



FUNDACJA FOR - FORUM OBYWATELSKIEGO ROZWOJU

Wiktor Wojciechowski

Lepsza OFErta:

**Propozycja reformy
części kapitałowej systemu emerytalnego**

Warszawa, 25 stycznia 2011 r.

Synteza:

Propozycja reformy części kapitałowej systemu emerytalnego

Wprowadzony w 1999 roku system emerytalny dostosowany został do poziomu rozwoju i otoczenia instytucjonalnego rynku kapitałowego w Polsce na przełomie wieków. Zmianom na rynku kapitałowym i w samych OFE nie towarzyszyło odpowiednie dostosowanie regulacji, które obecnie ograniczają efektywność kapitałowej części systemu emerytalnego.

Do najważniejszych ograniczeń należą:

1. **nadmierne opłaty** obciążające oszczędności w OFE, przede wszystkim opłata od składek
2. obowiązek przekazywania części opłaty od składek (3,5%) przez PTE na rzecz:
 - ZUS - 0,8% wartości składek, **czyli prawie jedną czwartą opłaty** (w latach 2004-2010 ponad 950 mln zł);
 - Komisji Nadzoru Finansowego (do 0,14% wartości składek) oraz Rzecznika Ubezpieczonych (do 0,01% składek) – ponad 90 mln zł w 2004-2009;
3. wymóg zarządzania aktywami OFE przez PTE (Powszechne Towarzystwa Emerytalne), co:
 - podnosi koszty systemu;
 - uniemożliwia osiągnięcie korzyści skali;
4. **system dopłat** z tytułu nieosiągnięcia minimalnej wymaganej stopy zwrotu, co:
 - podnosi koszty funkcjonowania systemu, a tym samym opłaty;
 - stanowi poważne ryzyko w działalności PTE;
 - w praktyce nie gwarantuje bezpieczeństwa uczestnikom systemu;
 - wymusza sposób działania PTE, za który są one następnie krytykowane
5. **Jednakowa polityka inwestycyjna bez względu na wiek ubezpieczonych:**
 - zbyt zachowawcza dla osób młodych – ogranicza zysk i wysokość przyszłej emerytury;
 - zbyt ryzykowna dla osób starszych.
6. **Zły system oceny wyników inwestycyjnych**, zbyt sztywne limity inwestycyjne dla OFE, przez co:
 - głównym celem inwestycyjnym PTE unikanie ryzyka odchylenia od średniej sektora;
 - naśladowanie portfeli największych OFE;
 - niewykorzystanie potencjału systemu kapitałowego.

W październiku 2010 roku rząd przedstawił założenia zmian w funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, które – pomimo istotnych słabości – zbliżyły się do rozwiązania problemów systemu. Propozycja trwałego obniżenia składek przekazywanych do OFE podważa rozwiązanie sprzed zaledwie dwóch miesięcy.

Propozycja rządowa skomplikuje system: wzrost liczby kont w ZUS (15 mln); problem dziedziczenia części składek w ZUS; dostosowanie limitów inwestycyjnych do nowego poziomu składek.

Obniżenie składki ma zostać połączone ze stopniowym zwiększaniem limitu zaangażowania w akcje:

- wątpliwe by OFE wykorzystywały podwyższony limit – większy udział akcji zwiększyłby ryzyko inwestycyjne i zmienność wartości aktywów w portfelach funduszy;
- niewłaściwe dla osób zbliżających się do przejścia na emeryturę;
- w przyszłości – w okresie spadków na rynkach akcji – mogłoby to obniżyć akceptację społeczną dla systemu OFE, a nawet stworzyć podstawy do całkowitej jego likwidacji;
- w efekcie mniejsza niż dotychczas będzie kwota inwestowana w akcje, które historycznie oferują wyższe stopy zwrotu, co przełoży się na niższe emerytury, zwłaszcza dla młodszych uczestników systemu.

Podstawowe elementy proponowanej reformy:

1. Likwidacja opłaty od składek:
 - skorzystają uczestnicy – cała składka będzie inwestowana na przyszłą emeryturę;
 - PTE finansowane z opłaty za zarządzanie aktywami.
2. Zmiana otoczenia regulacyjnego – obniżenie kosztów systemu:
 - zwolnienie PTE z uzależnionych od wartości składek opłat na rzecz ZUS, Komisji Nadzoru Finansowego oraz Rzecznika Ubezpieczonych, spójne z likwidacją opłaty od składek – obniży koszty PTE o ok. 15%;
 - Ograniczenie największych wydatków PTE (35%), czyli działalności akwizycyjnej i reklamowej.

Można rozważyć dalej idące zmiany w otoczeniu regulacyjnym obniżające koszty systemu, które można by przełożyć na dalsze obniżenie opłat za zarządzanie:

- a. Zniesienie wymogu zarządzania aktywami emerytalnymi przez PTE
 - integracja funkcji zarządzania aktywami w ramach grup kapitałowych;
 - osiągnięcie korzyści skali i obniżenie kosztów systemu o 15%-20%.
 - b. Likwidacja systemu dopłat do minimalnej stopy zwrotu
 - znaczące zawężenie zakresu akceptowalnych odchyleń od benchmarku - wyższe zyski z inwestycji w dłuższym okresie;
 - kary finansowe o limitowanej wysokości dla PTE za niesatysfakcjonujące wyniki inwestycyjne.
3. Wprowadzenie subfunduszu akcyjnego i obligacyjnego oraz złożonych z nich indywidualnych portfeli dopasowanych do wieku i zdolności do ponoszenia ryzyka inwestycyjnego uczestników:
 - rachunek każdego uczestnika: jednostki subfunduszu akcyjnego i obligacyjnego;
 - z wiekiem udział części akcyjnej maleje na korzyść obligacyjnej wg zdefiniowanego algorytmu;
 - możliwość indywidualnego podwyższenia/obniżenia udziału akcji w określonym zakresie od struktury wynikającej z algorytmu.
 4. Ocena wyników inwestycyjnych OFE na podstawie zewnętrznych benchmarków:
 - bardziej zrozumiała od obowiązującego modelu średniej ważonej OFE;
 - pasywne zarządzanie odzwierciedlające indeks rynkowy;
 - rozszerzenie możliwości inwestycyjnych OFE.

Propozycja reformy części kapitałowej systemu emerytalnego

A. Wprowadzenie

Wprowadzony w 1999 roku system emerytalny dostosowany był do ówczesnego poziomu rozwoju i otoczenia instytucjonalnego rynku kapitałowego w Polsce. W ostatnim dziesięcioleciu rynek kapitałowy przeszedł znaczące przeobrażenia i jest obecnie zdecydowanie bardziej rozwinięty. Zmieniała się też sytuacja Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE). Stały się one stabilnymi instytucjami ze znaczną bazą aktywów. Zmianom na rynku kapitałowym i w samych OFE nie towarzyszyło odpowiednie dostosowanie otoczenia regulacyjnego. Doprowadziło to do sytuacji, w której regulacje dotyczące funkcjonowania funduszy emerytalnych ograniczają efektywność oraz możliwości osiągnięcia pełnych korzyści części kapitałowej systemu.

W debacie na temat funkcjonowania II filaru od dłuższego czasu wskazywane są ograniczenia systemu oraz propozycje potrzebnych zmian.

Do najważniejszych ograniczeń należą:

1. nadmierne opłaty obciążające oszczędności gromadzone przez przyszłych emerytów – przede wszystkim opłaty od składek wpłacanych do OFE;
2. ramy regulacyjne, które podnoszą koszty funkcjonowania systemu, a jednocześnie ograniczają jego efektywność, przede wszystkim:
 - a. obowiązkowe opłaty Powszechnych Towarzystw Emerytalnych (PTE) na rzecz ZUS, Komisji Nadzoru Finansowego oraz Rzecznika Ubezpieczonych, zależne od wartości składek trafiających do OFE;
 - b. wymóg zarządzania OFE przez odrębne podmioty – PTE;
 - c. system dopłat z tytułu nieosiągnięcia minimalnej wymaganej stopy zwrotu;
3. stosowanie jednej polityki inwestycyjnej dla wszystkich uczestników bez względu na ich wiek, a tym samym różną zdolność ponoszenia ryzyka inwestycyjnego,
4. niewłaściwy system oceny wyników inwestycyjnych oraz zbyt sztywne limity inwestycyjne nałożone na OFE.

W dalszej części dokumentu omówimy ograniczenia II filara systemu emerytalnego, a następnie przedstawimy propozycje reform, które pozwolą na ich usunięcie.

W październiku 2010 roku rząd przedstawił założenia projektu ustawy o zmianie ustawy o funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, które – pomimo istotnych słabości (np. niedostateczne obniżenie opłaty od składek, wprowadzenie opłaty „solidarnościowej”, zbyt duże akceptowalne odchylenia od benchmarków zewnętrznych) – szły w kierunku rozwiązania niedociągnięć obecnego systemu. Grudniowa propozycja trwałego obniżenia składek przekazywanych do II filaru podważa możliwość wprowadzenia w życie proponowanych dwa miesiące wcześniej rozwiązań.

Wprowadzenie rządowej propozycji ograniczenia składek przekazywanych do OFE i pozostawienia większej ich części w ZUS znacząco ograniczy możliwości usprawnienia systemu emerytalnego. Wprowadzi dodatkowe komplikacje, zarówno w samym ZUS (dziedziczenie składek, obsługa nowych rachunków), jak i w II filarze (limity zaangażowania w akcje „starego” portfela oraz nowych składek), które dodatkowo obniżą efektywność systemu OFE, a w przyszłości mogą wręcz stworzyć podstawy do jego likwidacji.

Rząd proponuje, by obniżenie składki połączyć ze stopniowym zwiększaniem limitu zaangażowania w akcje. Wątpliwe jednak, by OFE wykorzystywały ten podwyższony limit. Większy udział akcji w portfelu OFE zwiększałby ryzyko inwestycyjne i zmienność wartości aktywów w portfelach funduszy, co byłoby niewłaściwe zwłaszcza dla osób zbliżających się do przejścia na emeryturę. W przyszłości – w okresie spadków na rynkach akcji – mogłoby to obniżyć akceptację społeczną dla systemu OFE, a nawet stworzyć podstawy do całkowitej jego likwidacji. W efekcie mniejsza niż dotychczas będzie kwota inwestowana w akcje, które historycznie oferują wyższe stopy zwrotu, co przełoży się na niższe emerytury, zwłaszcza dla młodszych uczestników systemu.

B. Diagnoza ograniczeń części kapitałowej systemu emerytalnego

I. Nadmierne opłaty obciążające oszczędności gromadzone przez przyszłych emerytów – przede wszystkim opłaty od składek wpłacanych do OFE;

Zgodnie z art. 134 ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, PTE otrzymały możliwość pobierania opłaty w formie potrącania określonej procentowo kwoty z wpłacanych składek. Wysokość opłaty nie była początkowo limitowana i towarzystwa pobierały ją nawet w wysokości 10% wpłacanych składek (niektóre PTE zdecydowały się na obniżanie tej opłaty dla członków z określonym stażem, co było zgodne z art. 135, który umożliwiał różnicowanie opłaty od składek zależnie od stażu¹). Towarzystwa emerytalne pobierają od swoich uczestników także opłatę za zarządzanie, uzależnioną od wartości aktywów netto zgromadzonych w funduszu. W pierwotnej wersji ustawy, maksymalna wysokość tej opłaty została ustalona na rozsądnym poziomie 0,05% wartości aktywów netto miesięcznie.

Umożliwienie towarzystwom pobierania opłat od składek na etapie tworzenia systemu emerytalnego miało umożliwić uzupełnienie przychodów nowych podmiotów w okresie, kiedy opłaty za zarządzanie były niewielkie z powodu niskiego poziomu środków zgromadzonych w systemie.

Wraz ze wzrostem napływu środków oraz zwiększeniem bazy aktywów OFE, konieczne i możliwe stało się ograniczenie wysokości opłaty od składek:

- Ustawą z dnia 27 sierpnia 2003 r. o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz niektórych innych ustaw, maksymalna wysokość tej opłaty została ustalona na poziomie 3,5% od wpłacanych składek. W ustawie wprowadzono jednak okresy przejściowe, zgodnie którymi w latach 2004-2010 maksymalna wysokość opłaty od składek miała wynosić 7%, w 2011 roku – 6,125%, w 2012 – 5,25%, w 2013 – 4,375%. Zatem docelowy poziom opłaty od składek na poziomie 3,5% miał obowiązywać dopiero od 2014 roku.
- Ustawą z dnia 26 czerwca 2009 roku przyspieszone zostało obniżenie maksymalnego poziomu opłaty od składek do poziomu 3,5% począwszy od 2010 roku (a nie jak wcześniej zakładano od 2014 roku).

¹ Możliwość różnicowania składek zależnie od stażu została zniesiona nowelizacją z 2003 roku.

Zarzucanie, że opłaty pobierane przez PTE są i były zbyt wysokie jest także przyznaniem, że zmiany regulacyjne nie nadążały za rozwojem rynku funduszy emerytalnych.

W październiku 2010 roku rząd uznał, że zmiany wprowadzone 10 miesięcy wcześniej nie były wystarczające i zaproponował dalsze obniżenie maksymalnej opłaty od składek do 2,3% od 1 lipca 2011 oraz do 2% od 1 lipca 2012 roku. Dla osób powyżej 55 roku życia wpłacających składki do subfunduszu bezpiecznego opłata zostałaby obniżona do 1,3%. Propozycja rządu że obniżona opłata nie obejmowałaby części składki należnej ZUS (0,8%). Dla ubezpieczonego opłata zostałaby zatem obniżona z 3,5% do 2,8%.

II. Ramy regulacyjne, które podnoszą koszty funkcjonowania systemu, a jednocześnie ograniczają jego efektywność

Wysokie koszty systemu oznaczają wysokie opłaty obciążające uczestników i ich przyszłe emerytury. Do najważniejszych rozwiązań regulacyjnych podnoszących koszty systemu należą:

1. Obowiązkowe opłaty PTE na rzecz ZUS, Komisji Nadzoru Finansowego oraz Rzecznika Ubezpieczonych, zależne od wartości składek trafiających do OFE

Wbrew powszechnym opiniom opłaty od składek (obecnie 3,5%) obciążające przyszłych emerytów nie trafiają w całości do OFE:

- istotnym beneficjentem tych opłat jest ZUS – za przekazywanie części składek pobranych od ubezpieczonych na ich rachunki w OFE, ZUS pobiera od PTE opłatę w wysokości 0,8% wartości składki (tj. prawie jedną czwartą całej opłaty pobieranej od składek trafiających do OFE);
- w 2010 roku kwota pobrana przez ZUS za przekazywanie składek wyniosła ok. 180 mln zł,
- w latach 2004-2010 łączna kwota pobrana przez ZUS za przekazywanie środków na rachunki w OFE wyniosła ponad 950 mln zł;
- część opłaty od składek jest przekazywana na finansowanie działań nadzorczych Komisji Nadzoru Finansowego (maksymalnie do 0,14%² wartości składek), a także na finansowanie Biura Rzecznika Ubezpieczonych (do 0,01% wartości składek). W latach 2004-2009 łączna kwota pobrana od składek na ten cel wyniosła ponad 90 mln zł.

2. Wymóg zarządzania OFE przez odrębne podmioty – PTE

Tworząc system kapitałowy w Polsce wprowadzono wymóg, że zarządzaniem OFE mogą zajmować się wyłącznie wyspecjalizowane instytucje (Powszechne Towarzystwa Emerytalne), które nie mogą zarządzać innymi aktywami.

² W pierwotnej ustawie z 1997 roku wysokość opłaty na rzecz Urzędu Nadzoru została ustalona na poziomie maksymalnie 0,02% składek trafiających do OFE. Ustawą z 22 maja 2003 roku o nadzorze ubezpieczeniowym i emerytalnym oraz Rzeczniku Ubezpieczonych wysokość opłat na rzecz Urzędu została zwiększona do 0,14% oraz wprowadzono opłatę na finansowanie Biura Rzecznika Ubezpieczonych.

Decyzja taka była uzasadniona niskim stopniem rozwoju rynku kapitałowego w Polsce i brakiem wyspecjalizowanych instytucji zarządzających aktywami. Od 1999 roku rynek kapitałowy i instytucje na nim działające zdecydowanie się rozwinęły. Obecnie należy zastanowić się, czy istnienie odrębnych podmiotów zarządzających aktywami funduszy emerytalnych, znacznie zwiększające koszty systemu, jest uzasadnione.

Instytucje zarządzające tylko jednym OFE nie uzyskują korzyści skali, które są kluczowe w zarządzaniu aktywami (wysokie koszty stałe – zespół inwestycyjny, administracja, wynajem powierzchni biurowej, system informatyczny itp. – oraz niskie koszty krańcowe zarządzania dodatkowymi środkami).

W 2009 roku koszty ogólne działalności towarzystw emerytalnych wyniosły ponad 230 mln zł.

W systemie szwedzkim nie wprowadzono specjalnych instytucji do zarządzania aktywami emerytalnymi w II filarze. Zadania te powierzono działającym na rynku licencjonowanym instytucjom finansowym, bez dodatkowych wymogów regulacyjno-kapitałowych. Uczestnicy systemu wybierają instytucję i produkt, do którego mają być przekazywane składki w ramach II filaru.

3. System dopłat z tytułu nieosiągnięcia minimalnej wymaganej stopy zwrotu.

Przy słabo rozwiniętym rynku kapitałowym ważne było zapewnienie bezpieczeństwa systemu i zapobieganie zbyt dużym różnicom w wynikach inwestycyjnych OFE.

W tym celu wprowadzono system dopłat PTE z powodu nieosiągnięcia minimalnej stopy zwrotu. Jest ona wyznaczana jako dopuszczalne odchylenie od średniej ważonej stopy zwrotu dla wszystkich OFE (50% lub 4 pkt. proc. w okresie trzyletnim). By PTE były w stanie sfinansować te dopłaty, określono dla nich wysokie wymagania kapitałowe oraz zobowiązano je do tworzenia Funduszu Gwarancyjnego, zależnego od aktywów.

Ten system zwiększa koszty systemu i ryzyko prowadzonej działalności dla PTE, dając ubezpieczonym tylko teoretyczne bezpieczeństwo:

- wyższe są koszty funkcjonowania towarzystw emerytalnych (w 2009 roku wpłaty PTE do Funduszu Gwarancyjnego wyniosły ponad 90 mln zł, w 2010 roku można szacować te koszty na ok. 170 mln zł);
- nawet nieznaczne odchylenie stopy zwrotu od wymaganego minimum w jednym okresie trzyletnim (np. o 1%) oznacza dla PTE poważne ryzyko, z bankrutem łącznie;
- skala ryzyka dla PTE związanego z dopłatami powoduje, że regulacje ograniczają prawdopodobieństwo ich wystąpienia, określając minimalną wymaganą stopę zwrotu na niskim poziomie (w obecnej ustawie poziom akceptowalnego odchylenia od średniej stopy zwrotu OFE wynosi 50% lub 4 pkt. proc. w okresie trzyletnim; w projekcie z października 2010 r. rząd proponował aż 10 pkt. proc. akceptowalnego odchylenia poniżej zwrotu benchmarku zewnętrznego);
- korzyści z dopłat są niewielkie dla uczestników systemu – nieznaczne odchylenie od minimalnej wymaganej stopy zwrotu w jednym okresie trzyletnim nie ma istotnego znaczenia dla wysokości przyszłej emerytury;

- dla ubezpieczonych ważniejsze jest systematyczne ograniczenie wielkości akceptowalnego odchylenia stopy zwrotu od benchmarku.

Zamiast wyrównywać niedobór z powodu stopy zwrotu niższej o 1% od minimum dopuszczającego 10% odchylenie poniżej benchmarku, lepiej ograniczyć dopuszczalne odchylenie do np. 3%.

System dopłat jest kolejnym przykładem regulacji, która wymusza określony sposób działania PTE, za który są one następnie krytykowane. Skala potencjalnych kosztów z tytułu dopłaty zmusza PTE do minimalizacji ryzyka odchylenia stopy zwrotu od średniej OFE. Dlatego zarzuty, że OFE nie konkurują stopą zwrotu są nietrafione, a w całości wynikają z regulacji systemu.

Koszty i ryzyka związane z systemem dopłat zwiększają bariery wejścia nowych podmiotów na rynek, a tym samym ograniczają konkurencję.

III. Stosowanie jednej polityki inwestycyjnej dla wszystkich uczestników bez względu na ich wiek, a tym samym różną zdolność do ponoszenia ryzyka inwestycyjnego

Stosowanie jednej polityki inwestycyjnej dla wszystkich uczestników systemu bez względu na wiek, a tym samym zdolność do ponoszenia ryzyka inwestycyjnego, jest niewłaściwe.

Polityka OFE limitowana ustawowo (maksymalne 40% zaangażowanie w akcje) jest zbyt zachowawcza dla osób młodych. Niepotrzebnie ogranicza ona potencjalną stopę zwrotu z inwestycji. Osoby młodsze mogą akceptować większe ryzyko inwestycyjne oczekując wyższej stopy zwrotu z inwestycji w akcje w długim okresie.

Z drugiej strony, obecna polityka inwestycyjna OFE jest obciążona zbyt dużym ryzykiem dla osób starszych, przygotowujących się do przejścia na emeryturę. Osoby te nie powinny ponosić ryzyka utraty środków związanej z istotnym zaangażowaniem w akcje.

IV. Niewłaściwy system oceny wyników inwestycyjnych oraz zbyt sztywne limity inwestycyjne nałożone na OFE

Uzależnienie oceny wyników inwestycyjnych od średniej ważonej stopy zwrotu osiągniętej przez wszystkie OFE – w połączeniu z systemem dopłat - spowodowało, że głównym celem inwestycyjnym PTE stało się minimalizowanie ryzyka nadmiernych odchyłeń od średniej sektora, a nie maksymalizacja stopy zwrotu.

Fundusze stosują strategię naśladownictwa, gdzie punktem odniesienia jest struktura portfeli pozostałych OFE. Zwiększa to ryzyko, że zachowania stadne zarządzających OFE, wzajemnie naśladowujących swoje portfele, będą prowadziły do systematycznego osiągnięcia wyników inwestycyjnych gorszych od stopy zwrotu oferowanej przez rynek.

W chwili obecnej polityka inwestycyjna OFE jest mocno ograniczona. Mają one zdefiniowany maksymalny poziom zaangażowania w akcje (do 40% aktywów), który zmusza do inwestowania pozostałych środków w obligacje rządowe (co jest kolejnym zarzutem pod adresem OFE), mają ograniczone możliwości dywersyfikacji aktywów w instrumenty

zagraniczne, nie mogą stosować instrumentów pochodnych, czyli nie mogą zabezpieczać ryzyka walutowego dla inwestycji za granicą, ani wykorzystywać kontraktów terminowych dla zarządzania płynnością portfela.

Powyższe ograniczenia mają negatywny wpływ na efektywność inwestycyjną systemu.

C. Proponowana reforma części kapitałowej systemu emerytalnego

I. Likwidacja opłaty od składek

W celu ograniczenia opłat nadmiernie obciążających oszczędności ubezpieczonych i wysokość przyszłych emerytur należy zlikwidować możliwość pobierania przez PTE opłat od składek (usunięcie art. 134 ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych).

Uczestnictwo w systemie emerytalnym jest obowiązkowe. Nie ma zatem uzasadnienia dla ponoszenia przez ubezpieczonych kosztów opłaty od wpłat na rachunek w OFE.

Likwidacja opłaty od składek zwiększy środki trafiające bezpośrednio na rachunki uczestników systemu w OFE, które będą inwestowane dla podniesienia przyszłej emerytury. W warunkach 2010 roku byłoby to prawie 800 mln zł rocznie.

PTE będą pokrywać swoje koszty działania wyłącznie z opłaty za zarządzanie aktywami. W chwili obecnej skala aktywów zgromadzonych w OFE jest na tyle duża, że środki generowane z opłaty za zarządzanie będą wystarczające – w połączeniu z proponowanymi poniżej rozwiązaniami prowadzącymi do obniżenia kosztów systemu – na utrzymanie bardziej efektywnego systemu emerytalnego.

Istnieje ryzyko, że likwidacja opłaty od składki może doprowadzić do konsolidacji rynku w przypadku podmiotów z niższym poziomem aktywów.

II. Zmiana otoczenia regulacyjnego oraz inne działania obniżające koszty funkcjonowania części kapitałowej systemu emerytalnego

W celu obniżenia kosztów funkcjonowania części kapitałowej systemu emerytalnego, tak aby dostosować je do niższych przychodów, należy:

1. Zwolnić PTE z ponoszenia opłat na rzecz ZUS, a także rozważyć ten krok w przypadku opłat na rzecz Komisji Nadzoru Finansowego oraz Rzecznika Ubezpieczonych.

Likwidacja możliwości pobierania przez PTE opłaty od składek powinna być połączona ze zniesieniem kosztów PTE, które są zdefiniowane jako procent składek. Dotyczy to przede wszystkim kosztów opłat na rzecz ZUS za przekazywanie składek ubezpieczonych na rachunki w OFE (0,8% wartości składek).

Pozwoli to na obniżenie kosztów operacyjnych systemu o ok. 15% w warunkach 2009 roku.

Zmiana powinna być połączona z likwidacją opłat pobieranych przez ZUS od ubezpieczonych. Należy też rozważyć zmianę systemu finansowania KNF oraz Rzecznika Ubezpieczonych, tak aby zlikwidować ukryty podatek nakładany na składki przyszłych emerytów.

2. Ograniczyć koszty akwizycji ponoszone przez PTE

Dodatkowe oszczędności kosztowe dla zrównoważenia utraconych przychodów, PTE będą zmuszone wygospodarować w największej kategorii wydatków operacyjnych (ponad 35% w 2009 roku), tj. kosztach akwizycji.

Pozwoli to na ograniczenie działalności akwizycyjnej i reklamowej – które jest jednym z celów zmian systemowych proponowanych przez rząd w projekcie z października 2010 roku – bez sięgania po administracyjne zakazy prowadzenia działalności akwizycyjnej czy reklamy.

Oprócz powyższych zmian ograniczających koszty funkcjonowania części kapitałowej systemu emerytalnego, można rozważyć dalej idące zmiany w otoczeniu regulacyjnym. Działanie te znacząco obniżyłyby koszty funkcjonowania systemu i podniosły jego efektywność. Dodatkowe oszczędności mogłyby zostać przełożone na dalsze obniżenie opłat za zarządzanie pobieranych przez PTE³:

3. Znieść wymóg zarządzania aktywami emerytalnymi przez PTE

Praktycznie wszystkie PTE należą do większych grup bankowych lub ubezpieczeniowych, w ramach których inne niż PTE podmioty zajmują się zarządzaniem aktywami. 9 z 14 grup kapitałowych posiada rozwiniętą działalność w obszarze funduszy inwestycyjnych.

Zniesienie wymogu tworzenia odrębnych instytucji do zarządzania OFE pozwoli zintegrować praktycznie identyczne obszary działalności w ramach grup kapitałowych.

Pozwoli to na osiągnięcie korzyści skali, a tym samym na obniżenie kosztów operacyjnych systemu emerytalnego. Scenariusz integracji zarządzania OFE w ramach istniejących już w grupach podmiotów zarządzających aktywami umożliwi obniżenie kosztów II filara o ok. 15%-20%.

4. Zlikwidować system dopłat do minimalnej stopy zwrotu

Obecny system dopłat powoduje ogromne ryzyka finansowe dla PTE. Jednocześnie, regulacje ograniczają prawdopodobieństwo wystąpienia dopłaty poprzez duże akceptowalne odchylenia

³Ewentualne obniżenie opłaty za zarządzanie należałoby połączyć z likwidacją obowiązującego obecnie nominalnego limitu opłat za zarządzanie powyżej określonego poziomu aktywów, który między innymi pozbawia duże podmioty zachęt do pozyskiwania nowych klientów.

od stopy zwrotu benchmarku w definicji minimalnej stopy zwrotu. Model ten istotnie podnosi koszty systemu, podczas gdy korzyści dla jego uczestników są teoretyczne.

Z punktu widzenia uczestników systemu bardziej korzystne byłoby znaczące zawężenie zakresu akceptowalnych odchyleń od benchmarku w definicji minimalnej stopy zwrotu – co w długim okresie przełożyłoby się na wyższe zyski z inwestycji – przy jednoczesnym zastąpieniu mechanizmu potencjalnie bardzo kosztownych dopłat, karami finansowymi nakładanymi na PTE ograniczonymi do określonej części opłaty za zarządzanie za nieosiągnięcie wymaganej stopy zwrotu.

III. Wprowadzenie subfunduszu akcyjnego i obligacyjnego oraz złożonych z nich indywidualnych portfeli dopasowanych do wieku i zdolności do ponoszenia ryzyka inwestycyjnego uczestników

W każdym OFE należy stworzyć dwa subfundusze: akcyjny oraz obligacyjny.

Rachunek każdego z uczestników systemu składałby się z jednostek rozrachunkowych zarówno subfunduszu akcyjnego, jak i obligacyjnego.

Struktura podziału aktywów między subfundusz akcyjny a obligacyjny w indywidualnym portfelu ubezpieczonego byłaby uzależniona od jego wieku. Np. dla osoby 18-letniej udział subfunduszu akcyjnego wynosiłby 90%, a dla osoby osiągnącej wiek emerytalny udział części akcyjnej spadałby do 0%. Raz w roku, portfel każdego uczestnika systemu byłby dostosowywany do zmiany wieku - udział części akcyjnej zmniejszałby się na korzyść części obligacyjnej.

Ten algorytm alokacji środków między subfundusz akcyjny i obligacyjny byłby automatycznie stosowany do wszystkich uczestników systemu.

W celu dostosowania (w bezpiecznych ramach) strategii inwestycyjnej portfela emerytalnego do preferencji ubezpieczonych, raz w roku każdy z uczestników OFE miałby prawo zadeklarować zmianę udziału części akcyjnej na jego rachunku o maksymalnie +/- 10 pkt. proc. w stosunku do udziału wynikającego z algorytmu definiowanego wiekiem. Takie przeważenie w stosunku do algorytmu obowiązywałoby do czasu złożenia kolejnej dyspozycji.

Np. osoba, bardziej skłonna do ryzyka, która wg algorytmu powinna mieć 50% środków w portfelu akcyjnym, mogłaby zwiększyć udział części akcyjnej do maksymalnie 60%. Osoba w tym samym wieku, ale małej tolerancji ryzyka mogłaby zmniejszyć udział części akcyjnej do nie mniej niż 40%.

IV. Ocena wyników inwestycyjnych OFE na podstawie zewnętrznych benchmarków

Obecne rozwiązania regulacyjne są niespójne: z jednej strony stwarzają ograniczone zachęty dla zarządzania aktywnego i konkurencji wynikami inwestycyjnymi (mechanizm rachunku

premiowego), a z drugiej zmuszają OFE do osiągnięcia zbliżonych stóp zwrotu i stosowania podobnych strategii inwestycyjnych (mechanizm dopłat).

Wprowadzenie subfunduszu akcyjnego i obligacyjnego należy połączyć z wprowadzeniem benchmarków zewnętrznych (np. indeks WIG dla części akcyjnej oraz średnia stopa zwrotu dla obligacji skarbowych ważonych udziałem w emisji). Pozwoli to na ocenę wyników OFE w odniesieniu do stóp zwrotu osiąganych na rynku, co będzie łatwiejsze i bardziej zrozumiałe od obowiązującego modelu średniej ważonej OFE.

Wpłyne to również na zmianę podejścia inwestycyjnego OFE. Zamiast naśladowania portfeli innych OFE, zarządzający skoncentrują się na pasywnym odzwierciedlaniu portfela rynkowego - indeksu WIG.

Pasywne zarządzanie w oparciu o benchmark rynkowy daje – zgodnie z wynikami prac empirycznych – lepsze wyniki inwestycyjne w długim okresie, a także wiąże się z niższymi kosztami zarządzania. Poprzez zbliżone stopy zwrotu osiągane przez poszczególne fundusze, pasywne zarządzanie zapewni poczucie „sprawiedliwości” w znaczeniu, że wybór funduszu, w długim okresie, nie będzie miał istotnego znaczenia dla wielkości przyszłej emerytury.

Taka strategia w długim horyzoncie inwestowania OFE wydaje się być najbardziej odpowiednia i potwierdzona doświadczeniami z różnych krajów. Zmiana ta zwiększy efektywność działania OFE i powinna przełożyć się na poprawę wyników inwestycyjnych w długim okresie.

Zmiany w systemie emerytalnym powinny uwzględniać rozszerzenie możliwości inwestycyjnych OFE:

- stopniowe zwiększenie inwestycji w aktywa zagraniczne w celu dywersyfikacji ryzyka portfeli OFE i skorzystania z dynamicznego rozwoju innych krajów, co byłoby odzwierciedlone w benchmarku (np. docelowo dla portfela akcyjnego: 70% WIG + 30% MSCI World Index);
- inwestycje zagraniczne powinny być realizowane przez zakup niskokosztowych produktów dających szeroką ekspozycję na rynki zagraniczne (np. ETF, fundusze indeksowe);
- zniesienie zakazu stosowania instrumentów pochodnych, tak aby umożliwić OFE zabezpieczanie ryzyka kursowego związanego z inwestycjami zagranicznymi, a także bardziej sprawne zarządzanie płynnością portfela akcyjnego.