

## Ograniczenia swobody lokacyjnej otwartych funduszy emerytalnych

Reforma ubezpieczeń społecznych wprowadziła do systemu emerytalnego nowe podmioty jakimi są otwarte fundusze emerytalne. Podobnie jak fundusze inwestycyjne są to instytucje wspólnego inwestowania, które gromadzą środki pieniężne i lokują je na rynku kapitałowym<sup>1</sup>. Funkcjonowanie takich funduszy oparte jest na zasadzie rozproszenia ryzyka. Uczestnicy obu typów funduszy w całości ponoszą ryzyko podejmowane przez fundusze, ale przy jego sprawnym funkcjonowaniu otrzymują wszelkie dochody z jego działalności. Jednocześnie fundusze mają zapewniać indywidualnym uczestnikom wyższy stopień bezpieczeństwa lokat niż w przypadku samodzielnego inwestowania na rynku kapitałowym oraz wyższe dochody niż z lokat bankowych<sup>2</sup>.

Specyficzny dla otwartych funduszy emerytalnych jest przymus członkostwa oraz fakt, że podstawowym celem gromadzenia i pomnażania środków jest wykupienie w przyszłości dożywotniej emerytury dla członków OFE<sup>3</sup>. Zachodzi tutaj bardzo prosta relacja – im większy będzie kapitał zgromadzony przez dany fundusz emerytalny, tym wyższe będą wykupione zań dożywotnie emerytury. Stąd też realnym celem inwestycyjnym otwartych funduszy emerytalnych jest maksymalizacja rentowności dokonywanych lokat. Jednocześnie istotnym problemem jest zagwarantowanie odpowiedniego bezpieczeństwa środkom, które powierzane są otwartym funduszom emerytalnym. Aby zapewnić odpowiednie bezpieczeństwo inwestycji dokonywanych przez te fundusze, wprowadzone zostały ograniczenia swobody lokacyjnej.

Ograniczenia te mają dwójaki charakter. Po pierwsze polegają one na rozdzieleniu towarzystwa zarządzającego funduszem od samego funduszu, który jest odrębnym podmiotem posiadającym osobowość prawną oraz powierzeniu funkcji przechowywania aktywów depozytariuszowi. Ta charakterystyczna dla funduszy kapitałowych zasada powoduje, że aktywa funduszu nie mogą być lokowane w:

- akcjach lub innych papierach wartościowych emitowanych przez powszechne towarzystwo zarządzające tym funduszem,
- akcjach lub innych papierach wartościowych emitowanych przez akcjonariusza powszechnego towarzystwa zarządzającego tym funduszem,
- akcjach lub innych papierach wartościowych emitowanych przez podmioty będące podmiotami powiązanymi w stosunku do towarzystwa lub jego akcjonariusza.

---

<sup>1</sup> Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U. nr 139/1997, poz. 933, z późn. zm.

<sup>2</sup> G. Kościelniak, *Fundusze powiernicze*, Zakamycze 1998, s. 21.

<sup>3</sup> Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, Dz. U. nr 139/1997, poz. 934, z późn. zm.

Ponadto fundusz nie może nabywać i zbywać aktywów m in.:

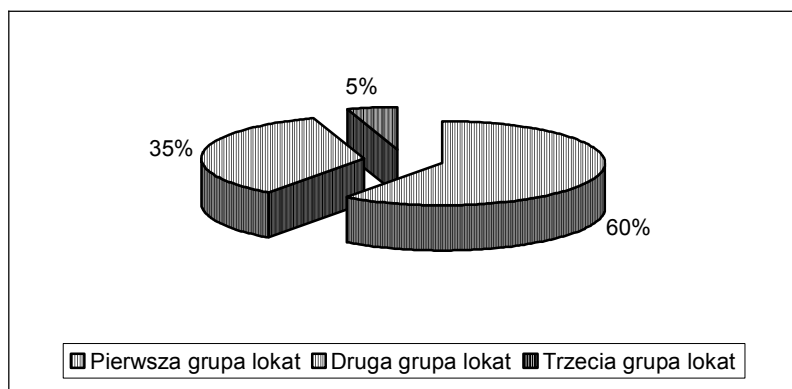
- towarzystwu zarządzającemu funduszem,
- członkom zarządu lub rady nadzorczej towarzystwa,
- osobom zatrudnionym w towarzystwie,
- akcjonariuszom towarzystwa,
- podmiotowi powiązanemu w stosunku do towarzystwa,
- podmiotowi powiązanemu w stosunku do akcjonariuszy towarzystwa,
- depozytariuszowi przechowującemu jego aktywa<sup>4</sup>.

Zakazy te mają zapewniać przejrzystość relacji zachodzących między uczestnikami procesu zbiorowego inwestowania. Zwiększa to bezpieczeństwo gromadzenia i pomnażania środków na wykup emerytury<sup>5</sup>.

Drugi rodzaj ograniczeń swobody lokacyjnej otwartych funduszy emerytalnych polega na enumeratywnym wskazaniu, w jakie lokaty OFE może inwestować swoje aktywa oraz ustaleniu limitów inwestycyjnych, wskazujących, jaka maksymalna część tych aktywów może zostać zainwestowana w dane instrumenty finansowe.

Generalnie portfel inwestycyjny otwartych funduszy emerytalnych można podzielić na trzy grupy lokat. Pierwsza grupa aktywów to papiery wartościowe i tytuły uczestnictwa w funduszach kapitałowych, które w sumie nie mogą przekroczyć 60% wartości aktywów OFE<sup>6</sup>. Druga grupa lokat OFE to m. in. obligacje, depozyty bankowe oraz listy zastawne, których udział w portfelu OFE nie może być mniejszy niż 35%. Pozostałe 5% aktywów może być inwestowane zagranicą lub w inne instrumenty finansowe<sup>7</sup>.

**Rysunek 1.** Grupy lokat otwartego funduszu emerytalnego



Źródło: opracowanie własne.

<sup>4</sup> Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, op. cit.

<sup>5</sup> A. Chróścicki, *Fundusze Inwestycyjne i Emerytalne*, Warszawa 1998, s. 35.

<sup>6</sup> Rozporządzenie 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, Dz. U. nr 63/1998, poz. 407.

<sup>7</sup> Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 18 lutego 2000 r. w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju, Dz. U. nr 15/2000, poz. 182.

Instrumenty finansowe składające się na pierwszą grupę lokat OFE przedstawione są w tabeli 1.

**Tabela 1.** Pierwsza grupa lokat, stanowiąca maksymalnie 60% aktywów otwartego funduszu emerytalnego

<b>Instrumenty finansowe wchodzące w skład pierwszej grupy lokat OFE</b>	<b>Maksymalna część aktywów OFE, jaka może zostać ulokowana w poszczególne instrumenty finansowe</b>
Świadczenia rekompensacyjne.	7,5%
Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym.	40%
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%
Akcje narodowych funduszy inwestycyjnych.	10%
Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte lub fundusze inwestycyjne mieszane.	10%
Jednostki uczestnictwa zbywane przez fundusze inwestycyjne otwarte lub specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte.	15%

Źródło: opracowanie własne.

Ponadto otwarte fundusze emerytalne mają również możliwość udzielania pożyczek środków pieniężnych dla spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym lub pozagiełdowym oraz spółek dopuszczonych do publicznego obrotu. Pożyczki takie są równoznaczne z lokatą w akcjach tych podmiotów. Stąd też stosuje się wobec nich ograniczenia dotyczące maksymalnej wysokości zaangażowanych aktywów.

Także w stosunku do lokat w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych zastosowano dodatkowe ograniczenie. Mogą one być nabywane tylko wtedy, gdy polityka inwestycyjna danych funduszy inwestycyjnych podlega takim samym ograniczeniom swobody lokacyjnej, jak w przypadku otwartych funduszy emerytalnych.

Do drugiej grupy aktywów otwartego funduszu emerytalnego zaliczają się przedstawione w Tabeli 2 instrumenty finansowe.

**Tabela 2.** Druga grupa lokat, stanowiąca minimalnie 35% aktywów otwartego funduszu emerytalnego

<b>Instrumenty finansowe wchodzące w skład drugiej grupy lokat OFE</b>	<b>Maksymalna część aktywów OFE, jaka może zostać ulokowana w poszczególne instrumenty finansowe</b>
Obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski, a także w pożyczki i kredyty udzielane tym podmiotom.	Brak ograniczeń
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, opiekujące na świadczenia pieniężne, gwarantowane lub poręczane przez Skarb Państwa albo Narodowy Bank Polski, a także depozyty, kredyty i pożyczki gwarantowane lub poręczane przez te podmioty.	Brak ograniczeń
Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe.	20%
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, ich związki lub miasto stołeczne Warszawa, które zostały dopuszczone do publicznego obrotu.	15%
Obligacje emitowane przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego, ich związki, miasto stołeczne Warszawa, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu oraz które zostały dopuszczone do publicznego obrotu.	10%
Listy zastawne dopuszczone do publicznego obrotu.	30%
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu, inne niż wyżej wymienione.	Brak ograniczeń

Źródło: opracowanie własne.

Na ostatnią grupę aktywów otwartych funduszy emerytalnych składają się inwestycje zagraniczne lub lokaty w inne instrumenty finansowe.

**Tabela 3.** Trzecia grupa lokat, stanowiąca maksymalnie 5% aktywów otwartego funduszu emerytalnego

<b>Instrumenty finansowe wchodzące w skład trzeciej grupy lokat OFE</b>	<b>Maksymalna część aktywów OFE, jaka może zostać ulokowana w poszczególne instrumenty finansowe</b>
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, ich związki lub miasto stołeczne Warszawa, które nie są dopuszczone do publicznego obrotu.	5%
Obligacje emitowane przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego, ich związki, miasto stołeczne Warszawa, które zostały zabezpieczone w wysokości wartości nominalnej wraz z ewentualnym oprocentowaniem i które nie zostały dopuszczone do publicznego obrotu.	5%
Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki publiczne, bez zabezpieczenia w wysokości wartości nominalnej wraz z ewentualnym oprocentowaniem.	5%
Inne lokaty, (w tym w lokaty w prawach pochodnych, które mogą mieć na celu wyłącznie ograniczenie ryzyka inwestycyjnego związanego ze zmianą kursów walut, w związku z lokatami zagranicznymi.)	5%
Lokaty zagraniczne, w państwach będących członkami Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) oraz w innych państwach, z którymi Polska zawarła umowy o popieraniu i wzajemnej ochronie inwestycji.	5%

Źródło: opracowanie własne

Wiele kontrowersji wzbudza możliwość inwestowania aktywów OFE na zagranicznych rynkach kapitałowych oraz wysokość zastosowanego tutaj limitu inwestycyjnego. Z jednej strony jest to dodatkowa możliwość dywersyfikacji portfela inwestycyjnego OFE, zmniejszająca ryzyko pomnażania środków. Z drugiej strony, z inwestycjami zagranicznymi wiążą się wyższe koszty transakcyjne oraz występowanie ryzyka wahań kursów walutowych, co zmniejsza atrakcyjność tej formy lokowania aktywów OFE. Dodatkowo inwestycje zagraniczne powodują odpływ środków OFE z krajowego rynku kapitałowego. Tymczasem otwarte fundusze emerytalne są jednymi z największych inwestorów instytucjonalnych na giełdzie<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> K. Antonów, *Działalność inwestycyjna otwartych funduszy emerytalnych*, „Praca i Zabezpieczenie Społeczne”, nr 4/2000.

Powyższe ograniczenia swobody lokacyjnej nie dotyczą otwartych funduszy emerytalnych typu B. Ten rodzaj funduszy pojawi się dopiero po 31 grudnia 2004 roku. Od tego momentu powszechne towarzystwa emerytalne będą mogły zarządzać funduszami typu A i B. Funkcjonowanie otwartego funduszu emerytalnego typu A jest oparte na identycznych zasadach na jakich funkcjonują one dzisiaj. Natomiast OFE typu B będą przeznaczone tylko i wyłącznie dla osób, które ukończyły 50 lat. Dla tych funduszy emerytalnych celem inwestycyjnym będzie zapewnienie maksymalnego bezpieczeństwa dla wcześniej zgromadzonych środków. Dlatego też wobec tych podmiotów zastosowano dużo bardziej restrykcyjne ograniczenia swobody lokacyjnej. W ich portfelu inwestycyjnym mogą znaleźć się wyłącznie:

- obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski, a także pożyczki i kredyty udzielane tym podmiotom,
- obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, opiewające na świadczenia pieniężne, gwarantowane lub poręczane przez Skarb Państwa albo Narodowy Bank Polski, a także depozyty, kredyty i pożyczki gwarantowane lub poręczane przez te podmioty,
- obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, ich związki lub miasto stołeczne Warszawa, które zostały dopuszczone do publicznego obrotu,
- obligacje emitowane przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego, ich związki, miasto stołeczne Warszawa, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu oraz które zostały dopuszczone do publicznego obrotu,
- obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki publiczne,
- obligacje, listy zastawne i inne dłużne papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu<sup>9</sup>.

Oznacza to, że aktywa znajdujące się w przyszłości w otwartym funduszu emerytalnym typu B, będą prawie w całości inwestowane w państwowe papiery wartościowe.

Przedstawione powyżej limity inwestycyjne dotyczą poszczególnych kategorii instrumentów finansowych. Obok takich ograniczeń występują także limity dotyczące podmiotów będących emitentami papierów wartościowych. Zgodnie z nimi łączna wartość aktywów funduszu we wszystkich papierach wartościowych jednego emitenta lub większej liczby emitentów, będących podmiotami związanymi nie może przekroczyć 5% wartości tych aktywów. Podobnie jak w przypadku limitów inwestycyjnych dla poszczególnych instrumentów finansowych ograniczenie to nie dotyczy państwowych papierów wartościowych.

Podstawowym zadaniem opisanych powyżej ograniczeń swobody lokacyjnej jest zwiększenie bezpieczeństwa inwestowania środków gromadzonych przez otwarte fundusze emerytalne. Problem polega na tym, że na prawidłowo funkcjonującym rynku kapitałowym, bezpieczeństwo i rentowność inwestycji są sobie przeciwstawne<sup>10</sup>. Stąd też istnieje realna groźba, że zbyt restrykcyjne ograniczenia będą odbijać się na rentowności lokat otwartych funduszy emerytalnych.

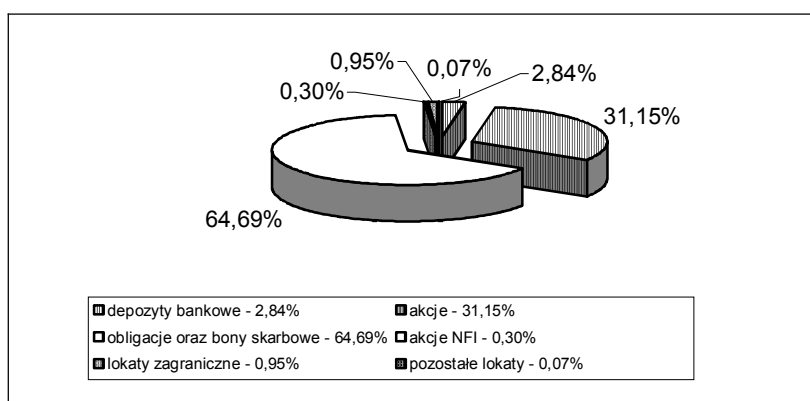
<sup>9</sup> Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, op.cit.

<sup>10</sup> K. Ambachtsheer, D. Ezra, *Fundusze Emerytalne*, Kraków 2001, s. 61-63.

Wydaje się również, że dodatkowym zadaniem ograniczeń swobody lokacyjnej OFE jest ukierunkowanie ich aktywów w państwowe papiery wartościowe. Jest to tym bardziej prawdopodobne, że konstytucja wyraźnie zabrania pokrywania deficytu budżetowego przez zaciąganie zobowiązań w centralnym banku państwa<sup>11</sup>. Limity inwestycyjne narzucone OFE nie dotyczą prawie wyłącznie depozytów bankowych oraz papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa oraz Narodowy Bank Polski. Praktycznie tylko państwowe papiery wartościowe mogą stanowić 100% aktywów otwartych funduszy emerytalnych. Jednocześnie ograniczenia swobody lokacyjnej mają restrykcyjny charakter wobec pozostałych instrumentów finansowych. Zaledwie 40% aktywów OFE może zostać zainwestowanych w akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym lub w pożyczki środków pieniężnych dla tych podmiotów. Tymczasem, w dłuższej perspektywie, to właśnie lokaty w akcje są bardziej korzystne<sup>12</sup>.

Obawy dotyczące ukierunkowywania aktywów OFE w państwowe papiery wartościowe wydają się być potwierdzane przez obecny skład portfeli inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych. Prawie 65% wszystkich aktywów OFE ulokowanych jest w obligacje oraz bony skarbowe.

**Rysunek 2.** Uśredniony portfel inwestycyjny OFE



Źródło: Urząd Nadzoru nad Ubezpieczeniami Emerytalnymi, [www.unfe.gov.pl/ofe/portfele/index.html](http://www.unfe.gov.pl/ofe/portfele/index.html).

Dodatkowo należy jeszcze wziąć pod uwagę stan zadłużenia ZUS wobec otwartych funduszy emerytalnych. Obecnie szacowane jest ono na 5,5 mld zł zaległych składek (głównie za lata 1999-2000) oraz 1,8 mld zł odsetek. Resort pracy i polityki społecznej zapowiada spłatę tego długu przez Skarb Państwa do końca 2004 roku. 80% zobowiązania ZUS wobec OFE przyjmie postać obligacji o oprocentowaniu powiązanym z rentownością rocznych bonów skarbowych<sup>13</sup>. Jeśli zestawzić to z całkowitym kapitałem zgromadzonym przez wszystkie otwarte fundusze emerytalne, który wynosi 22,9 mld zł, to okazuje się że aż około 73% całkowitego kapitału OFE zaangażowane

<sup>11</sup> Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r., Dz. U. nr 78/1997, poz. 483.

<sup>12</sup> K. Antonów, *Działalność inwestycyjna otwartych...*, op.cit.

<sup>13</sup> M. Zieliński, Z. Pendel, *Dług na papier*, „Gazeta Wyborcza”, 27 lutego 2002.

jest w dług ZUS oraz obligacje i bony skarbowe wyemitowane przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski.

To oznacza, że stworzono dość specyficzny system. Z jednej strony zmusza się w nim osoby objęte ubezpieczeniem emerytalnym do wpłacania składek do prywatnych funduszy emerytalnych, zarządzanych przez wyspecjalizowane firmy menedżerskie działające dla zysku (Powszechne Towarzystwa Emerytalne). Z drugiej strony zmusza się te podmioty do lokowania swoich aktywów głównie w państwowe papiery wartościowe, tak aby przynajmniej częściowo pokryć deficyt finansowy państwa. Jednocześnie to właśnie reforma emerytalna i przekazywanie składek do funduszy emerytalnych jest jednym z powodów wzrostu deficytu finansów publicznych<sup>14</sup>.

Niestety ograniczenia swobody lokacyjnej w obecnym kształcie będą ten stan utrwalać. A będzie to dodatkowo wzmacniane przez powstawanie otwartych funduszy emerytalnych typu B, które prawie wszystkie swoje aktywa lokować będą w państwowe papiery wartościowe.

Przypuszczalnie skutkiem funkcjonowania tak restrykcyjnych ograniczeń swobody lokacyjnej będzie niższa dochodowość lokat otwartych funduszy emerytalnych, a co za tym idzie niższe emerytury ze zreformowanego systemu oraz zwiększone wydatki z budżetu państwa na opiekę społeczną.

## Bibliografia

1. Ambachtsheer K., Ezra D., *Fundusze Emerytalne*, Kraków 2001
2. Antonów K., *Działalność inwestycyjna otwartych funduszy emerytalnych*, „Praca i Zabezpieczenie Społeczne”, nr 4/2000.
3. Chróścicki A., *Fundusze Inwestycyjne i Emerytalne*, Warszawa 1998,
4. *Informacja o wynikach kontroli realizacji postanowień ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych*, Najwyższa Izba Kontroli, luty 2002
5. Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r., Dz. U. nr 78/1997, poz. 483.
6. Kościelniak G., *Fundusze powiernicze*, Zakamycze 1998,
7. Rozporządzenie 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, Dz. U. nr 63/1998, poz. 407.
8. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 18 lutego 2000 r. w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju, Dz. U. nr 15/2000, poz. 182.
9. Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U. nr 139/1997, poz. 933, z późn. zm.
10. Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, Dz. U. nr 139/1997, poz. 934, z późn. zm.
11. Zieliński M., Pendel Z., *Dług na papier*, „Gazeta Wyborcza”, 27 lutego 2002.

<sup>14</sup> *Informacja o wynikach kontroli realizacji postanowień ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych*, Najwyższa Izba Kontroli, luty 2002, s. 56.