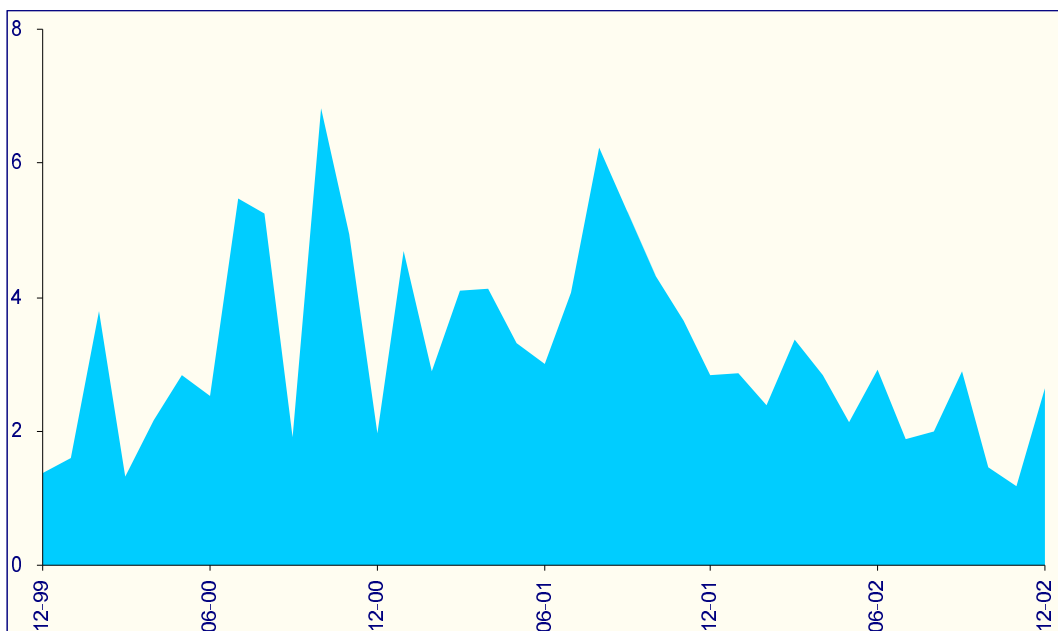
6.2. *Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe*

Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe praktycznie nigdy nie stanowiły istotnej z punktu widzenia wyników inwestycyjnych pozycji w portfelu OFE. Stanowią jednak ważny element w prowadzeniu odpowiedniej polityki inwestycyjnej funduszy. Ze względu na stały dopływ środków do funduszy korzystanie z takich instrumentów pozwala na płynne planowanie i wykonywanie posunięć inwestycyjnych. Obserwacje portfeli OFE w latach 2000-2002 wskazują, że optymalny poziom zaangażowania w tej kategorii wynosi ok. 2-2,5% portfela inwestycyjnego. Przekroczenia tego poziomu występują sporadycznie i są raczej krótkotrwałe. Można je wiązać z głębszą przebudową portfeli dużych funduszy.

Wykres 2.10.

Udział depozytów bankowych i bankowych papierów wartościowych w portfelu OFE

w %%



6.3. Inwestycje za granicą

Inwestycje za granicą długo nie było praktycznie przedmiotem zainteresowania ze strony OFE. Pierwsze tego typu posunięcia pojawiły się już w roku 2000, ale miały charakter incydentalny. Większą aktywność funduszy obserwuje się dopiero od końca 2001 roku. Należy zaznaczyć, że w praktyce działania inwestycyjne na rynkach zagranicznych podejmowały tylko cztery największe fundusze. Prym wiedzie w tej dziedzinie OFE CU, któremu nawet okresowo udawało się niemal w pełni wykorzystać ustawowy limit inwestycyjny wynoszący 5% wartości aktywów netto. Pozostałe podmioty przejawiają znacznie mniejszą aktywność w tym zakresie. Należy zaznaczyć, że lata 2000-2002 nie były najlepszym okresem dla inwestowania pieniędzy poza Polską. Stopy procentowe w naszym kraju są znacznie wyższe niż w Unii Europejskiej czy państwach OECD. Także nasza giełda papierów wartościowych była w tym czasie znacznie silniejsza niż rynki zagraniczne.

Wykres 2. 11.

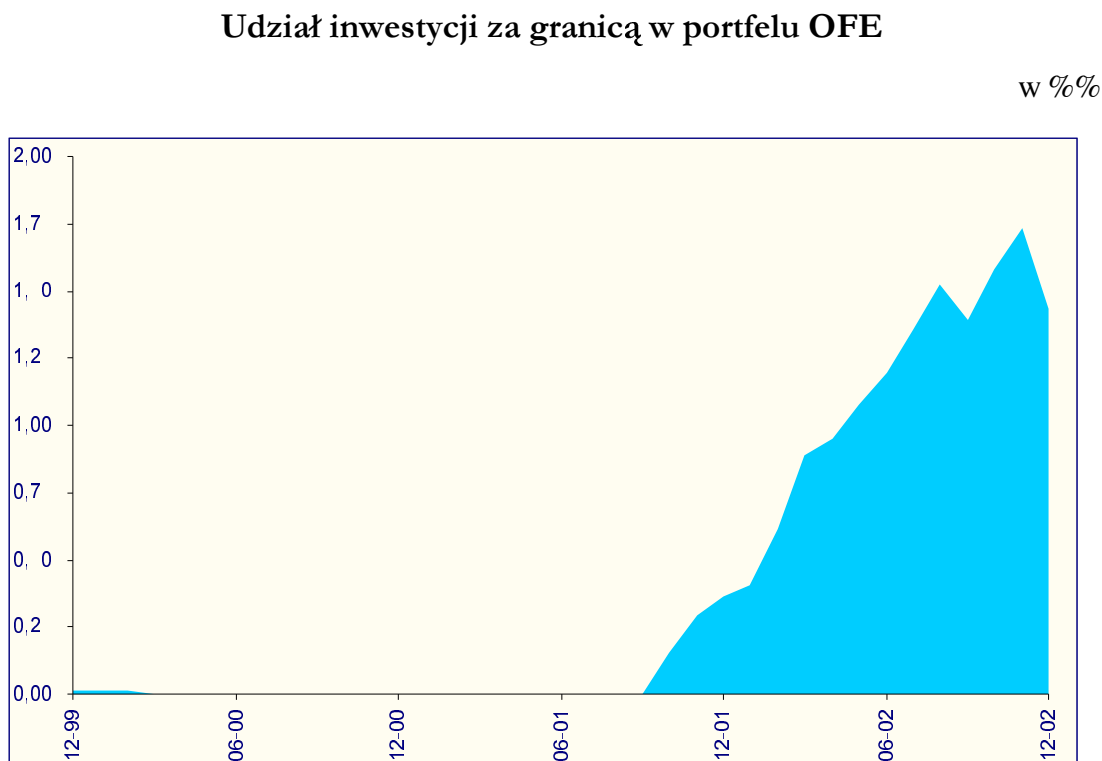


Tabela 2. 15.

Inwestycje za granicą w portfelach OFE

w mln zł i %%

	2001-12-31		2002-06-28		2002-12-31	
	wartość	udział w aktywach	wartość	udział w aktywach	wartość	udział w aktywach
AIG	13,5	0,79	13,9	0,65	10,7	0,40
CU	0,0	0,00	221,7	3,04	383,4	4,23
ING N-N	38,9	0,94	36,7	0,67	27,3	0,39
PZU	0,0	0,00	19,3	0,55	15,9	0,36

Z punktu widzenia waluty, w jakiej emitowane są instrumenty znajdujące się w portfelach OFE zdecydowanie dominuje euro. Na koniec 2002 roku inwestycje w tej walucie stanowiły blisko 80% wszystkich środków zainwestowanych poza Polską. We wcześniejszych okresach udział ten przekraczał nawet 90%. Pozostała część portfela zagranicznego OFE ulokowana została we frankach szwajcarskich i w funtach brytyjskich. Interesującą inwestycją dokonaną poza Polską są obligacje DT denominowane w PLN i notowane na giełdzie w Luksemburgu. Na koniec roku 2002 w portfelu jednego z funduszy znajdowały się instrumenty te o wartości prawie 71,9 mln zł.

Incydentalnie w portfelach OFE pojawiały się także instrumenty notowane w innych niż omówione powyżej walutach, np. forintach węgierskich.

Tabela 2. 16.

Inwestycje OFE za granicą w poszczególnych walutach

w mln zł

waluta	2001-12-31	2002-06-28	2002-12-31
CHF	1,2	12,1	16,9
EUR	46,9	269,5	338,1
GBP	7,0	10,0	10,4
PLN	0,0	0,0	71,9

Zwraca uwagę brak inwestycji denominowanych w dolarach amerykańskich, co wiązać należy z dokonywaniem inwestycji tylko na terenie Europy.

Najważniejszymi rynkami z punktu widzenia OFE były w analizowanym okresie Niemcy i Francja – często inwestycje w tych krajach stanowiły ponad połowę całego portfela zagranicznego funduszy emerytalnych. Obserwuje się także rosnące znaczenie rynków Holandii i Hiszpanii. Udział instrumentów notowanych na rynkach pozostałych krajów był wyraźnie mniejszy.

Tabela 2. 17.

Inwestycje OFE za granicą w poszczególnych krajach

w mln zł

Kraj	2001-12-31	2002-06-28	2002-12-31
Belgia	1,5	3,1	2,4
Finlandia	3,1	25,5	25,1
Francja	12,3	70,3	79,2
Hiszpania	2,9	31,0	53,9
Holandia	9,7	41,2	60,7
Irlandia	1,9	2,3	1,8
Luksemburg	0,0	0,0	72,4
Niemcy	9,4	90,0	84,7
Portugalia	0,9	0,4	0,4
Szwajcaria	1,2	12,1	16,9
Wielka Brytania	7,0	10,0	10,4
Włochy	5,3	5,6	29,6

Na rynkach zagranicznych głównym zainteresowaniem OFE cieszą się instrumenty udziałowe, znacznie mniej uwagi fundusze poświęcały instrumentom dłużnym. Wynika to z małej atrakcyjności zagranicznych obligacji w porównaniu z tego typu instrumentami emitowanymi w Polsce. Wyjątkiem są tutaj wspomniane wcześniej obligacje DT, jednak są one denominowane w PLN i dlatego być może ich oprocentowanie okazało się dla funduszu atrakcyjne. Spośród instrumentów udziałowych fundusze emerytalne wybierały głównie akcje dużych i znanych firm o zasięgu globalnym. W portfelach OFE można więc znaleźć akcje takich firm jak np. Nokia, Siemens, Philips, Telefonica, Deutsche Telecom czy ING Group.

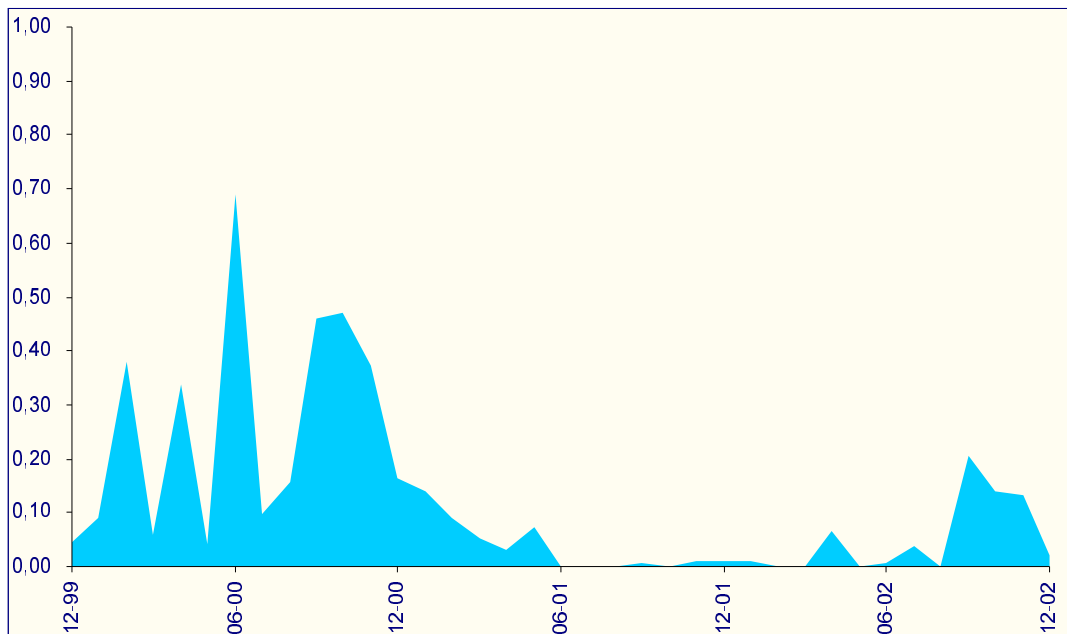
6.4. Pozostałe

Inne niż przedstawione wcześniej kategorie inwestycyjne nie odgrywają większej roli w polityce inwestycyjnej funduszy. W latach 2000-2002 udział tego typu instrumentów stanowił tylko drobny ułamek procenta wartości portfela inwestycyjnego. Najczęściej pojawienie się w portfelu OFE takich papierów wartościowych wynikało z posunięć w zakresie emisji akcji przez spółki notowane na giełdzie. Fundusze emerytalne jako dotychczasowi posiadacze pakietów papierów wartościowych takich firm otrzymywały prawa poboru akcji kolejnych emisji. Jednak sytuacje takie zdarzały się tylko sporadycznie i miały charakter tymczasowy. Z tego względu nie mają praktycznie żadnego znaczenia dla prowadzonej przez zarządzających funduszami polityki inwestycyjnej.

Wykres 2. 12.

Udział pozostałych kategorii lokat w portfelu OFE

w %%



III. EFEKTYWNOŚĆ INWESTYCJI OFE

1. Sposoby mierzenia efektywności inwestycyjnej OFE

Celem działalności towarzystw emerytalnych jest bezpieczne pomnażanie kapitałów członków, za co towarzystwa otrzymują wynagrodzenie w formie opłaty od składki i opłaty za zarządzanie aktywami. Istniejące regulacje prawne obejmują przede wszystkim zapewnienie odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa – poprzez wprowadzenie limitów inwestycyjnych, minimalnej wymaganej stopy zwrotu i codziennego monitorowania aktywności funduszy emerytalnych przez organ nadzoru. Zapewnienie dużych zysków kapitałowych to już kwestia sprawności osób odpowiedzialnych za zarządzanie portfelem inwestycyjnym OFE oraz sytuacji na rynkach finansowych.

By ocenić efektywność inwestycji, należy przedstawić ją w formie łatwego do interpretacji wskaźnika liczbowego, co pozwoli porównać zyskowość oszczędzania w funduszu emerytalnym z innymi potencjalnymi metodami lokowania kapitału, jak również uszeregować poszczególne OFE pod względem jakości zarządzania kapitałem członka.

Wskaźnikiem wybranym przez twórców systemu emerytalnego i zawartym w Ustawie jest dwuletnia stopa zwrotu OFE (w projekcie zmiany ustawy – trzyletnia), oparta o przyrost wartości jednostki rozrachunkowej funduszu. Wskaźnik ten zostanie szczegółowo omówiony w kolejnym podrozdziale. Istnieją alternatywne mierniki efektywności inwestycyjnej, zwłaszcza wewnętrzna stopa zwrotu, używana powszechnie w finansach i bankowości do wyceny zwrotu z inwestycji. Możliwe jest jej obliczenie dla funduszu emerytalnego, co przedstawiono w trzecim podrozdziale.

Od składek wpływających na rachunek członka pobierana jest opłata dystrybucyjna – jest to koszt dla członka funduszu, który nie jest uwzględniony w ustawowej stopie zwrotu OFE. Czwarty podrozdział opisuje metodę wkalkulowania opłaty od składki we wskaźnik efektywności inwestycyjnej. Wreszcie kolejne podrozdziały przedstawiają porównanie wyników funduszy z wynikami innych podmiotów i wskaźnikami rynków finansowych.

2. Efektywność inwestycyjna OFE mierzona wartością jednostki rozrachunkowej

Obecnie obowiązującym, oficjalnym miernikiem efektywności funduszu jest, wyliczana co kwartał, dwuletnia stopa zwrotu oparta na zmianie wartości jednostki rozrachunkowej. Zgodnie z Ustawą „stopą zwrotu funduszu jest wyrażony procentowo iloraz różnicy wartości jednostki rozrachunkowej w ostatnim dniu roboczym miesiąca kończącego kwartał i wartości tej jednostki w ostatnim dniu roboczym miesiąca przypadającego przed 24 miesiącami oraz wartości tej jednostki w ostatnim dniu roboczym miesiąca przypadającego przed 24 miesiącami” (Art. 172)¹.

Jednostka rozrachunkowa (JR) to umowna jednostka udziału w wartości aktywów netto funduszu. Jest ona bliskim odpowiednikiem jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych. Składki członka po potrąceniu opłaty są przeliczane na jednostki rozrachunkowe, zgodnie z aktualną wartością jednostki (WJR). Kapitał członka na rachunku to ilość jednostek rozrachunkowych na rachunku pomnożona przez aktualną wartość JR. Wartość JR na rachunku członka zmienia się razem z wartością portfela inwestycyjnego funduszu, a ilość JR – tylko jako rezultat napływu nowych składek, bądź potrącenia z rachunku opłaty za transfer. Mechanizm ten zobrazowano na schemacie 3.1.

Ustawa określa kryterium minimalnej wymaganej stopy zwrotu, czyli takiego poziomu stopy zwrotu, poniżej którego towarzystwo zarządzające funduszem jest zobowiązane dopłacić do rachunków członków funduszy. Stopa minimalna to połowa stopy średniej, lub stopa średnia minus 4 punkty procentowe – wybiera się mniejszą wielkość. Stopa średnia to ważone stopy

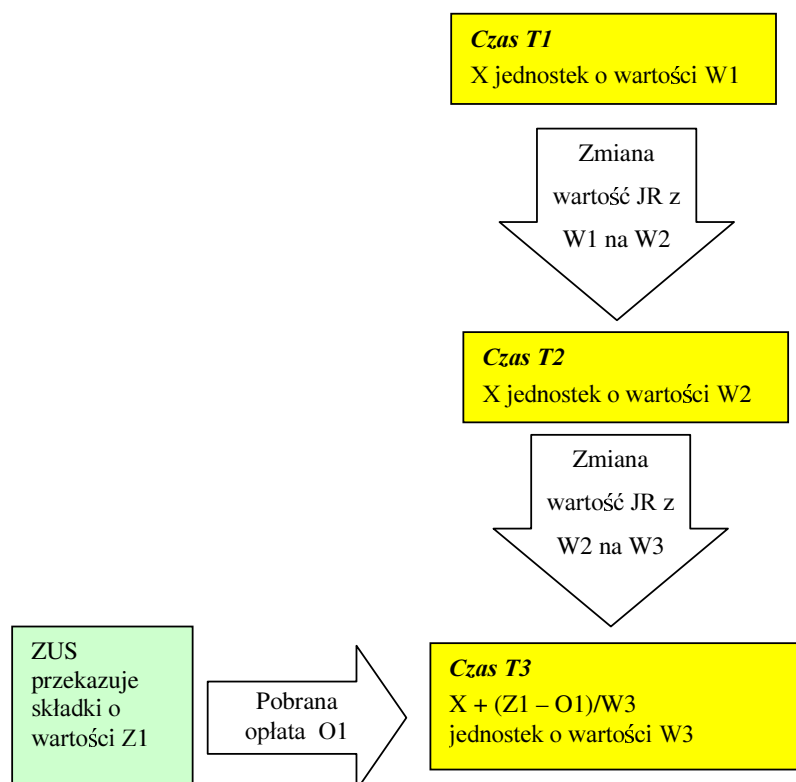
¹ Skierowany do Sejmu projekt zmiany ustawy przewiduje zwiększenie interwału, w jakim obliczane są stopy zwrotu do 6 miesięcy, oraz zastąpienie stopy 24-miesięcznej stopą 36-miesięczną.

zwrotu funduszu, gdzie wagami są sumy udziałów funduszu na początku i na końcu dwudziestoczwemiesięcznego okresu wyceny. Metoda ta faworyzuje podmioty o wyższym udziale, dla których konieczność pokrycia niedoboru pojawi się rzadziej – z drugiej strony większy fundusz wymaga większej dopłaty, *ceteris paribus*.

Stopę zwrotu opartą na zmianie wartości jednostki rozrachunkowej można obliczać za okres dowolnej długości. Ponieważ nie wszystkie fundusze rozpoczynały działalność w tym samym momencie, tylko przyrost wartości JR, a nie jej wartość bezwzględna (np. 15,50 zł) ma znaczenie dla oceny efektywności inwestycyjnej. Tabele 3.1 do 3.3 przedstawiają roczne zmiany wartości JR dla poszczególnych funduszy, odpowiednio w latach 2000, 2001 i 2002. Tabela 3.4 to trzyletni przyrost wartości JR w latach 2000 – 2002, a tabela 3.5 zawiera wielkości z tabeli 3.4 podane w skali roku (czyli zannuizowane). Stopa zwrotu dla rynku to średnia ważona z indywidualnych stóp zwrotu, gdzie metodologia ustalania wag jest identyczna jak w Ustawie.

Schemat 3. 1.

Przeliczanie składek na jednostki rozrachunkowe



Jak dobrze widać z tabel, stopy zwrotu różniły się bardzo tak pomiędzy funduszami, jak i pomiędzy kolejnymi latami. Pomijając ekstremalny przypadek najmniejszego z funduszy: OFE Rodzina w 2000 roku (przejętego potem przez PEKAO OFE, różnice między najgorszym a najlepszym funduszem są podobne we wszystkich latach i wynoszą prawie 10 punktów procentowych. Natomiast średnia stopa zwrotu dla roku 2001 jest o 6 punktów procentowych niższa od stóp z lat 2000 i 2002. Wynika to z faktu, że rok 2001 był najgorszy z tych trzech lat dla giełdy papierów wartościowych, co odbiło się na wartości portfela akcji i zaowocowało niskimi stopami zwrotu.

Tabela 3. 18.

Wartość stóp zwrotu OFE w roku 2000

OFE	Wartość Jednostki Rozrachunkowej (zł)		Wartość Aktywów Netto (mln zł)		Stopa zwrotu z JR (%)	Wewnętrzna stopa zwrotu – IRR (%)
	1999-12-31	2000-12-31	1999-12-31	2000-12-31		
Rodzina	10,73	13,98	0,3	9,2	30,289	24,638
DOM	11,99	14,17	34,9	140,8	18,182	18,020
Zurich	11,34	13,20	96,9	386,2	16,402	16,286
Kredyt Bank	10,65	12,20	1,6	28,8	14,554	15,714
Skarbiec-Emerytura	11,26	13,32	60,1	234,3	18,295	15,449
Pocztylion	11,24	13,16	27,9	156,6	17,082	14,861
ING N-N	11,50	13,30	478,2	2 123,7	15,652	14,548
Polsat	11,42	13,52	2,9	36,7	18,389	13,766
ego	11,88	13,53	34,0	147,3	13,889	12,993
Pioneer	12,00	13,21	13,9	66,1	10,083	12,971
CU	11,55	13,05	678,9	2 878,2	12,987	11,970
ARKA-INVESCO	10,69	12,09	5,3	44,7	13,096	11,731
Ergo Hestia	12,05	13,58	32,4	146,6	12,697	11,566
Credit Suisse L&P	11,32	12,99	50,5	237,7	14,753	11,170
PZU	11,38	12,54	360,2	1 450,9	10,193	10,144
AIG	11,43	12,64	180,6	897,9	10,586	10,104
ALLIANZ	10,88	12,49	30,6	223,9	14,798	9,807
EPOKA	10,66	11,76	3,1	18,1	10,319	8,976
SAMPO	11,85	13,07	75,5	309,6	10,295	8,608
PEKAO	11,28	12,41	10,0	69,2	10,018	7,594
Bankowy	11,90	12,81	77,0	318,5	7,647	4,982
RYNEK	-	-	2 254,9	9 925,1	13,135	12,081

Tabela 3. 2.

Wartość stóp zwrotu OFE w roku 2001

OFE	Wartość Jednostki Rozrachunkowej (zł)		Wartość Aktywów Netto (mln zł)		Stopa zwrotu z JR (%)	Wewnętrzna stopa zwrotu - IRR (%)
	2000-12-31	2001-12-31	2000-12-31	2001-12-31		
PEKAO	12,41	13,56	69,2	328,9	9,267	18,077
PZU	12,54	13,75	1 450,9	2 816,4	9,649	12,726
SAMPO	13,07	14,37	309,6	582,7	9,946	12,480
CU	13,05	14,31	2 878,2	5 648,7	9,655	12,165
Polsat	13,52	14,53	36,7	80,8	7,470	10,622
ING N-N	13,30	14,31	2 123,7	4 140,0	7,594	10,497
ALLIANZ	12,49	13,38	223,9	482,4	7,126	10,298
Credit Suisse L&P	12,99	14,00	237,7	474,1	7,775	10,222
Bankowy	12,81	13,31	318,5	619,3	3,903	9,686
Zurich	13,20	13,94	386,2	705,6	5,606	8,127
Pocztylion	13,16	13,36	156,6	409,2	1,520	7,113
ego	13,53	13,93	147,3	281,7	2,956	5,991
Ergo Hestia	13,58	14,03	146,6	279,2	3,314	5,727
AIG	12,64	12,83	897,9	1 703,5	1,503	5,420
DOM	14,17	14,36	140,8	304,3	1,341	5,335
Kredyt Bank	12,20	12,40	28,8	108,7	1,639	4,885
Skarbiec-Emerytura	13,32	13,32	234,3	443,8	0,000	2,552
RYNEK	-	-	9 787,0	19 409,4	7,302	10,395

Tabela 3. 3.

Wartość stóp zwrotu OFE w roku 2002

OFE	Wartość Jednostki Rozrachunkowej (zł)		Wartość Aktywów Netto (mln zł)		Stopa zwrotu z JR (%)	Wewnętrzna stopa zwrotu – IRR (%)
	2001-12-31	2002-12-31	2001-12-31	2002-12-31		
Bankowy	13,31	15,62	619,3	967,9	17,355	17,049
ING N-N	14,31	16,72	4 140,0	6 996,2	16,841	16,574
SAMPO	14,37	16,54	582,7	914,5	15,101	14,769
PZU	13,75	15,73	2 816,4	4 448,6	14,400	14,234
ALLIANZ	13,38	15,29	482,4	839,7	14,275	14,018
AIG	12,83	14,55	1 703,5	2 696,2	13,406	13,261
Ergo Hestia	14,03	15,84	279,2	555,3	12,901	12,815
Zurich	13,94	15,70	705,6	1 057,8	12,626	12,462
ego	13,93	15,59	281,7	442,3	11,917	11,484
CU	14,31	16,00	5 648,7	9 059,6	11,810	11,387
Skarbiec-Emerytura	13,32	14,85	443,8	764,0	11,486	11,213
Polsat	14,53	16,10	80,8	126,5	10,805	10,667
Pocztylion	13,36	14,68	409,2	658,5	9,880	9,856
Credit Suisse L&P	14,00	15,42	474,1	761,6	10,143	9,763
DOM	14,36	15,82	304,3	545,0	10,167	9,722
Kredyt Bank	12,40	13,58	108,7	214,0	9,516	9,224
PEKAO	13,56	14,52	328,9	517,0	7,080	7,065
RYNEK	-	-	19 409,4	31 564,6	13,581	13,299

Tabela 3. 4.

Wartość stóp zwrotu OFE w okresie 2000 – 2002

OFE	Wartość Jednostki Rozrachunkowej		Wartość Aktywów Netto (mln zł)		Stopa zwrotu z JR (%)	Wewnętrzna stopa zwrotu – IRR (%)
	1999-12-31	2002-12-31	1999-12-31	2002-12-31		
ING N-N	11,50	16,72	478,2	6 996,2	45,391	49,003
PZU	11,38	15,73	360,2	4 448,6	38,225	44,618
SAMPO	11,85	16,54	75,5	914,5	39,578	44,195
Bankowy	11,90	15,62	77,0	967,9	31,261	42,705
ALLIANZ	10,88	15,29	30,6	839,7	40,533	41,478
CU	11,55	16,00	678,9	9 059,6	38,528	39,518
Zurich	11,34	15,70	96,9	1 057,8	38,448	38,808
Polsat	11,42	16,10	2,9	126,5	40,981	36,714
Ergo Hestia	12,05	15,84	32,4	555,3	31,452	34,275
PEKAO	11,28	14,52	10,0	517,0	28,723	34,029
Credit Suisse L&P	11,32	15,42	50,5	761,6	36,219	33,535
AIG	11,43	14,55	180,6	2 696,2	27,297	33,419
ego	11,88	15,59	34,0	442,3	31,229	32,518
Pocztylion	11,24	14,68	27,9	658,5	30,605	31,386
DOM	11,99	15,82	34,9	545,0	31,943	31,061
Skarbiec-Emerytura	11,26	14,85	60,1	764,0	31,883	29,262
Kredyt Bank	10,65	13,58	1,6	214,0	27,512	27,707
RYNEK	-	-	2 232,3	31 564,6	38,056	41,139

Tabela 3. 5.

Średnioroczne stopy zwrotu OFE

w okresie 2000 – 2002

%%

OFE	Roczna stopa zwrotu z JR	Roczna wewnętrzna stopa zwrotu
ING N-N	13,287	14,217
PZU	11,394	13,086
SAMPO	11,756	12,975
Bankowy	9,491	12,585
ALLIANZ	12,011	12,261
CU	11,475	11,740
Zurich	11,454	11,551
Polsat	12,130	10,987
Ergo Hestia	9,544	10,323
PEKAO	8,781	10,255
Credit Suisse L&P	10,853	10,120
AIG	8,377	10,088
ego	9,482	9,839
Pocztylion	9,308	9,526
DOM	9,680	9,435
Skarbiec-Emerytura	9,664	8,932
Kredyt Bank	8,438	8,494
RYNEK	11,349	12,172

Stopa zwrotu oparta na jednostce rozrachunkowej jest wskaźnikiem prostym do obliczenia, ale posiada szereg wad, które można syntetycznie przedstawić w trzech punktach:

- Niejednoznaczne przyporządkowanie – dwa fundusze o identycznych terminach i wysokościach wpłat, o identycznych opłatach od aktywów i aktywach netto w identycznej wysokości na końcu okresu, mogą różnić się wartością JR, a tym samym mieć różne stopy zwrotu. I alternatywnie – mogą się różnić tylko wartością aktywów, a raportować identyczną wartość JR.
- Brak podstawowej funkcji wyjaśniającej – rozpiętość między wartością JR a rzeczywistymi wynikami inwestycyjnymi może być tak duża, że nie pozwala nawet określić, czy inwestowanie przyniosło zysk czy straty. Choć mało prawdopodobna, niemniej możliwa jest sytuacja, gdy raportowany jest wzrost JR i dodatnia stopa zwrotu, podczas gdy w rzeczywistości fundusz przyniósł straty – tj. wartość aktywów jest niższa niż suma wpłaconych składek. Możliwa jest wreszcie sytuacja, że wartość JR spadnie lub wzrośnie, mimo, że fundusz nie odnotował żadnego zysku czy straty (Tak może się zdarzyć w sytuacji, gdy wartość jakiegoś instrumentu najpierw zmienia się, po pewnym okresie powraca do stanu wyjściowego, a w międzyczasie do OFE wpływają nowe składki).
- Sztuczna koncentracja wartości stóp zwrotu – mechanizm wyceny oparty na JR wraz ze specyfiką wpłat do funduszu emerytalnego sprawiają, że wartości JR, a tym samym stopy zwrotu OFE, będą różniły się w mniejszym stopniu niż to wynika z jakości ich polityki inwestycyjnej. Jest to niekorzystne dla funduszy inwestujących bardzo dobrze i wygodne dla podmiotów o słabych wynikach.

Przyczyną powyższych problemów jest to, że metoda obliczania stopy zwrotu opartej na wartości jednostki rozrachunkowej „traktuje” jednakowo wszystkie interwały o tej samej długości pomiędzy początkiem, a końcem okresu, za który stopa zwrotu jest obliczana. Przykładowo: miesięczny przyrost kapitału z 10 zł do 10 zł 50 groszy na początku oszczędzania ma taką samą wagę dla stopy zwrotu opartej na JR, jak miesięczny przyrost kapitału z 1000 na 1050 zł. Metoda obliczania stopy zwrotu oparta na JR dawałaby nieobciążony wynik wtedy, gdyby indeksowany kapitał był ustalony na początku, a potem nie dokonywano by żadnych dopłat. Rachunek emerytalny funkcjonuje jednak inaczej – tu (przynajmniej w teorii) regularnie co miesiąc wpływają nowe kwoty – jest on więc podobny do

ROR'u, z tą zasadniczą różnicą, że pieniędzy nie da się wypłacić. Oznacza to też, że stopa zwrotu oparta na wartości JR jest wskaźnikiem szczególnie niedoskonałym na początku działalności systemu, gdy aktywa funduszy szybko przyrastają, a potem – gdy się ustabilizują, jej potencjalne wady stają się mniej istotne.

3. Efektywność inwestycyjna OFE mierzona wewnętrzną stopą zwrotu

Wskaźnikiem powszechnie stosowanym w finansach do oszacowania rzeczywistej stopy zwrotu z kapitału jest wewnętrzna stopa zwrotu (IRR – internal rate of return). Obliczenie IRR jest odwrotnością procesu liczenia wartości bieżącej netto (NPV), i – dla okresu o długości n jednostek – sprowadza się do znalezienia pierwiastka wielomianu n -tego stopnia. Dokonuje się tego metodą przybliżoną, za pomocą iteracji, jako że nie istnieje wzór ogólny dla wielomianów stopnia większego niż czwarty.

Stopa zwrotu jest metodą dającą bardzo jasne przyporządkowanie stopy zwrotu do faktycznego przyrostu kapitału. Z dwóch funduszy o takich samych kapitałach początkowych i identycznej wartości wpłat rozłożonych identycznie w czasie ten, który posiada wewnętrzną stopę zwrotu faktycznie zarobił więcej kapitału. Dla stopy zwrotu z JR zależność taka nie musiałaby istnieć. Dodatnia IRR zawsze oznacza wypracowany zysk, a ujemna – stratę, co również nie jest oczywiste dla stopy z JR.

Wady wewnętrznej stopy zwrotu są następujące – jest to metoda z matematycznego punktu widzenia dużo bardziej skomplikowana, korzystająca z większej liczby informacji (uwzględnia wszystkie przepływy i międzyczasowe zmiany wartości portfela, a nie tylko te z początku i końca okresu). Wewnętrznej stopy zwrotu nie zawsze da się ustalić w sposób jednoznaczny, gdy przepływy kapitałowe mają różne znaki – tj. gdy na rachunek dokonujemy zarówno wpłat, jak i wypłat pieniędzy – wówczas bowiem wspomniany wyżej wielomian może mieć więcej niż jeden pierwiastek rzeczywisty. Dla obecnych danych, gdy nie ma wypłat emerytur, a jedynie niewielkie ubytki środków u funduszy z ujemnym saldem transferów problem ten się jeszcze nie pojawia. Niemniej w przyszłości, gdy zaczną się wypłaty emerytur, policzenie IRR dla funduszu może okazać się niemożliwe.

Tabele 3.1 do 3.3 przedstawiają roczne zmiany wartości wewnętrznej stopy zwrotu dla poszczególnych funduszy, odpowiednio w latach 2000, 2001 i 2002. Tabela 3.4 to trzyletnia IRR w latach 2000 – 2002, a tabela 3.5 zawiera wielkości z tabeli 3.4 podane w skali roku (czyli zannuizowane). Stopa zwrotu dla rynku to średnia ważona z indywidualnych stóp zwrotu, gdzie metodologia ustalania wag jest identyczna jak w Ustawie dla stóp zwrotu opartych na JR. We wszystkich tabelach fundusze posortowano zgodnie z malejącą wartością IRR. Jak łatwo można odczytać z tabel, pozycja funduszu w rankingu opartym na IRR nie zawsze pokrywa się z pozycją w rankingu opartym na stopie z JR, choć dodatnia korelacja między miarami jest dobrze widoczna. Różnica w wysokości tych dwóch różnych wskaźników efektywności dla tego samego podmiotu może sięgać kilku punktów procentowych, podobnie – fundusze mające niemal identyczne IRR, mogą mieć stopy z JR różne o trzy punkty procentowe i vice versa. Najlepszy wynik IRR dla PEKAO w roku 2001 i najgorszy dla roku 2002 to efekt uboczny bardzo dużego relatywnego zwiększenia portfela tego OFE związanego z przejęciami trzech mniejszych podmiotów. Gdy fundusz osiągał dobre wyniki przy jednoczesnym znaczącym wzroście aktywów i trendzie wzrostowym na GPW wówczas stopa wewnętrzna była bardzo wysoka. Gdy dla wysokich aktywów rozpoczął się na giełdzie trend spadkowy, wyniki OFE okazały się z kolei bardzo słabe.

4. Pomiar efektywności inwestycyjnej uwzględniający strukturę opłat funduszu

Jednym z ważniejszych problemów poruszanych przez ekspertów i stanowiącym przedmiot zainteresowania członków OFE jest kwestia porównywalności wyników OFE z wynikami innych podmiotów działających na rynku finansowym. Nie chodzi tu tylko, wbrew pozorom, o określenie, czy np. oszczędzając na emeryturę indywidualnie w banku osiągnęlibyśmy większą stopę zwrotu. Nie można tak stawiać problemu, bowiem fundusze mają inne możliwości inwestowania niż np. banki inwestycyjne, co wiąże się z naciskiem na minimalizację ryzyka dla przyszłych emerytów i z faktem, że środki OFE są częścią finansów publicznych, a minimalną emeryturę gwarantuje skarb państwa. Niemniej ze względów metodologicznych warto stosować tę samą metodę oceny efektywności inwestycyjnej dla możliwie wszystkich podmiotów.

Powszechnie Towarzystwa Emerytalne pobierają dwa rodzaje opłat – opłatę od składki i opłatę za zarządzanie aktywami funduszu emerytalnego. Ta druga opłata jest uwzględniona explicite w stopie zwrotu funduszu emerytalnego, więc jej istnienie nie stanowi żadnego problemu dla metodologii porównań. Inaczej jest z opłatą od składki – jest ona pobierana przed przeliczeniem składek na jednostki rozrachunkowe, więc nie zostaje uwzględniona w stopie zwrotu. Ponieważ inne instytucje finansowe, jak np. banki, nie pobierają tego typu opłat, jasne jest, że nie jest sensowne porównanie stopy zwrotu funduszu emerytalnego, ze stopą zwrotu np. banku (tj. stopą procentową lokaty terminowej) na potrzeby określenia zwrotu z kapitału.

Problem można zilustrować prostym przykładem: wpłacamy 1000 zł na rok do funduszu, który od tej kwoty na początku pobiera opłatę 5%, a resztę inwestuje na rok na 8%. Po roku stan rachunku wynosi:

$$1000 \text{ zł} * (100\% - \text{opłata } 5\%) * (108\% \text{ kapitalizacja}) = 1026 \text{ zł}.$$

Tak naprawdę nas (czy członka OFE) interesuje zysk z całości wpłaconej kwoty (całości przekazanych składek), który w powyższym przypadku wynosi tylko 2,6%, nawet jeśli pieniądze po pobraniu opłaty inwestowano na 8%. Zauważmy też, że gdyby pieniądze te inwestowano przez dwa lata, wówczas stan rachunku wynosiłby 1108 zł, co daje stopę zwrotu za dwa lata 10,8%, czyli roczną stopę zwrotu 5,27%. Jak widać, istnienie opłaty dystrybucyjnej powoduje, że dla identycznego stałego zwrotu z kapitału rzeczywisty zwrot w skali roku różni się w zależności od okresu czasu inwestowania. Im dłużej środki są inwestowane, tym rzeczywista stopa zwrotu dla całego kapitału będzie bliższa stopie zwrotu z inwestycji kapitału pozostałego po pobraniu opłaty.

Widzimy więc, że pytanie „jak opłata od składki wpływa na rzeczywistą roczną stopę zwrotu z kapitału?” ma sens tylko wtedy, gdy określimy horyzont czasowy obliczeń. Obliczenie rzeczywistej stopy zwrotu uwzględniającej strukturę opłat każdego z funduszy pozwoli porównać fundusze z innymi podmiotami, ale również – co jest nawet ważniejsze – porównać rzeczywistą efektywność między funduszami. Można sobie bowiem wyobrazić sytuację, że dwa fundusze raportują identyczną stopę zwrotu z JR czy nawet posiadają identyczną stopę wewnętrzną, ale jeden pobiera wyraźnie niższe opłaty od składki, tak więc pozwala swoim członkom zarobić więcej pieniędzy na emeryturę. Inną ważną przyczyną dokonania takiej operacji, jest oszacowanie jak istotna dla kapitału członka, w porównaniu np. ze stopą zwrotu, jest opłata od składki.

Ponieważ aktywa OFE są kombinacją rachunków członków rozpoczynających oszczędzanie w różnym czasie i o różnym profilu czasowym dochodów, lepiej będzie obliczyć rzeczywistą stopę zwrotu OFE z uwzględnieniem opłat, którą nazwiemy IRR Brutto dla pojedynczego, idealnego członka, który co miesiąc wpłaca na rachunek 100 zł składki, indeksowanej rocznie nominalnym wzrostem płac na poziomie 5%. Przyjęto, że stopa zwrotu funduszu odpowiada rocznej stopie wewnętrznej za okres 2000 – 2002. Tabela 3.6 przedstawia o ile opłaty redukują stopę zwrotu (pokazują więc różnicę między IRR netto, a IRR brutto) w zależności od okresu oszczędzania. Obserwowane bezwzględne różnice w wartości tego parametru nie są duże między funduszami, przy czym użycie do obliczeń różnych stóp zwrotu nawet nieco je zawyża, dla okresu 30 lat różnice nie przekraczają 0,3 punktu procentowego, natomiast różnice względne są znaczne (redukcja stopy zwrotu dla OFE ALLIANZ jest dwukrotnie

mniejsza niż dla OFE Zurich)². Widzimy, że opłata od składki w długim horyzoncie czasowym jest dużo mniej ważna niż stopa zwrotu – przewaga jednego punktu procentowego w rocznej stopie zwrotu między funduszami o identycznej strukturze opłat dawałaby dużo większe różnice w zgromadzonym kapitale emerytalnym niż te, jakie wystąpiłyby przy tych samych stopach zwrotu między najdroższym a najtańszym funduszem (jeśli chodzi o opłatę od składki).

Tabela 3. 6.

**Redukcja wewnętrznej stopy zwrotu OFE przez opłatę od składki,
zależnie od okresu oszczędzania**

OFE	Wewnętrzna stopa zwrotu IRR netto – średniorocznie za okres 2000 – 2002 (%)	Redukcja wewnętrznej stopy zwrotu (pkt. proc) - dla różnych okresów oszczędzania w funduszu				
		3 lata	10 lat	20 lat	30 lat	40 lat
ING N-N	14,2	6,01	1,38	0,59	0,36	0,25
PZU	13,1	6,43	1,59	0,65	0,37	0,25
SAMPO	13,0	6,12	1,70	0,77	0,47	0,33
Bankowy	12,6	7,28	1,89	0,78	0,42	0,28
ALLIANZ	12,3	4,68	1,05	0,44	0,27	0,19
CU	11,7	6,19	1,16	0,48	0,29	0,20
Zurich	11,6	6,87	1,93	0,89	0,55	0,39
Polsat	11,0	6,46	1,83	0,84	0,52	0,37
Ergo Hestia	10,3	6,65	1,78	0,81	0,50	0,36
PEKAO	10,3	5,45	1,19	0,51	0,31	0,22
Credit Suisse L&P	10,1	6,82	1,40	0,59	0,34	0,23
AIG	10,1	6,43	1,83	0,86	0,54	0,38
ego	9,8	5,96	1,70	0,80	0,50	0,35
Pocztylion	9,5	6,38	1,69	0,78	0,49	0,35
DOM	9,4	5,63	1,18	0,51	0,31	0,22
Skarbiec-Emerytura	8,9	5,46	1,38	0,63	0,40	0,28
Kredyt Bank	8,5	6,00	1,74	0,83	0,52	0,38
RYNEK OFE	12,2	6,20	1,55	0,68	0,41	0,28

² Po wprowadzeniu nowych regulacji ustawowych, nakładających limit maksymalny na opłatę od składki, nastąpi dalsza unifikacja.

5. Efektywność inwestycyjna OFE na tle innych wskaźników rynku finansowego

W celach poznawczych można porównać wyniki funduszy emerytalnych z innymi wskaźnikami rynku finansowego, pamiętając o ostrożnym wysuwaniu wniosków na temat alternatywnych możliwości lokowania środków, jako że OFE stanowią część finansów publicznych – na co zwrócono uwagę w podrozdziale 4.

Porównując wyniki OFE z inflacją możemy ocenić, czy fundusze osiągnęły realną stopę zwrotu, a więc realnie, a nie tylko nominalnie pomnożyły kapitał. Portfel funduszy składa się w większości z papierów dłużnych, plus część akcji – porównując go z rentownością bonów skarbowych jak i zmianami wskaźników giełdowych możemy ocenić, czy OFE lokowały się pod względem efektywności nad, czy poniżej całego rynku papierów dłużnych i udziałowych. Wreszcie użyteczną informacją do porównań może być zysk z lokat dwunastomiesięcznych uzyskiwanych przez gospodarstwa domowe. Zestawienie rocznych średnich wewnętrznych stóp zwrotu OFE z innymi wskaźnikami zawiera tabela 3.7.

W tabeli zawarto również roczne, ważone aktywami, stopy zwrotu funduszy zrównoważonych (dla podmiotów działających w okresie 2000 - 2002), które mogą być traktowane jako w pełni komercyjne bliźniaki funduszy emerytalnych, chociaż oczywiście skala ich działalności jest dużo mniejsza, co też ma pewien wpływ na wyniki (aktywa funduszy zrównoważonych to nieco ponad miliard zł).

Tabela 3.7.

Efektywność inwestycji OFE
na tle wybranych wskaźników rynku finansowego

%%

Wskaźnik	ROK		
	2000	2001	2002
Wewnętrzna stopa zwrotu OFE	12,08	10,39	13,30
Inflacja roczna	8,49	3,55	0,84
Stopa Referencyjna NBP (na koniec roku)	19,00	11,50	6,75
Lokata 12M dla ludności (na koniec roku)	15,03	7,99	4,56
Rentowność bonów 52 tyg. (ostatni przetarg w roku)	17,27	10,77	5,69
Zmiana indeksu WIG	-1,31	-21,99	3,36
Zmiana Indeksu WIG 20	1,54	-33,47	-2,59
Ważona stopa zwrotu funduszy zrównoważonych	9,02	-4,47	4,72

IV. ANALIZA DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ OFE

1. Normatywne aspekty polityki inwestycyjnej OFE

Politykę inwestycyjną OFE determinuje rozdział 15 ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, zatytułowany „Działalność lokacyjna funduszy emerytalnych” (dalej: Ustawa), oraz rozporządzenie Rady Ministrów „w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może być ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne” (dalej: Rozporządzenie). Zapisy ustawy mają charakter ramowy. Szczegółowe procentowe limity dla poszczególnych kategorii lokat określa rozporządzenie. Jego rola jest tym bardziej istotna, że w Ustawie znajduje się daleko idąca delegacja dla Rady Ministrów w zakresie określania dodatkowych kategorii lokat, nie wymienionych w ustawie (art. 141 ust. 1 pkt.14).

Chociaż od wejścia w życie w maju 1998 roku rozporządzenie było dwukrotnie nowelizowane, to jednak trzeba stwierdzić, że kategorie lokat w nim wyliczane niezbyt dobrze odzwierciedlają strukturę naszego rynku kapitałowego. Na 13 enumeratywnie wymienionych w par. 1 Rozporządzenia podstawowych kategorii lokat (listy zastawne mają nr 2a), trzy w ogóle nie występują obecnie na naszym rynku. Chodzi o świadectwa rekompensacyjne, oraz „zabezpieczone całkowicie” obligacje dopuszczone lub nie dopuszczone do publicznego obrotu.

Sam fakt, że rozporządzenie wymienia nie istniejące kategorie lokat, nie utrudnia w żaden sposób polityki inwestycyjnej OFE (może jednak świadczyć o pewnym bezwładzie i pasywności regulatorów rynku). Problemem będzie natomiast sytuacja, gdy regulacje pomijając będą pewne segmenty rynku kapitałowego i pozbawiać w ten sposób OFE możliwości dywersyfikacji portfeli i optymalizacji relacji stopy zwrotu i ryzyka. Pewną elastyczność i czas na dopasowywanie limitów do struktury rynku daje organom nadzoru fakt, że 5% aktywów

może być lokowana poza enumeratywnie wymienionymi kategoriami (w tym również za granicą).

Obecnie około dwóch trzecich aktywów OFE lokowanych jest w papierach skarbowych, na które nie ma limitu. Kolejną istotną kategorią lokat są akcje spółek giełdowych. W tym wypadku limit wynosi 40% aktywów, a faktyczne zaangażowanie około 30%. Zupełnie niepotrzebne okazało się wyznaczenie osobnego limitu na akcje NFI, w wysokości 10%, podczas gdy ich udział w aktywach sektora nie był nigdy większy niż 1%. Z punktu widzenia zarządzania ryzykiem akcje NFI nie różnią się od innych akcji notowanych na giełdzie i osobny limit jest zbędny.

W roku 2001 specjalną nowelizacją Rozporządzenia został wprowadzony odrębny bardzo wysoki (30%) limit na listy zastawne. Danie OFE możliwości inwestowania w te instrumenty miało przyczynić się do rozwoju rynku hipotecznego w Polsce i nakręcić koniunkturę w budownictwie. Jak dotychczas nadzieje te nie spełniły się. Listy zastawne w ogóle nie występują w portfelach OFE. Być może błędem było ograniczenie limitu do listów dopuszczonych do publicznego obrotu. Tymczasem, działające w Polsce banki hipoteczne emitują tylko listy o charakterze niepublicznym.

Zupełnie nie są wykorzystywane limity na certyfikaty zamkniętych funduszy inwestycyjnych (limit 10%) i jednostki uczestnictwa funduszy otwartych (15%). Podobnie jest z obligacjami dopuszczonymi do publicznego obrotu, które miałyby być emitowane przez samorządy (limit 15%), lub inne podmioty (10%). W wszystkich tych przypadkach, mimo stosunkowo wysokich limitów, w latach 2000, 2001 i 2002 nie odnotowano tego rodzaju papierów w portfelach OFE.

Widać wyraźnie, że obowiązujące obecnie definicje kategorii lokat i przypisane im limity nie odzwierciedlają struktury naszego rynku kapitałowego.

Podobny problem występuje w przypadku stworzonej na wewnętrzne potrzeby Urzędu, bardziej szczegółowej sprawozdawczości portfeli OFE. Wyróżniono w niej 45 szczegółowych subkategorii lokat, obejmujących także 6 subkategorii papierów skarbowych. Z tej liczby 28 pozycji jest pustych – brak inwestycji w skali całego sektora OFE. Równocześnie ponad 80% aktywów wykazywanych jest w dwóch tylko subkategoriach: obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu i akcje spółek notowanych na rynku podstawowym GPW.

Tabela 4. 1.

Zaangażowanie OFE w poszczególne kategorie lokat

%%

	Nazwa kategorii	Limit	2000-12-31	2001-12-31	2002-12-31
1	świadczenia rekompensacyjne	7,5	0,0	0,0	0,0
2	depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	20,0	2,1	2,8	2,6
2a	listy zastawne dopuszczone do publicznego obrotu	30,0	0,0	0,0	0,0
3	akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, w tym:	40,0	33,9	27,9	26,8
	<i>akcje spółek notowanych na rynku równoległym GPW</i>	10,0	0,9	0,6	0,5
	<i>akcje spółek notowanych na rynku wolnym GPW</i>	5,0	0,2	0,1	0,1
4	akcje spółek notowanych na regulowanym rynku pozagiełdowym lub spółek nie notowanych na regulowanym rynku giełdowym i na regulowanym rynku pozagiełdowym, lecz dopuszczonych do publicznego obrotu	10,0	0,0	0,1	0,0
5	akcje narodowych funduszy inwestycyjnych	10,0	1,0	0,4	0,2
6	certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte lub fundusze inwestycyjne mieszane, w tym:	10,0	0,0	0,0	0,0
	<i>certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte</i>	5,0	0,0	0,0	0,0
7	jednostki uczestnictwa zbywane przez fundusze inwestycyjne otwarte lub specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte	15,0	0,0	0,0	0,0
8	obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, ich związki lub miasto stołeczne Warszawa, dopuszczone do publicznego obrotu	15,0	0,0	0,0	0,0
9	obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, ich związki lub miasto stołeczne Warszawa, nie są dopuszczone do publicznego obrotu	5,0	0,0	0,0	0,0
10	obligacje emitowane przez inne podmioty niż wymienione w pkt. 9, zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu oraz dopuszczone do publicznego obrotu	10,0	0,0	0,0	0,0
11	obligacje emitowane przez inne podmioty niż wymienione w pkt. 9, zabezpieczone w wysokości wartości nominalnej wraz z ewentualnym oprocentowaniem i nie dopuszczone do publicznego obrotu	5,0	0,1	0,2	0,1
12	obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki publiczne, inne niż papiery wartościowe, o których mowa w pkt 10 i 11	5,0	0,0	1,1	0,9
13	inwestycje za granicą	5,0	0,0	0,4	1,4

2. Fundusze emerytalne na tle rynku finansowego

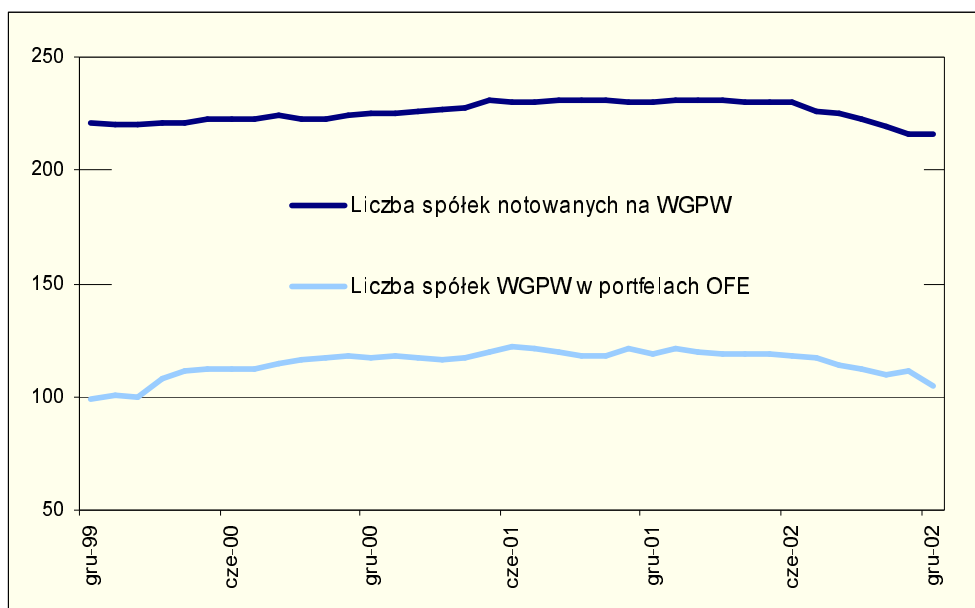
2.1. *Inwestycje OFE na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*

W latach 2000-2002 liczba spółek notowanych na GPW oscylowała między 216 a 231. W 2000 roku liczba spółek notowanych na GPW wzrosła o 4, w 2001 roku wzrosła o 5, natomiast w 2002 roku liczba spółek spadła aż o 14 osiągając poziom 216 spółek. W badanym okresie liczba spółek znajdujących się w portfelach OFE oscylowała między 99 a 122.

Otwarte fundusze emerytalne są znaczącym inwestorem na GPW, ich znaczenie ciągle rośnie. W 2001 roku udział funduszy w wartości obrotów rynku kasowego GPW wyniósł 9,9% podczas gdy w 2002 roku już 12,4%. Należy zwrócić uwagę na fakt, iż fundusze emerytalne są przede wszystkim stroną popytową na GPW i tak w 2001 roku fundusze zrealizowały na GPW transakcje kupna o wartości 5875,2 mln zł oraz transakcje sprzedaży o wartości 3175,1 mln zł, podczas gdy w 2002 roku wartość zakupów wyniosła 5583,0 mln, a wartość sprzedaży 2955,7 zł. Mimo więc bezwzględnego mniejszego zaangażowania (mierzonego wartością transakcji) na GPW fundusze umocniły swoją pozycję na tym rynku (mierzoną udziałem w obrotach).

Wykres 4. 1.

Liczba spółek notowanych na GPW a liczba spółek GPW znajdujących się w portfelach OFE



Udział transakcji kupna zrealizowanych przez fundusze w wartości obrotów GPW (tylko kupno) wzrósł z 12,9% w 2001 roku do 16,5% w 2002 roku, podczas gdy analogiczny udział transakcji sprzedaży wyniósł odpowiednio 7,0% i 8,2%.

Prawie 95% wartości wszystkich transakcji zrealizowanych na GPW dotyczyło akcji, natomiast zaledwie 5% obligacji (obróć tymi instrumentami skupia się na rynku międzybankowym). Sytuacja ta miała miejsce mimo tego, że te ostatnie papiery wartościowe dominują w portfelach OFE a wycena tych instrumentów odbywa się właśnie w oparciu o kurs zamknięcia GPW.

Z instrumentów notowanych na GPW, dopuszczonych przez ustawodawcę jako kategoria lokat, fundusze nie inwestowały dotąd w certyfikaty funduszy inwestycyjnych.

Tabela 4. 2.

Wartość transakcji OFE na GPW

w mln zł

Instrumenty finansowe	Ogółem		Transakcje pakietowe	
	2001	2002	2001	2002
akcje	8552,6	8399,6	572,5	690,9
prawa do akcji	3,1	0,6	0,0	0,0
prawa poboru	2,4	0,0	0,0	0,0
obligacje	492,2	458,6	0,5	43,3
RAZEM	9050,3	8858,8	573,1	734,2

Tabela 4. 3.

Udział transakcji OFE w obrotach GPW - rynek kasowy

w %%

Instrumenty finansowe	Ogółem		Transakcje pakietowe	
	2001	2002	2001	2002
akcje	10,1%	12,4%	2,9%	4,3%
prawa do akcji	2,0%	9,5%	0,0%	0,0%
prawa poboru	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
obligacje	9,6%	11,1%	1,3%	29,9%
certyfikaty inwestycyjne	0,0%	0,0%		
warranty	0,0%	0,0%		
RAZEM - RYNEK KASOWY	9,9%	12,4%	2,7%	4,6%

Tabela 4. 4.

Udział OFE w transakcjach kupna na GPW - rynek kasowy

w %%

Instrumenty finansowe	Ogółem		Transakcje pakietowe	
	2001	2002	2001	2002
akcje	13,3%	16,5%	3,4%	6,0%
prawa do akcji	2,2%	14,2%	0,0%	0,0%
prawa poboru	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
obligacje	9,1%	15,5%	0,0%	59,9%
certyfikaty inwestycyjne	0,0%	0,0%		
warranty	0,0%	0,0%		
RAZEM - RYNEK KASOWY	12,9%	16,5%	3,2%	6,5%

Tabela 4. 5.

Udział OFE w transakcjach sprzedaży na GPW - rynek kasowy

w %%

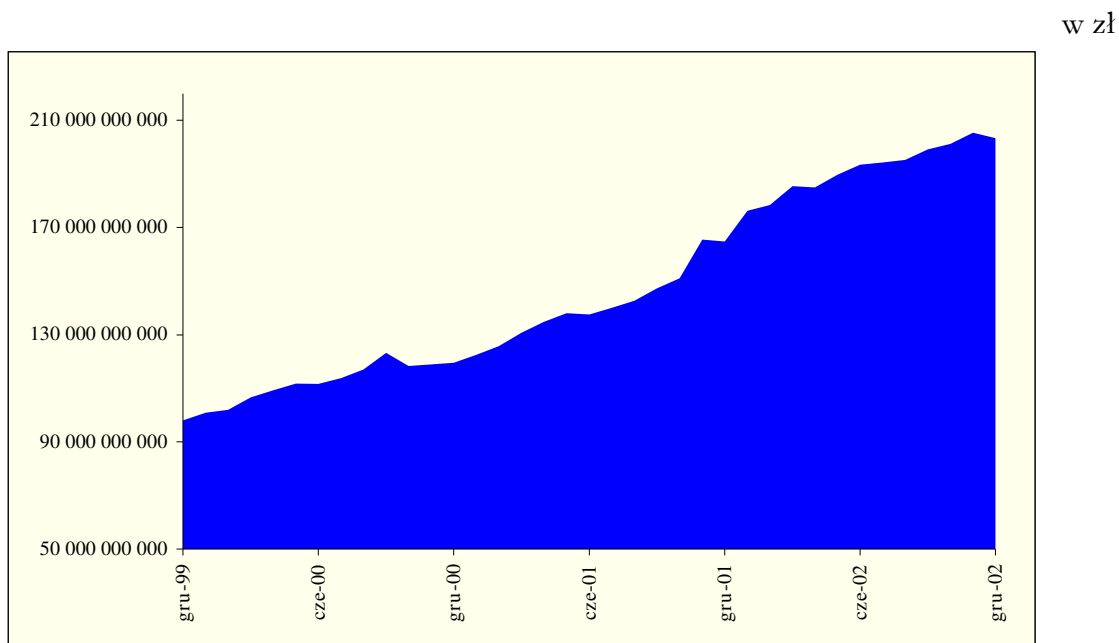
Instrumenty finansowe	Ogółem		Transakcje pakietowe	
	2001	2002	2001	2002
akcje	6,9%	8,3%	2,3%	2,7%
prawa do akcji	1,7%	4,8%	0,0%	0,0%
prawa poboru	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
obligacje	10,0%	6,7%	2,7%	0,0%
certyfikaty inwestycyjne	0,0%	0,0%		
warranty	0,0%	0,0%		
RAZEM - RYNEK KASOWY	7,0%	8,2%	2,2%	2,6%

2.2. *Udział OFE w rynku polskich instrumentów skarbowych*

Na dzień 31 grudnia 2002 roku zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu skarbowych papierów wartościowych emitowanych na rynku krajowym wyniosło 212 mld złotych. Z punktu widzenia zaangażowania otwartych funduszy emerytalnych w SPW istotne jest zadłużenie z tytułu rynkowych skarbowych papierów wartościowych oraz obligacji oszczędnościowych (wykres 4.2.). Mniej istotny jest poziom zadłużenia z tytułu nierynkowych skarbowych papierów wartościowych (obligacje restrukturyzacyjne, obligacje na zwiększenie funduszy własnych BGŻ, obligacje nominowane w USD z roku 1991 oraz obligacje nominowane w USD z roku 2001), które stanowi 4,1% całości zadłużenia. Wynika to z faktu, że ww. papiery wartościowe nie są dostępne dla otwartych funduszy emerytalnych.

Wykres 4. 2.

Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu SPW emitowanych na rynek krajowy w latach 2000-2002



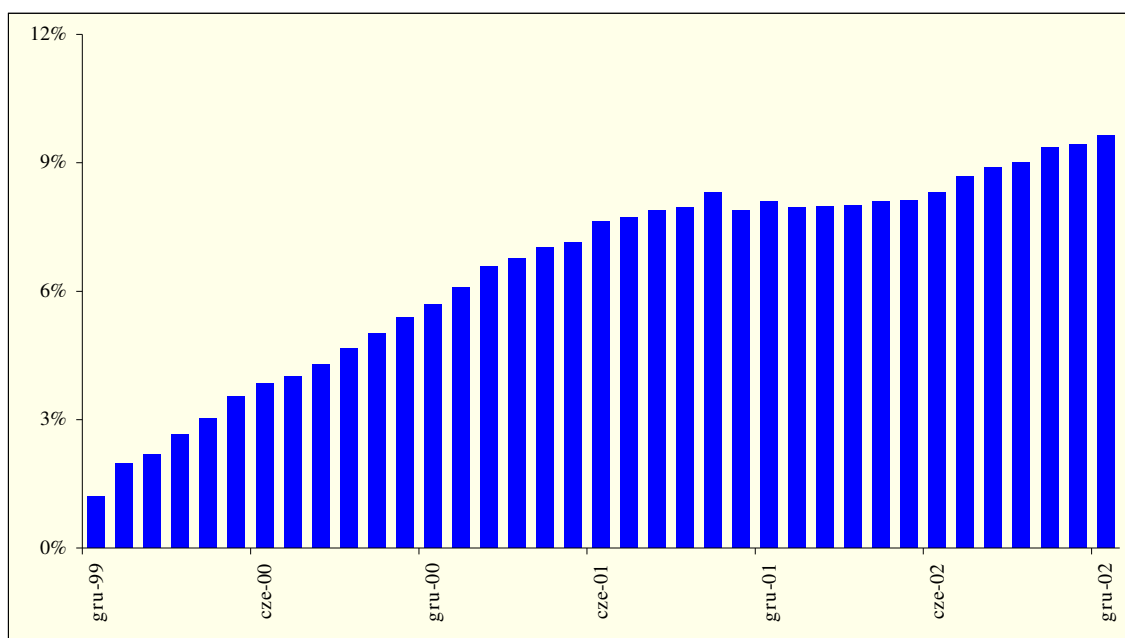
Analiza kształtowania się poziomu zadłużenia Skarbu Państwa w la 1999 – 2002 rok wykazuje stopniowy wzrost zadłużenia - średniorocznie o 35,1 mld złotych. Aktualnie największy udział w zadłużeniu stanowią rynkowe obligacje skarbowe (ponad 75,5% całości zadłużenia) oraz bony skarbowe (20,6% całości zadłużenia).

Jak pokazuje poniższy wykres, otwarte fundusze emerytalne sukcesywnie zwiększają udział w skarbowych papierach wartościowych, który aktualnie wynosi ponad 9,6% zadłużenia Skarbu Państwa z tytułu emisji tych instrumentów zbywanych na rynku krajowym. Zmniejszenie ww. udziału na przełomie 2001 oraz 2002 roku jest następstwem istotnego – 0 25,1 mld zł - zwiększenia zadłużenia Skarbu Państwa, czemu nie towarzyszył równie dynamiczny wzrost zaangażowania OFE w papiery skarbowe (w analogicznym okresie czasu OFE zwiększyły poziom inwestycji w ww. papiery wartościowe o 1,5 mld złotych).

Wykres 4. 3.

Udział OFE w zadłużeniu z tytułu SPW emitowanych na rynek krajowy w latach 2000-2002

w %%



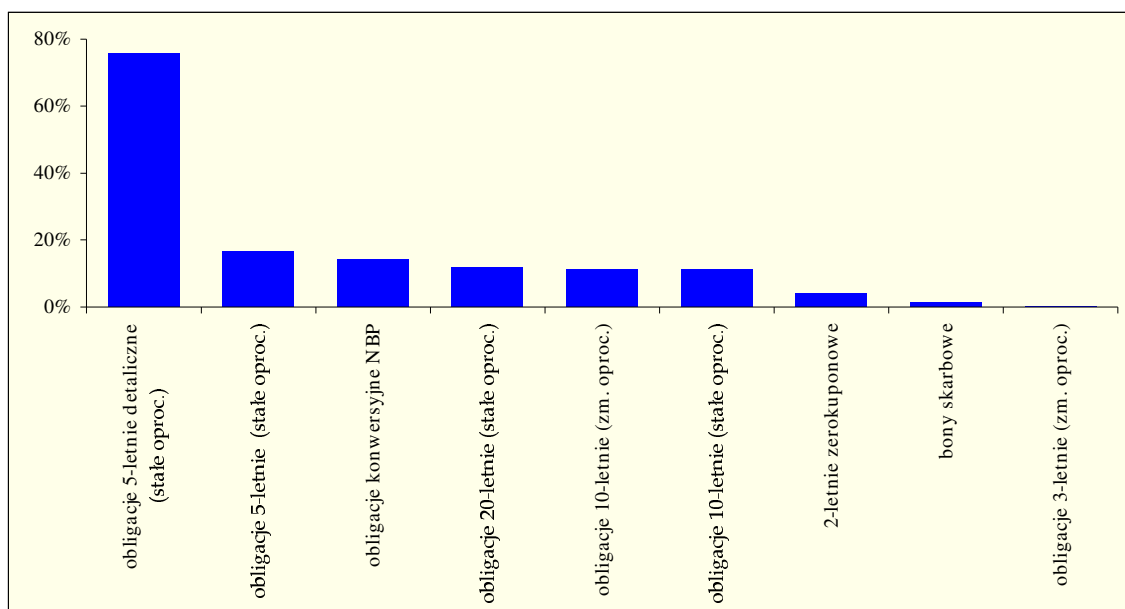
Analizując strukturę podmiotową zadłużenia należy zwrócić uwagę, że otwarte fundusze emerytalne nie dominują na rynku skarbowych papierów wartościowych. Przykładowo, w

segmencie obligacji Skarbu Państwa największymi inwestorami są krajowe banki komercyjne (ponad 37,6 mld złotych) oraz inwestorzy zagraniczni (ponad 30,3 mld złotych), podczas, gdy wartość analogicznych inwestycji otwartych funduszy emerytalnych przekracza minimalnie 19 mld złotych.

Wykres 4. 4.

Udział OFE w poszczególnych rodzajach SPW emitowanych na rynek krajowy – stan w dniu 31.12.2002.

w %%

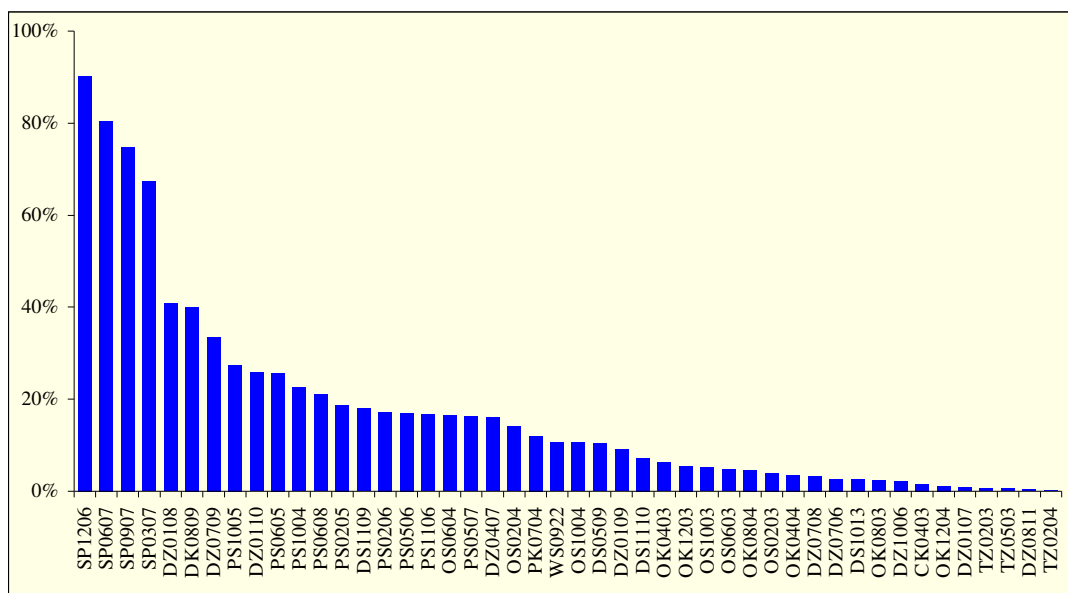


Według stanu na koniec listopada 2002 roku zdecydowanie największa część środków znajdujących się w otwartych funduszy emerytalnych była zainwestowana w pięcioletnie obligacje o stałym oprocentowaniu (ponad 11,2 mld złotych), podczas gdy inwestycje w pozostałe rodzaje skarbowych papierów wartościowych nie przekraczały 8,1 mld złotych. Marginalne znaczenie w portfelach inwestycyjnych funduszy emerytalnych odgrywiają natomiast obligacje 20-letnie o stałym oprocentowaniu oraz obligacje 3-letnie o zmiennym oprocentowaniu, łącznie niewiele powyżej 172,6 mln złotych.

Wykres 4. 5.

Udział OFE w poszczególnych typach SPW emitowanych na rynek krajowy – stan na 31.12.2002

w %%



Analizując zaangażowanie otwartych funduszy emerytalnych w poszczególnych typach skarbowych papierów wartościowych należy zauważyć dominującą pozycję funduszy w segmencie 5-letnich obligacjach detalicznych o stałym oprocentowaniu (SP1206, SP0307, SP0607, SP0907), który wynosi średnio ponad 78%. Jest to o tyle interesujące, że ww. obligacje były w zamierzeniach emitenta przeznaczone dla inwestorów indywidualnych. Ponad 20 – procentowy udział w emisjach otwarte fundusze emerytalne mają również w obligacjach pięcio - oraz dziesięcioletnich typu PS, DZ oraz DK. Należy jednak podkreślić, że tak duży udział OFE w obligacjach dziesięcioletnich o zmiennym oprocentowaniu wynika z niewielkiej łącznej wartości wyemitowanych papierów skarbowych ww. typu – wielkość środków zaangażowanych w tym przypadku przez fundusze emerytalne wynosi 821,5 mln złotych, podczas gdy inwestycje OFE np. w obligacje typu PS1106 wynoszą ponad 2,2 mld złotych (z kolei udział w emisji nie przekracza 17%).

3. Koncentracja akcyjnego portfela OFE

3.1. Wskaźnik HHI

Długoterminowe prowadzenie skutecznej i efektywnej polityki inwestycyjnej wymaga spełnienia całego szeregu warunków. Kluczowe znaczenie ma nie tylko odpowiedni dobór instrumentów, ale także ich właściwe proporcje, czyli dywersyfikacja portfela. W uproszczeniu można stwierdzić, że istnieje pewna liczba instrumentów w portfelu pozwalająca osiągnąć optymalną dla inwestora zależność między oczekiwaną stopą zwrotu z portfela a ryzykiem. Utrzymywanie portfela opartego na małej liczbie instrumentów podnosi wyraźnie ryzyko bez rekompensaty w stosownym wzroście oczekiwanej stopy zwrotu. Z kolei nadmierne rozdrobnienie utrudnia sprawne zarządzanie i zmniejsza przejrzystość nie przynosząc w zamian zmniejszenia ryzyka czy podniesienia spodziewanego zysku.

Jak wspomniano na wstępie wybór odpowiedniej liczby instrumentów to jednak dopiero początek, niezbędne jest także ustalenie proporcji. W zasadzie najprostszym sposobem zarządzania inwestycją jest utrzymywanie zrównoważonej struktury portfela. W praktyce profesjonalny inwestor powinien jednak różnicować udziały poszczególnych instrumentów, profilując w ten sposób zależność między stopą zwrotu a ryzykiem. Właściwe przeważanie i niedoważanie wybranych instrumentów czy grup instrumentów pozwala na osiągnięcie wyników lepszych niż układ odniesienia, czyli rynek lub wybrany benchmark.. Działania takie nie tylko poprawiają parametry portfela, ale także pozwalają na zapewnienie mu wymaganej przez inwestora płynności dostosowanej do jego przyływów finansowych.

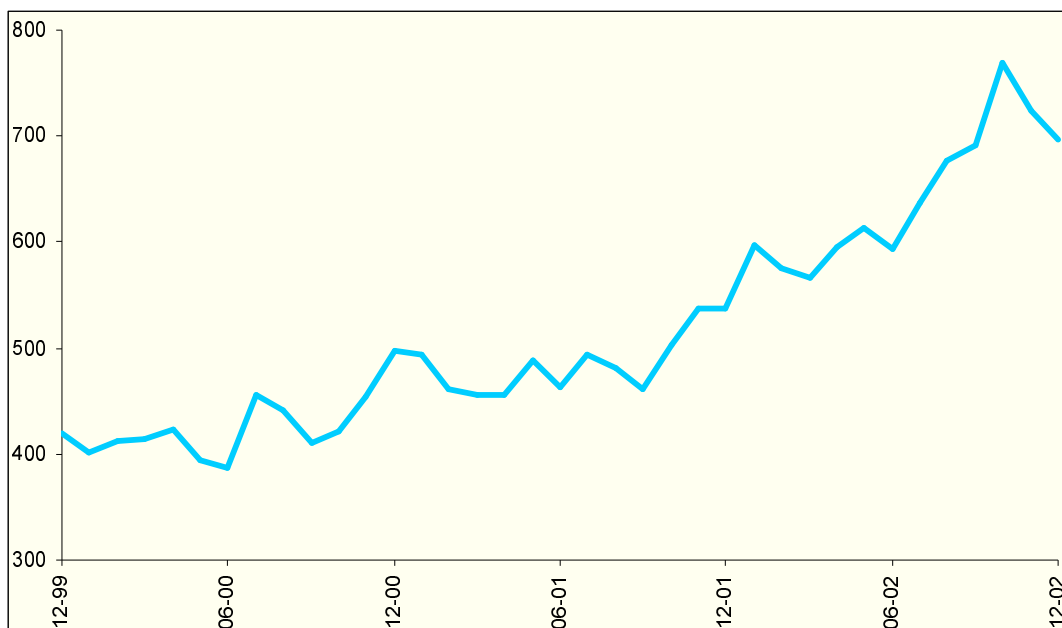
Wszystkie omówione wcześniej czynniki muszą brać pod uwagę także zarządzający OFE, a od trafności ich decyzji zależy wartość kapitału zgromadzonego przez członków. Analizując portfel akcyjny funduszy emerytalnych w latach 2000-2002 należy zwrócić uwagę na stale i systematycznie rosnący udział spółek o największej kapitalizacji i płynności na GPW. Dla przedstawienia skali i rozmiarów tego zjawiska można posłużyć się wskaźnikiem koncentracji

HHI³. Ze względu na analizę zagregowanego portfela wszystkich obecnych na rynku funduszy ocenie może podlegać tylko sama tendencja w kształtowaniu się wskaźnika w czasie, a nie jego wartości w poszczególnych okresach. Można wskazać, że w analizowanym okresie w portfelach wszystkich OFE znajdowały się akcje 100-120 różnych spółek notowanych na naszym rynku, czyli ok. połowy wszystkich znajdujących się w obrocie. Obserwowane zmiany wartości wskaźnika oznaczają, że wraz ze wzrostem wartości portfela staje się on coraz bardziej oparty na akcjach stosunkowo wąskiej grupy największych spółek. Zjawisko to jednak nie wynika bezpośrednio ze strategii zarządzających, ale jest konsekwencją stanu rynku. Polski publiczny rynek akcji jest dość płytki i nie pozwala tak dużym inwestorom jakimi są fundusze emerytalne na swobodne realizowanie strategii inwestycyjnych.

Wykres 4. 6.

Wskaźnik HHI portfela akcyjnego OFE według instrumentów

w pkt.



³ Herfindahl-Hirschman Index (HHI) jest sumą kwadratów udziałów poszczególnych instrumentów w portfelu. Najczęściej wykorzystywany jest do diagnozowania poziomu konkurencji na określonym rynku. Im wyższy udział w rynku największych podmiotów, tym wartość indeksu wyższa.

Doświadczenia nie tylko naszego rynku pokazują, że nadmierna koncentracja na akcjach tylko nielicznych wybranych firm wiąże się ze znacznym ryzykiem. Nawet największe firmy mogą w krótkim czasie stanąć na krawędzi bankructwa i w ten sposób narazić na znaczne straty swoich akcjonariuszy. Zjawisko to można było obserwować w ostatnim czasie np. w przypadku amerykańskiej spółki energetycznej Enron czy polskich Uniwersalu lub Elektrimu.

Obecnie sytuacja nie jest z pewnością dramatyczna, ale należy pamiętać o potencjale tkwiącym w funduszach emerytalnych. Najbliższe lata przyniosą z pewnością dynamiczny przyrost ich aktywów i dlatego należy zapewnić im dostęp do szerokiej gamy instrumentów finansowych. Bez tego portfele funduszy nie będą odpowiednio dywersyfikowane co może znaleźć negatywne odzwierciedlenie w ich wynikach.

Kolejną istotną kwestią związaną z koncentracją portfeli akcyjnych funduszy emerytalnych jest ich obraz na tle rynku. Na warszawskiej giełdzie wyróżnia się trzy podstawowe segmenty działalności spółek: finanse, przemysł i usługi. Proporcje w zakresie kapitalizacji między sektorami zmieniały się znacząco w latach 2000-2002. Początkowo zdecydowanie dominował sektor usług stanowiąc ok. połowy rynku. Sytuacja ta wiązała się w pierwszej kolejności z koniunkturą wśród firm segmentu TMT. Udział pozostałych sektorów był zrównoważony na poziomie ok. 25% każdy. Radykalna zmiana sytuacji rozpoczęła się od roku 2000. Kończąca się w pierwszym kwartale „hossa internetowa” sprawiła, że sektor usług zaczął systematycznie tracić na znaczeniu – głównie na rzecz sektora finansów, który obecnie jest zdecydowanym liderem na naszym rynku, a jego udział sięgnął w 2002 roku 50% kapitalizacji.

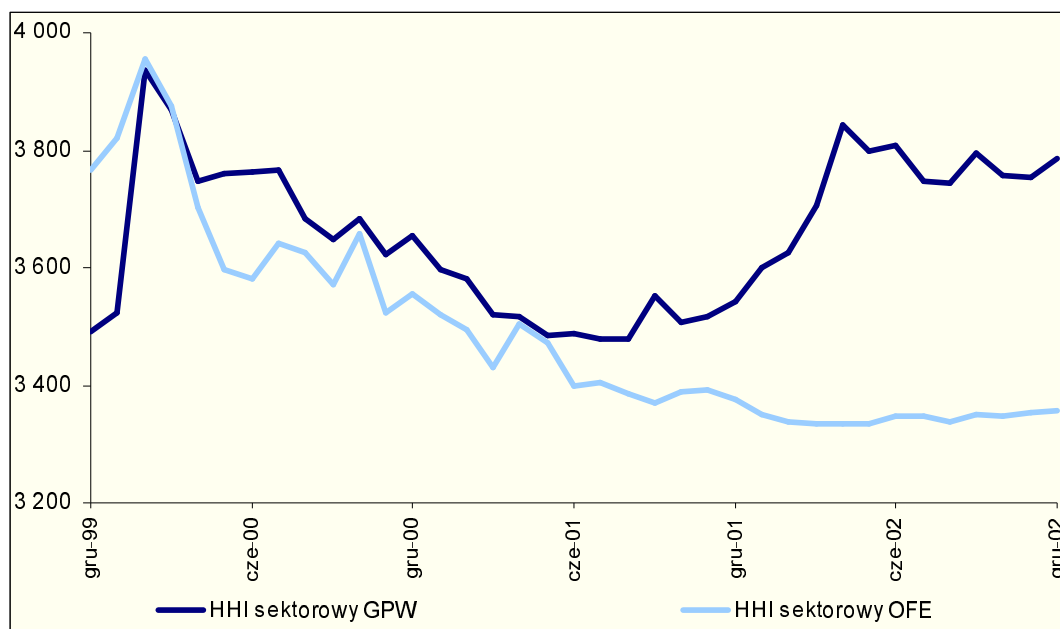
Trzeba w tym miejscu podkreślić, że polityka inwestycyjna funduszy emerytalnych nie podążała ślepo za sytuacją na rynku. OFE konsekwentnie stosują politykę inwestowania stosunkowo niewielkiej części aktywów w akcje spółek sektora finansów, głównie na rzecz stosunkowo wysokiego zaangażowania w akcje firm z sektora przemysłowego. Warto podkreślić, że w roku 2000 fundusze (poza nielicznymi wyjątkami) „niedoważały” także udziału spółek z sektora usług w swoich portfelach. W momencie załamania na tym rynku pozwoliło to na uniknięcie szczególnie dotkliwych strat. Fundusze, które w tym czasie szczególnie mocno zaangażowały się w sektor usług, szczególnie TMT, boleśnie odczuły pęknięcie spekulacyjnej bańki w marcu 2000.

Także przedstawiony wcześniej wskaźnik HHI liczony na udziałach sektorów osiąga w przypadku OFE wartości niższe niż dla całego rynku giełdowego. Wynika to z konsekwentnie przez OFE prowadzonej polityki coraz bardziej równomiernego dzielenia portfela między sektory. Na początku 2000 roku akcje spółek z sektora przemysłu stanowiły połowę wartości całego akcyjnego portfela OFE. Obecnie wszystkie trzy podstawowe sektory stanowią po ok. 30-35% wartości portfela.

Wykres 4. 7.

Wskaźnik HHI portfela akcyjnego OFE według sektorów

w pkt.



3.2. Wskaźnik C5

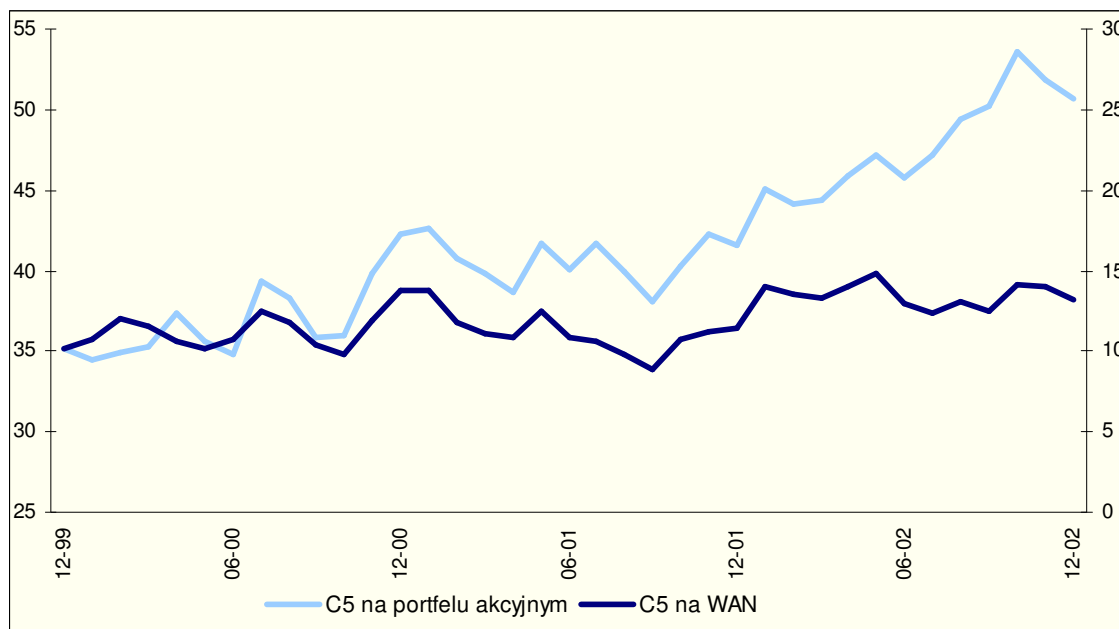
Jedną z miar opisujących ryzyko portfela jest wskaźnik C5. Miernik ten otrzymuje się obliczając udział w portfelu pięciu największych inwestycji. W przedstawionym poniżej przypadku obliczono ten udział dla akcji pięciu największych spółek posiadanych przez OFE w poszczególnych okresach. Analiza wartości wskaźnika w kolejnych okresach wskazuje, że

mimo okresowych fluktuacji następuje systematyczny wzrost udziału największych spółek tak w portfelu akcyjnym OFE jak i w aktywach netto. Skala tych zmian jest w zasadzie podobna. Na początku badanego okresu 35% portfela akcyjnego i 10% aktywów OFE ulokowane było w akcjach największych pięciu spółek. Koniec roku 2002 przyniósł wzrost wskaźników odpowiednio do 51% i 13,2%. Względny przyrost wskaźnika C5 liczony tylko na portfelu akcyjnym jest nieco większy, a wynika to z ograniczenia udziału akcji w aktywach funduszy. Jednak, jak wskazuje analiza miernika, odbyło się to głównie poprzez ograniczenie w portfelu udziału akcji mniejszych spółek.

Wykres 4. 8.

Udział pięciu największych inwestycji akcyjnych

w %%



Podsumowując można stwierdzić, że polityka inwestycyjna OFE jest w dość istotnym stopniu zdeterminowana przez sytuację na rynku finansowym. Wielkość funduszy coraz bardziej utrudnia im prowadzenie swobodnej polityki inwestycyjnej, szczególnie w zakresie akcji. Brak odpowiednio zróżnicowanej podaży w tym zakresie sprawia, że OFE zmuszone są do zwiększania koncentracji swojego portfela na największych i najbardziej płynnych spółkach.

Sytuacja taka w długim okresie może znacząco podnieść ryzyko inwestycyjne bez rekompensaty w formie wyższej oczekiwanej stopy zwrotu. Na obecnym etapie rozwoju warszawska giełda może stać się zbyt płytka dla funduszy. W ostatnich latach obroty na rynku nie przekraczały 90 mld zł (poza rekordowym rokiem 2000, kiedy obroty sięgnęły 170 mld). Obecnie kapitalizacja GPW tylko nieznacznie przekracza 100 mld zł, a *free float*, czyli wartość akcji w obrocie szacuje się na ok. 40 mld. Jeśli uwzględnić ponad 8 mld należących już do OFE, to widać jasno że z punktu widzenia zarządzających funduszami możliwości inwestycyjne na naszej giełdzie stają się coraz bardziej ograniczone.

Rozwiązania w tym zakresie mogą iść w zasadzie w dwóch kierunkach. Można zwiększyć kapitalizację GPW poprzez dokończenie procesu prywatyzacji w drodze publicznych emisji. Prywatyzacja taką drogą pozostających jeszcze w rękach państwa dużych firmy jak PZU, PSE, PKO BP czy kilka innych, mogłaby być może rozwiązać częściowo problem niedoboru instrumentów udziałowych na rynku. Można oczekiwać, że ożywienie koniunktury na rynku spowoduje także wzrost popularności emisji akcji spółek prywatnych poszukujących w ten sposób źródeł finansowania. Nie rozwiązuje to jednak do końca problemu odpowiedniej dywersyfikacji ryzyka. Fundusze emerytalne dysponując znacznymi zasobami finansowymi i tak będą zmuszone do inwestowania większości środków w dość wąską grupę spółek. Spowoduje to wzrost przedstawionych wcześniej wskaźników koncentracji, a co za tym idzie wzrost ryzyka portfela. Trwałe rozwiązanie tego problemu można osiągnąć najprościej poprzez rozszerzenie możliwości inwestowania środków OFE poza granicami kraju. Rozwiązanie to byłoby być może uzasadnione z punktu widzenia interesu członków OFE, ale do rozważenia pozostają także konsekwencje takiego posunięcia dla polskiej gospodarki.

4. Inne mierniki efektywności inwestycyjnej

Oprócz przedstawionych wcześniej sposobów określania efektywności polityki inwestycyjnej można także zastosować wskaźniki stosowane w innych instytucjach finansowych, najczęściej w funduszach inwestycyjnych. Najpopularniejsze z nich to indeksy Sharpa, Treynora i Jensena.

Żeby wykorzystać te wskaźniki w przypadku OFE należy przyjąć kilka założeń, w szczególności dotyczących indeksu odniesienia (benchmarku) oraz stopy wolnej od ryzyka. W przedstawionych wyliczeniach stopę zwrotu i zmienność benchmarku obliczono na podstawie miesięcznych stóp zwrotu indeksu WIG i średnich ważonych rentowności bonów skarbowych 52-tygodniowych. Stopa zwrotu i zmienność benchmarku obliczona została na podstawie następujących parametrów:

- stopy zwrotu indeksu WIG - 30%,
- średniej ważonej rentowności bonów skarbowych 52-tygodniowych - 70%.

Za stopę zwrotu wolną od ryzyka przyjęta została średnia ze średnich ważonych rentowności bonów skarbowych 52-tygodniowych z przetargów ministerstwa finansów.

Dla oceny skuteczności inwestycyjnej OFE zastosowano trzy mierniki:

- Indeks Sharpa - miara wyników portfela/benchmarku odnosząca różnicę zrealizowanej stopy zwrotu i stopy wolnej od ryzyka do zmienności wyników portfela/benchmarku. Jeśli różnica indeksu dla portfela i indeksu dla benchmarku jest dodatnia, to znaczy że przy danym poziomie zmienności został osiągnięty lepszy wynik od benchmarku.
- Indeks Treynora - miara wyników portfela/benchmarku odnosząca różnicę zrealizowanej stopy zwrotu i stopy wolnej od ryzyka do ryzyka systematycznego portfela/benchmarku. Jeśli różnica indeksu dla portfela i indeksu dla benchmarku jest dodatnia, to znaczy że przy danym poziomie zmienności został osiągnięty lepszy wynik od benchmarku.
- Indeks Jensena - miara porównująca zrealizowaną stopę zwrotu kompozytu z oczekiwaną stopą zwrotu wyznaczoną z modelu CAPM. Jeśli indeks Jensena dla portfela > 0 , to znaczy, że przy danym poziomie ryzyka osiągnięty został lepszy wynik od benchmarku.

Tabela 4. 6

Miary efektywności inwestycyjnej OFE

	Indeks Sharpa	Indeks Treynora	Indeks Jensena
ING N-N	10,48	0,22	0,31
Polsat	8,60	0,17	0,18
ALLIANZ	8,53	0,17	0,19
SAMPO	8,03	0,16	0,16
Zurich	7,94	0,16	0,20
CU	7,84	0,16	0,19
PZU	7,43	0,15	0,15
Bankowy	7,20	0,14	0,23
Credit Suisse L&P	6,90	0,14	0,16
Skarbiec-Emerytura	5,78	0,10	0,13
DOM	5,48	0,10	0,12
ego	5,08	0,10	0,11
Pocztylion	5,02	0,09	0,12
Ergo Hestia	4,03	0,07	0,07
PEKAO	3,73	0,06	0,06
AIG	3,12	0,05	0,05
Kredyt Banku	2,06	0,01	0,01
Średnia ważona	7,56	0,15	0,19

Otrzymane wyniki wskazują, że wszystkim obecnie działającym funduszom udało się pobić benchmark. Wynika to po części z samej konstrukcji indeksu odniesienia. Oparto go na rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych, a tymczasem portfel dłużny OFE jest oparty głównie na obligacjach. Ostatnie 3 lata to okres dość specyficzny w dziejach polskiego rynku finansowego, szczególnie w zakresie instrumentów dłużnych. Radykalnie spadające stopy procentowe pozwalały bowiem na realizowanie ponadprzeciętnie wysokich zysków na obligacjach długoterminowych. Niestety brakuje obecnie na naszym rynku dostępnych i wiarygodnych indeksów dotyczących obligacji, które obrazowałyby dobrze takie zjawiska. Pozostało więc zastosowanie miernika alternatywnego w postaci średniej rentowności najdłuższych, 52-tygodniowych, bonów skarbowych.

Zdecydowanym liderem pod względem wszystkich trzech indeksów okazał się OFE ING N-N. Fundusz ten nie tylko pobił benchmark, ale także zdystansował wyraźnie pozostałe

fundusze. Dokonane we wcześniejszej części raportu analizy portfeli OFE wskazują, że wynik ten zarządzający podmiotem zawdzięczają w głównej mierze inwestycjom w długoterminowe obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu. Strategia taka dawała w ostatnich latach zdecydowanie najlepsze stopy zwrotu. Należy zaznaczyć, że OFE ING N-N osiągnął w latach 2000-2002 najwyższy zwrot z jednostki rozrachunkowej (ponad 45%), ale wartość ta charakteryzowała się także zdecydowanie największą wariacją.

Zwraca uwagę wysoka druga pozycja w zestawieniu najmniejszego na rynku funduszu, czyli OFE Polsat. Fundusz osiągnął w latach 2000-2002 znaczący przyrost jednostki (ponad 40%) przy dużo mniejszej niż lider wariacji. Podobne wyniki osiągnęło jeszcze kilka funduszy z poza grupy największych.

Trzy najslabsze wyniki w przedstawionym zestawieniu przypadły dla OFE Kredyt Banku, AIG oraz Pekao. Fundusze te pokonały benchmark, ale ich wyniki są znacząco słabsze niż najlepszych funduszy.

Można zauważyć, że o ile OFE Kredyt Banku to jeden z najmniejszych funduszy to już OFE AIG jest czwartym co do wielkości funduszem na naszym rynku. Okazało się więc, że wielkość funduszu nie jest skorelowana z jego wynikami. Bardzo dobre wyniki inwestycyjne może uzyskiwać zarówno jeden z największych podmiotów jak i ten najmniejszy. Co więcej w grupie pięciu najlepszych funduszy znalazł się tylko jeden z największych OFE, a pozostałe miejsca przypadły funduszom małym i średnim. Rozmiar nie chroni także przed porażkami inwestycyjnymi, są na nie podatne w porównywalnym stopniu małe i duże podmioty. Należy jednak podkreślić, że trzy największe fundusze działające na rynku osiągnęły wyniki powyżej przeciętnej.

5. Dominujące strategie: buy and hold czy trading

Otwarte fundusze emerytalne realizowały dość różnorodne strategie inwestycyjne. Zjawisko to dostrzegalne jest nie tylko przez analizę struktury całego portfela inwestycyjnego, ale także obserwację zachowań inwestycyjnych w subportfelach poszczególnych funduszy.

Stosunkowo najłatwiej można dokonać takich porównań przy portfelach akcji notowanych na GPW. Fundusze emerytalne, ze względu na swój długi horyzont inwestycyjny są stosunkowo pasywnymi inwestorami na rynku akcji. Jak pokazują doświadczenia ostatnich trzech lat, średnia dzienna wartość transakcji zawieranych na giełdzie przez OFE nie przekraczała w większości przypadków 0,6% portfela akcyjnego. Liderem w tym zakresie jest OFE Kredyt Banku, gdzie wskaźnik ten sięga 3,2% i znacząco przekracza wartości otrzymane w przypadku innych funduszy. Jak więc widać OFE Kredyt Banku prowadził w latach 2000-2003 bardzo aktywną politykę w zakresie instrumentów udziałowych radykalnie zmieniając swoje zaangażowanie na rynku giełdowym. Jego wyniki inwestycyjne pokazują jednak, że strategia ta nie przyniosła najlepszych skutków, gdyż fundusz osiągnął najniższą na rynku stopę zwrotu (27,5%). Jednak proste powiązanie wyników inwestycyjnych i aktywności na giełdzie nie jest proste, ponieważ drugi pod względem aktywności na rynku akcji OFE Polsat osiągnął znacząco lepsze wyniki inwestycyjne (drugie miejsce w zestawieniu za lata 2000-2002).

Zwraca uwagę także zróżnicowanie w zakresie aktywności w dziedzinie transakcji pomiędzy podmiotami dużymi i małymi. Generalnie duże fundusze są stosunkowo mniej aktywne niż małe. Największe OFE nie są praktycznie w stanie tak aktywnie modelować swoich dużych portfeli na mało płynnej warszawskiej giełdzie i dlatego nawet w sytuacji znacznej dekonjunkury nie widać większych redukcji w ich portfelach. Małe OFE mają w tym zakresie zadanie znacznie bardziej ułatwione, ale, jak pokazują wyniki inwestycyjne, nie zawsze są w stanie w pełni wykorzystać możliwości wynikające ze strategii tradingowych.

Przeprowadzone wyliczenia pokazują, że nie ma prostej zależności między wynikami inwestycyjnymi, a aktywnością w zakresie zawierania transakcji kupna i sprzedaży. O sukcesie inwestycyjnym funduszu emerytalnego dużo bardziej decyduje trafny dobór instrumentów do portfela niż częste sprzedawanie i kupowanie akcji.

Tabela 4. 7.

Aktywność OFE na GPW

%%

OFE	Wartość transakcji na tle portfela	Wartość kupna na tle portfela	Wartość sprzedaży na tle portfela	Stopa zwrotu	Udział akcji w portfelu
Kredyt Banku	3,19	1,43	1,75	27,5	20,8
Polsat	1,13	0,60	0,53	41,0	23,7
Skarbiec-Emerytura	0,81	0,42	0,38	31,9	14,5
ALLIANZ	0,56	0,33	0,24	40,5	26,3
Credit Suisse L&P	0,56	0,31	0,24	36,2	27,2
AIG	0,50	0,29	0,20	27,3	24,9
ego	0,49	0,26	0,22	31,2	22,1
DOM	0,35	0,20	0,15	31,9	40,2
PEKAO	0,30	0,20	0,10	28,7	18,7
Ergo Hestia	0,26	0,18	0,08	31,5	24,7
SAMPO	0,24	0,18	0,06	39,6	22,8
Bankowy	0,24	0,15	0,09	31,3	26,8
PZU	0,21	0,15	0,07	38,2	28,4
CU	0,20	0,14	0,07	38,5	29,1
ING N-N	0,19	0,14	0,05	45,4	30,6
Zurich	0,17	0,13	0,04	38,4	30,3
Pocztylion	0,16	0,11	0,05	30,6	30,1

6. PTE jako podmioty aktywnie zarządzające spółkami portfelowymi OFE

6.1. *PTE i ich pozycja w spółkach portfelowych OFE*

W następstwie wzrostu aktywów otwartych funduszy emerytalnych zauważalny staje się także wzrost ich znaczenia na rynku akcji. Udział funduszy w kapitalizacji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie wzrósł z 2,5% na koniec 2000 roku, do 7,5% dwa lata później. Listę 15 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, w których łączne zaangażowanie OFE było największe wraz ze wskazaniem zaangażowania poszczególnych OFE w tych spółkach na koniec lat 2000, 2001 i 2002 przedstawiają tabele 4.8-4.10.

Regulacja kwestii zaangażowania OFE w spółkach publicznych staje się coraz bardziej paląca. Fundusze uzyskują bowiem coraz większy wpływ na działanie niektórych z nich. Na koniec 2001 roku OFE łącznie dysponowały ponad 25% akcji tylko w jednej spółce, podczas gdy w roku ubiegłym aż w ośmiu. Problem ten może się pogłębiać, zwłaszcza w sytuacji braku nowych emisji. W skrajnym przypadku może to doprowadzić do powstania bańki inwestycyjnej, której istotą jest oderwanie cen akcji od wartości uzasadnionych wynikami uzyskiwanymi przez spółki, wskutek nie zrównoważenia podaży i popytu.

Rodzi się pytanie, czy w sytuacji, gdy fundusze emerytalne, które jako całość posiadają tak znaczną część akcji niektórych spółek, powinny się jedynie ograniczać do kupowania, trzymania lub sprzedawania akcji, czy może winny również dysponować prawem do wspólnego powoływania członków rady nadzorczej. Kwestia ta nie została jak dotąd jednoznacznie przesądzona.

Obecnie pracownicy PTE zasiadają w radach nadzorczych spółek giełdowych. Z raportów nadesłanych przez towarzystwa wynika, iż członkowie zarządów dziewięciu PTE nie pobierają wynagrodzenia za zasiadanie w radach nadzorczych, i nigdy tego nie czynili. Wynagrodzenie takie pobierali członkowie zarządu sześciu PTE, i były to za zazwyczaj kwoty z przedziału od 1000 do 3000 zł miesięcznie.

Wiele towarzystw zaznaczyło, iż nie są one w stanie uzyskać informacji na temat ewentualnego zatrudnienia pracowników w spółkach publicznych i pobierania przez nich wynagrodzenia z tego tytułu. Lakoniczność informacji PTE na temat zasiadania pracowników towarzystw w radach nadzorczych spółek portfelowych uzasadniano brakiem podstaw prawnych do tego, aby domagać się od tych pracowników, którzy nie są członkami zarządu, informacji na ten temat. Część towarzystw zobowiązywała jednak niektórych swoich pracowników do podpisania oświadczeń o powstrzymaniu się od działalności mającej znamiona konfliktu interesów lub o zakazie konkurencji.

Informacje na temat zaangażowania pracowników PTE ukazują, że ich skala jest niewielka. Nie można jednak zapominać, że informacje te są trudne do weryfikacji, a w konsekwencji ich wiarygodność jest istotnie ograniczona.

Tabela 4. 8. Spółki o największym zaangażowaniu OFE – dane na dzień 31 grudnia 2000 %%

	AIG	ALLIANZ	ARKA- INVESCO	Bankowy	CU	DOM	ego	EPOKA	Kredyt Banku	NIN	Ergo Hestia	PEKAO	Pioneer	Pocztylion	Polsat	Rodzina	SAMPO	Skarbiec- Emerytura	Credit Suisse L&P	Złota Jesień	Zurich	Razem	
Novita				2,56		7,93								8,97									19,5
Permedia	6,77					9,23																	16,0
Jupiter NFI	5,72		0,15	4,76		1,24	1,09	0,28			0,25			0,60					1,57				15,7
Macrosoft	3,68			0,37	4,68				0,18	0,90									5,79				15,6
Talex	1,58	0,57		2,24	1,82	2,38				0,67										2,20	2,20		13,7
Computerland	1,51	0,40	0,11	1,55	3,40	0,07	0,26	0,08	0,11	2,03	0,23	0,05		0,24			0,57	0,40	0,29	1,21	0,61		13,1
Strzelec				7,92		2,67								2,50									13,1
ERP	9,64		0,23			3,05																	12,9
Lentex					1,85														0,03	9,80			11,7
Echo				0,01						6,31				0,16				0,13		4,69			11,3
Pollena Ewa	6,33				2,30	2,29		0,04															11,0
Comarch	1,45	0,88		2,37	2,75		0,04		0,17					0,27	0,13		0,36	0,67	0,24	1,10	0,33		10,8
Prosper			0,10				2,56			4,91	0,29		0,86		0,30	0,12			0,63		0,79		10,6
Farmacol			0,08	0,22	4,26					1,45	0,19					0,04	1,92		1,77	0,50			10,4

Tabela 4. 9. Spółki o największym zaangażowaniu OFE – dane na dzień 31 grudnia 2001

%%

	AIG	ALLIANZ	Bankowy	CU	DOM	ego	Kredyt Banku	NN	Ergo Hestia	PEKAO	Pocztylion	Polsat	SAMPO	Skarbiec-Emerytura	Credit Suisse L&P	Złota Jesień	Zurich	Razem
Computerland	1,46	0,48	1,21	7,08	0,38	0,34		6,33	0,65		0,62		0,75	1,41	1,02	2,38	1,35	25,5
Novita			3,74		9,83						10,42							24,0
Kęty	0,97	1,18	0,61	4,97	0,51	0,41	0,29	6,34	0,46		0,42				1,68	5,18	0,84	23,9
Jelfa	1,72	0,97	0,26	7,43		0,72	0,07	6,18	0,47		1,11				1,34	1,54	1,28	23,1
Poligrafia				8,82					0,94							7,05	5,78	22,6
Wilbo					3,95	7,32				5,51					3,42		0,66	20,9
Prosper						2,98		4,31	1,52	3,79	0,17	1,15			1,25	4,77	0,87	20,8
Krosno			4,12					11,45		4,31					0,75			20,6
Strzelec			8,34		5,15						6,62							20,1
Tras Tychy					6,90	3,72								8,58				19,2
Farmacol	1,95			2,39				7,26	1,09	0,93					2,13	3,36		19,1
PGF	0,75		0,14	8,09	0,47		0,20	7,88	0,25			0,04	0,55			0,20	0,40	19,0
Comarch	1,39	1,02	2,22	5,90		0,39		4,79			0,34		0,64	0,57	1,15		0,56	19,0
CSS				6,91				0,98						9,40	1,00			18,3

Tabela 4. 10. Spółki o największym zaangażowaniu OFE – dane na dzień 31 grudnia 2002 %%

	AIG	ALLIANZ	Bankowy	CU	DOM	ego	Kredyt Banku	NN	Ergo Hestia	PEKAO	Pocztylion	Polsat	SAMPO	Skarbiec- Emerytura	Credit Suisse L&P	Złota Jesień	Zurich	Razem
Elektrobudowa	2,36	3,38	1,26	1,53			0,70	9,82			0,98	1,16			3,34	8,12	6,33	39,0
Tras Tychy			5,18		8,55	4,99					6,51			9,14				34,4
Kruk	4,80		9,64				7,13	4,90	1,50		2,62						1,68	32,3
Novita			4,93		13,15						13,17							31,3
Computerland	2,76	0,87	2,39	4,93	1,92	0,28	0,57	6,89	0,71	0,36	1,04	0,21	1,24	0,77	1,57	2,47	1,46	30,4
Kęty	1,64	1,98	0,69	5,75	0,97	0,28	0,24	6,95	0,39	0,22	0,80	0,31		0,44	1,35	6,82	1,18	30,0
Echo	2,16	1,29	1,19	0,51	3,42			9,00	0,57		2,70				2,27	4,46	1,14	28,7
PGF	2,74		0,91	8,22	1,32	0,33	0,19	7,94	0,47			0,03		0,45	0,78	3,40	0,83	27,6
Jelfa	3,30	1,29	0,45	5,00		0,33	0,73	6,18	0,69		1,16	0,29			1,46	1,93	1,66	24,5
Poligrafia				8,84					0,72							8,54	6,35	24,5
Comarch	1,89		2,59	7,11	1,90			4,79	0,50		0,34	0,39	1,26		1,41		1,80	24,0
Strzelec			8,50		5,28						8,47							22,3
Krosno			4,99					10,00		4,93					0,71			20,6
Farmacol	2,64		0,06	0,61				7,26	1,15						1,88	6,78		20,4

6.2. Korzyści i zagrożenia związane z aktywnym udziałem PTE w zarządzaniu spółkami

Ciągłemu zwiększaniu zaangażowania OFE w rynek akcji towarzyszy pytanie o to, czy obecność OFE w spółkach powinna mieć charakter pasywny (fundusze ograniczają się jedynie do zarządzania środkami im powierzonymi), czy aktywny (wpływają na zarządzanie podmiotami, znajdującymi się w ich portfelach). Kwestia ta wymaga jednoznacznego uregulowania w najbliższym czasie.

Za dopuszczeniem możliwości wywierania wpływu przez PTE na sposób zarządzania spółkami, których akcje znajdują się w posiadaniu OFE przemawia założenie, że ta forma nadzoru właścicielskiego dawałoby szansę na ukształtowanie takiego sposobu kierowania spółką, która pozwoli na maksymalizację jej wartości w długim okresie. Skutkiem byłoby zwiększenie wartości akcji posiadanych przez OFE, a więc również zwiększenie wysokości przyszłych świadczeń emerytalnych.

Aktywny wpływ PTE na zarządzanie spółkami mógłby polegać także na podnoszeniu poziomu kultury korporacyjnej w spółkach publicznych, która w chwili obecnej pozostawia wiele do życzenia.

Istnieją jednak poważne argumenty przemawiające za tym, żeby OFE ograniczały się jedynie do pełnienia roli inwestorów pasywnych.

Szeroko podkreśla się realną możliwość wystąpienie konfliktu interesów, gdy przedstawiciele towarzystwa emerytalnego zarządzający spółką kierują się prywatnymi korzyściami, a nie dbałością o oszczędności członków OFE. Przykładowo: czerpiący materialne korzyści przedstawiciel PTE w zarządzie spółki mógłby nalegać na nie zbywanie jej akcji, nawet gdy obiektywne wskaźniki nakazywałyby ich sprzedaż. Wynika to z faktu, że korzyści związane z udziałem we władzach spółki mają charakter pewny i natychmiastowy, podczas gdy przyrost wynagrodzenia PTE wynikający ze skutecznego zarządzania środkami OFE jest niepewny i odsunięty w czasie.

Nie jest też pewne, czy PTE będzie dysponować odpowiednio wykwalifikowaną kadrą, aby zarządzać spółkami giełdowymi. Warto zauważyć, że w portfelu każdego funduszu

znajdują się akcje kilkudziesięciu spółek. W przyszłości ich liczba może jeszcze wzrosnąć. Trudno jednak oczekiwać, aby towarzystwa zatrudniały dodatkowo co najmniej kilkadziesiąt osób do szczegółowego monitorowania i nadzoru nad działalnością spółek portfelowych.

Akcjonariusze PTE to najczęściej banki i firmy ubezpieczeniowe. Mają one konkretne interesy, niekoniecznie związane bezpośrednio z rynkiem funduszy emerytalnych. Jednak OFE operują na tym samym rynku kapitałowym co akcjonariusze PTE, inwestując pieniądze nie swoje, ale członków funduszu. Stwarza to bardzo duże ryzyko, że akcjonariusze lub pracownicy PTE będą chciały wykorzystać siłę aktywów OFE dla realizacji własnych celów, co nie musi być korzystne dla członków funduszu.

7. Limity inwestycyjne a rynek pozaskarbowych instrumentów dłużnych

Limity inwestycyjne określone w rozp. RM z 1998 roku teoretycznie umożliwiają OFE ulokowanie w pozaskarbowych instrumentach dłużnych do 70% swojego portfela. Bliższa analiza kategorii lokat wchodzących w skład tych 70% wykazuje, że faktyczne możliwości dokonywania tego rodzaju inwestycji są znacznie mniejsze.

Wynika to z następujących faktów:

Z tych 70%, aż 30% to limit na listy zastawne dopuszczone do publicznego obrotu, których nie ma na rynku.

Kolejne 15% to limity na obligacje „zabezpieczone całkowicie”. Po nowelizacji ustawy o obligacjach w roku 2000, ten rodzaj obligacji przestał występować.

15% to limit dla obligacji komunalnych, dopuszczonych do publicznego obrotu, podczas gdy w praktyce, ze względu na związane z tym koszty, emisje komunalne nie są upubliczniane.

Praktyczne znaczenie ma limit 5% dla niepublicznych emisji komunalnych i kolejne 5% dla niepublicznych emisji spółek dopuszczonych do publicznego obrotu.

Wszystkie limity dotyczą obligacji. Brak limitu na emisje krótkoterminowe, które dominują na rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych.

Równocześnie, problemem jest możliwość alternatywnego do instrumentów dłużnych inwestowania przez OFE w akcje spółek giełdowych. Jeżeli pominąć wysokie, ale nie do wykorzystania w praktyce limity na akcje NFI (limit 10% aktywów, rzeczywiste inwestycje 0,22%) i na akcje spółek dopuszczonych do obrotu, ale nie notowanych na rynku giełdowym (limit 10%, w praktyce wykorzystanie bliskie 0%), to efektywny limit na akcje wynosi 40% aktywów. Obecne zaangażowanie na poziomie 30% nie może być zbyt zwiększane. Specyfiką giełdy są duże wahania kursów. W przypadku szybkiego ich wzrostu, OFE mogą stanąć przed koniecznością wychodzenia z inwestycji tylko dlatego, że wzrost wartości kursów powoduje przekroczenie limitu na akcje.

Rynek akcji to nie tylko problem wahań kursów. To także problem wielkości samego rynku. Już obecnie udział OFE w kapitalizacji giełdy zbliża się do 10%, a udział we „free float” to prawie 25%. Bez dalszej podaży akcji szybko pojawi się bariera podażowa.

Jedynym bezpiecznym kierunkiem ekspansji inwestycyjnej OFE pozostaje zatem rynek papierów skarbowych, gdzie limity nie występują. Problemem może być jednak już wkrótce niska rentowność takich inwestycji. Uzasadnia to większe zainteresowanie OFE rynkiem pozaskarbowych instrumentów dłużnych

Obecna struktura rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych nie zachęca OFE do inwestowania. Dominują bowiem papiery krótkoterminowe. Jest to jednak konsekwencją wysokich stóp procentowych w ostatnich latach, które zniechęcały emitentów do oferowania obligacji długoterminowych. Spadek stóp procentowych zachęci do emitowania papierów o dłuższej zapadalności. W roku 2002 rynek obligacji przedsiębiorstw podwoił się, z 3 do 6 mld zł.

W końcu 2002r. udział OFE w rynku nabywców pozaskarbowych instrumentów dłużnych wynosił tylko 1%. Nie ma powodu, aby rola OFE na rynku instrumentów dłużnych była mniejsza niż rola, jaką ta kategoria inwestorów odgrywa na rynku akcji.

Nadzór i regulator rynku OFE powinien rozstrzygnąć kwestię, czy zamierza włączyć się aktywnie w kształtowanie rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych, czy też przyjąć postawę wyczekującą i interweniować dopiero wtedy, gdy obowiązujące limity staną się barierą.

Za przyjęciem biernej postawy może przemawiać doświadczenie wprowadzania nowego limitu na listy zastawne. Pomimo wprowadzenia limitu aż 30% na listy zastawne dopuszczone do publicznego obrotu w roku 2001, instrumenty takie do tej pory nie pojawiły się na rynku.

Wymóg upubliczniania emisji pozaskarbowych instrumentów dłużnych oferowanych OFE jest teoretycznie słuszny. Obrót publiczny powinien zapewnić właściwą wycenę i płynność. Jednak płynność nie jest dla inwestorów długoterminowych, takich jak OFE priorytetem. Po rynku akcji widać natomiast, że upublicznienie nie gwarantuje prawidłowej wyceny.

Należy powiększyć 5% obecnie limity na niepubliczne obligacje korporacyjne i samorządowe. Umożliwi to zwiększenie udziału pozaskarbowych instrumentów dłużnych w portfelach OFE poza 10%. Zaangażowanie OFE w tego rodzaju instrumenty rzędu kilkunastu procent aktywów (przy zachowaniu reguł dywersyfikacji) leży w interesie członków. Istotnym ograniczeniem pozostanie fakt, że limit na obligacje korporacyjne dotyczy jedynie spółek giełdowych.

8. Nadzór nad działalnością inwestycyjną OFE

W ramach zadań, określonych przepisami prawa, Urząd Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych sprawuje nadzór nad działalnością inwestycyjną otwartych funduszy emerytalnych. Realizując cele kontrolne Urząd Komisji współpracuje z organami administracji publicznej, a w szczególności z Komisją Papierów Wartościowych i Giełd, Ministerstwem Finansów i Generalnym Inspektorem Nadzoru Bankowego.

Nadzór nad działalnością inwestycyjną funduszy emerytalnych ma na celu ocenę, czy działania funduszy nie są sprzeczne z interesami ich członków. Zakres kontroli obejmuje w szczególności wycenę instrumentów finansowych znajdujących się w portfelach inwestycyjnych funduszy emerytalnych oraz kontrolę limitów inwestycyjnych (w zakresie zgodności z przepisami określonymi w Rozdziale 15 „Działalność lokacyjna funduszy emerytalnych” ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 roku o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych i szczegółowymi rozporządzeniami Rady Ministrów i Ministra Finansów).

W ramach kontroli wyceny Urząd Komisji realizuje również zadania w zakresie przygotowywania metod wyceny dla poszczególnych instrumentów finansowych oraz weryfikacji przedstawionych przez otwarte fundusze emerytalne metod wyceny instrumentów finansowych.

O cenie rynkowej, jako oddającej rzeczywistą wartość papieru wartościowego, można mówić na rynku płynnym. Część aktywów funduszy ulokowana jest w instrumentach nie posiadających płynnego rynku wtórnego. Na chwilę obecną nie jest to jeszcze podstawowy problem, ale będzie on narastał. Organ nadzoru obserwuje zakres takich inwestycji, w przypadkach wątpliwych będzie interweniować, aż do nakazania, w przypadkach rażących, przeszacowania wartości aktywów.

W prowadzonej kontroli limitów inwestycyjnych liczba generowanych nieprawidłowości ma charakter incydentalny i wynika głównie z przyczyn niezależnych od funduszy emerytalnych (przekazanie środków przez ZUS na rachunek przeliczeniowy funduszu emerytalnego, czy umorzenie przez spółkę części wyemitowanych akcji).

Kontrola limitów inwestycyjnych i wyceny jest wstępem do głębszej analizy portfela. Ta część kontroli jest również dobrze wykonywana przez depozytariusza i audytorów. Niestety nie wydaje się, aby można było liczyć w pełni na powyższe podmioty w zakresie kontroli nie opartej literalnie na zapisach ustawy. Są one wybierane przez Towarzystwa i w przypadku „nadgorliwości” mogą ryzykować utratą klienta. Pozostała część kontroli opierać się więc musi głównie na działaniach organu nadzoru.

Merytoryczny nadzór nad faktyczną polityką inwestycyjną funduszy wymaga udziału osób o odpowiedniej wiedzy w zakresie funkcjonowania rynków finansowych. Rynek finansowy jest organizmem zbyt dynamicznym, aby można było oczekiwać skutecznego nadzoru opartego jedynie na literalnym stosowaniu zapisów ustawy. Limity nałożone na poszczególne kategorie lokat wyznaczają "boisko" na którym toczy się gra, jednak poziom inżynierii finansowej pozwala pod formą prawną np. obligacji skonstruowanie instrumentu o zupełnie odmiennych cechach ekonomicznych, np. opcji, kontraktu terminowego czy wręcz jeszcze bardziej złożonych i ryzykownych struktur. Organ nadzoru stoi na stanowisku, że treść ekonomiczna instrumentu jest równie ważnym elementem przyporządkowania do odpowiedniej kategorii lokat jak jego forma prawna.

Organ nadzoru dysponuje pełnymi danymi o działalności inwestycyjnej (zlecenia, transakcje). Sam fakt konieczności przesyłania tak szczegółowych raportów działa dyscyplinująco na Towarzystwa w zakresie prowadzonej polityki lokacyjnej. W pierwszej kolejności analizowane są ceny, po których fundusz nabywa i zbywa papiery wartościowe. Oczywiście nabywanie po cenie wyższej lub sprzedaż po cenie niższej od możliwej do osiągnięcia w danej chwili jest ewidentnym działaniem na szkodę członków. Rzadkie są sytuacje, gdy urząd ma wątpliwości tej natury.

Organ nadzoru kieruje zapytania do towarzystw emerytalnych, z prośbą o szczegółowe wyjaśnienia, np. w sytuacjach :

- nabywania papierów wartościowych obarczonych istotnymi czynnikami ryzyka – np. w sytuacji, gdy emitentem jest spółka nieznana, zadłużona lub osiągająca słabe wyniki finansowe,
- występowania w krótkich okresach czasu niespójności w działaniach inwestycyjnych, np. kupno papieru wartościowego za X, jego sprzedaż za X-5

następnie kupno za X-3 itd. W przypadku niektórych funduszy takie sytuacje występują, naszym zdaniem, zbyt często,

- gdy wielkość wykonywanych transakcji kupna/sprzedaży świadczy o krótkoterminowym horyzoncie inwestycyjnym.

Trzeba w tych kwestiach jednak zachować umiar, pozostawiając pewną swobodę działań funduszom. W przeciwnym wypadku organ nadzoru może doprowadzić do sytuacji, w której w portfelach funduszy znajdują się jedynie akcje spółek z WIG20. Dla dywersyfikacji portfela przydatne są również udziały w spółkach o większym poziomie ryzyka. Trudno jest zdefiniować jednoznaczne kryteria momentu i formy reakcji organu nadzoru. Musi tutaj istnieć pewne pole dla oceny sytuacji, opartej na doświadczeniu i wiedzy osób podejmujących takie decyzje. Organ nadzoru nie ma za zadanie zarządzania aktywami ani sugerowania jakie instrumenty finansowe powinny być nabywane. Powinien natomiast czuwać nad jakością procedur i samej polityki inwestycyjnej.

W tym kontekście postrzegamy zwiększenie zakresu dostępnej publicznie informacji o działalności lokacyjnej funduszy jako ważny element podnoszenia jakości polityki lokacyjnej. Nacisk na jakość zarządzania ze strony mediów a przede wszystkim uczestników systemu (poprzez dokonywanie bardziej świadomych wyborów funduszy) może przynieść czasami lepsze efekty niż formalne działania organu nadzoru. Obie formy powinny współistnieć. Prawdą jest, że wiedza o funkcjonowaniu rynku finansowego wśród uczestników II filara nie jest wysoka. Na chwilę obecną nie obserwujemy korelacji pomiędzy osiąganymi wynikami inwestycyjnymi a wyborem funduszu przez członków. Wzrost tej wiedzy jest ważnym celem zarówno organu nadzoru jak i innych podmiotów administracji i rynku finansowego. Część uczestników II filara uczestniczy, bądź w niedalekiej przyszłości zacznie uczestniczyć, w III filarze. Również dla jego prawidłowego funkcjonowania przydatna będzie większa świadomość uczestników. Jedną sprawą jest poszerzanie wiedzy a drugą dostarczanie informacji umożliwiającej przeprowadzenie analiz i podejmowanie świadomych decyzji. Naszym zdaniem należy poszerzyć zakres informacji dostarczanej obserwatorom zewnętrznym. Fakt posiadania bardzo szczegółowych informacji przez organ nadzoru nie sprawia jeszcze, że system jest przejrzysty dla innych obserwatorów.

Jako przykład można rozważyć dodanie w rozporządzeniu o rachunkowości funduszy nowej pozycji rocznego sprawozdania finansowego : zestawienia wartości sprzedaży i kupna, średnich cen sprzedaży i kupna oraz sumy zysków zrealizowanych i niezrealizowanych w okresie dla wszystkich papierów wartościowych znajdujących się w portfelu funduszu w danym roku obrotowym. Byłoby ono istotnym poszerzeniem możliwości analizy i oceny polityki inwestycyjnej przez szerszą publiczność (np. czy fundusz stosuje strategię "kup i trzymaj" czy też działa aktywnie, na jakich instrumentach wygenerował zyski i straty, czy miał w portfelu instrumenty o wysokim ryzyku i jakie itp.). Załączanie tego "niepozornego" zestawienia może mieć pozytywny wpływ na działania lokacyjne funduszy. Nie będzie wówczas np. możliwości sprzedaży przed końcem roku instrumentów, które przyniosły duże straty i ukrycie tego przed czytelnikiem sprawozdania. Każda taka operacja będzie widoczna w tym zestawieniu.

Zadaniem Urzędu Komisji jest również utrzymywanie bieżących kontaktów z Towarzystwami Emerytalnymi i Bankami Depozytariuszami oraz odpowiadanie na zapytania i wątpliwości tych podmiotów. Stosunki układają się poprawnie, choć w przyszłości, szczególnie na linii Urząd Komisji – Izba Towarzystw Emerytalnych, moglibyśmy sobie życzyć większej aktywności.

Dotychczasowe działania lokacyjne otwartych funduszy emerytalnych oceniamy umiarkowanie pozytywnie. Nie oznacza to, że nie występują zachowania wątpliwe, ani zagrożenia na przyszłość. Osiągnięte wyniki, roczna realna stopa zwrotu wyniosła ok. 7%, również należy ocenić pozytywnie. Należy mieć tylko na uwadze, że zostały osiągnięte one w wyniku bardzo sprzyjającej sytuacji na rynku instrumentów dłużnych (duży spadek stóp procentowych). Był to czynnik jednorazowy i w przyszłości nie można oczekiwać kontynuacji tego trendu na podobną skalę. Wyniki w latach kolejnych będą już znacznie silniej skorelowane z wynikami części akcyjnej portfeli.

Organ nadzoru, udoskonalając formy kontroli, będzie dążył do polepszania jej jakości. Wyniki inwestycyjne funduszy były i będą jednak przede wszystkim funkcją sytuacji na rynkach finansowych.