

Paweł Trippner

Ewolucja struktury portfeli inwestycyjnych podmiotów zarządzających kapitałem emerytalnym w obowiązkowym filarze komercyjnym

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 46/4, 837-849

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

PAWEŁ TRIPPNER

*Ewolucja struktury portfeli inwestycyjnych podmiotów
zarządzających kapitałem emerytalnym
w obowiązkowym filarze komercyjnym*

The evolution of the structure of investment portfolios of capital managing
institutions in the obligatory commercial pension pillar

Słowa kluczowe: system emerytalny, otwarty fundusz emerytalny, portfel inwestycyjny, instrumenty finansowe, stopa zwrotu

Key words: pension system, open pension fund, investment portfolio, financial instruments, rate of return

Wstęp

Konstrukcja systemu emerytalnego jest z jednym poważniejszych problemów, z jakimi spotykają się rządy poszczególnych krajów. Wyróżnia się dwa podejścia do kwestii zabezpieczenia społeczeństwa w okresie po zakończeniu pracy zawodowej. Pierwszy z nich to model bismarckowski, w którym państwo w całości odpowiada za gromadzenie składek i wypłatę świadczeń emerytalnych. Takie rozwiązanie funkcjonowało w Polsce do końca 1998 r. Warunkiem sprawnego funkcjonowania tego systemu jest wysoka relacja liczby osób płacących składki do liczby tych, które pobierają świadczenia.

W latach 90. stosunek ten zaczął się drastycznie pogarszać. W efekcie zostały wprowadzone istotne zmiany w systemie, polegające na powołaniu do życia instytucji o charakterze komercyjnym, które przejęły od państwa część zadań w zakresie gromadzenia oraz inwestowania środków na przyszłe emerytury polskich obywateli.

Celem opracowania jest analiza sytuacji na rynku emerytalnym w Polsce w zakresie poziomu aktywów, rentowności poszczególnych funduszy, a także poziomu

niezależności polityki inwestycyjnej prowadzonej przez mniejsze podmioty na rynku.

1. Istota reformy emerytalnej i miejsce OFE w systemie

Punktem wyjścia reformy systemu zabezpieczeń społecznych w Polsce było podzielenie społeczeństwa na trzy grupy, zaś kryterium podziału stanowił wiek¹:

- osoby urodzone przed 1 stycznia 1949 r. nie zostały objęte reformą; ich świadczenia będą wypłacane na dotychczasowych zasadach, czyli pozostały one w systemie repartycyjnym,
- osoby urodzone po 31 grudnia 1948 r., a przed 1 stycznia 1969 r. same zdecydowały, czy pozostać w starym systemie, czy przystąpić do zreformowanego,
- osoby urodzone po 31 grudnia 1968 r. obligatoryjnie muszą stać się członkami zreformowanego systemu.

Fundamentalną decyzją leżącą u podstaw reformy było założenie wypłacania przyszłego świadczenia emerytalnego z trzech niezależnych źródeł.

Tabela 1. Źródła zasilania kapitałowych filarów emerytalnych w Polsce

	FILAR	
	II	III
Przynależność	Obowiązkowa dla osób urodzonych po 31 grudnia 1968 r. Osoby urodzone przed 1 stycznia 1949 r. nie mają prawa udziału w tym filarze.	Dobrowolna. Każdy obywatel ma prawo przystąpić do III filaru.
Metody zwiększania poziomu aktywów	Pozyskiwanie nowych członków, przejmowanie członków od konkurencji, wpłaty dotychczasowych członków, skuteczność polityki inwestycyjnej.	Pozyskiwanie nowych członków, wpłaty dotychczasowych członków, skuteczność polityki inwestycyjnej.
Początek uczestnictwa	W momencie podjęcia pracy zawodowej i rozpoczęcia opłacania składek ubezpieczeniowych.	Dowolny. Potencjalny klient sam decyduje, kiedy rozpocznie opłacanie dodatkowych składek.
Wysokość składki	2,3% wynagrodzenia brutto w 2012 r., docelowo od 2017 r. – 3,5%.	Sam uczestnik deklaruje wysokość wpłacanej kwoty.
Regularność wpłat	Zgodna z wypłacanym wynagrodzeniem i opłacaniem składek.	Uczestnik ma prawo decyzji co do częstotliwości opłacania składek.
Instytucje działające w ramach filara	Otwarte fundusze emerytalne.	Banki, biura maklerskie, towarzystwa ubezpieczeniowe, towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Dybał, *Efektywność inwestycyjna funduszy emerytalnych*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 46.

¹ J. Olszewski, *Fundusze emerytalne, filar II i III*, INFOR, Warszawa 1999, s. 24.

Architektura reformy została oparta na trzech filarach emerytalnych²:

I Filar – to zreformowany ZUS. Ma on charakter repartycyjny. Każdy ubezpieczony ma własne konto emerytalne, na którym są gromadzone środki finansowe wpływające do zakładu w formie składek. Na indywidualnym koncie ubezpieczonego został zapisany kapitał początkowy na dzień 1 stycznia 1999 r., mający charakter praw nabytych. Jego wysokość będzie się zmieniała w zależności od wysokości składek wpływających na konto oraz od poziomu waloryzacji dokonywanej przez ZUS.

II Filar – jest to obowiązkowy system emerytalny o charakterze kapitałowym. Podstawą jego funkcjonowania było powołanie do działalności powszechnych towarzystw emerytalnych – PTE, które rozpoczęły zarządzanie otwartymi funduszami emerytalnymi – OFE. Środki dla funduszy pochodzą z części składki emerytalnej płaconej do ZUS, który dokonuje ich transferu do OFE. Celem działalności tych ostatnich jest inwestowanie powierzonych środków finansowych w celu ich pomnożenia, przy przestrzeganiu zasady ograniczania poziomu ryzyka inwestycyjnego³.

III Filar – jest to dobrowolne ubezpieczenie o charakterze kapitałowym, finansowane indywidualnie przez osoby uważające, że uzyskiwane przez nich świadczenia z filarów obowiązkowych będą zbyt niskie w stosunku do ich oczekiwań.

2. Zadania stawiane funduszom emerytalnym w zakresie polityki inwestycyjnej

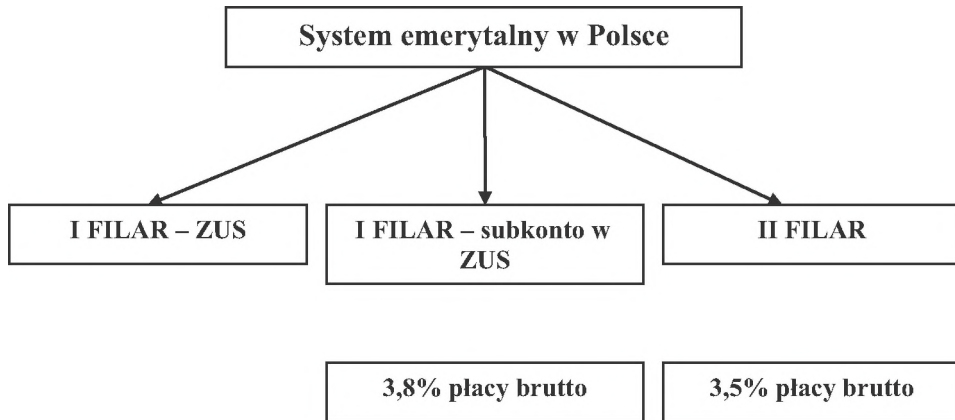
Aktem prawnym, który reguluje działalność PTE oraz OFE w Polsce, jest Ustawa z dnia 27 sierpnia 2003 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych⁴. Część jej zapisów w zakresie poziomu składek przekazywanych do OFE została zmieniona, w wyniku czego od 1 maja 2011 r. obowiązuje nowy porządek prawny. W życie weszła Ustawa z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych⁵. Najważniejsza zmiana dotyczy poziomu przekazywanych do OFE składek. Do 30 kwietnia jej poziom wynosił 7,3%, zaś od 1 maja 2,3% (jej poziom corocznie będzie wzrastał, do 3,5% w 2017 r.). Pozostała część jest zapisywana na subkontach przyszłych emerytów w Zakładzie Ubezpieczeń Społecznych. Docelowy stan prawny został zaprezentowany na poniższym rysunku.

² K. Sas-Kulczycka (red), *Instytucje wspólnego inwestowania w Polsce*, WIG Press, Warszawa 1999, s. 35–36.

³ A. Wawiernia., I. Jonek-Kowalska, *Zarządzanie wartością i ryzykiem instrumentów rynku finansowego*, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 77.

⁴ Dz. U. z 2003 r., nr 170, poz. 1651, z późniejszymi zmianami.

⁵ Dz. U. z 2011 r., nr 75, poz. 398.



Rysunek 1. Konstrukcja systemu emerytalnego w Polsce – stan docelowy na 1 stycznia 2017 r.

Źródło: Ustawa z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych, Dz. U., nr 75, poz. 398.

Celem działalności otwartych funduszy emerytalnych jest inwestowanie powiększonych środków finansowych w celu ich pomnożenia, przy przestrzeganiu zasady ograniczenia poziomu ryzyka inwestycyjnego⁶.

W celu zabezpieczenia interesów klientów otwartych funduszy emerytalnych ustawodawca wprowadził odgórne regulacje dotyczące składu portfeli inwestycyjnych. Intencją było zapewnienie efektywnej dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych OFE oraz maksymalnie skuteczne ograniczenie poziomu ich ryzyka⁷.

Ustawa w sposób precyzyjny i jednoznaczny określa kategorie lokat, w które mogą angażować zebrane środki fundusze emerytalne oraz ustala maksymalny poziom zaangażowania w każdą z nich. Powyższe zostało zaprezentowane w tabeli 2.

Zaprezentowane dane wskazują, że intencją ustawodawcy było maksymalne ograniczenie poziomu ryzyka inwestycyjnego obarczającego portfele OFE. Jedynymi instrumentami, na jakie nie zostały nałożone ograniczenia, są obligacje i bony skarbowe, czyli te, które zapewniają minimalny poziom ryzyka, zaś osoba emitenta gwarantuje pełną wypłacalność.

⁶ M. Szturo, *Rynek usług zarządzania aktywami finansowymi*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 36.

⁷ A. Adamczak, T. Czerwińska, *Efektywność zarządzania OFE w świetle klasycznego modelu wyceny aktywów kapitałowych*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2002, s. 277.

Tabela 2. Kategorie lokat, w które mogą lokować swoje aktywa OFE oraz ich ograniczenia

Typ lokaty	Maksymalny poziom aktywów (%)
akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym	40
akcje spółek notowanych na regulowanym rynku pozagiełdowym	10
obligacje skarbowe i bony skarbowe	bez ograniczeń
depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	20
jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych	15
obligacje i inne papiery wartościowe emitowane przez gminy i związki komunalne dopuszczone do publicznego obrotu	15
obligacje i inne papiery wartościowe emitowane przez gminy i związki komunalne niedopuszczone do publicznego obrotu	5
obligacje i inne papiery wartościowe emitowane przez gminy i związki komunalne niedopuszczone do publicznego obrotu	5
certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych mieszanych i zamkniętych	10
akcje narodowych funduszy inwestycyjnych	10
świadczenia rekompensacyjne	7,5
obligacje innych podmiotów niż gminy oraz obligacje i inne papiery dłużne spółek publicznych dopuszczonych do obrotu publicznego	10
obligacje innych podmiotów niż gminy oraz obligacje i inne papiery dłużne spółek publicznych niedopuszczonych do obrotu publicznego	5

Źródło: Ustawa z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych, Dz. U., nr 75, poz. 398.

3. Analiza struktury i poziomu rentowności rynku emerytalnego w latach 1999–2011

Pierwszy obszar analizy dotyczy liczby funduszy, poziomu aktywów oraz struktury i rentowności rynku emerytalnego.

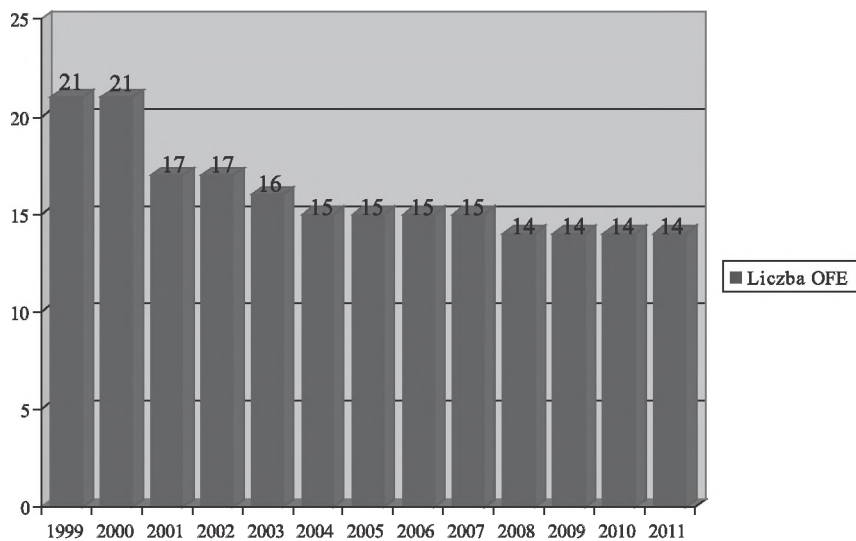
Intencją ustawodawcy było zapewnienie odpowiedniego poziomu konkurencji na rynku poprzez brak dominujących na nim podmiotów. Jak zostanie wykazane w danych liczbowych, nie udało się osiągnąć tego celu. Od samego początku funkcjonowania reformy zarówno pod względem liczby klientów, jak i poziomu posiadanych aktywów dominowały cztery podmioty (OFE Amplico, OFE Aviva, OFE ING oraz OFE PZU).

Taki stan miał i ma negatywny wpływ na niezależność polityki inwestycyjnej małych funduszy, gdyż w obawie przed koniecznością dopłaty do rachunków klien-

tów budują one swoje portfele na wzór portfeli lokacyjnych czterech największych podmiotów.

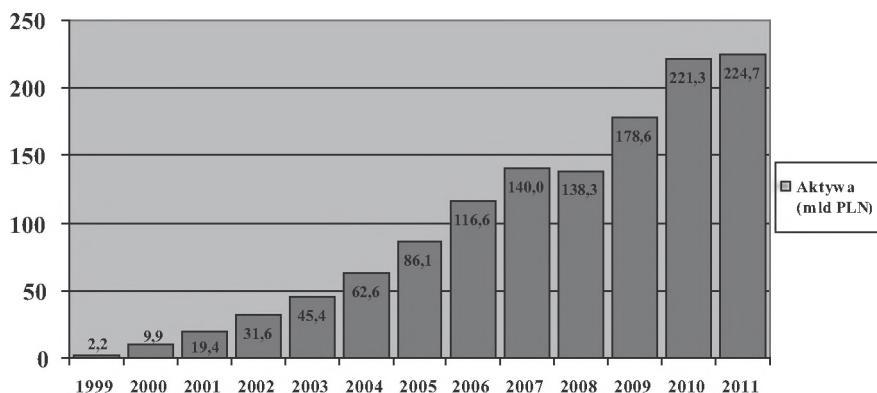
Niestety odbija się to niekorzystnie na poziomie stóp zwrotu osiąganych przez fundusze, a co za tym idzie na poziomie posiadanego kapitału zgromadzonego na kontach emerytalnych ich klientów.

Zjawiska te zostały zilustrowane na poniższych rysunkach i w tabelach.



Rysunek 2. Liczba otwartych funduszy emerytalnych w Polsce w latach 1999–2011

Źródło: www.knf.gov.pl

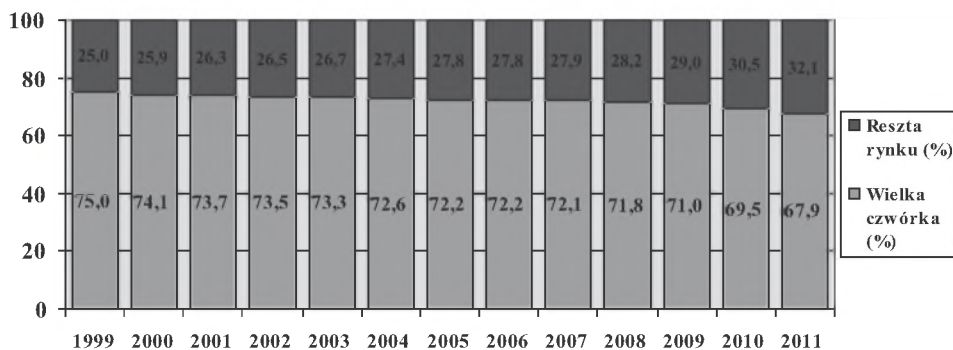


Rysunek 3. Aktywa OFE w latach 1999–2011

Źródło: www.knf.gov.pl

Powyższe zestawienie informuje, iż od początku wprowadzenia reformy liczba funduszy zmniejszyła się o siedem. Należy podkreślić, że żaden fundusz nie upadł, a wszystko odbywało się w postaci przejęć oraz połączeń. Zgodnie z intencjami ustawodawcy w tych procesach nie brały udziału największe podmioty, aby ich udziały w rynku nie wzrastały jeszcze bardziej.

Otwarte fundusze emerytalne są najszybciej się rozwijającą kategorią inwestorów finansowych w Polsce. Wiąże się to z ustawowymi regulacjami, które zapewniają im dopływ kapitału do portfeli. Drugim źródłem wzrostu aktywów są osiągane zyski, dzięki którym wartość posiadanego kapitału rośnie. Jak widać, lata 2008 i 2011 były jedynymi, gdy wartość aktywów rynku funduszy spadła lub zanotowała niewielki wzrost. W pozostałych latach poziom aktywów zdecydowanie się zwiększał. Obecnie OFE stanowią bardzo znaczną siłę popytową na rynku kapitałowym (popyt na zakup obligacji skarbowych i akcji).



Rysunek 4. Struktura rynku funduszy emerytalnych w Polsce

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.knf.gov.pl

Od początku intencją ustawodawcy było uniknięcie sytuacji, w której rynek byłby zdominowany przez kilka podmiotów. Jednak nie udało się tego osiągnąć.

Wraz z wprowadzeniem reformy w życie cztery największe fundusze zdominowały rynek, osiągając udziały na poziomie 75%. W kolejnych latach udział tzw. wielkiej czwórki stopniowo malał, między innymi w wyniku zakazu ich udziału w procesach przejęć małych funduszy. Jednakże tempo spadku było i jest niskie, co oznacza, że na koniec 2011 r. miały one blisko 68% rynku emerytalnego w Polsce. Jest to sytuacja niekorzystna, jeśli chodzi o poziom konkurencji i niezależności polityki inwestycyjnej.

Ostatnia tabela w tej części artykułu prezentuje poziom rentowności na rynku emerytalnym w latach 1999–2011. W dwunastoletnim okresie będącym przedmiotem analizy można zaobserwować kilka istotnych faktów. Średnia rentowność dla całego rynku wyniosła ponad 157% i pomimo wielu krytycznych uwag na temat konstrukcji systemu emerytalnego należy uznać ten wynik za zadowalający.

Tabela 3. Stopa zwrotu i średnia stopa zwrotu OFE w Polsce w latach 1999–2011

OFE	Stopa zwrotu (%)	Udział w rynku	Stopa ważona udziałem (%)
ING	172,78	0,2372	40,98
Polsat	169,96	0,0089	1,51
Generali	169,66	0,0502	8,52
Axa	159,10	0,0629	10,01
PZU	158,08	0,1358	21,47
Allianz	154,32	0,0299	4,61
Nordea	152,74	0,0449	6,86
Aviva	150,91	0,2282	34,44
Warta	148,12	0,0136	2,01
Amplico	146,54	0,0776	11,37
Pekao	145,39	0,0151	2,20
Pocztylion	139,15	0,0190	2,64
PKO	137,48	0,0336	4,62
Aegon	137,18	0,0431	5,91
Razem	–	1,0000	157,15

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.knf.gov.pl.

Zaobserwowano znaczną rozpiętość pomiędzy wynikami poszczególnych funduszy. Najlepszy z nich osiągnął stopę zwrotu o ponad 35 pkt proc. wyższą niż fundusz najgorszy, co oznacza różnicę bardzo wyraźną i mającą niezwykle istotny wpływ na poziom przyszłych emerytur klientów obydwu funduszy.

Należy również podkreślić fakt, że najlepszym funduszem okazał się OFE ING, który ma najwyższy poziom aktywów na rynku. Jest to godne podkreślenia, jeśli wziąć pod uwagę fakt, iż jego portfel jest mniej elastyczny niż innych funduszy i zarządzającym trudniej na bieżąco reagować na zmiany na rynkach finansowych.

4. Zmiany w strukturze portfeli lokacyjnych otwartych funduszy emerytalnych w latach 1999–2011

Ostatnia część analizy dotyczy struktury portfeli inwestycyjnych funduszy emerytalnych i wpływu na ich poziom ryzyka sytuacji na Giełdzie Papierów Wartościowych. Należy przypomnieć, iż zgodnie z zapisami ustawy poziom akcji w portfelach funduszy nie może przekraczać 40%.

Podjęto próbę weryfikacji hipotezy, że udział akcji w portfelach funduszy jest wprost proporcjonalnie zależny od sytuacji na Giełdzie Papierów Wartościowych, którą przedstawia wartość indeksu WIG20, zawierającego 20 największych spółek na warszawskim parkiecie.

Zbadanie zależności pomiędzy udziałem akcji w portfelach funduszy a wartością indeksu WIG20 wydaje się najbardziej uzasadnioną ekonomicznie miarą, która opisze kierunek reakcji zarządzającymi aktywami OFE na zmiany koniunktury na rynku kapitałowym.

Do weryfikacji powyższych założeń wykorzystano miarę korelacji pomiędzy badanymi zjawiskami. Współczynnik korelacji Pearsona ma następującą postać⁸:

$$r_{xy} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2 \times \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}},$$

gdzie:

r – współczynnik korelacji Pearsona,

x – miary opisujące zjawisko x ,

y – miary opisujące zjawisko y .

Współczynnik ten przyjmuje wartości z przedziału $(-1;1)$. Im bliżej wartości 1, tym dodatnia zależność pomiędzy badanymi zjawiskami jest silniejsza.

Z uwagi na fakt, iż zarządzający portfelami nie są w stanie natychmiast reagować na zmiany koniunktury giełdowej, szereg danych dotyczących udziału akcji w portfelach OFE jest opóźniony o jeden kwartał w stosunku do wartości indeksów giełdowych.

Analiza została przeprowadzona dla okresu od 31 grudnia 2005 r. do 31 grudnia 2011 r. (w przypadku udziału akcji w portfelu ostatni analizowany kwartał kończy się 30 września 2011 r.).

⁸ S. Ostasiewicz, Z. Rusnak, U. Siedlecka, *Statystyka, Elementy teorii i zadania*, Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław 2001, s. 73–76.

Tabela 4. Struktura portfeli inwestycyjnych OFE w latach 1999–2011

Rok	Udziały (%)		
	Akcje	Papiery bezpieczne	Inne
1999	29,06	67,31	3,63
2000	31,44	62,36	6,20
2001	28,92	66,55	4,53
2002	26,34	66,51	7,15
2003	31,35	59,98	8,67
2004	33,64	58,46	7,90
2005	31,80	62,20	6,00
2006	34,22	61,10	4,68
2007	34,89	59,99	5,12
2008	21,64	73,59	4,77
2009	30,66	61,88	7,46
2010	36,55	58,31	5,14
2011	31,17	56,92	11,91

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.knf.gov.pl.

Jak widać w powyższym zestawieniu, zarządzający portfelami OFE nie wykorzystują w pełni możliwego zaangażowania w akcje. Jedynie na koniec 2010 r. udział akcji w portfelach przekroczył poziom 35%. Warto zwrócić uwagę na rok 2008 i 2011, gdy poziom zaangażowania w akcje ulegał istotnemu obniżeniu w wyniku kryzysu finansowego i zawirowań na światowych rynkach finansowych. W pierwszym roku zmniejszył się on o ponad 13 pkt proc., zaś w 2011 r. o ponad 5 pkt.

Stosując formułę Pearsona, ustalono, że współczynnik korelacji w okresie 2005–2011 pomiędzy udziałem akcji w portfelach funduszy oraz wartością indeksu WIG20, który opisuje koniunkturę giełdową, wynosi 0,802. Oznacza to, że zależność jest wysoka. Stanowi to czytelny sygnał, iż zarządzający portfelami funduszy emerytalnych na bieżąco reagują na koniunkturę na giełdzie, zmniejszając lub zwiększając poziom akcji w portfelach w zależności od sytuacji na rynku kapitałowym.

Tabela 5. Udział akcji w portfelach OFE oraz wartość indeksu WIG20

Data	Wartość indeksu WIG20	Udział akcji w portfelach OFE (%)
31.12.2005	2 683,20	–
31.03.2006	2 864,83	33,79
30.06.2006	2 889,67	33,26
30.09.2006	2 918,83	32,41
31.12.2006	3 285,49	34,22
31.03.2007	3 520,24	37,49
30.06.2007	3 759,28	38,70
30.09.2007	3 633,64	35,89
31.12.2007	3 456,05	34,89
31.03.2008	2 981,07	32,30
30.06.2008	2 591,09	29,00
30.09.2008	2 384,22	25,09
31.12.2008	1 789,73	21,64
31.03.2009	1 511,85	20,61
30.06.2009	1 862,36	24,87
30.09.2009	2 192,37	28,04
31.12.2009	2 388,72	30,66
31.03.2010	2 495,60	32,74
30.06.2010	2 271,03	32,86
30.09.2010	2 615,22	34,01
31.12.2010	2 744,17	36,55
31.03.2011	2 816,96	37,04
30.06.2011	2 802,01	35,88
30.09.2011	2 188,73	31,25
31.12.2011	–	31,17

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.gpw.pl i www.knf.gov.pl.

Zakończenie

Nie ulega wątpliwości, iż wprowadzenie reformy emerytalnej w Polsce było koniecznością. Trwają i zapewne będą trwać spory i dyskusje, czy obecna koncepcja formuły zabezpieczenia obywateli na przyszłość jest właściwa, czy też powinny zostać w niej wprowadzone korekty.

Wysuwane są postulaty, że społeczeństwo w większym stopniu powinno samodzielnie decydować o własnej przyszłości i przynależność do II filara powinna być dobrowolna, tak jak jest choćby w Chile.

Inny zarzut dotyczy braku prawdziwej konkurencji na rynku, między innymi w wyniku metody wyliczania minimalnej oczekiwanej stopy zwrotu dla funduszy. Powoduje to znaczne ograniczenie niezależności w polityce inwestycyjnej, szczególnie wśród małych podmiotów.

Należy się zgodzić z zarzutem, iż członkostwo w OFE jest drogie dla ich klientów. Pobierane przez fundusze prowizje za zarządzanie są wysokie, szczególnie gdy dokona się analizy składu ich portfeli, gdzie dominują skarbowe papiery wartościowe, czyli instrumenty finansowe o bardzo niskim poziomie ryzyka inwestycyjnego. Z uwagi na małe zaangażowanie funduszy w akcje spółek giełdowych pobierane przez nie prowizje powinny być znacznie niższe, gdyż instytucje te nie są zmuszone do stosowania instrumentów ograniczania ryzyka inwestycyjnego.

W maju 2011 r. została zmieniona wysokość składek przekazywanych do OFE z wynagrodzeń ich członków. Od tego momentu płynie do ich portfeli znacznie mniejszy strumień kapitału, co oznacza, że ich potencjał inwestycyjny został istotnie ograniczony.

Osoby odpowiedzialne za te decyzje tłumaczyły je koniecznością ochrony realnej wartości przyszłych emerytur, których nie gwarantował II filar emerytalny. W obecnej sytuacji nie można zweryfikować prawdziwości tych stwierdzeń, gdyż horyzont inwestycyjny oszczędzania na przyszłe świadczenia emerytalne jest bardzo długi, niekiedy ponadczterdziestoletni.

Eksperci zwracają uwagę, że istnieje inne rozwiązanie w tym zakresie, które nie niesie ze sobą konieczności zabierania części składki otwartym funduszom emerytalnym. W wielu krajach powszechnie jest stosowanie trzech zróżnicowanych subfunduszy dla jednego klienta. Różnią się one między sobą udziałem instrumentów o wysokim ryzyku w portfelach. Udział ten jest ustawowo zmniejszany wraz ze zbliżaniem się do końca pracy zawodowej i coraz bliższym momentem rozpoczęcia pobierania świadczenia z II filara. W ostatnim okresie (najczęściej dziesięcioletnim) ustawa nakazuje lokowanie środków jedynie w instrumenty bezpieczne, tak by nie wystąpiło ryzyko utraty wartości zgromadzonego już na emeryturę kapitału.

W ocenie autora takie rozwiązanie powinno zostać zastosowane również w polskim systemie emerytalnym.

Bibliografia

1. Adamczak A., Czerwińska T., *Efektywność zarządzania OFE w świetle klasycznego modelu wyceny aktywów kapitałowych*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2002.
2. Olszewski J., *Fundusze emerytalne – filar II i III*, INFOR, Warszawa 1999.
3. Ostasiewicz S., Rusnak Z., Siedlecka U., *Statystyka, Elementy teorii i zadania*, Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław 2001.
4. Sas-Kulczycka K. (red), *Instytucje wspólnego inwestowania w Polsce*, WIG-Press, Warszawa 1999.
5. Szturo M., *Rynek usług zarządzania aktywami finansowymi*, CeDeWu, Warszawa 2010.
6. Wawiernia A., Jonek-Kowalska I., *Zarządzanie wartością i ryzykiem instrumentów rynku finansowego*, CeDeWu, Warszawa 2009.

The evolution of the structure of investment portfolios of capital managing institutions in the obligatory commercial pension pillar

The main purpose of the article is to present the necessity and guidelines of pension system reform in Poland in 1999. The task and direction of open pension funds investment policy have been presented. The analysis includes the years 1999–2011. The structure of the Polish pension market, the level of profitability and trends of open pension funds' investment policy have been discussed and analyzed.