

SEBASTIAN JAKUBOWSKI¹

Ewolucja lokat OFE w dłużne papiery wartościowe – zagadnienia prawne, finansowe i ekonomiczne

Streszczenie

Ostatnia przeprowadzona reforma emerytalna z 2014 r. zdecydowała o kształcie polityki inwestycyjnej otwartych funduszy emerytalnych. Jednym z jej kluczowych elementów była radykalna zmiana limitów lokacyjnych ciężących na OFE. Ustawa z dnia 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych zliberalizowała limity lokacyjne ciężące na OFE, ale jednocześnie wprowadziła zakaz inwestycji aktywów OFE w dłużne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski, a także pożyczki i kredyty udzielane tym podmiotom. Ogłoszenie przez Ministerstwo Rozwoju „Programu Budowy Kapitału Polaków” i zapowiedź przekształcenia OFE w fundusze inwestycyjne otwarte polskich akcji (FIO) działające w ramach rynku IKZE będzie miało dalekosiężne konsekwencje nie tylko dla polityki lokacyjnej przekształconych funduszy emerytalnych. Celem artykułu jest analiza dotychczasowej ewolucji lokat OFE w dłużne papiery wartościowe z prawnego, finansowego oraz ekonomicznego punktu widzenia. Tak określony cel badawczy wymusza zastosowanie metody ekonomicznej analizy prawa.

Słowa kluczowe: OFE, Rynek emerytalny, obligacje, fundusz emerytalny

¹ Dr Sebastian Jakubowski – Wydział Prawa, Administracji i Ekonomii Uniwersytetu Wrocławskiego; e-mail: sebastian.jakubowski@uwr.edu.pl; ORCID: 0000-0003-2689-7672.

SEBASTIAN JAKUBOWSKI

Evolution of Open Pension Funds Investment in Bonds – The Legal, Financial and Economic Issues

Abstract

The last pension reform applied in 2014 has shaped the investment policy of Open Pension Funds in Poland (OPF). The reform liberalised the investment limits imposed on OPF, but at the same time banned OPF from acquiring bonds issued by the State Treasury or the National Bank of Poland, as well as loans and credits granted to these entities. Recently the Ministry of Development announced “The Capital Accumulation Programme” that includes the conversion of Open Pension Funds into Open Investment Funds operating within the Polish pension market. This will have far-reaching consequences not only for the investment policy of transformed pension funds but also for the financial markets in Poland. The purpose of this article is to analyse the evolution of OPF investments in bonds from the legal, financial and economic point of view. This research goal requires the application of economic analysis of the law.

Keywords: Pension Market, Bonds, Pension Fund

Wstęp

Ostatnia przeprowadzona reforma emerytalna z 2014 r. zdecydowała o kształcie polityki inwestycyjnej otwartych funduszy emerytalnych. Jej kluczowymi elementami były: obniżenie składki trafiającej do OFE, przeniesienie wyrażonych obligacyjnymi zobowiązaniami Skarbu Państwa części uprawnień emerytalnych ubezpieczonych z OFE do ZUS oraz radykalna zmiana limitów lokacyjnych ciążących na OFE. Ustawa z dnia 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych² zliberalizowała limity lokacyjne ciążące na OFE, ale jednocześnie wprowadziła zakaz inwestycji aktywów OFE w dłużne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski, a także pożyczki i kredyty udzielane tym podmiotom.

W teorii i praktyce powinno to zakończyć debatę na temat docelowego modelu polityki inwestycyjnej OFE. Tymczasem ogłoszenie przez Ministerstwo Rozwoju „Programu Budowy Kapitału Polaków” na nowo rozпалиło spór o docelowy model zabezpieczenia emerytalnego opartego na metodzie kapitałowej. Kluczowym elementem tego programu ma być wykorzystanie środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych do wsparcia polskiej gospodarki i budowy oszczędności emerytalnych polskich gospodarstw domowych. Ma to być zrealizowane przez przekazanie środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych częściowo do Funduszu Rezerwy Demograficznej, a częściowo do III filaru systemu emerytalnego. Wstępne założenia przewidują przekazanie na podstawie ustawy 25% aktywów otwartych funduszy emerytalnych do Funduszu Rezerwy Demograficznej (około 35 mld złotych). Pozostałe 75% aktywów tych funduszy ma być przekazane z dniem pierwszego stycznia 2018 r. na Indywidualne Konta Zabezpieczenia Emerytalnego (IKZE) wszystkich 16,5 mln członków OFE (około 103 mld złotych). Natomiast same otwarte fundusze emerytalne mają być przekształcone w fundusze inwestycyjne otwarte polskich akcji (FIO) działające w oparciu o ustawę o funduszach inwestycyjnych. Ma to być fundamentem nowej umowy społecznej. Te nowo założone Indywidualne Konta Emerytalne mają być „następcą” otwartych funduszy emerytalnych.

² Dz.U. z 2013 r., poz. 1717 zwana dalej ustawą nowelizującą z 2013 r.

Zmiany te będą miały dalekosiężne konsekwencje nie tylko dla polityki inwestycyjnej przekształconych OFE, ale też dla tego, jak inwestowany jest kapitał gromadzony w ramach całego rynku emerytalnego³. Celem artykułu jest analiza dotychczasowej ewolucji lokat OFE w dłużne papiery wartościowe z prawnego, finansowego oraz ekonomicznego punktu widzenia. Tak określony cel badawczy wymusza zastosowanie metody ekonomicznej analizy prawa.

Limity inwestycyjne dla skarbowych dłużnych papierów wartościowych przed 1 lutym 2014 r.

Już na etapie tworzenia drugiego filaru ubezpieczenia emerytalnego i rynku otwartych funduszy emerytalnych inwestycje w dłużne papiery wartościowe⁴ miały być podstawową kategorią lokat otwartych funduszy emerytalnych⁵.

Pierwszą grupą dłużnych papierów wartościowych, w które OFE najchętniej lokowały swoje aktywa, były papiery emitowane lub gwarantowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski. Zgodnie z art. 141 w pierwotnym brzmieniu ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, w jej pierwotnym brzmieniu⁶, od samego początku aktywa OFE mogły być lokowane w obligacjach, bonach i innych papierach wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski, a także w pożyczkach i kredytach udzielanych tym podmiotom (art. 141 ust. 1 pkt 1 u.o.f.f.e. w brzmieniu przed 1 lutym 2014 r.), obligacjach i innych dłużnych papierach wartościowych opiewających na świadczenia pieniężne, gwarantowanych lub poręczanych przez Skarb Państwa albo Narodowy Bank Polski, a także depozytach, kredytach i pożyczkach gwarantowanych lub poręczanych przez te podmioty (art. 141 ust. 1 pkt 2 u.o.f.f.e. w brzmieniu przed 1 lutym 2014 r.). Dodatkowo ustawa z dnia 22 maja 2009 r.

³ J. Rutecka, *Analiza źródeł finansowania dodatkowych oszczędności emerytalnych, analiza przygotowana dla Towarzystwa Ekonomistów Polskich w ramach projektu „Dodatkowy System Emerytalny (DSE)”*, Warszawa czerwiec 2016, s. 16–21; M. Dybał, *Czynniki rozwoju prywatnych planów emerytalnych*, [w:] J. Rutecka-Góra (red.), *Długoterminowe oszczędzanie. Podstawy, strategie i wyzwania*, Warszawa 2016, s. 271–288; M. Szczepański, T. Brzęczek, *Zarządzanie w Pracowniczych Programach Emerytalnych. Uwarunkowania instytucjonalne, ekonomiczno-fiskalne i demograficzne*, Poznań 2016, s. 131–142.

⁴ P. Zawadzka, *Papiery wartościowe o charakterze dłużnym*, [w:] U. Banaszczak-Soroka (red.), *Rynek papierów wartościowych: inwestorzy, instrumenty finansowe i metody ich wyceny*, Warszawa 2016, s. 62–80.

⁵ E. Gruszczyńska-Brozbar, *Obligacje instrumentami rynku długoterminowych kapitałów pieniężnych*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Rynek papierów wartościowych w Polsce. Wybrane problemy*, Poznań 2002, s. 97.

⁶ Dz.U. z 1997 r. Nr 137, poz. 934 zwanej dalej u.o.f.f.e.

o zmianie ustawy o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym oraz o zmianie niektórych innych ustaw⁷ dodała do tego katalogu obligacje emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym⁸ (art. 141 ust. 1 pkt 15 u.o.f.f.e. w brzmieniu przed 1 lutym 2014 r.).

Od samego początku też brak było limitów ilościowych dla tej grupy dłużnych papierów wartościowych. Ani ustawa ani też odpowiednie rozporządzenia wykonawcze nie wskazywały górnej granicy dla poziomu zaangażowania otwartych funduszy emerytalnych w papiery emitowane lub gwarantowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski.

Limity inwestycyjne dla municypalnych dłużnych papierów wartościowych przed 1 lutym 2014 r.

Drugą grupą dłużnych papierów wartościowych, w którą otwarte fundusze emerytalne mogły inwestować swoje aktywa to papiery emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego. Zgodnie z dawnym brzmieniem art. 141 u.o.f.f.e. aktywa OFE mogły być lokowane w obligacjach i innych dłużnych papierach wartościowych emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki (art. 141 ust. 1 pkt 9 i 10 u.o.f.f.e. w brzmieniu przed 1 lutym 2014 r.). Dodatkowo ustawa z dnia 27 sierpnia 2003 r. o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz niektórych innych ustaw⁹, dodała do tego katalogu obligacje przychodowe (art. 141 ust. 1 pkt 10a u.o.f.f.e. w brzmieniu przed 1 lutym 2014 r.).

W przypadku tej grupy dłużnych papierów wartościowych ustawodawca od samego początku ustalił dość niski limit dopuszczalnego udziału w aktywach otwartego funduszu emerytalnego. Zgodnie z pierwszym Rozporządzeniem Rady Ministrów 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 emerytalne¹⁰ limit dla lokat w będące przedmiotem oferty publicznej

⁷ Dz.U. z 2009 r. Nr 86, poz. 720 z późn. zm.

⁸ Patrz: Ustawa z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym, (tekst jedn.) Dz.U. z 2012 r., poz. 931 z późn. zm.

⁹ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2003 r. o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. z 2003 r. Nr 170, poz. 1651 z późn. zm.

¹⁰ 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

obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki – został ustalony na 15% wartości aktywów otwartego funduszu emerytalnego. Ten niski limit został podniesiony dopiero w 2004 r. kolejnym Rozporządzeniem Rady Ministrów 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 emerytalne¹¹. Pułap ten został podniesiony z 15% do 40% wartości aktywów otwartego funduszu emerytalnego i jest utrzymany do dziś.

W przypadku lokat w nieoferowane publicznie obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki – początkowy limit ustalony Rozporządzeniem z 1998 r. wynosił zaledwie 5% wartości aktywów OFE¹². Podobnie jak w poprzednim przypadku liberalizacja tego limitu inwestycyjnego nastąpiła dopiero w 2004 r., a górny pułap został podniesiony z 5% do 20% wartości aktywów i jest on utrzymany do dziś.

Po umożliwieniu otwartym funduszom emerytalnym inwestycji w obligacje przychodowe w 2003 r., pułap dla tego papieru wartościowego został ustalony na poziomie 20% wartości aktywów OFE i jest on utrzymany na niezmiennym poziomie do dzisiaj.

Limity inwestycyjne dla korporacyjnych dłużnych papierów wartościowych przed 1 lutym 2014 r.

Trzecią kategorią dłużnych papierów wartościowych nabywanych przez otwarte fundusze emerytalne były obligacje korporacyjne¹³. Początkowo OFE mogły inwestować tylko w obligacje (emitowane przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki), które były zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu (art. 141 ust. 1 pkt 11 i 12 u.o.f.f.e. w brzmieniu przed 1 stycznia 2004). Obok tych papierów

przez fundusze emerytalne, Dz.U. z 1998 r. Nr 63, poz. 407 z późn. zm., zwane dalej Rozporządzeniem z 1998 r.

¹¹ Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 3 lutego 2004 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. z 2004 r. Nr 32, poz. 276, zwane dalej Rozporządzeniem z 2004 r.

¹² Rozporządzenie z 1998 r.

¹³ M. Pawłowski, *Rynek obligacji korporacyjnych w Polsce. Uwarunkowania i perspektywy rozwoju*, Warszawa 2015, s. 59–66.

wartościowych otwarte fundusze emerytalne mogły nabywać jeszcze obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, dla których podmiotami zobowiązanymi do spełnienia świadczeń są spółki notowane na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej (art. 141 ust. 1 pkt 13 u.o.f.f.e. w brzmieniu przed 1 lutym 2014 r.). Ustawą z dnia 29 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw, katalog dłużnych papierów wartościowych, które mogą znaleźć się w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych został poszerzony o listy zastawne i niezabezpieczone obligacje i inne niezabezpieczone dłużne papiery wartościowe będące przedmiotem oferty publicznej¹⁴. Z kolei ustawa z dnia 27 sierpnia 2003 r. o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz niektórych innych ustaw¹⁵, dodała do tego katalogu inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu, ale nie były przedmiotem oferty publicznej (art. 141 ust. 1 pkt 12 i 13c u.o.f.f.e. w brzmieniu przed 1 lutym 2014 r.).

Podobnie jak w przypadku obligacji municypalnych początkowe limity inwestycyjne zostały ustalone na dość niskim poziomie. Zgodnie z Rozporządzeniem z 1998 r. limit dla lokat w będące przedmiotem oferty publicznej obligacje emitowane przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu, wynosił zaledwie 10% wartości aktywów¹⁶. Przy okazji dostosowywania prawa krajowego do regulacji unijnych limit na te papiery wartościowe został podniesiony w 2004 r. do 40% wartości aktywów OFE i jest on utrzymany na tym poziomie do dzisiaj¹⁷. W przypadku lokat w zabezpieczone obligacje korporacyjne, które nie są przedmiotem oferty publicznej limit został ustalony jeszcze niżej, bo na poziomie 5% wartości aktywów¹⁸. Zmiana nastąpiła dopiero w 2004 r., gdy został on ostatecznie podniesiony do poziomu 10% wartości aktywów¹⁹. Jeśli chodzi o niezabezpieczone obligacje i inne dłużne papiery wartościowe niedopuszczone do publicznego obrotu, dla których podmiotami zobowiązanymi do spełnienia świadczeń są spółki notowane na rynku regulo-

¹⁴ Ustawa z dnia 29 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. z 2000 r. Nr 60, poz. 702.

¹⁵ Dz.U. z 2003 r. Nr 170, poz. 1651 z późn. zm.

¹⁶ § 1 pkt 10 Rozporządzenia z 1998 r.

¹⁷ § 1 pkt 10 Rozporządzenia z 2004 r.

¹⁸ § 1 pkt 11 Rozporządzenia z 1998 r.

¹⁹ § 1 pkt 11 Rozporządzenia z 2004 r.

wanym, to początkowy limit wynosił 5% wartości aktywów²⁰. Podobnie jak w poprzednich przypadkach liberalizacja nastąpiła w 2004 r. i limit ten został podniesiony do 10%²¹ i jest on utrzymywany do dziś²². Natomiast niezabezpieczone obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, które są dopuszczone do publicznego obrotu i są emitowane przez spółki niepubliczne, niezmiennie od 2000 r. mogą stanowić tylko 5% wartości aktywów OFE²³. W przypadku listów zastawnych początkowy limit inwestycyjny wynosił 30% wartości aktywów, pod warunkiem że papiery te były przedmiotem oferty publicznej²⁴. Zmiany wprowadzone w 2004 r. zróżnicowały limit dla listów zastawnych dopuszczonych do publicznego obrotu (40% wartości aktywów) oraz listów zastawnych niedopuszczonych do publicznego obrotu (15% wartości aktywów)²⁵. Zróżnicowanie to zostało ostatecznie zniesione dopiero w 2014 r., a ostateczny poziom został ustalony na 40% wartości aktywów²⁶.

W okresie od 1999 r. do lutego 2014 r. w portfelu inwestycyjnym OFE dominowały dłużne papiery wartościowe²⁷. Przy czym największym zainteresowaniem OFE cieszyły się skarbowe dłużne papiery wartościowe. Do 2010 r. stanowiły one 60% aktywów netto otwartych funduszy emerytalnych. Mniej miejsca w portfelach OFE zaczęły one zajmować dopiero po kryzysie finansowym, ale ich udział w aktywach netto OFE nigdy nie spadł poniżej 40% (Tabela 1). Taka struktura portfela OFE zdet erminowana była obowiązującymi ówczesnie limitami lokacyjnymi oraz ograniczoną dostępnością instrumentów dłużnych na polskim rynku. Od końca 2011 r. następował systematyczny spadek udziału dłużnych papierów wartościowych w aktywach netto OFE (Tabela 1).

Niemniej jednak radykalna zmiana tego stanu nastąpiła dopiero na skutek przeprowadzenia zasadniczej reformy OFE z 2014 r. Jej kluczowymi elementami było obniżenie składki trafiającej do OFE, przeniesienie wyrażonych obligacyjnymi zobowiązaniami Skarbu Państwa części uprawnień emerytalnych ubezpieczonych z OFE do ZUS oraz liberalizacja zasad polityki inwestycyjnej OFE.

Zgodnie z art. 23 ustawy nowelizującej z 2013 r. 3 lutego 2014 r. nastąpił transfer 51,5% aktywów OFE do ZUS. Całkowita wartość przenoszonych aktywów

²⁰ § 1 pkt 12 Rozporządzenia z 1998 r.

²¹ § 1 pkt 13 Rozporządzenia z 2004 r.

²² Art. 141 ust. 1 pkt 25 u.o.f.f.e.

²³ § 1 pkt 14 Rozporządzenia z 2004 r. w związku z art. 141 ust. 1 pkt. 10 i 26 u.o.f.f.e.

²⁴ § 1 pkt 2a Rozporządzenia z 1998 r.

²⁵ § 1 pkt 2 Rozporządzenia z 2004 r.

²⁶ art. 141 ust. 1 pkt. 11 i 29 u.o.f.f.e.

²⁷ K. Bielawska, *Sustainability of structural pension reforms in the CEE countries*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2014, 4, s. 111–121.

OFE wynosiła 153,1 mld zł. Wartość nominalna przekazanych do ZUS papierów wartościowych wyniosła łącznie 146 mld zł, z czego:

- ❑ 130,2 mld zł stanowiły skarbowe dłużne papiery wartościowe;
- ❑ 15,6 mld zł stanowiły obligacje emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego na zasadach określonych w ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym, gwarantowane przez Skarb Państwa;
- ❑ 0,3 mld zł stanowiły inne papiery wartościowe opiewające na świadczenia pieniężne, gwarantowane przez Skarb Państwa²⁸.

Ponadto otwarte fundusze emerytalne przekazały również do ZUS środki pieniężne o wartości 1,9 mld zł. Przy czym skarbowe dłużne papiery wartościowe przeniesione w ten sposób do ZUS zostały z kolei nabyte przez Ministra Finansów reprezentującego Skarb Państwa. Umożliwiło to ich umorzenie. Pozostałe aktywa przekazane zostały do Funduszu Rezerwy Demograficznej²⁹.

Limity inwestycyjne dla skarbowych dłużnych papierów wartościowych od 1 lutego 2014 r.

Jednocześnie nowelizacja ustawy przegłosowana w grudniu 2013 r. wprowadziła dla otwartych funduszy emerytalnych zakaz inwestycji aktywów w obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, rządy lub banki centralne państw będących członkami Unii Europejskiej lub stronami umowy o Europejskim Obszarze Gospodarczym albo członkami Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, a także pożyczki i kredyty udzielane tym podmiotom. Zakaz ten obejmuje również obligacje i inne dłużne papiery wartościowe opiewające na świadczenia pieniężne gwarantowane lub poręczane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski rządy lub banki centralne państw będących członkami UE lub stronami umowy o EOG, lub członkami OECD, a także depozyty, kredyty i pożyczki gwarantowane lub poręczane przez te podmioty (art. 141 ust. 1–4 w związku z art. 141 ust. 2 u.o.f.f.e.). Podobnie rzecz ma się z obligacjami, bankowymi papierami wartościowymi lub listami zastawnymi emitowanymi przez Bank Gospodarstwa Krajowego (art. 141 ust. 1 pkt 33 i 34 w związku z art. 141 ust. 2 u.o.f.f.e.). Przy czym ustawodawca, wdrażając zmiany, przewidział okres na dostosowanie portfeli OFE do nowych limitów inwestycyj-

²⁸ M. Frasyniuk-Pietrzyk, *Evolution of changes to the Polish pension system*, „Economy & Business Journal of International Scientific Publications” 2014, 8, s. 1231–1242.

²⁹ U. Banaszczak-Soroka, *Rynki finansowe: organizacja, instytucje, uczestnicy*, Warszawa 2014, s. 223–245.

nych. Do dnia 4 lutego 2016 r. OFE mogły posiadać w swoich aktywach skarbowe papiery wartościowe, obligacje na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego i bankowe papiery wartościowe emitowane przez BGK gwarantowane przez Skarb Państwa, które zostały nabyte przed 4 lutego 2014 r. i nie zostały przekazane do ZUS³⁰.

Tak radykalna zmiana limitów lokacyjnych OFE jest symptomatyczna. Tym bardziej, że obecnie obowiązujący zakaz będzie miał charakter tylko tymczasowy. Trwają prace nad kolejną reformą emerytalną w Polsce, której najważniejszymi elementami będzie transfer 25% aktywów OFE do ZUS i przekształcenie otwartych funduszy emerytalnych w fundusze inwestycyjne funkcjonujące w ramach rynku indywidualnych kont zabezpieczenia emerytalnego. Zgodnie z zapowiedziami 75% aktywów netto OFE, które będą zarządzane przez przekształcone fundusze emerytalne, będzie można ponownie, ale stopniowo lokować w skarbowe dłużne papiery wartościowe³¹. Niestety tak częste (zaledwie 4 lata) i tak radykalne zmiany limitów lokacyjnych są symptomem poważnego problemu nękającego krajowy rynek emerytalny. Po pierwsze świadczy to o braku docelowego modelu limitów lokacyjnych (czy szerzej polityki inwestycyjnej) dla funduszy emerytalnych, których działalność z natury ma charakter długookresowy i jednocześnie duże znaczenie społeczne³². Po drugie oznacza to, że OFE stały się instrumentami polityki gospodarczej wykorzystywanymi przez kolejne rządy do prowadzenia bieżącej polityki fiskalnej. Obecnie ma to formę kolejnych transferów aktywów OFE do ZUS. Natomiast w przyszłości może mieć formę ukierunkowywania inwestycji funduszy emerytalnych i innych instytucji finansowych działających na krajowym rynku emerytalnym w inwestycje mające istotne znaczenie z punktu widzenia politycznego a niekoniecznie gospodarczego.

Od lutego 2014 r. w portfelu dłużnym OFE dominują papiery dłużne wyemitowane przez banki krajowe i obligacje spółek publicznych i niepublicznych (Tabela 3). Natomiast od lutego 2016 r., w związku z zakończeniem okresu przejściowego

³⁰ Art. 32 ustawy nowelizującej z 2013 r.

³¹ M. Chądzyński, G. Osiecki, *Prezes Polskiego Funduszu Rozwoju: OFE nie będą już funduszami akcji*, „Dziennik Gazeta Prawna” 14.03.2017.

³² M. Góra, *Oszczędzanie długookresowe, czyli alokacja dochodu w cyklu życia*, [w:] J. Rutecka-Góra (red.), *Długoterminowe oszczędzanie. Podstawy, strategie i wyzwania*, Warszawa 2016, s. 9–24; W. Sułkowska, *Ryzyko niedostatku emerytów z powszechnego systemu ubezpieczeń społecznych*, [w:] J. Czekaj, S. Owsiak (red.), *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, Warszawa 2014, s. 257–277; M. Dybał, *Charakterystyka wybranych systemów emerytalnych*, [w:] F. Chybalski (red.), *Adekwatność dochodowa, efektywność i redystrybucja w systemach emerytalnych. Ujęcie teoretyczne, metodyczne i empiryczne*, Warszawa 2016, s. 136–161; I. Olejnik, *Zabezpieczenie emerytalne. Modele i determinanty zachowań polskich gospodarstw domowych*, Poznań 2016, s. 47–69.

związanego z zakazem lokat w obligacje skarbowe, OFE nie posiadają skarbowych dłużnych papierów wartościowych w swoich portfelach (Tabela 1).

Tabela 1. Udział skarbowych dłużnych papierów wartościowych oraz dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego w aktywach netto OFE

Emitent	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Skarb Państwa	62,88%	61,91%	59,73%	73,45%	61,61%	52,36%	52,93%	44,80%	42,30%	0,70%	0,30%	–
BGK	–	–	–	–	2,87%	4,23%	6,07%	7,10%	6,40%	0,90%	1,10%	1,40%
Wszystkie dłużne papiery wartościowe	64,60%	63,06%	62,36%	76,76%	67,52%	59,82%	63,66%	57,60%	52,90%	9,50%	9,70%	10,10%

Źródło: Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych. Komisja Nadzoru Finansowego.

Limity inwestycyjne dla municypalnych dłużnych papierów wartościowych od 1 lutego 2014 r.

Pierwszą grupą dłużnych papierów wartościowych, w którą obecnie otwarte fundusze emerytalne mogą lokować swoje aktywa, są papiery municypalne³³. Aktywa OFE mogą być lokowane w obligacjach i innych dłużnych papierach wartościowych, emitowanych przez krajowe jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, jak również właściwe regionalne lub lokalne władze publiczne państw będących członkami UE lub stronami umowy o EOG, lub członkami OECD (art. 141 ust. 1 pkt. 15 i 16 u.o.f.f.e.). Zgodnie z art. 142 ust. 6 pkt 4 u.o.f.f.e. maksymalny limit inwestycyjny dla tych papierów wartościowych to 40% wartości aktywów otwartego funduszu emerytalnego³⁴. Nie nastąpiła więc tu zmiana od prawie dekady. Niemniej jednak w praktyce wartość inwestycji w obligacje samorządowe oscylowała

³³ P. Zawadzka, *Instrumenty finansowe w gospodarce gminy*, Warszawa 2015, s. 296–363.

³⁴ Identyfikacja § 1 pkt 4 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 17 stycznia w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, Dz.U. z 2014 r., poz. 116.

w przedziale 1–1,5 mld zł i nie przekroczyła 1% wartości całego portfela (Tabela 2)³⁵. Wynikało to głównie z ograniczonej podaży tych papierów wartościowych na krajowych rynkach finansowych oraz braku nowych możliwości inwestycyjnych³⁶.

Tabela 2. Udział municypalnych dłużnych papierów wartościowych w aktywach netto OFE

Emitent	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Samorząd terytorialny	0,03%	0,04%	0,03%	0,03%	0,39%	0,67%	0,64%	0,60%	0,30%	0,70%	0,80%	0,80%
Wszystkie dłużne papiery wartościowe	64,60%	63,06%	62,36%	76,76%	67,52%	59,82%	63,66%	57,60%	52,90%	9,50%	9,70%	10,10%

Źródło: Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych. Komisja Nadzoru Finansowego.

Obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez krajowe jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki oraz właściwe regionalne lub lokalne władze publiczne państw będących członkami UE lub stronami umowy o EOG, lub członkami OECD – niedopuszczone do publicznego obrotu – nadal mogą być przedmiotem inwestycji otwartych funduszy emerytalnych (art. 141 ust. 1 pkt 17 i 18 u.o.f.f.e.). Podobnie jak w poprzednim przypadku limit inwestycyjny dla tej grupy dłużnych papierów wartościowych nie zmienił się od dziesięciu lat i nadal wynosi 20% wartości aktywów (art. 142 ust. 6 pkt 5 u.o.f.f.e.). Natomiast krajowe obligacje przychodowe oraz ich odpowiedniki emitowane przez podmioty mające siedzibę na terytorium państw będących członkami UE lub stronami umowy o EOG, lub członkami OECD niezmiennie od 2003 r. mogą stanowić 20% wartości aktywów OFE (art. 141 ust. 1 pkt. 19 i 20 w związku z art. 142 ust. 6 pkt 6 u.o.f.f.e.).

³⁵ P. Zawadzka, S. Jakubowski, *Rynek obligacji komunalnych jako obszar działalności lokacyjnej otwartych funduszy emerytalnych*, [w:] F. Chybalski, E. Marcinkiewicz (red.), *Współczesne problemy systemów emerytalnych: wybrane zagadnienia*, Łódź 2015, s. 170–182.

³⁶ M. Wiśniewski, *Obligacje podporządkowane, wieczyste i przychodowe w Polsce – Próba oceny ekonomicznych skutków nowelizacji ustawy o obligacjach*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2016, 1, s. 181–195.

Limity inwestycyjne dla korporacyjnych dłużnych papierów wartościowych od 1 lutego 2014 r.

Drugą grupą dłużnych papierów wartościowych, którą nadal mogą nabywać otwarte fundusze emerytalne są korporacyjne obligacje³⁷, listy zastawne i inne papiery wartościowe o takim charakterze. Obligacje emitowane przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, które są przedmiotem oferty publicznej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub innych państw będących członkami UE lub stronami umowy o EOG, lub członkami OECD, i które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu – mogą stanowić do 40% wartości aktywów OFE (art. 141 ust. 1 pkt. 21 i 23 w związku z art. 142 ust. 6 pkt 7 u.o.f.f.e.). Limit ten nie uległ zmianie od dziesięciu lat. Niedopuszczone do publicznego obrotu obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, emitowane przez mające siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub innych państw będących członkami UE lub stronami umowy o EOG, lub członkami OECD podmioty inne niż jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki i które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu mogą stanowić nie więcej niż 10% wartości aktywów OFE (art. 141 ust. 1 pkt. 22 i 24 w związku z art. 142 ust. 6 pkt 8 u.o.f.f.e.).

W praktyce spośród obligacji korporacyjnych najczęściej środków OFE ulokowały w papiery emitentów prowadzących działalność w sektorze paliwowym, deweloperskim, energetycznym i medialnym. Udział w portfelu OFE papierów emitowanych przez spółki publiczne i niepubliczne kształtuje się w przedziale 1,8%–3,8% przy wartościach 4,7 mld zł do 6,3 mld zł. Obecnie wzrasta zaangażowanie OFE w papiery dłużne emitowane przez banki krajowe i utrzymuje się na poziomie pomiędzy 3 i 4% portfela (Tabela 3).

Ponadto otwarte fundusze emerytalne mogą nabywać obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, dla których podmiotami zobowiązanymi do spełnienia świadczeń są spółki notowane na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub na rynku regulowanym w państwach będących członkami UE lub stronami umowy o EOG, lub członkami OECD (art. 141 ust. 1 pkt. 25 i 28 u.o.f.f.e.). Limit na te dłużne papiery wartościowe wynosi niezmiennie od dziesięciu lat 10% wartości aktywów (art. 142 ust. 6 pkt 9 u.o.f.f.e.). Niezabezpieczone obligacje korporacyjne będące przedmiotem oferty publicznej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub innych państw będących członkami UE lub stronami umowy o EOG, lub członkami OECD mogą stanowić tylko 5% wartości aktywów OFE (art. 141

³⁷ T. Gałka, *Ewolucja rynku obligacji korporacyjnych w Polsce*, CASE, Warszawa, 5 marca 2015 r.

ust. 1 pkt. 26 i 27 w związku z art. 142 ust. 6 pkt 10 u.o.f.f.e.). Natomiast listy zastawne oraz ich odpowiedniki emitowane przez instytucje kredytowe mające siedzibę na terytorium państw będących członkami UE lub stronami umowy o EOG, lub członkami OECD mogą stanowić aż 40% wartości aktywów OFE (art. 141 ust. 1 pkt. 29 i 30 w związku z art. 142 ust. 6 pkt 11 u.o.f.f.e.).

Tabela 3. Udział korporacyjnych dłużnych papierów wartościowych oraz dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez Banki inne niż BGK w aktywach netto OFE

Emitent	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Spółki publiczne i niepubliczne	-	-	-	1,77%	1,44%	1,32%	1,36%	2,50%	1,90%	3,30%	3,80%	3,50%
Banki krajowe inne niż BGK	0,03%	0,02%	0,30%	0,53%	0,36%	0,14%	2,35%	2,60%	1,80%	3,70%	3,20%	3,40%
Wszystkie dłużne papiery wartościowe	64,60%	63,06%	62,36%	76,76%	67,52%	59,82%	63,66%	57,60%	52,90%	9,50%	9,70%	10,10%

Źródło: Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych. Komisja Nadzoru Finansowego.

Niestety w praktyce zaangażowanie OFE w papiery dłużne emitowane przez podmioty zagraniczne utrzymywało się na znikomym poziomie (Tabela 4).

Tabela 4. Udział zagranicznych dłużnych papierów wartościowych w aktywach netto OFE

Emitent	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Emisenci zagraniczni	0,52%	0,47%	0,38%	0,34%	0,26%	0,23%	0,28%	0,10%	0,10%	0,20%	0,50%	0,30%
Wszystkie dłużne papiery wartościowe	64,60%	63,06%	62,36%	76,76%	67,52%	59,82%	63,66%	57,60%	52,90%	9,50%	9,70%	10,10%

Źródło: Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych. Komisja Nadzoru Finansowego.

Wnioski

Katalog dłużnych papierów wartościowych, w które OFE mogą lokować swoje aktywa, jest obecnie dość ograniczony. Przeprowadzone badania wskazują, że do końca kryzysu finansowego OFE najchętniej lokowały swoje aktywa w skarbowe dłużne papiery wartościowe. Do 2006 r. stanowiły one ponad 60% aktywów netto otwartych funduszy emerytalnych. Radykalna zmiana nastąpiła dopiero na skutek reformy emerytalnej z 2014 r. i transferu ponad połowy aktywów OFE do ZUS oraz wprowadzeniu zakazu inwestycji aktywów OFE w skarbowe dłużne papiery wartościowe. Natomiast korporacyjne, municypalne oraz emitowane przez emitentów zagranicznych dłużne papiery wartościowe nigdy nie dominowały w portfelu inwestycyjnym OFE. Stan ten nie zmienił się po 1 lutym 2014 r. Wartość inwestycji w obligacje samorządowe nigdy nie przekroczyła 1% wartości całego portfela. Wynikało to głównie z ograniczonej podaży tych papierów wartościowych na krajowych rynkach finansowych oraz braku nowych możliwości inwestycyjnych. Natomiast udział obligacji korporacyjnych w portfelu OFE kształtuje się w przedziale 1,8%–3,8% przy wartościach 4,7 mld zł do 6,3 mld zł. Obecnie wzrasta zaangażowanie OFE w papiery dłużne emitowane przez banki krajowe i utrzymuje się na poziomie pomiędzy 3 i 4% portfela. Co istotne, obecne limity lokacyjne mają charakter tylko przejściowy. Zgodnie ze wstępnymi projektami nadchodzącej reformy emerytalnej z 2018 r. przekształcone OFE mają stopniowo odzyskać swobodę prowadzenia polityki inwestycyjnej oraz możliwość ponownego lokowania swoich aktywów w skarbowe dłużne papiery wartościowe. Zmiana ta jest w pełni uzasadniona z punktu widzenia konieczności budowy efektywnego portfela inwestycyjnego funduszu emerytalnego. Ponadto ograniczona podaż municypalnych i korporacyjnych dłużnych papierów wartościowych okazała się być istotnym problemem dla prowadzenia efektywnej polityki inwestycyjnej przez otwarte fundusze emerytalne. Niestety tak częste (zaledwie 4 lata) i tak radykalne zmiany limitów lokacyjnych są symptomem poważnego problemu nękającego krajowy rynek emerytalny. Po pierwsze świadczy to o braku docelowego modelu limitów lokacyjnych (czy szerzej polityki inwestycyjnej) dla funduszy emerytalnych, których działalność z natury ma charakter długookresowy i jednocześnie duże znaczenie społeczne. Po drugie oznacza to, że OFE stały się instrumentami polityki gospodarczej wykorzystywanymi przez kolejne rządy do prowadzenia bieżącej polityki fiskalnej. Obecnie ma to formę kolejnych transferów aktywów OFE do ZUS. Natomiast w przyszłości może mieć formę ukierunkowywania inwestycji funduszy emerytalnych i innych instytucji finansowych działających na krajowym rynku emerytalnym, w inwestycje społecznie pożądane, cokolwiek będzie to oznaczać.

Bibliografia

- Banaszczak-Soroka U., *Rynki finansowe: organizacja, instytucje, uczestnicy*, Warszawa 2014.
- Bielawska K., *Sustainability of structural pension reforms in the CEE countries*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2014, 4.
- Brzęczek T., *Zarządzanie w Pracowniczych Programach Emerytalnych. Uwarunkowania instytucjonalne, ekonomiczno-fiskalne i demograficzne*, Poznań 2016.
- Dybał M., *Charakterystyka wybranych systemów emerytalnych*, [w:] F. Chybalski (red.), *Adekwatność dochodowa, efektywność i redystrybucja w systemach emerytalnych. Ujęcie teoretyczne, metodyczne i empiryczne*, Warszawa 2016.
- Dybał M., *Czynniki rozwoju prywatnych planów emerytalnych*, [w:] J. Rutecka-Góra (red.), *Długoterminowe oszczędzanie. Podstawy, strategie i wyzwania*, Warszawa 2016.
- Chądzyński M., Osiecki G., *Prezes Polskiego Funduszu Rozwoju: OFE nie będą już funduszami akcji*, „Dziennik Gazeta Prawna” 14.03.2017.
- Frasyniuk-Pietrzyk M., *Evolution of changes to the Polish pension system*, „Economy & Business Journal of International Scientific Publications” 2014, 8.
- Gałka T., *Ewolucja rynku obligacji korporacyjnych w Polsce*, CASE, Warszawa, 5 marca 2015.
- Góra M., *Oszczędzanie długookresowe, czyli alokacja dochodu w cyklu życia*, [w:] J. Rutecka-Góra (red.), *Długoterminowe oszczędzanie. Podstawy, strategie i wyzwania*, Warszawa 2016.
- Gruszczyńska-Broźbar E., *Obligacje instrumentami rynku długoterminowych kapitałów pieniężnych*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Rynek papierów wartościowych w Polsce. Wybrane problemy*, Poznań 2002.
- Jakubowski S., Zawadzka P., *Rynek obligacji komunalnych jako obszar działalności lokacyjnej otwartych funduszy emerytalnych*, [w:] F. Chybalski, E. Marcinkiewicz (red.), *Współczesne problemy systemów emerytalnych : wybrane zagadnienia*, Łódź 2015.
- Olejek I., *Zabezpieczenie emerytalne. Modele i determinanty zachowań polskich gospodarstw domowych*, Poznań 2016.
- Pawłowski M., *Rynek obligacji korporacyjnych w Polsce. Uwarunkowania i perspektywy rozwoju*, Warszawa 2015.
- Rutecka J., *Analiza źródeł finansowania dodatkowych oszczędności emerytalnych, analiza przygotowana dla Towarzystwa Ekonomistów Polskich w ramach projektu „Dodatkowy System Emerytalny (DSE)”*, Warszawa czerwiec 2016.
- Sułkowska W., *Ryzyko niedostatku emerytów z powszechnego systemu ubezpieczeń społecznych*, [w:] J. Czekaj, S. Owsiak (red.), *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, Warszawa 2014.
- Wiśniewski M., *Obligacje podporządkowane, wieczyste i przychodowe w Polsce – Próba oceny ekonomicznych skutków nowelizacji ustawy o obligacjach*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2016, 1.
- Zawadzka P., *Instrumenty finansowe w gospodarce gminy*, Warszawa 2015.
- Zawadzka P., *Papiery wartościowe o charakterze dłużnym*, [w:] U. Banaszcak-Soroka (red.), *Rynek papierów wartościowych: inwestorzy, instrumenty finansowe i metody ich wyceny*, Warszawa 2016.