

**Teresa Czerwińska**

Uniwersytet Gdański

---

## **EFEKTYWNOŚĆ FUNKCJONOWANIA POWSZECHNYCH TOWARZYSTW EMERYTALNYCH W ŚWIELE WYMOGÓW ICH WŁAŚCICIELI ORAZ CZŁONKÓW OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH**

---

**Streszczenie:** Efektywność funkcjonowania PTE rozpatrywana jest przez członków OFE głównie w obszarze racjonalizacji kosztów zarządzania oraz osiągania konkurencyjnych wyników z inwestycji. Właściciele PTE traktują ich działalność podstawową – zarządzanie OFE – w kategoriach generatora wartości zainwestowanego kapitału. Celem publikacji jest ocena wybranych aspektów efektywności funkcjonowania PTE w Polsce w świetle wymogów ich właścicieli i członków zarządzanych OFE.

**Słowa kluczowe:** otwarty fundusz emerytalny, portfel inwestycyjny, efektywność funkcjonowania.

### **1. Wstęp**

Ranga społeczna powszechnych towarzystw emerytalnych (PTE) oraz ich szczególna pozycja w systemie finansowym państwa powodują, że rzetelna ocena ich funkcjonowania jest przedmiotem zainteresowania kilku grup podmiotów, tj.: zarządzających, właścicieli, organów nadzorczych oraz beneficjentów. Każda z tych grup dokonuje oceny efektywności funkcjonowania PTE w relacji do własnych, często zróżnicowanych, celów. Efektywność funkcjonowania PTE rozpatrywana jest przez członków otwartych funduszy emerytalnych (OFE) przede wszystkim w obszarze racjonalizacji kosztów zarządzania oraz osiągania konkurencyjnych wyników zarządzania portfelem inwestycji. Natomiast właściciele PTE traktują ich działalność podstawową, zarządzanie OFE, w kategoriach generatora wartości zainwestowanego w te instytucje kapitału. Z kolei organ nadzorczy monitoruje działalność PTE i zarządzanych przez nie OFE głównie w kategoriach normatywnych, ze względu na ochronę interesów beneficjentów oraz stabilność systemu finansowego. Celem publikacji jest próba oceny wybranych aspektów efektywności funkcjonowania PTE w Polsce w świetle wymogów ich właścicieli i członków zarządzanych OFE.

## 2. Gospodarka finansowa powszechnych towarzystw emerytalnych

W świetle obowiązujących regulacji prawnych następuje wyraźne rozdzielenie OFE, którego przedmiotem działalności jest realizacja założonej polityki inwestycyjnej w celu akumulacji kapitałów na wypłatę świadczeń emerytalnych, od PTE, którego przedmiotem działalności jest tworzenie, administrowanie i zarządzanie OFE [Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. ..., art. 27-29]. Są to instytucje pośrednictwa finansowego zorientowane na portfel zobowiązań. Zawierają one kontrakty finansowe w formie umów, a następnie wykorzystują mechanizm rynku finansowego do wypełnienia luki między obecną wartością zebranych składek a wartością przyszłych zobowiązań [Hancock, Huber, Koch 2001, s. 1-9].

Dominującą pozycją aktywów PTE są aktywa obrotowe (średnio 50%), szczególnie inwestycje krótkoterminowe. Natomiast należności PTE stanowią prawie wyłącznie należności od zarządzanych OFE tytułem opłaty od składek. Działalność PTE finansowana jest przede wszystkim z kapitałów własnych, których udział w strukturze pasywów kształtuje się – jak wykazują badania – w przedziale 57-97% (zob. [Sytuacja finansowa... 2009]). PTE są podmiotami komercyjnymi i pobierają za zarządzanie OFE wynagrodzenie składające się w głównej mierze z: opłaty dystrybucyjnej, naliczanej od wpływającej do OFE składki, oraz opłaty za zarządzanie, pobieranej z aktywów funduszu. Przychody te mają charakter ciągły i są dominującymi kategoriami przychodów w rachunku zysków i strat PTE. Zarówno wysokość opłaty od składek, jak i opłaty za zarządzanie są przedmiotem regulacji prawnych, które wyznaczają górną granicę opłaty od składki – maksymalnie do 7% wpłacanych składek (od 2014 r. maksymalnie 3,5%) [Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. ..., art. 134]. Opłata za zarządzanie OFE naliczana jest przez PTE z uwzględnieniem ustalonych w regulacjach prawnych przedziałów wartości aktywów netto zarządzanego OFE<sup>1</sup>. W początkowym okresie funkcjonowania dominujące źródło przychodów PTE stanowi odpis od składki. Jednakże w perspektywie 20-30 lat wzrośnie znaczenie przychodów z tytułu opłaty za zarządzanie dla dochodowości PTE. Wzrost ten będzie konsekwencją ciągłego charakteru tej opłaty oraz systematycznego wzrostu aktywów OFE (zob. [Projekcja sytuacji... 2002]).

W obszarze kosztów działalności PTE i OFE można wyodrębnić koszty systemowe – związane z zarządzaniem OFE (m.in.: koszty usług agenta transferowego, koszty związane z wpłatami na Fundusz Gwarancyjny, koszty prowizji od składek i transferów) i niesystemowe. PTE nie ma bezpośredniego wpływu na poziom kosztów systemowych, które w głównej mierze są wypadkową wartości aktywów zarzą-

---

<sup>1</sup> Jeśli wartość aktywów netto (WAN) zarządzanego OFE wynosi: do 8 mld zł – do 0,045% WAN w skali miesiąca; ponad 8 mld zł do 20 mld zł – do 3,6 mln zł + 0,04% nadwyżki ponad 8 mld zł WAN w skali miesiąca; ponad 20 mld zł do 35 mld zł – do 8,4 mln zł + 0,032% nadwyżki ponad 20 mld zł WAN w skali miesiąca; ponad 35 mld zł do 65 mld zł – do 13,2 mln zł + 0,023% nadwyżki ponad 35 mld zł WAN w skali miesiąca; ponad 65 mld zł – do 20,1 mln zł + 0,015% nadwyżki ponad 65 mld zł WAN w skali miesiąca [Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. ..., art. 136].

dzanego OFE i wartości przekazywanych składek. W OFE zaś należy wyodrębnić dwa zasadnicze kierunki wydatkowania środków: wydatki związane z pokryciem opłat i prowizji na rzecz PTE – zdecydowanie dominująca pozycja, oraz wydatki związane z realizacją polityki inwestycyjnej. Wysokość kosztów systemowych określona jest zazwyczaj w regulacjach prawnych, a ich ponoszenie przez PTE i OFE uzasadniane jest koniecznością finansowego zabezpieczenia interesów beneficjentów, jak np. pokrycie niedoboru wskutek nieosiągnięcia przez OFE minimalnej wymaganej stopy zwrotu<sup>2</sup>. Obecnie, w skali całego rynku PTE w Polsce, w strukturze kosztów całkowitych PTE dominujący udział mają koszty systemowe (średnio 55%), które w perspektywie wzrostu wartości aktywów OFE będą się zwiększać (zob. [*Sytuacja finansowa...* 2007]). Najbardziej istotne dla PTE są koszty związane z zarządzaniem OFE, które wiążą się z ponad 98% ogółu ponoszonych przez PTE kosztów. Natomiast poziom kosztów niesystemowych PTE leży w gestii realizowanej przez nie polityki finansowej i jest związany z poziomem aktywów netto OFE. Praktyka wykazuje, że w zakresie pozasystemowych kosztów działalności PTE najbardziej istotnymi pozycjami są koszty akwizycji oraz koszty bezpośrednio związane z zarządzaniem PTE, jak np. wynagrodzenia.

Reasumując, przychody i koszty PTE są ściśle powiązane z wielkością zarządzanego OFE. W tym świetle niezwykle istotne jest, z jednej strony, aby przychody PTE wystarczyły na pokrycie kosztów funkcjonowania oraz zapewniły ich właścicielom czerpanie korzyści z zainwestowanego kapitału. Z drugiej strony, warunkiem bezpieczeństwa wzajemnych relacji jest możliwość osiągania równowagi operacji finansowych, gdzie koszty uiszczane przez członków OFE, stanowiące główne źródło przychodów PTE, będą wystarczające na potrzeby efektywnego zarządzania funduszami (zob. [*Analiza kosztów...* 2003]).

### **3. Analiza efektywności funkcjonowania PTE w Polsce w świetle interesów ich właścicieli w latach 2005-2008**

Ze względu na podstawowy cel inwestowania kapitału w działalność gospodarczą, ocena funkcjonowania PTE w świetle interesów ich właścicieli została przeprowadzona:

---

<sup>2</sup> OFE są zobowiązane do otwarcia rachunku premiovego, na którym są przechowywane środki w kwocie nie wyższej w skali miesiąca niż 0,005% WAN funduszu. PTE może wycofać środki zgromadzone na rachunku rezerwowym pod warunkiem, że stopa zwrotu zarządzanego przez nie OFE za okres ostatnich 72 miesięcy była nie niższa niż wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych za ostatnie 72 miesiące ogłaszany przez GUS. Rachunek premiovowy w założeniu ma spełniać funkcję motywacyjną dla zarządzających portfelem inwestycji OFE, ponieważ PTE zarządzające funduszem, który uzyskał najwyższą stopę zwrotu, nabywa uprawnienie do wycofania wszystkich środków zgromadzonych na rachunku premiovym, PTE zaś zarządzające OFE, który uzyskał najniższą stopę zwrotu, przekazuje wszystkie środki zgromadzone na rachunku premiovym do OFE, pozostałe PTE uzyskują uprawnienie do wycofania jedynie części środków zgromadzonych na rachunku premiovym [Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. ..., art. 182a].

- z wykorzystaniem wybranych wskaźników rentowności, tj.: wskaźnika rentowności działalności podstawowej – stanowi relację wyniku technicznego na zarządzaniu OFE do przychodów z tytułu zarządzania OFE; wskaźnika rentowności netto – relacja wyniku finansowego netto PTE do przychodów z tytułu zarządzania OFE; wskaźnika rentowności kapitałów własnych PTE (ROE) – relacja wyniku finansowego netto PTE do przeciętnej wartości kapitałów własnych PTE; wskaźnika rentowności aktywów PTE (ROA) – relacja wyniku netto PTE do przeciętnej wartości sumy bilansowej PTE;
- w obszarze polityki wynagradzania akcjonariuszy.  
Wyniki przeprowadzonych badań (tab. 1) pozwalają stwierdzić, że w latach 2006-2008:
  - większość PTE cechowała się wysoką efektywnością gospodarowania zarówno w zakresie działalności podstawowej, związanej z zarządzaniem OFE, jak i wykorzystania kapitałów własnych oraz aktywów; wartość dla akcjonariuszy PTE była generowana przede wszystkim na drodze technicznej, dotyczącej zarządzania OFE, o czym świadczy jedynie nieznaczna różnica w większości PTE między wskaźnikami rentowności na działalności podstawowej i rentowności netto;

Tabela 1. Wybrane wskaźniki rentowności PTE w latach 2006-2008 (w %)

| Wskaźniki:    | rentowności na działalności podstawowej |      |      | rentowności netto |      |      | ROE  |      |      | ROA  |      |      |
|---------------|---|------|------|-------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|               | 2008                                    | 2007 | 2006 | 2008              | 2007 | 2006 | 2008 | 2007 | 2006 | 2008 | 2007 | 2006 |
| PTE           | 2008                                    | 2007 | 2006 | 2008              | 2007 | 2006 | 2008 | 2007 | 2006 | 2008 | 2007 | 2006 |
| Polsat        | 62,1                                    | 62,4 | 53,8 | 60,0              | 63,9 | 60,1 | 27,7 | 33,3 | 31,9 | 27,3 | 32,6 | 31,0 |
| AIG           | 51,7                                    | 48,3 | 47,0 | 52,9              | 36,0 | 36,9 | 27,8 | 19,5 | 18,5 | 25,7 | 18,1 | 17,0 |
| ING           | 59,6                                    | 55,3 | 55,5 | 49,8              | 49,6 | 50,0 | 46,4 | 43,4 | 40,5 | 42,4 | 40,4 | 36,6 |
| CU            | 54,5                                    | 56,9 | 56,0 | 44,4              | 48,5 | 47,7 | 50,1 | 53,2 | 46,5 | 42,6 | 46,0 | 40,8 |
| Pekao Pioneer | 47,6                                    | 42,8 | 34,6 | 42,8              | 40,8 | 38,6 | 31,4 | 27,9 | 22,1 | 19,1 | 16,2 | 12,5 |
| Poczt-Arka    | 51,8                                    | 34,5 | 38,3 | 41,9              | 30,8 | 33,0 | 42,9 | 32,9 | 30,7 | 40,1 | 30,7 | 28,8 |
| PZU           | 44,3                                    | 44,0 | 39,4 | 36,9              | 39,0 | 37,0 | 35,0 | 34,7 | 29,2 | 30,6 | 31,6 | 27,4 |
| Bankowy       | 35,5                                    | 33,3 | 31,2 | 34,6              | 35,2 | 36,3 | 18,1 | 20,9 | 21,9 | 17,4 | 19,9 | 20,6 |
| Allianz       | 31,0                                    | 7,3  | 22,1 | 33,9              | 14,4 | 26,1 | 10,7 | 7,4  | 12,2 | 9,4  | 6,6  | 11,3 |
| Aegon         | 23,7                                    | 45,7 | 48,1 | 27,2              | 46,0 | 40,6 | 5,2  | 20,6 | 19,0 | 4,4  | 17,3 | 15,7 |
| Generali      | 33,8                                    | 26,3 | 22,2 | 26,6              | 26,2 | 23,9 | 10,5 | 9,3  | 8,01 | 9,3  | 8,2  | 7,1  |
| Nordea        | 4,4                                     | 6,4  | 4,0  | 5,5               | 10,2 | 7,8  | 13,4 | 26,8 | 20,8 | 10,9 | 21,5 | 16,2 |
| Warta         | 6,9                                     | 34,3 | 20,8 | 5,5               | 33,2 | 31,0 | 4,4  | 29,6 | 28,2 | 4,0  | 27,6 | 26,0 |
| AXA           | -13,9                                   | -0,4 | -8,0 | -8,8              | 5,0  | 0,4  | -5,4 | 2,5  | 0,2  | -5,1 | 2,4  | 0,2  |
| Rynek PTE     | 35,2                                    | 35,7 | 42,7 | 32,4              | 34,3 | 39,1 | 22,7 | 24,9 | 26,7 | 19,9 | 22,0 | 24,0 |

Źródło: opracowanie na podstawie raportów KNF: [Sytuacja finansowa... 2007; 2008; 2009].

- akcjonariusze PTE korzystali z efektu skali działalności, o czym świadczy fakt, że najwyższą efektywnością wykorzystania zasobów na ogół cechowały się PTE zarządzające największymi pod względem wartości aktywów netto OFE (z wyjątkiem PTE Polsat), tj.: PTE ING, CU PTE, AIG PTE;
- istotnie niższe wartości wskaźników rentowności zaobserwowano w: AXA PTE, Nordea PTE i PTE Warta. Prowadziły one agresywną akwizycję na rynku emerytalnym, w związku z czym ponosiły bardzo wysokie – w relacji do średniej rynkowej (0,27% WAN OFE w 2008r.) – koszty akwizycji, stanowiące w 2008 r. odpowiednio: 0,89%; 0,82% oraz 0,55% WAN zarządzanego OFE (por. [*Sytuacja finansowa...* 2009]).

Wysoka efektywność prowadzonej działalności stwarzała możliwości wynagradzania akcjonariuszy PTE. Analiza w zakresie polityki wypłaty dywidend przez PTE w latach 2003-2008 wykazała, że (tab. 2):

- wydatki PTE z tytułu wypłaty dywidendy wzrastały dynamicznie: z 20 mln zł w 2003 r. do 530,7 mln zł w 2008 r. (ponad 26-krotny wzrost); najwyższą wartość wypłaconych dywidend zaobserwowano w: PTE CU oraz PTE ING (por. [*Sytuacja finansowa...* 2009]); stopa wypłaty dywidendy – szacowana jako relacja wypłaconej dywidendy do zysku netto PTE (w roku poprzednim) – w analizowanych spółkach była wysoka – średnio dla rynku ponad 84% (z wyjątkiem lat 2003-2004). Oznacza to, że właściciele PTE praktycznie w całości konsumowali wypracowane zyski;

**Tabela 2.** Wskaźnik wypłaty dywidendy oraz relacja wypłaconych dywidend do wartości kapitałów własnych PTE w latach 2003-2008 (w %)

| Wskaźniki:    | stopa wypłaty dywidendy |      |      |      |      |      | dywidenda /kapitał własny |      |      |      |      |      |
|---------------|-------------------------|------|------|------|------|------|---------------------------|------|------|------|------|------|
|               | 2003                    | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2003                      | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
| PTE/ lata     |                         |      |      |      |      |      |                           |      |      |      |      |      |
| CU            | 35                      | 93   | 92   | 92   | 97   | 100  | 12                        | 49   | 40   | 40   | 45   | 51   |
| ING           | –                       | 21   | 90   | 90   | 92   | 92   | –                         | 9    | 31   | 31   | 40   | 39   |
| PZU           | –                       | –    | –    | 100  | 100  | 100  | –                         | –    | –    | 24   | 29   | 34   |
| AIG           | –                       | 176  | 204  | 49   | 115  | 53   | –                         | 12   | 22   | 12   | 22   | 11   |
| Poczt-Arka    | –                       | –    | 41   | 91   | 91   | 90   | –                         | –    | 19   | 26   | 29   | 29   |
| Pekao Pioneer | –                       | –    | –    | –    | 92   | 92   | –                         | –    | –    | –    | 20   | 25   |
| AXA           | –                       | 100  | 83   | –    | –    | –    | –                         | 2    | 5    | –    | –    | –    |
| Aegon         | –                       | –    | 66   | –    | –    | –    | –                         | –    | 15   | –    | –    | –    |
| Skarbiec      | –                       | 84   | 92   | –    | –    | –    | –                         | 14   | 3    | –    | –    | –    |
| Rynek         | 35                      | 64   | 94   | 84   | 98   | 88   | 12                        | 19   | 19   | 27   | 31   | 31   |

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych KNF.

- na piętnaście funkcjonujących na rynku PTE dywidendy wypłacało dziewięć z nich; jako pierwsze gratyfikacje swoim akcjonariuszom zaczęły wypłacać naj-

większe (pod względem WAN zarządzanych OFE) PTE, tj.: PTE CU (w 2003 r.), PTE ING i PTE AIG (w 2004 r.); w 2005 r. dywidendy wypłaciła największa liczba PTE<sup>3</sup>, co wiązało się ze zmianami regulacji prawnych, które umożliwiły zwrot wpłaconych przez PTE środków na rachunek rezerwowy OFE (por. [*Sytuacja finansowa...* 2008; 2009]); jednocześnie należy zauważyć, że presja akcjonariuszy była tak silna, że PTE Skarbiec w 2004 r. wypłacił dywidendę pomimo braku pokrycia strat z lat ubiegłych<sup>4</sup>;

- wysoką gratyfikację za zainwestowany kapitał uzyskiwali właściciele największych pod względem WAN zarządzanych OFE, PTE, tj.: PTE CU oraz PTE ING, o czym świadczy relacja wypłaconych dywidend do wartości kapitałów własnych PTE.

#### **4. Analiza efektywności funkcjonowania PTE w Polsce w świetle interesów członków OFE w latach 2005-2008**

Ocena efektywności funkcjonowania PTE w świetle interesów członków zarządzanych przez nie OFE została przeprowadzona ze względu na stopień obciążenia kosztami członków OFE: opłatą od składek, opłatą za zarządzanie aktywami OFE i wynagrodzeniem premiovym oraz stóp zwrotu z inwestycji zarządzanych OFE. Należy zaznaczyć, że w długim okresie prowizja od składki, przy wzrastającym zysku od kapitału, ma coraz mniejsze znaczenie dla całości obciążeń kosztami przyszłych świadczeń emerytalnych. Natomiast opłata za zarządzanie OFE jest pobierana od całości aktywów zgromadzonych w danym OFE, zarówno od wpłaconych składek, jak i od wypracowanego zysku, stąd wysokość tej opłaty jest bardzo dotkliwa dla członków OFE w aspekcie wpływu na wysokość przyszłych świadczeń emerytalnych. Przeprowadzone badania w zakresie obciążenia kosztami członków OFE<sup>5</sup> wykazały, że (tab. 3):

- najwyższe obciążenia kosztami ponoszą członkowie małych pod względem wartości aktywów OFE, jak: OFE POLSAT, OFE Pocztylion-Arka, OFE Nordea;
- nie występuje związek między stopą zwrotu zarządzanych przez PTE OFE a stopniem obciążenia opłatami członków OFE, np. PTE Bankowy, PTE Nordea zarządzały w analizowanym okresie OFE, w których stopień obciążenia członków opłatami był relatywnie wysoki, natomiast stopy zwrotu – niskie w relacji do średniej rynkowej.

<sup>3</sup> Siedem na piętnaście funkcjonujących na rynku PTE.

<sup>4</sup> Co stanowiło naruszenie przepisów art. 348 Kodeksu handlowego, zgodnie z którym dywidenda może zostać wypłacona tylko przez te spółki, które pokryły straty z lat ubiegłych.

<sup>5</sup> Szacowane jako iloraz przychodów z opłat od składek, opłaty za zarządzanie aktywami i wynagrodzenia premiovego do średniej WAN OFE w danym roku.

**Tabela 3.** Przychody i koszty całkowite w przeliczeniu na członka OFE oraz wskaźnik obciążenia aktywów członków OFE kosztami i stopa zwrotu z jednostki rozrachunkowej OFE (w %)

| Wyszczególnienie                | Wskaźnik obciążenia kosztami aktywów członków OFE |      |      |      | Koszty na członka (w zł) |      |      | Przychody na członka (w zł) |      | Koszty/przychody (%) |      | Stopa zwrotu OFE: 30.09.2005-30.09.2008 |
|---------------------------------|---|------|------|------|--------------------------|------|------|-----------------------------|------|----------------------|------|---|
|                                 | 2005  | 2006 | 2007 | 2008 | 2006                     | 2007 | 2008 | 2007                        | 2008 | 2008                 | 2007 |   |
| PTE/ lata                       |   |      |      |      |                          |      |      |                             |      |                      |      |   |
| AXA                             | 1,7   | 1,6  | 1,5  | 1,5  | 140                      | 145  | 179  | 154                         | 163  | 109,8                | 94,0 | 13,7                                    |
| Generali                        | 1,8   | 1,5  | 1,2  | 1,4  | 99                       | 90   | 96   | 129                         | 140  | 68,29                | 70,1 | 16,6                                    |
| Nordea                          | 2,0   | 1,8  | 1,6  | 1,7  | 96                       | 100  | 109  | 110                         | 118  | 92,6                 | 91,7 | 11,3                                    |
| Bankowy                         | 1,9   | 1,7  | 1,5  | 1,6  | 88                       | 92   | 98   | 153                         | 163  | 60,6                 | 60,5 | 8,2                                     |
| Allianz                         | 1,4   | 1,2  | 1,1  | 1,1  | 82                       | 102  | 82   | 122                         | 132  | 62,4                 | 83,6 | 13,7                                    |
| AIG                             | 1,8   | 1,5  | 1,3  | 1,3  | 80                       | 79   | 65   | 136                         | 1508 | 43,2                 | 58,3 | 13,9                                    |
| PZU                             | 1,8   | 1,6  | 1,5  | 1,5  | 74                       | 77   | 89   | 144                         | 156  | 57,1                 | 53,9 | 12,2                                    |
| Warta                           | 1,6   | 1,5  | 1,4  | 1,4  | 72                       | 61   | 91   | 97                          | 98   | 92,4                 | 63,2 | 10,8                                    |
| ING                             | 1,7   | 1,5  | 1,3  | 1,4  | 72                       | 75   | 80   | 178                         | 189  | 42,2                 | 42,2 | 10,7                                    |
| Pekao Pioneer                   | 1,7   | 1,6  | 1,6  | 1,7  | 72                       | 71   | 70   | 132                         | 133  | 52,5                 | 54,0 | 17,9                                    |
| Poczt-Arka                      | 2,0   | 1,8  | 1,7  | 1,7  | 65                       | 72   | 55   | 113                         | 111  | 50,0                 | 63,7 | 14,1                                    |
| CU                              | 1,3   | 1,1  | 1,1  | 1,1  | 60                       | 65   | 78   | 152                         | 160  | 48,5                 | 43,1 | 11,6                                    |
| Aegon                           | 1,9   | 1,7  | 1,5  | 1,5  | 57                       | 69   | 96   | 124                         | 133  | 72,2                 | 55,5 | 11,6                                    |
| Polsat                          | 2,3   | 2,2  | 2,0  | 2,2  | 36                       | 31   | 35   | 89                          | 101  | 34,6                 | 34,9 | 16,8                                    |
| średnia rynkowa                 | 1,8   | 1,6  | 1,5  | 1,5  | 75                       | 80   | 87   | 130                         | 139  | 62,8                 | 61,6 | –                                       |
| Średnia ważona stopa zwrotu     |   |      |      |      |                          |      |      |                             |      |                      |      | 12,6                                    |
| Minimalna wymagana stopa zwrotu |   |      |      |      |                          |      |      |                             |      |                      |      | 6,3                                     |

Źródło: na podstawie raportów KNF: [Sytuacja finansowa... 2007; 2008; 2009].

W analizowanym okresie stopy zwrotu większości zarządzanych przez PTE OFE nie różniły się istotnie między sobą, z wyjątkiem kilku OFE, tj. zarządzanych przez: PTE Polsat, PTE Generali, PTE Pionier. Badania prowadzone na rynku emerytalnym wykazują, że wśród PTE zarządzających OFE powszechne jest naśladownictwo polityki inwestycyjnej, stymulowane przez ocenę efektywności zarządzania portfelem inwestycji OFE przez pryzmat minimalnej wymaganej stopy zwrotu [Czerwińska 2009, s. 338-339], co nie jest w interesie członków funduszy. Ponadto analiza całkowitych przychodów i kosztów w przeliczeniu na członka OFE zarządzanego przez PTE wykazała, że koszty w największych (pod względem WAN zarządzanych OFE) PTE nie przekraczały w analizowanym okresie 58% przychodów w przeliczeniu na jednego członka OFE (tab. 4). Na tle rynku wysokimi kosztami w relacji do przychodów na członka OFE wyróżniały się: AXA PTE, w którym koszty przekraczały wartość przychodów na członka OFE w 2008 r., oraz PTE Nordea i PTE Warta, w których koszty w latach 2007-2008 stanowiły ponad 90% całkowitych przychodów w przeliczeniu na jednego członka OFE.



## 5. Podsumowanie

Analiza efektywności funkcjonowania PTE w świetle wymogów właścicieli i członków zarządzanych OFE wykazała, że:

- w PTE dominuje prymat interesów akcjonariuszy, o czym świadczy fakt, że ich gratyfikacja w największych PTE sięgała nawet 50% wartości kapitału własnego rocznie (PTE CU w 2008 r.), a przeciętna stopa wypłaty dywidend dla rynku PTE w latach 2005-2008 kształtowała się na poziomie ponad 84%;
- członkowie OFE ponoszą zbyt wysokie, niewspółmierne do realiów rynkowych, koszty funkcjonowania PTE i zarządzania OFE – od 1999 r. do stycznia 2009 r. ZUS przekazał do zarządzanych przez nie OFE 119,9 mld zł, z czego PTE pobrały tytułem prowizji od składki oraz opłaty za zarządzanie 10,6 mld zł, co stanowiło 8,9% wszystkich środków, jakie trafiły na konta członków OFE. W tym czasie zysk wypracowany dla członków OFE<sup>6</sup> wyniósł 16,5 mld zł. Jednocześnie przychody PTE dynamicznie wzrastają, ponieważ obniżki prowizji od składek są rekompensowane wzrostem wartości opłaty od aktywów zarządzanych OFE.

Przedstawione badania wykazują, że występuje znaczna dysproporcja w zakresie kosztów i korzyści osiąganych przez dwie zasadnicze grupy interesów: właścicieli PTE i członków zarządzanych przez nie OFE. Biorąc pod uwagę obligatoryjność partycypacji w OFE, wysoką homogeniczność oferowanego produktu oraz brak rzeczywistej konkurencji na rynku emerytalnym, należy – zdaniem autorki – podjąć działania w zakresie podwyższenia efektywności funkcjonowania PTE w świetle wymogów członków zarządzanych OFE, tj.:

- obniżenie opłat za zarządzanie aktywami, one bowiem przede wszystkim są czynnikiem pomniejszającym przyszłe świadczenia członków OFE;
- ograniczenie agresywnej polityki akwizycyjnej PTE, która nie leży w interesie członków OFE, wiąże się bowiem z nadmiernymi kosztami, oraz pobudzenie konkurencji w zakresie realizowanej przez OFE polityki inwestycyjnej.

## Literatura

*Analiza kosztów powszechnych towarzystw emerytalnych w latach 1999-2002*, KNUiFE, Warszawa 2003.

Czerwińska T., *Polityka inwestycyjna instytucji ubezpieczeniowych – istota, uwarunkowania, instrumenty*, Uniwersytet Gdański, Gdańsk 2009.

Hancock J., Huber P., Koch P., *Value creation in the insurance industry*, "Risk Management and Insurance Review" 2001, vol. 4, no. 2.

*Projekcja sytuacji finansowej Powszechnych Towarzystw Emerytalnych w latach 2003-2040*, KNUiFE, Warszawa 2002.

<sup>6</sup> Liczony jako różnica między aktywami netto a kwotą przekazanych przez ZUS do OFE składek (www.gazetaprawna, 30.03.2009).



*Sytuacja finansowa powszechnych towarzystw emerytalnych na dzień 31 grudnia 2006 r.*, KNF, Warszawa 2007.

*Sytuacja finansowa powszechnych towarzystw emerytalnych w 2007 r.*, KNF, Warszawa 2008.

*Sytuacja finansowa powszechnych towarzystw emerytalnych w 2008 r.*, KNF, Warszawa 2009.

Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (tekst jednolity, DzU 2004, nr 159, poz. 1667 z późn. zm.).

## **EFFICIENCY OF PENSION COMPANIES IN THE LIGHT OF REQUIREMENTS OF THEIR OWNERS AND THE MEMBERS OF OPEN PENSION FUNDS**

**Summary:** The efficiency of pension companies is considered by pension funds members mainly in the area of the costs rationalization and achieving the competitive results of the investment portfolio management. The owners of pension companies treat their basic activity (the management of open pension funds) in the categories of the generator of the value invested capital. The paper focuses on the chosen aspects of the efficiency of pension companies in Poland in the light of requirements of owners and members of open pension funds.