

Paweł Trippner

Spółeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi

FUNDUSZE INWESTYCYJNE JAKO ELEMENT DOBROWOLNEGO FILARA UBEZPIECZENIOWEGO W POLSCE

1. Wstęp

Analizy ekspertów dotyczące zreformowanego systemu emerytalnego są zgodne co do tego, że wysoki poziom świadczeń emerytalnych nie będzie możliwy bez dodatkowych inwestycji w dobrowolny filar emerytalny. Przyszli emeryci muszą być świadomi konieczności samodzielnego inwestowania części aktualnie otrzymywanych wynagrodzeń na poczet swoich przyszłych świadczeń. Istotną rzeczą jest wybór formy inwestowania przez przyszłych emerytów. Jedną z najważniejszych instytucji działających w dobrowolnym filarze emerytalnym są fundusze inwestycyjne posiadające zróżnicowaną ofertę w zakresie inwestowania kapitału w instrumenty finansowe.

Artykuł stanowi próbę analizy stanu rynku funduszy inwestycyjnych oraz odpowiedzi na pytanie o ich rolę i znaczenie w dobrowolnym filarze emerytalnym.

2. Konstrukcja nowego systemu emerytalnego ze szczególnym uwzględnieniem filara dobrowolnego

Zreformowany system emerytalny został wprowadzony w życie w Polsce 1 stycznia 1999 roku. Był on poprzedzony kilkuletnimi przygotowaniem o charakterze legislacyjno-organizacyjnym. Podstawowym aktem prawnym regulującym funkcjonowanie tego obszaru systemu finansowego jest Ustawa z 28 sierpnia 1997 roku o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z późniejszymi zmianami¹.

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

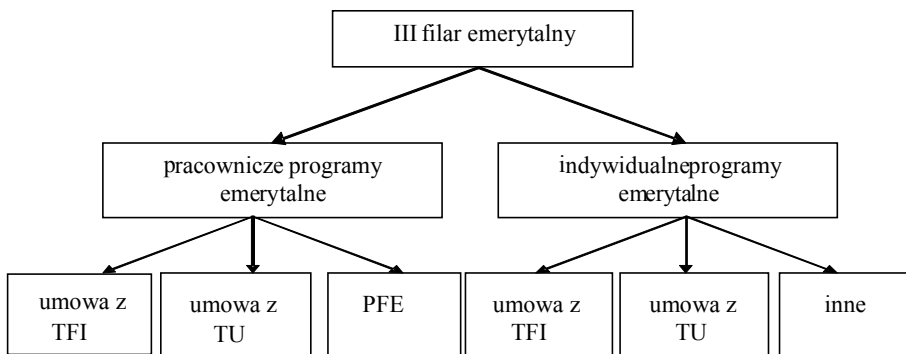
Architektura reformy została oparta na trzech filarach emerytalnych [Sas-Kulczycka (red.) 1999, s. 35-36]:

¹ DzU nr 139, poz. 934 z późniejszymi zmianami.

I filar – jest to zreformowany ZUS. Ma on charakter repartycyjny. Każdy ubezpieczony ma własne konto emerytalne, na którym gromadzone są środki wpłacane przez pracodawcę w formie składki emerytalnej (19,52% wynagrodzenia brutto, z czego część jest przekazywana dalej do funduszu emerytalnego).

II filar – jest to obowiązkowy filar emerytalny o charakterze kapitałowym. Podstawą jego funkcjonowania było powołanie do działalności powszechnych towarzystw emerytalnych – PTE, które rozpoczęły zarządzanie otwartymi funduszami emerytalnymi – OFE. Środki do funduszy pochodzą z części składki emerytalnej płaconej do ZUS, który dokonuje ich transferu do OFE (37,4% składki emerytalnej, co daje 7,3% wynagrodzenia brutto).

III filar – jest to dobrowolny system ubezpieczeń o charakterze kapitałowym. Jest on finansowany z indywidualnych wynagrodzeń netto przyszłych emerytów. Filar ten może mieć dwie postacie [Olszewski 1999, s. 26-27] (rys. 1):



Rys. 1. Podział III filara emerytalnego

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

Grupowa umowa zawarta przez pracodawcę z towarzystwem ubezpieczeniowym lub funduszem inwestycyjnym. Ma ona postać pracowniczego programu emerytalnego. Środki na ten filar pochodzą z części wynagrodzenia netto pracownika, która jest przez niego przeznaczona na cel emerytalny.

Indywidualna umowa przyszłego emeryta z instytucją zajmującą się inwestowaniem powierzonych jej środków finansowych. Powierza on część swojego wynagrodzenia netto wyspecjalizowanej instytucji, aby ta dokonała jej alokacji w sposób maksymalnie efektywny. Klient sam decyduje o poziomie ryzyka inwestycji przez wybór jednego z oferowanych portfeli lokacyjnych.

Funkcjonowanie grupowej formy filara dobrowolnego reguluje ustawa o pracowniczych programach emerytalnych z dnia 20 kwietnia 2004 roku². Zgodnie z jej zapisami pracodawca może go zorganizować w trzech formach. Pierwszą z nich jest podpisanie umowy z towarzystwem funduszy inwestycyjnych, do którego będą

² DzU 2004 nr 116, poz. 1207.

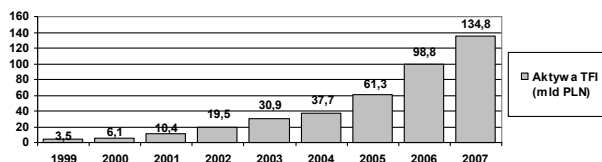
przekazywane składki z części wynagrodzeń pracowników, fundusz zaś, po pobraniu prowizji, będzie je inwestował w instrumenty finansowe zgodnie z wcześniej ustalonym profilem inwestycyjnym. Niemal identyczną postać ma druga forma. Mechanizm jest taki sam, fundusz inwestycyjny jako instytucja lokująca powierzone środki jest zaś zastąpiony przez towarzystwo ubezpieczeniowe. Ostatnią formą jest utworzenie przez pracodawcę własnego funduszu emerytalnego. Wpłacane są do niego składki z wynagrodzeń netto jego pracowników, a fundusz je inwestuje w instrumenty rynku finansowego. W tej formie nie występuje instytucja zewnętrzna, która w zamian za prowizję i opłatę za zarządzanie prowadzi politykę lokacyjną.

Również indywidualna forma lokowania w tym filarze ma regulacje prawne. Aktem prawnym jest Ustawa o indywidualnych kontach emerytalnych z dnia 20 kwietnia 2004 roku³. Zgodnie z jej zapisami przyszli emeryci mogą lokować środki na przyszłe świadczenia w formie IKE, dzięki którym otrzymają premię w postaci zwolnienia zysków z tych inwestycji z podatku od dochodów kapitałowych. IKE może przyjmować różne postacie⁴; są nimi np.:

- umowa z funduszem inwestycyjnym,
- umowa z towarzystwem ubezpieczeniowym,
- umowa z bankiem,
- umowa z biurem maklerskim
- indywidualne inwestowanie w papiery wartościowe (np. dziesięcioletnie obligacje skarbowe).

3. Podział rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce

Analiza rynku funduszy inwestycyjnych została przeprowadzona w trzech obszarach. Pierwszy z nich dotyczył zmiany poziomu aktywów TFI w latach 1999–2007, co pozwoliło ocenić tempo rozwoju tego segmentu usług finansowych. Następnie analizie poddano strukturę rynku funduszy inwestycyjnych pod kątem udziałów posiadanych przez poszczególne rodzaje funduszy. Dzięki temu możliwe było zbadanie popularności poszczególnych rodzajów funduszy wśród inwestorów. Ostatnim obszarem jest ocena podziału rynku między poszczególne towarzystwa. Udzielona została odpowiedź, czy pojawiły się na rynku nowe podmioty, które odgrywają na nim istotną rolę.

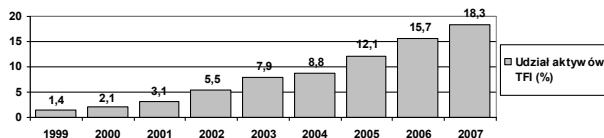


Rys. 2. Aktywa funduszy inwestycyjnych w latach 1999–2007

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.izfa.pl.

³ DzU 2004 nr 116, poz. 1205.

⁴ www.knf.gov.pl.



Rys. 3. Udział aktywów TFI w aktywach inwestorów zbiorowych w Polsce

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

Analizując dane z rys. 2 i 3, można pozytywnie zweryfikować założenie o szybkim tempie rozwoju rynku TFI w Polsce oraz o wzroście znaczenia w systemie finansowym naszego kraju. W ciągu 8 lat poziom aktywów funduszy wzrósł o ponad 130 mld zł, zaś ich udział w aktywach inwestorów finansowych Polski (TFI, OFE, banki oraz towarzystwa ubezpieczeniowe) zwiększył się w badanym okresie z niecałego 1,5% do ponad 18%. Tym samym fundusze inwestycyjne stały się istotnym elementem systemu finansowego Polski. Był to, rzecz jasna, efekt wysokich stóp zwrotu w ostatnich latach, jakie fundusze wypracowywały swoim klientom. Znaczna część kapitału, który napłynął na rynek funduszy, pochodziła od osób niemających żadnego doświadczenia w lokowaniu kapitału za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych i zachęconych bardzo wysokim stopami zwrotu. Istotna część tych środków pochodziła z wycofanych kapitałów z bankowych lokat terminowych. Druga połowa 2007 roku zapoczątkowała okres bessy na giełdzie w Polsce, co spowodowało znaczny spadek wartości akcji w portfelach funduszy, co skutkowało spadkiem wartości jednostek uczestnictwa. Koniec 2007 roku stanowił początek wycofywania kapitału przez dużą część klientów funduszy, tendencja ta była kontynuowana w roku 2008. Należy zakładać, że dane z grudnia roku 2008 będą oznaczać istotne obniżenie poziomu aktywów posiadanych przez fundusze i spadek udziału TFI w aktywach inwestorów zbiorowych w naszym kraju (większość wycofanego kapitału powróciła do systemu bankowego). Na koniec czerwca 2008 roku poziom aktywów netto rynku funduszy inwestycyjnych wynosił 96,4 mld zł, co oznacza, iż wskutek obniżek wartości papierów wartościowych posiadanych przez fundusze oraz wycofywania środków przez ich klientów wartość rynku funduszy obniżyła się w ciągu 6 miesięcy o ponad 38 mld zł.

Analizując dane zawarte w tab. 1, można zauważyć dominujący udział funduszy mających znaczny udział akcji w swoich portfelach. Trzy przeważające typy funduszy miały w 2007 roku ponad 65% rynku. Podmioty prowadzące politykę lokacyjną o charakterze niskoryzykownym (fundusze obligacji i rynku pieniężnego) straciły wiele na znaczeniu i posiadały udziały na poziomie niewiele ponad 11%. Należy podkreślić znaczny wzrost znaczenia podmiotów lokujących środki na zagranicznych rynkach finansowych. Ich udział w 2007 roku wynosił ponad 15,5%, podczas gdy rok wcześniej było to niecałe 6%. Ważne było pojawienie się funduszy nieruchomości, których znaczenie powinno wzrastać wraz z szybkim rozwojem tej dziedziny gospodarki. Wydarzenia z drugiej połowy 2007 roku, które były kontynuowane w roku 2008, spowodowały znaczny odpływ środków z rynku

funduszy inwestycyjnych, w szczególności tych posiadających akcje w portfelach i inwestujących zagranicą. Jest to sygnał, iż na znaczeniu znów mogą zyskiwać podmioty o charakterze bezpiecznym, zaś powrót inwestorów do funduszy o wysokim poziomie ryzyka nie nastąpi zbyt szybko.

Tabela 1. Podział rynku funduszy inwestycyjnych ze względu na ich rodzaj

Rodzaj funduszu	2006		2007	
	aktywa (mld zł)	udział (w %)	aktywa (mld zł)	udział (w%)
Zrównoważone	25 992	26,30	33 005	24,49
Akcyjne	19 301	19,52	32 923	24,42
Stabilnego wzrostu	24 629	24,92	22 497	16,69
Zagraniczne mieszane	0	0,0	9 948	7,38
Zagraniczne akcji	2615	2,65	9 320	6,91
Rynku pieniężnego	8 131	8,23	8 372	6,21
Inne	7 909	8,00	8 270	6,14
Papierów dłużnych	7 064	7,15	7 212	5,35
Zagraniczne obligacji	3 197	3,23	1 681	1,25
Nieruchomości	0	0,0	1 559	1,16
Razem	98 838	100,00	134787	100,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.izfa.pl.

Tabela 2. Rynek towarzystw funduszy inwestycyjnych w Polsce

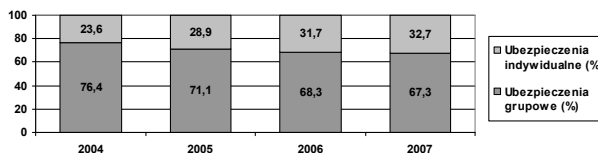
Towarzystwo	2006		2007	
	aktywa (mld zł)	udział (w %)	aktywa (mld zł)	udział (w%)
Pioneer Pekao	23 263,4	23,53	28 717,5	21,31
BZ WBK AIB	17 190,2	17,39	22 626,3	16,79
PKO	8 541,7	8,64	16 685,4	12,38
ING	12 701,2	12,85	15 693,7	11,64
BPH	6 852,9	6,93	6 530,2	4,83
Inne	1 274,8	1,29	5 581,3	4,14
Millenium	3 543,4	3,59	5 061,3	3,75
Legg Mason	3 275,5	3,31	4 791,9	3,56
KBC	3 897,5	3,94	4 714,3	3,50
Skarbiec	3 571,4	3,61	4 635,4	3,44
Union Investment	3 860,1	3,91	4 275,6	3,17
AIG	1 530,1	1,55	3 153,6	2,34
DWS	2 401,2	2,43	2 773,8	2,06
CU	1 794,2	1,82	2 624,1	1,95
PZU	1 682,6	1,70	2 605,0	1,93
SEB	1 569,2	1,59	1 910,7	1,42
Allianz	1 231,3	1,25	1 468,0	1,09
SKOK	420,8	0,43	633,2	0,47
IDEA	236,2	0,24	305,7	0,23
Razem	98 837,7	100,00	134 787,0	100,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.izfa.pl.

Dane przedstawione w tab. 2 pozwalają na stwierdzenie o dość dużej koncentracji na rynku TFI w Polsce. Cztery największe towarzystwa mają udziały przekraczające 62%. Jest to dużo, biorąc pod uwagę liczbę towarzystw, jakie działają w tym segmencie. Nadal największym podmiotem na rynku jest najstarsze towarzystwo w Polsce – Pioneer. Jako jedyne posiada udziały przekraczające 20%. Wiele lat funkcjonowania na rynku jako praktycznie jedyny podmiot utrwaliło pozycję TFI Pioneer w świadomości polskich inwestorów. Kolejna pozycja TFI WBK AIB jest efektem dobrych wyników inwestycyjnych funduszy Arka, które przyciągnęły wielu inwestorów do tego towarzystwa. Pozostałe dwa towarzystwa swoją pozycję zawdzięczają popularności wśród inwestorów związanej z innymi segmentami rynku finansowego (PKO – segment bankowy, ING – segment ubezpieczeniowy i emerytalny). Pozostałe towarzystwa nie odgrywają istotnej roli na rynku, żadne z nich nie ma udziałów przekraczających poziom 5%.

4. Znaczenie funduszy inwestycyjnych w dobrowolnym filarze emerytalnym

Ostatni obszar analizy dotyczy tempa rozwoju dobrowolnego filara emerytalnego oraz roli, jaką w nim odgrywają fundusze inwestycyjne. Ocenie zostaną poddane oddzielnie grupowe oraz indywidualne formy oszczędzania w tym filarze, a następnie zostanie przeprowadzona analiza zbiorcza.



Rys. 4. Podział III filara emerytalnego

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

Dominującą formą w dobrowolnym filarze są ubezpieczenia organizowane przez pracodawców (zob. rys. 4). Jednak ich udział systematycznie się obniża. W ciągu 3 ostatnich lat indywidualne formy oszczędzania zwiększyły swój udział na rynku o ponad 9 p.p., osiągając udział bliski jednej trzeciej rynku (zob. tab. 3).

Tabela 3. Podział rynku pracowniczych programów emerytalnych

Forma PPE	2004		2005		2006		2007	
	aktywa (w mld zł)	udział (w %)	aktywa (w mld zł)	udział (w %)	aktywa (w mld zł)	udział (w %)	aktywa (w mld zł)	udział (w %)
TFI	417,20	45,38	665,37	39,24	1117,26	40,00	1562,74	40,80
TU	77,60	8,44	428,37	25,27	810,01	29,00	1210,36	31,60
PFE	424,64	46,18	601,73	35,49	865,88	31,00	1057,15	27,60
Razem	919,44	100,00	1695,47	100,00	2793,15	100,00	3830,25	100,00

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

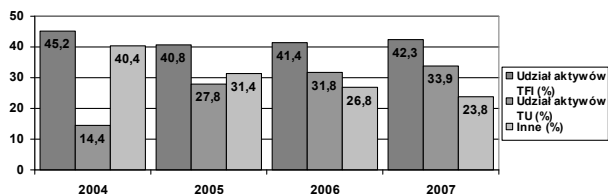
Najpopularniejszą formą oszczędzania w ramach PPE są umowy z towarzystwami funduszy inwestycyjnych. Forma ta zgromadziła pod koniec 2007 roku ponad 1,5 mld zł aktywów i ma udziały w rynku na poziomie ponad 40%. Należy jednak podkreślić, że najszybciej rozwija się forma umowy grupowej z towarzystwem ubezpieczeniowym. Udział tych produktów w ciągu 3 lat zwiększył się z 8 do ponad 31%. Najmniej popularną formą, w dodatku regularnie tracącą na znaczeniu, są pracownicze fundusze emerytalne.

Sytuacja na rynku IKE w latach 2004-2007 nie uległa zasadniczym zmianom. Dominującymi formami są umowy z towarzystwem funduszy inwestycyjnych (ponad 45% rynku) oraz z towarzystwem ubezpieczeniowym (ponad 39% rynku) (tab. 4). Pozostałe formy nie mają tak dużego znaczenia, należy podkreślić spadający udział banków w tym segmencie.

Tabela 4. Podział rynku indywidualnych kont emerytalnych

Forma IKE	2004		2005		2006		2007	
	aktywa (w mld zł)	udział (w %)	aktywa (w mld zł)	udział (w %)	aktywa (w mld zł)	udział (w %)	aktywa (w mld zł)	udział (w %)
TFI	126,9	44,59	307,2	44,54	578,1	44,52	846,5	45,40
TU	95,4	33,52	235,0	34,07	491,4	37,84	722,6	38,75
Banki	43,9	15,43	103,6	15,02	162,0	12,47	199,3	10,69
Inne	18,4	6,47	43,9	6,37	67,1	5,17	96,2	5,16
Razem	284,6	100,00	689,7	100,00	1 298,6	100,00	1 864,6	100,00

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



Rys. 5. Pozycja funduszy inwestycyjnych w III filarze emerytalnym

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

Od początku funkcjonowania III filara emerytalnego najważniejszymi instytucjami, które w nim funkcjonują, są fundusze inwestycyjne (rys. 5). Udział ich aktywów w rynku zawsze przekraczał granicę 40%. Według danych na koniec 2007 roku przyszli emeryci powierzyli funduszom inwestycyjnym ponad 2,4 mld zł na poczet ich przyszłych świadczeń w formie indywidualnej bądź grupowej. Należy zauważyć szybki wzrost znaczenia w tym segmencie towarzystw ubezpieczeniowych. Ich udział w rynku systematycznie wzrasta; w ciągu 3 lat zwiększył się o blisko 20 p.p. (z 14,4 do 33,9%). Te dwie formy oszczędzania są zdecydowanie najchętniej wybierane przez osoby oszczędzające w tym filarze. Ich udział w rynku przekracza 75%, zaś jedynie ¼ stanowią inne formy lokowania kapitału na poczet przyszłych świadczeń emerytalnych.

5. Zakończenie

Pomimo ogólnie dostępnych opinii ekspertów o konieczności dodatkowego inwestowania na poczet przyszłych emerytur filar dobrowolny, jak dotąd, nie cieszy się odpowiednim zainteresowaniem. Poziom zgromadzonych w nim aktywów nie przekraczał na koniec 2007 roku 6 mld zł, co w porównaniu ze środkami zgromadzonymi w portfelach OFE (ponad 140 mld zł) jest relacją bardzo niekorzystną. Środki zainwestowane w filarze dobrowolnym stanowią jedynie nieco ponad 4% aktywów zarządzanych przez fundusze emerytalne. Należy mieć nadzieję, iż sytuacja ta będzie ulegała zmianie i coraz więcej przyszłych emerytów zdecyduje się na dodatkowe oszczędzanie w formie dobrowolnej. Pozycja funduszy inwestycyjnych w III filarze emerytalnym jest istotna. Stanowią one największe podmioty w obszarze ubezpieczeń zarówno grupowych (PPE), jak i indywidualnych (IKE). Dzięki szerokiej ofercie skierowanej do uczestników tego filara oraz dobrym wynikom inwestycyjnym w ostatnich latach (ostatnie niekorzystne wydarzenia na giełdzie nie powinny mieć wpływu na odpływ klientów ze względu na bardzo długi horyzont czasowy dla tych inwestycji) fundusze skutecznie przekonywały inwestorów do powierzenia właśnie im środków na poczet przyszłych emerytur.

Literatura

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

Sas-Kulczycka K. (red.), *Instytucje wspólnego inwestowania w Polsce*, WIG PRESS, Warszawa 1999.

Ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z dnia 28 sierpnia 1997 r. z późniejszymi zmianami, DzU nr 139, poz. 934 z późniejszymi zmianami.

Ustawa o Indywidualnych Kontach Emerytalnych z dnia 20.04.2004 r., DzU 2004 nr 116, poz. 1205.

Ustawa o pracowniczych programach emerytalnych z dnia 20 kwietnia 2004 r., DzU 2004 nr 116, poz. 1207.

www.izfa.pl

www.knf.gov.pl

IMPORTANCE OF INVESTMENT FUNDS IN VOLUNTARY INSURANCE PILLAR IN POLAND

Summary

Investment funds as collective investors have been present in Poland for over 17 years. Their importance in a financial system has been rising regularly. There has been new tasks and opportunities ahead of them in the moment of new pension system's introduction. The main purpose of the article is an analysis of dynamism and development directions of investment funds, especially taking their importance in third pension pillar into consideration.