

## FUNDUSZE EMERYTALNE W KRAJACH EUROPY ŚRODKOWO-WSCHODNIEJ

- WYBRANE ASPEKTY PRAWNE, ORGANIZACYJNE I EKONOMICZNE\*

Filip Chybalski  
Politechnika Łódzka

### WSTĘP

Przełom wieków XX i XXI stał się także przełomem w myśleniu o systemie emerytalnym w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (Central and Eastern European Countries – CEE), które na początku lat 90. rozpoczęły długotrwały, niełatwy i kosztowny ekonomicznie oraz społecznie proces transformacji ustroju politycznego i gospodarczego. Proces ten objął między innymi tworzenie rynku finansowego w tych krajach, co otworzyło ich mieszkańcom niewyobrażalne do tej pory możliwości inwestowania wolnych zasobów pieniężnych, ubezpieczania różnego rodzaju ryzyk, w tym także śmierci bądź dożycia określonego wieku.

Część społeczeństwa, ta bardziej przezorna i świadoma możliwości dożycia wieku, w którym nie będzie zdolna do pracy i osiągnięcia z tytułu jej świadczenia dochodów, miała wiele możliwości zabezpieczenia się na starość. Z drugiej jednak strony niekorzystne trendy demograficzne, charakteryzujące się malejącą relacją pomiędzy liczebnością populacji osób w wieku produkcyjnym a populacją emerytów, w zderzeniu z wysokim bezrobociem obnażyły nieefektywność repartycyjnego systemu emerytalnego, polegającego nie na oszczędzaniu kapitału na przyszłą emeryturę, lecz na jego redystrybucji od osób pracujących i płacących składki do osób w okresie emerytalnym, pobierających świadczenia.

Procesy te wymusiły na rządach krajów Europy Środkowo-Wschodniej przeprowadzenie reform systemów emerytalnych, mających na celu znaczące ich oparcie na koncepcji filarowej. Mimo iż każdy miał możliwość dobrowolnej akumulacji kapitału, uznano, że należy stworzyć powszechność ubezpieczenia emerytalnego nie tylko w filarze repartycyjnym, lecz także w kapitałowym.

Stosowanie przymusu uczestnictwa w systemie zabezpieczenia społecznego wydaje się być oczywiste i wynika z następujących przesłanek (Golinowska 2002, s. 69–70):

- zróżnicowanie preferencji w biografii ludzkiej, co wynika z większej skłonności młodych ludzi do ryzyka i niższej skłonności do oszczędzania na starość;
- zróżnicowanie możliwości i preferencji oszczędzania na starość; brak przymusu oszczędzania na starość sprawiałby, że część społeczeństwa nie uczestniczyłaby w zabezpieczaniu swej starości; utrzymanie tej populacji w wieku poprodukcyjnym musiałoby wziąć na swe barki reszta społeczeństwa.

\* Artykuł powstał na podstawie pracy naukowej, finansowanej ze środków na naukę w latach 2007–2009 jako projekt badawczy.

Konieczność dywersyfikacji ryzyka niewypłacalności systemu emerytalnego („ruiny” systemu emerytalnego), w połączeniu z powyższymi przesłankami sprawia, iż połączenie w obowiązkowym systemie emerytalnym części repartycyjnej z częścią kapitałową wydaje się być najlepszym konstrukcyjnie rozwiązaniem. Stąd przełom stuleci można określić mianem początku ery funduszy emerytalnych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

Celem artykułu jest charakterystyka wybranych aspektów prawnych, organizacyjnych oraz ekonomicznych funkcjonowania funduszy emerytalnych w krajach CEE.

### KONSTRUKCJA ZREFORMOWANYCH SYSTEMÓW EMERYTALNYCH W KRAJACH EUROPEJSKICH

Systemy emerytalne w krajach Europy Środkowo-Wschodniej sprzed okresu reform można scharakteryzować jako systemy dwufilarowe. Pierwszy filar, powszechny, oparty był na systemie repartycyjnym. Drugi filar stanowiły wszelkie dobrowolne formy gromadzenia kapitału emerytalnego, tworzące nieformalny, niezinstytucjonalizowany i mało popularny system kapitałowy.

Reformy systemów emerytalnych w naszym regionie Europy przebiegały w podobny sposób, a ich wynikiem miało być powstanie systemu trzyfilarowego. Pierwszy filar to nadal system repartycyjny, jednak w kilku przypadkach połączony ze zdefiniowaną składką, a nie – jak przed reformą – ze zdefiniowanym świadczeniem. Drugi filar, kapitałowy, tworzony jest przez fundusze emerytalne, w których w większości (ale nie we wszystkich krajach CEE) członkostwo jest obowiązkowe. Trzeci filar, także kapitałowy, to dobrowolne, mniej lub bardziej sformalizowane i zinstytucjonalizowane, formy gromadzenia kapitału emerytalnego.

Mimo podobnych schematów reformy emerytalnej, stworzone konstrukcje trzyfilarowe różnią się między sobą (tab. 1).

Dane tabeli 1 ukazują z jednej strony spójność ogólnej struktury systemów emerytalnych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, z drugiej zaś pozwalają dostrzec istotne różnice w rozwiązaniach przyjętych przez różne kraje w poszczególnych filarach. W pierwszym filarze niemal wszystkie analizowane kraje zastosowały system zdefiniowanego świadczenia. Jedynie Polska, Łotwa i Czechy wprowadzą to rozwiązanie od 2010 r. Drugi filar charakteryzuje się powszechnością członkostwa w funduszach emerytalnych. Wyjątkiem są tu Słowenia oraz Litwa. W słoweńskim systemie emerytalnym w drugim filarze przymus zastosowano

Tabela 1. Konstrukcje systemów emerytalnych w wybranych krajach CEE

| Kraj      | I filar – repartycyjny  | II filar   | III filar   |
|-----------|---|--|---|
| Bulgaria  | System zdefiniowanego świadczenia   | Obowiązkowe fundusze emerytalne  | Dobrowolne fundusze emerytalne, pracownicze programy emerytalne zarządzane przez towarzystwa emerytalne (klasyfikowane również jako IV filar) |
| Chorwacja | System zdefiniowanej składki  | Obowiązkowe fundusze emerytalne  | Dobrowolne plany emerytalne, oferowane przez fundusze emerytalne, związki zawodowe lub pracodawców  |
| Czechy    | System zdefiniowanego świadczenia (od 2010 r. system zdefiniowanej składki) | Brak   | Dobrowolne plany emerytalne zarządzane przez towarzystwa emerytalne   |
| Estonia   | System zdefiniowanego świadczenia   | Obowiązkowe fundusze emerytalne  | Dobrowolne fundusze emerytalne lub ubezpieczenia emerytalne oferowane przez towarzystwa ubezpieczeń na życie                                  |
| Węgry     | System zdefiniowanego świadczenia   | Obowiązkowe fundusze emerytalne  | Dobrowolne fundusze emerytalne lub konta emerytalne, zarządzane przez banki lub doradców inwestycyjnych (klasyfikowane również jako IV filar) |
| Łotwa     | System zdefiniowanej składki  | Obowiązkowe fundusze emerytalne  | Dobrowolne plany emerytalne zarządzane przez instytucje kredytowe, towarzystwa ubezpieczeń na życie, towarzystwa ubezpieczeń na życie         |
| Litwa     | System zdefiniowanej składki  | Dobrowolne fundusze emerytalne, do których jest przekazywana część składki z I filara  | Dobrowolne fundusze emerytalne  |
| Polska    | System zdefiniowanej składki  | Obowiązkowe fundusze emerytalne  | Dobrowolne pracownicze programy emerytalne lub indywidualne konta emerytalne (klasyfikowane również jako IV filar)                            |
| Rumunia   | System zdefiniowanego świadczenia   | Od 1.01.2008 r. obowiązkowe fundusze emerytalne  | Funkcjonuje od 2007 r. w formie pracowniczych programów emerytalnych  |
| Słowacja  | System zdefiniowanego świadczenia   | Obowiązkowe fundusze emerytalne  | Dobrowolne plany emerytalne zarządzane przez towarzystwa emerytalne, banki oraz towarzystwa ubezpieczeń na życie                              |
| Słowenia  | System zdefiniowanego świadczenia   | Plany emerytalne (obowiązkowe dla wybranych grup zawodowych, a dla pozostałych dobrowolne) zarządzane przez towarzystwa ubezpieczeniowe lub emerytalne | Dobrowolne plany emerytalne zarządzane przez towarzystwa ubezpieczeniowe lub towarzystwa emerytalne   |

Źródło: opracowanie własne na podstawie opracowania Allianz Global Investors pt. *Central and Eastern European Pensions*, 2007.

tylko w odniesieniu do wybranych grup zawodowych: sektora publicznego, bankowego oraz zawodów charakteryzujących się dużym ryzykiem. Pozostałym grupom pozostawiono dobrowolność uczestnictwa w tym filarze. Na Litwie umożliwiono społeczeństwu dobrowolne uczestnictwo w drugim filarze. Osobom korzystającym z tej możliwości część składki odprowadzanej do pierwszego filara jest przekazywana do filara drugiego. Warto też zaznaczyć, iż drugi filar emerytalny nie funkcjonuje w Czechach.

Największym zróżnicowaniem charakteryzują się rozwiązania przyjęte w trzecim filarze. Możliwych jest tu kilka form gromadzenia kapitału emerytalnego, zawsze dobrowolnych. Są to między innymi plany emerytalne, pracownicze programy emerytalne, fundusze emerytalne, ubezpieczenia na życie oraz konta emerytalne. W niektórych spośród omówionych krajów te najbardziej indywidualne formy oszczędzania na starość zakwalifikowano nawet jako czwarty filar emerytalny. Zakładając jednak, że każdą dobrowolną formę gromadzenia kapitału emerytalnego klasyfikujemy jako trzeci filar i w ogóle mówimy o trzyfilarowym systemie emerytalnym, bezzasadne wydaje się być mnożenie filarów systemu emerytalnego.

Odnosząc konstrukcje systemów emerytalnych krajów Europy Środkowo-Wschodniej do tego typu konstrukcji w pozostałych krajach Unii Europejskiej, należy zaznaczyć, iż nie można mówić o wspólnym modelu systemu emerytalnego UE. Wydaje się, iż wspólna polityka krajów Wspólnoty w zakresie zabezpieczenia emerytalnego jest możliwa wyłącznie na poziomie ogólnych konstrukcji systemów.

Wynika ta z wielu czynników społeczno-ekonomicznych, wśród których przede wszystkim należy wymienić:

- sytuację demograficzną poszczególnych krajów (w tym relację pomiędzy liczebnością populacji w wieku emerytalnym a liczebnością populacji w wieku produkcyjnym oraz prognozy tego wskaźnika);
- sytuację na rynkach pracy oraz warunki pracy;
- emigracje zarobkowe do innych krajów UE bądź do krajów spoza UE;
- wiek emerytalny;
- realizowane polityki społeczne;
- przezorność ubezpieczeniową, w tym w szczególności dotyczącą dobrowolnego gromadzenia kapitału emerytalnego itd.

Ogólną strukturę systemu zabezpieczenia emerytalnego w krajach Unii Europejskiej można określić mianem modelu trzyfilarowego. Jednak struktura wewnętrzna poszczególnych filarów w przekroju krajów Wspólnoty nie jest już jednolita, szczególnie w odniesieniu do drugiego filara. Publiczny charakter ma pierwszy filar. Drugi filar może mieć charakter zakładowy, w którym inicjatorem jest pracodawca (pojedyncza firma lub nawet cała branża), lub może w ogóle nie być związany z pracodawcą, branżą lub wykonywanym zawodem i mieć bardziej powszechny charakter (otwarte fundusze emerytalne). Filar trzeci ma zazwyczaj charakter indywidualny, ale w jego ramach można wyodrębnić bardziej lub mniej zinstytucjonalizowane formy gromadzenia kapitału.

Model trzyfilarowy jest stosowany do opisów zabezpieczenia emerytalnego, rozumianego jako ogół instytucji zapewniających dochody pieniężne na okres starości w Unii Europejskiej (Szumlicz, Żukowski 2004, s. 343).

Jednak Wspólnota, chcąc aktywizować proces wymiany doświadczeń pomiędzy krajami UE w dziedzinie zabezpieczenia emerytalnego, stosuje tzw.

otwartą metodę koordynacji. *Otwarta metoda koordynacji w dziedzinie emerytur obejmuje trzy duże cele ogólne, które zostały zatwierdzone przez Radę Europejską w Laeken (2001 r.): chodzi o utrzymanie spójności społecznej i solidarności, zachowanie wiarygodności finansowej i dostosowanie systemów emerytur do zmian społecznych i zmian na rynku pracy. Te trzy ogólne cele zostały uwzględnione w nowych celach otwartej metody koordynacji, która została zracjonalizowana począwszy od 2006 r.* (Parlament Europejski 2006).

Jednak kompetencje w zakresie realizacji polityki zabezpieczenia społecznego pozostają nadal domeną poszczególnych krajów, a otwarta metoda koordynacji ma na celu stworzenie wspólnego forum dla wymiany doświadczeń i poglądów w zakresie zagadnień emerytalnych.

## RYNEK FUNDUSZY EMERYTALNYCH W DRUGIM FILARZE W POSZCZEGÓLNYCH KRAJACH CEE

Chcąc dokonać ogólnej analizy stanu rynku funduszy emerytalnych w poszczególnych krajach CEE, porównano wybrane miary, które ten rynek najlepiej charakteryzują. Wśród tych miar należy wymienić:

- liczbę członków funduszy ogółem;

- relację pomiędzy liczbą członków funduszy ogółem a liczebnością całej populacji danego kraju, co ukazuje zaangażowanie społeczeństwa w uczestnictwo w funduszach emerytalnych;

- wartość aktywów zagregowanych funduszy emerytalnych;

- wartość aktywów funduszy emerytalnych w relacji do PKB;

- liczbę funduszy emerytalnych w danym kraju;

- składkę emerytalną przekazywaną do drugiego filara.

Zestawienie wartości powyższych miar dla poszczególnych krajów w odniesieniu do obowiązkowych funduszy emerytalnych z drugiego filara zamieszczono w tab. 2.

Analiza wartości absolutnych wybranych zmierzających, mianowicie liczby członków funduszy oraz wartości ich aktywów, wskazuje jednoznacznie, że największy rynek funduszy emerytalnych w drugim filarze funkcjonuje w Polsce, natomiast najmniejszy w krajach nadbałtyckich. Fundusze emerytalne w drugim filarze w Polsce na koniec 2006 r. gromadziły ponad 74% wartości aktywów ulokowanych w funduszach emerytalnych w tym filarze we wszystkich krajach CEE wymienionych w tab. 2.

Tabela 2. Charakterystyka rynków funduszy emerytalnych funkcjonujących w ramach drugiego filaru emerytalnego w wybranych krajach CEE (dane z 2006 r.)

| Kraj      | Liczba członków funduszy ogółem (w mln) | Liczba członków funduszy ogółem w relacji do liczebności populacji kraju (w %) | Wartość aktywów zagregowanych funduszy (w mld euro) | Wartość aktywów zagregowanych funduszy w relacji do PKB (w %) | Liczba funduszy emerytalnych w danym kraju | Składka emerytalna przekazywana do II filara (w %) |
|-----------|---|--|---|---|--|--|
| Bułgaria  | 2,4                                     | 31,2   | 0,5   | 2,1   | 8  | 5,0  |
| Chorwacja | 1,3                                     | 29,5   | 2,2   | 7,1   | 4  | 5,0  |
| Estonia   | 0,5                                     | 38,5   | 0,5   | 3,8   | 5  | 6,0  |
| Węgry     | 2,6                                     | 25,7   | 5,9   | 6,3   | 18   | 8,0  |
| Łotwa     | 0,9                                     | 39,1   | 0,2   | 1,2   | 8  | 4,0  |
| Litwa     | 0,6                                     | 17,6   | 0,3   | 1,3   | 6  | 5,5  |
| Polska    | 12,4                                    | 32,5   | 30,0  | 10,9  | 15   | 7,3  |
| Słowacja  | 1,1                                     | 20,4   | 0,7   | 1,5   | 6  | 9,0  |

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Allianz Global Investors.

Aby dokonać obiektywnego porównania tych rynków, należy wybrane miary odnieść do miar charakteryzujących społeczeństwo kraju oraz jego gospodarkę, mianowicie do liczebności populacji mieszkańców oraz produktu krajowego brutto.

Jeżeli chodzi o udział społeczeństwa w drugim filarze, to największy odsetek mieszkańców będących członkami funduszy emerytalnych jest w Estonii (38,5%), najniższy natomiast na Litwie (17,6%). W przypadku relacji aktywów funduszy do produktu krajowego brutto najkorzystniejsza sytuacja występuje w Polsce (10,9%), a najmniej korzystna na Łotwie (1,2%). Najwięcej funduszy emerytalnych funkcjonujących w drugim filarze zarejestrowanych było na koniec 2006 r. na Węgrzech (18) oraz w Polsce (15), najmniej zaś w Chorwacji (4) i w Estonii (5). Najwyższa składka emerytalna przekazywana jest do funduszy emerytalnych na Słowacji (9%), natomiast najniższa na Łotwie (4%).

Warto zaznaczyć, iż Węgry i Polska były krajami, które najwcześniej wprowadziły drugi filar emerytalny (odpowiednio w 1998 r. oraz 1999 r.). Najpóźniej filar ten zaczął funkcjonować na Litwie oraz na Słowacji (odpowiednio w 2004 r. i 2005 r.). Stąd też w dużej mierze

wynikają takie wartości obliczonych wskaźników, gdyż czas ma wpływ zarówno na liczbę członków funduszy oraz na wartość jego aktywów, szczególnie w początkowej fazie funkcjonowania funduszy emerytalnych.

Istotne różnice w wartościach poszczególnych miar zawartych w tab. 2 w odniesieniu do różnych krajów wynikają także z wielu czynników demograficznych oraz ekonomicznych. Należy tu wymienić przede wszystkim strukturę wieku społeczeństwa, stopę bezrobocia oraz rzeczywisty wiek emerytalny dla kobiet i mężczyzn.

## DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA FUNDUSZY EMERYTALNYCH W POSZCZEGÓLNYCH KRAJACH CEE

Fundusze emerytalne są tworzone, by gromadzić i efektywnie oraz bezpiecznie lokować powierzone im aktywa społeczeństwa, z których w przyszłości zostaną wypłacone świadczenia emerytalne. Jest to podstawowy cel działalności funduszy emerytalnych oraz zarządzających nimi towarzystw. Dobitnie uświadamia on, jak istotną rolę odgrywają te instytucje w aspekcie społeczno-ekonomicznym i jak dużą odpowiedzialność ponoszą za finanse ich członków.

Mówiąc o rentowności działalności funduszy emerytalnych należy zwrócić uwagę na fakt, że rentowność ta może być rozpatrywana z kilku punktów widzenia. Należy tu wymienić zarządzające funduszami emerytalnymi towarzystwa, które czerpią z tego zyski, budżet państwa, który w mniejszej lub większej części składa się ze środków funduszy emerytalnych ulokowanych w obligacjach skarbowych, i w przyszłości będzie także zasilany z podatków potrącanych od wypłaconych świadczeń emerytalnych.

Przed wszystkim należy mieć na względzie interes członków funduszy emerytalnych. *Aktywa emerytalne od początku należały do członków programu emerytalnego i powinny być zarządzane w sposób uwzględniający ten fakt.* Ten pogląd, wyrażony przez jezuitę Paula Harbrechta w książce pt. *Pension funds and economic power*, zacytowany przez K.P. Ambachtsheera oraz D.D. Ezrę w publikacji pt. *Fundusze emerytalne. Jak efektywnie pomnażać majątek ich członków* (Ambachtsheer, Ezra 2001, s. 255), powinien stanowić podstawę, na której buduje się misję funduszu emerytalnego. Zgodnie z tą podstawą zarządza się funduszem, a to nic innego, jak zarządzanie aktywami jego członków.

Nie można jednak abstrahować od wpływu polityków na działania podejmowane przez zarządzających funduszami, gdyż to właśnie politycy tworzą ramy prawne dla organizacji i funkcjonowania funduszy

emerytalnych. Im także powinno przyswiecać przytoczone wyżej motto.

Regulacje prawne w zakresie działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych są zawarte w limitach inwestycyjnych. Można je podzielić na jakościowe i ilościowe. Pierwsze z nich ograniczają możliwości inwestycyjne funduszy do wybranych kategorii instrumentów finansowych, drugie zaś są doprecyzowaniem tych pierwszych i określają maksymalne zaangażowanie aktywów funduszu w danego rodzaju instrumenty. Regulacje prawne w zakresie polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych wyznaczają pewne granice dla struktury portfela inwestycyjnego, a przez to wpływają w mniejszym bądź większym stopniu na poziom ryzyka dokonywanych przez fundusze lokat aktywów i potencjalne, możliwe do zrealizowania zyski.

Aby porównać możliwości inwestycyjne funduszy emerytalnych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, w tabeli 3 przedstawiono wyznaczone przez prawo limity inwestycyjne. Analiza zawartych danych pozwala na ocenę stopnia liberalizacji w zakresie polityki inwestycyjnej obowiązkowych funduszy emerytalnych w krajach CEE.

Należy jednak zaznaczyć, iż przedstawiono tylko wybrane kategorie instrumentów. Nie uwzględniono natomiast maksymalnego zaangażowania aktywów w papiery wartościowe jednego emitenta bądź emitentów powiązanych, np. w grupie kapitałowej.

Tabela. 3. *Limity inwestycyjne dla obowiązkowych funduszy emerytalnych w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej (w %)*

| Kraj      | Papiery skarbowe | Depozyty bankowe | Obligacje przedsiębiorstw           | Akcje | Jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych | Inwestycje zagraniczne               |
|-----------|------------------|------------------|-------------------------------------|-------|--|--------------------------------------|
| Bułgaria  | Min. 50          | Brak limitów     | Brak limitów                        | 20    | 15   | 15                                   |
| Chorwacja | Min. 50          | 5                | 30                                  | 30    | 30   | 15                                   |
| Estonia   | 35               | 35               | Brak limitów                        | 50    | Brak limitów                                   | Brak limitów dla krajów EFTE i CEFTA |
| Węgry     | Brak limitów     | Brak limitów     | 30                                  | 50    | 50   | 30                                   |
| Łotwa     | Brak limitów     | Brak limitów     | 20                                  | 30    | Brak limitów                                   | Brak limitów dla krajów EFTE i CEFTA |
| Polska    | Brak limitów     | 20               | 40 dopuszczone<br>10 niedopuszczone | 40    | 15 otwarte<br>10 zamknięte                     | 5                                    |
| Rumunia   | 70               | Brak limitów     | Brak limitów                        | 50    | Brak limitów                                   | Brak danych                          |
| Słowacja  | Min. 30          | Brak limitów     | Brak limitów                        | 80    | Brak limitów                                   | 70                                   |
| Słowenia  | Brak limitów     | 30               | Brak limitów                        | 30    | 30   | Brak limitów dla krajów OECD         |

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Erdos 2006; Dybał 2007, s. 433–443; Allianz Global Investors 2007).

Jeżeli przyjmiemy, że miarą swobody inwestycyjnej funduszy emerytalnych jest możliwość lokowania w akcje spółek krajowych, to najbardziej liberalne rozwiązanie zastosowano na Słowacji. Funduszom umożliwiono lokowanie w tych instrumentach nawet do 80% wartości aktywów, podczas gdy w Bułgarii limit ten wynosi 20%. Estonia i Łotwa są krajami, w których brak jest limitu dla inwestycji zagranicznych w krajach EFTA i CEFTA, natomiast w Słowenii w krajach OECD.

Polska jest krajem, w którym w największym stopniu ograniczono możliwość inwestowania aktywów funduszy za granicą. Należy to uznać za istotne ograniczenie możliwości stosowania dywersyfikacji geograficznej portfela inwestycyjnego. Tym samym limit ten może stanowić istotną barierę wzrostu efektywności inwestycyjnej OFE, w szczególności w okresie dekonjunkury na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz w sytuacji niskiej kapitalizacji

giełdy w stosunku do wartości aktywów funduszy emerytalnych.

Bułgaria, Chorwacja oraz Słowacja ustanowiły dolne limity lokowania przez fundusze emerytalne swoich aktywów w papiery skarbowe, co należy uznać za rozwiązanie mające na celu zobowiązanie funduszy, a tym samym ich członków, do finansowania deficytu finansów publicznych.

Tego typu regulacje ograniczają możliwość realizowania przez fundusze wyższych zysków z dokonywanych lokat, a tym samym mogą wpływać ujemnie na wartość przyszłych świadczeń emerytalnych. To znow może obniżać przyszłą podstawę opodatkowania podatkiem dochodowym, gdyż składki emerytalne, np. w Polsce, są pobierane przed potrąceniem podatku PIT (są nieopodatkowane), przez co podatek ten zostanie odliczony od wypłaconych w przyszłości świadczeń emerytalnych. Tym samym państwo, chcąc uczynić fundusze emerytalne podmiotami

finansującymi bieżące wydatki z budżetu państwa, może ograniczać wysokość wypłaconych w przyszłości emerytur, a tym samym kwotę potrąconych od nich podatków.

Omawiając limity inwestycyjne dla funduszy emerytalnych, należy powiązać to z obecną i mogącą także wystąpić w przyszłości dekonstrukcją na rynkach finansowych. W takich okresach fundusze emerytalne, lokujące większą część swoich aktywów na rynkach akcji, notują istotnie ujemne stopy zwrotu.

Biorąc pod uwagę różne preferencje przyszłego emeryta, w tym jego awersję do ryzyka w zależności od wieku, być może będzie trzeba rozważyć stworzenie kilku rodzajów funduszy emerytalnych ze względu na realizowaną politykę inwestycyjną. Wówczas w sytuacji zgromadzenia w funduszu emerytalnym odpowiednio wysokiego kapitału, osoby zbliżające się do wieku emerytalnego miałyby możliwość transferu swoich oszczędności z funduszu bardziej ryzykownego do funduszu mniej ryzykownego, np. lokującego wyłącznie w papiery dłużne.

Takie rozwiązanie pozwoliłoby uniknąć sytuacji, w której członek funduszu traci istotną część swoich aktywów tuż przed przejściem na emeryturę i nie ma dużych możliwości uzupełnienia utraconej części zgromadzonego kapitału.

Należy dodać, iż w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie społeczeństwo dopiero odnajduje się i uczy funkcjonować w warunkach gospodarki rynkowej, stworzenie szerszego wyboru w ramach funduszy emerytalnych, także z uwzględnieniem odmiennych pod względem ryzyka strategii inwestycyjnych, musi wiązać się z szeroko zakrojoną edukacją w zakresie kapitałowych ubezpieczeń emerytalnych. Dokonywane przez członków funduszy transfery kapitału muszą być skutkiem racjonalnych i opartych na merytorycznych kryteriach decyzji.

Ponieważ fundusze emerytalne, lokując swoje aktywa na rynkach finansowych, ponoszą związane z tym ryzyko, co się w bezpośredni sposób przekłada na ryzyko utraty aktywów przez ich członków, państwo może nałożyć na podmioty zarządzające funduszami obowiązek pokrywania tzw. niedoboru aktywów. Niedobór ten powstaje w sytuacji, gdy fundusz nie osiągnął minimalnej wymaganej stopy zwrotu, nazywanej także stopą gwarantowaną. Możliwe są tu trzy sytuacje, mianowicie:

- nie istnieje stopa gwarantowana;
- istnieje stopa gwarantowana, której wartość jest ustalana w stosunku do jakiejś stopy referencyjnej, odnoszącej się do rynku funduszy emerytalnych, np. średnia ważona stopa zwrotu dla wszystkich funduszy;
- istnieje absolutna gwarantowana stopa zwrotu, ustalona co do wartości.

Spośród omawianych krajów pierwsze rozwiązanie zastosowano w Estonii oraz na Litwie, Łotwie i na Węgrzech, drugie – w Bułgarii, Chorwacji, Polsce, Rumuni, Słowenii i Słowacji, a trzecie – w Czechach w odniesieniu do dobrowolnych funduszy emerytalnych (Borsch 2007).

Towarzystwa emerytalne za zarządzanie funduszami pobierają opłaty. Głównym źródłem przychodów towarzystw są przychody z tytułu opłaty od składek oraz opłaty za zarządzanie.

Wydaje się, że w celu osiągnięcia jak największej zgodności w interesach członków funduszy i towarzystw emerytalnych, w możliwie dużym stopniu nale-

żałoby przychody towarzystw uzależnić od osiągniętych przez nie stóp zwrotu, a w możliwie najmniejszym stopniu od opłaty dystrybucyjnej, gdyż ona może motywować osoby zarządzające funduszem tylko i wyłącznie do efektywnej akwizycji. Wynika to z faktu, iż opłata od składek zależy tylko od kwoty napływających do funduszu sumy składek, a ta w przeważającej mierze jest determinowana przez liczbę członków funduszu.

Najwyższą opłatę od składek zastosowano na Litwie (10%) przy opłacie od zarządzanych aktywów równej 1%. Najniższą opłatę od składek pobierają towarzystwa emerytalne w Chorwacji (0,8%), natomiast opłata od zarządzanych aktywów jest równa 0,8% wartości aktywów, powiększona o wartość aktywów funduszu pomnożoną przez ułamek (nie większy niż 1/4) osiągniętej stopy zwrotu. Rozwiązanie, w którym opłata za zarządzanie jest powiązana wyłącznie ze stopą zwrotu funduszu, zastosowano w Bułgarii, gdzie towarzystwo otrzymuje wynagrodzenia równe wartości aktywów, pomnożonej przez maksymalnie 1/10 wartości stopy zwrotu funduszu. Jednak w tym kraju towarzystwa osiągają wysokie przychody z tytułu opłaty od składek, która wynosi 7% (Borsch 2007).

System wynagradzania towarzystw emerytalnych istotnie powiązany z osiąganymi wynikami inwestycyjnymi wydaje się być o wiele efektywniejszym aniżeli ten zastosowany na Litwie czy np. w Polsce, gdzie przychody towarzystw emerytalnych prawie w ogóle nie są uzależnione od osiągniętej stopy zwrotu.

Rozwiązaniem optymalnym jest więc stworzenie takiego systemu wynagradzania towarzystw emerytalnych, który będzie motywował je do jak najefektywniejszego lokowania aktywów zarządzanego funduszu. Wydaje się, iż w takich krajach, jak Polska czy Litwa konieczne jest przeformułowanie zasad wynagradzania towarzystw emerytalnych właśnie w tym kierunku.

Poza tym dekonstrukcja na rynkach finansowych, trwająca od 2007 r. i nasilająca się w 2008 r., zaczyna wymuszać na politykach działania zmierzające do obniżenia opłaty od składek, pobieranej na rzecz towarzystw emerytalnych. Wraz z rozwojem funduszy emerytalnych rola będzie wartość ich aktywów, a tym samym potencjalne zyski z inwestycji. Wtedy też wartość tych zysków w relacji do napływających co miesiąc do funduszy składek będzie coraz większa. Wówczas coraz istotniejsze znaczenie dla towarzystw emerytalnych będą miały przychody z tytułu opłaty za zarządzanie kosztem opłaty od składek.

Jest to kolejna szansa na zmotywowanie towarzystw emerytalnych do jak najefektywniejszego pomnażania powierzonych im aktywów.

## PODSUMOWANIE

W krajach Europy Środkowo-Wschodniej zastosowano różne konstrukcje systemów emerytalnych oraz różne rozwiązania w zakresie organizacji i funkcjonowania funduszy emerytalnych, które tworzą drugi i trzeci filar systemu. Nie wszystkie kraje zdecydowały się na obowiązkowe członkostwo w funduszach emerytalnych funkcjonujących w drugim filarze, być może z jednej strony licząc na przezorność ludzi, z drugiej zaś obawiając się z pewnością kosztów przejścia od systemu w pełni repartycyjnego do systemu mieszanego.

Zastosowano też różne regulacje w zakresie polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych, narzucając na nie mniej lub bardziej restrykcyjne zasady.

W końcu wykorzystano, często bardzo odmienne, systemy wynagradzania towarzystw emerytalnych za zarządzanie funduszami, uzależniając istotnie albo prawie uniezależniając te wynagrodzenia od wyników inwestycyjnych funduszy.

Ta różnorodność, często wręcz skrajna, np. jeżeli idzie o wynagradzanie towarzystw emerytalnych, może wynikać z braku doświadczenia krajów CEE w zakresie kapitałowych systemów emerytalnych i funduszy emerytalnych. Można więc przypuszczać, że kraje te będą dążyć do doskonalenia stosowanych rozwiązań, oceniając na bieżąco wyniki inwestycyjne funduszy i porównując je z wynikami funduszy w innych państwach.

Wśród zmian, które wydają się być konieczne do wprowadzenia w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej w celu usprawnienia funkcjonowania drugiego filara i podniesienia efektywności funduszy emerytalnych, należy wymienić:

- większą liberalizację limitów inwestycyjnych, w tym także w zakresie inwestycji zagranicznych;
- większe uzależnienie wynagrodzenia towarzystw emerytalnych od osiąganego wyników inwestycyjnych zarządzanych przez nie funduszy i większe uniezależnienie od wielkości tych funduszy;
- podwyższenie rzeczywistego wieku emerytalnego i zrównanie bądź zbliżenie wieku emerytalnego kobiet i mężczyzn;
- edukację społeczeństwa w zakresie kapitałowych ubezpieczeń emerytalnych, gdyż społeczeństwa krajów postkomunistycznych nie mają odpowiedniego doświadczenia w tym zakresie.

Może się też okazać, że odpowiednie decyzje i działania mające na celu podniesienie efektywności systemu podjęte zostaną dopiero po wypłacie pierwszych świadczeń emerytalnych z funduszy, czemu według różnych prognoz może towarzyszyć rozczarowanie emerytów. Dlatego też wydaje się, że ewolucyjne zmiany regulacji, w ramach których funkcjonuje

drugi filar, są najlepszym rozwiązaniem. Tym bardziej, że rewolucyjne zmiany w systemie emerytalnym mogą napotkać duży niepokój społeczeństwa. Jest to jak najbardziej zrozumiałe, gdyż w grę wchodzi oszczędności przeznaczone na świadczenia emerytalne.

## LITERATURA

- Ambachtsheer P., Ezra D.D. (2001), *Fundusze emerytalne. Jak efektywnie pomnażać majątek ich członków*, Kraków: Oficyna Ekonomiczna, Dom Wydawniczy ABC.
- Borsch A. (2007), *Pension market and regulation in Central Eastern Europe and Asia. Macroeconomic and demographic overview*, Allianz Global Investors, 8<sup>th</sup> International Sustainability Leadership, Zurich, 28 września, [dostęp 4.02.2008], dostępny w Internecie: <[www.sustainability-zurich.org/uploads/public/1798/TSF07\\_Boersch.pdf](http://www.sustainability-zurich.org/uploads/public/1798/TSF07_Boersch.pdf)>.
- Dybał M. (2007), *Indywidualne, kapitałowe fundusze emerytalne na świecie w: Rynek kapitałowy. Skuteczne inwestowanie. Część 1*, Red. Tarczyński W., Szczecin: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, s. 433–443.
- Erdos M. (2006), *For a good investment regulations. The CEE experience*, Nagy, Fater, [dostęp 4.02.2008], dostępny w Internecie: <[www.oecd.org/dataoecd/10/11/39604992.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/10/11/39604992.pdf)>.
- Golinowska S. (2002), *Polityka społeczna państwa w gospodarce rynkowej: Studium ekonomiczne*, PWN: Warszawa, s. 69–70.
- Szumlicz T., Żukowski M. (2004), *Systemy emerytalne w krajach Unii Europejskiej*, Red. T. Szumlicz, M. Żukowski, Warszawa: TWIGGER.
- Allianz Global Investors (2007), *Central and Eastern European Pensions*, [dostęp 4.02.2008], dostępny w Internecie: <[knowledge.allianz.com/en/studies/demographic/cee\\_pensions.html](http://knowledge.allianz.com/en/studies/demographic/cee_pensions.html)>.
- Parlament Europejski (2006), *Komunikat dla postów z dnia 10 listopada 2006 r.*, Petycja 0023/2006, złożona przez Luiginę De Santis (Włochy) w imieniu Europejskiej Federacji Emerytów i Osób Starszych (FERPA), z 400 tys. podpisów w sprawie środków na szczeblu europejskim stojących na straży praw emerytów i rencistów.

## SUMMARY

The political and economic transformation in Central and Eastern European Countries in the last decade of the 20<sup>th</sup> century coincided high unemployment and unfavorable demographical trends. Those factors resulted with the necessity of pension reforms in CEE countries. The main aim of the article is the characteristics of the selected legal, organizational and economic aspects of pension funds functioning. The author describes the construction of pension system in selected countries, characterizes pension fund markets, legal aspects of pension funds investment activity and the pension companies reward system for managing pension funds.