



KOMISJA NADZORU FINANSOWEGO

Przewodniczący
Andrzej Jakubiak

DPP/SSOA/024/5/13/2013/DN
DPP/WOPIII/024/18/10/2013/BW/WK

Warszawa, dnia 28 października 2013 r.

KANCELARIA GŁÓWNA
Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej
00-513 Warszawa, ul. Nowogrodzka 1/3/5

Data wpływu: 29-10-2013

Nr pisma: 108312

SEKRETARIAT
PODSEKREJARZA STANU
Marek Bucior

Data wpływu: 2013-10-29

Liczba dz: 2618

Szanowny Pan
Władysław Kosiniak - Kamysz
Minister Pracy i Polityki Społecznej

ul. Nowogrodzka 1/3/5
00-513 Warszawa

Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej
URZĘDOWO MINISTRA

28-10-2013

l. dz. 9814/13

DUS
p. dypl. M. Kubzdyl
PODSEKREJARZ STANU
Marek Bucior

Szanowny Panie Ministrze

w związku z pismem Pana Ministra z dnia 10 października 2013 roku (DUS-0210-11-EW/13/13), które zostało doręczone Urzędowi Komisji Nadzoru Finansowego w dniu 11 października 2013 r., w sprawie projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych, zwanego dalej „projektem”, w załączeniu pozwalam sobie przekazać Panu Ministrowi „Opinię Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego do projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych”, która przedstawia ocenę rzeczzonego projektu od strony ekonomicznej i prawnej.

SEKRETARIAT DUS

29.10.2013

7 powierzenie

PRZEWODNICZĄCY
KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO
A. Jakubiak
Andrzej Jakubiak

Załącznik:
Opinia UKNF

Opinia
Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego

do

*Projekt ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku
z określeniem zasad wypłat emerytur ze środków
zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych*

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego
Warszawa

październik 2013 roku

Spis treści

Wstęp	5
Część I. Uwagi ogólne	7
1. Zreformowany system emerytalny a zadłużenie Państwa.....	7
1.1. Finansowanie składki do OFE a dług publiczny	7
1.2. Makroekonomiczne konsekwencje długu publicznego w krajach regionu	11
1.3. Zbilansowanie filarów systemu emerytalnego	15
1.4. Indeksacja tempem wzrostu PKB a indeksy giełdowe	19
1.5. Zmienność stóp zwrotu a wysokość świadczenia emerytalnego	21
2. OFE na rynku finansowym	22
2.1. Znaczenie i konsekwencje ograniczeń działalności inwestycyjnej OFE	22
2.2. Rola OFE w spółkach z GPW	24
2.3. Wpływ OFE na rynek instrumentów dłużnych	26
Część II. Uwagi ekonomiczne do propozycji zmian w systemie emerytalnym	30
1. Likwidacja części nieaktywnej w OFE	30
2. Zakaz inwestowania OFE w obligacje i instrumenty gwarantowane przez Skarb Państwa przy jednoczesnym limicie minimalnym 75% na instrumenty udziałowe. Zwiększenie limitu na instrumenty denominowane w walutach obcych do 30%	32
3. Zniesienie stopy minimalnej, niedoboru, rachunku premiowego i Funduszu Gwarancyjnego	34
4. Obniżenie o połowę poziomu opłaty od składki i opłaty za transfer składek z ZUS, możliwość różnicowania opłaty od składki ze względu na staż członkowski	35
5. Dobrowolność udziału w części kapitałowej systemu	37
6. „Suwak” jako system wypłat z części kapitałowej	38
7. Proponowane zmiany ustawowe a konkurencja na rynku OFE	39
8. Podsumowanie	41
Część III. Uwagi prawne do projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłat emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych	42
Część IV. Uzupełniające propozycje legislacyjne	69

Wstęp

Projekt ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłat emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych [Projekt] bazuje w dużej mierze na diagnozach i propozycjach Przeglądu funkcjonowania systemu emerytalnego. Bezpieczeństwo dzięki zrównoważeniu [Przeгляд]. Tezy zawarte w przeglądzie wywołały ożywioną debatę między przedstawicielami strony rządowej, uczestnikami rynku finansowego i środowiskami akademickimi. Większość zastrzeżeń zgłoszonych do *Przeglądu* nie znalazła przełożenia na efekty prac legislacyjnych.

Trudna sytuacja budżetowa i zbliżanie się długu publicznego do progów ostrożnościowych jest momentem wymuszającym radykalne posunięcia. Jednak trzeba mieć na względzie, iż przesuwanie środków z kapitałowej części systemu do części repartycyjnej jest w dużej mierze zabiegiem, który niwelując jedno zobowiązanie, tworzy inne, do tego większe.

Problem jawnej części długu publicznego, generowanego jako skutek uboczny transferów z ZUS do OFE, można by rozwiązać innymi, równie skutecznymi metodami, na co zwracano uwagę w debacie nad *Przeglądem*.

Najważniejsze zmiany systemowe zaproponowane w opiniowanym *Projekcie* można podsumować w kilku punktach:

1. Likwidacja części nieaktywnej portfela OFE i przejęcie jej przez Skarb Państwa.
2. Zmiany zasad polityki inwestycyjnej OFE (m.in. zakaz inwestycji w obligacje skarbowe, nakaz inwestycji przynajmniej 75% aktywów w akcje).
3. Redukcja składki do OFE do 2,92%, dobrowolność odprowadzania składki do OFE z domyślną opcją odprowadzania całości składki do ZUS, likwidacja mechanizmu losowania.
4. Likwidacja minimalnej wymaganej stopy zwrotu, niedoboru, rachunku premiowego i Funduszu Gwarancyjnego.
5. Obniżenie opłaty od składki i opłaty na rzecz ZUS o połowę, zakaz pobierania opłaty od składek osób na 10 lat przed emeryturą.
6. Całkowity zakaz reklamy OFE.
7. „Suwak”, czyli stopniowe odprowadzania kapitału z OFE do ZUS w ciągu 10 lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego.
8. Zachęta do dobrowolnego oszczędzania przede wszystkim przez zryczałtowany podatek 10% dla wypłat z IKZE.

Proponowane zmiany w większości należy oceniać jako budzące wątpliwości ekonomiczne i prawne, nawet stosując najbardziej uniwersalne z kryteriów, czyli osiągnięcie celów, jakie

stawia sobie projektodawca. W *Uzasadnieniu do Projektu*¹ pojawiają się tezy, że przynajmniej niektóre zmiany służą budowie konkurencji na rynku OFE, jednak wnikliwa analiza zdaje się temu przeczyć czego wyrazem jest eliminacja istniejących mechanizmów systemowych promujących konkurencję jakościową (rachunek premiowy czy losowanie).

Na najbardziej ogólnej płaszczyźnie uwagę zwraca lakoniczność samego *Uzasadnienia do Projektu*, gdzie niekiedy zabrakło wyjaśnień nawet dla bardzo kontrowersyjnych zmian, jak choćby usunięciu unormowania z art. 139 *ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych [ufe]*, zgodnie z którym fundusze mają w swej polityce inwestycyjnej „maksymalizować bezpieczeństwo i rentowność”. Co więcej, znaleźć można passusy, których treść budzi zastrzeżenia z punktu widzenia aksjologii, jaką powinien kierować się prawodawca przy tworzeniu rozwiązań z zakresu systemu emerytalnego, jak choćby twierdzenie, że wysokie emerytury wypracowane w części kapitałowej są niekorzystne dla finansów publicznych.

Opinia składa się z czterech głównych elementów. Najpierw ogólnie zarysowana została rola OFE w systemie ubezpieczenia społecznego, by zyskać właściwy kontekst dla oceny propozycji zmian. Druga część zawiera szczegółową ocenę najważniejszych propozycji pod względem ich długofalowych skutków dla finansów publicznych i przyszłych emerytów. Kolejną część stanowią szczegółowe uwagi o charakterze legislacyjnym, do poszczególnych przepisów Projektu. W ostatniej zaś części przedstawiono dodatkowe propozycje oraz postulaty legislacyjne, dotyczące usprawnienia funkcjonowania systemu emerytalnego oraz wykonywania nad nim nadzoru państwowego.

¹ *Uzasadnienie do Projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłat emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych*, wrzesień 2013

Część I. Uwagi ogólne

1. Zreformowany system emerytalny a zadłużenie Państwa

1.1. Finansowanie składki do OFE a dług publiczny

Nie zrównoważenie systemów emerytalnych jest jedną z głównych przyczyn kryzysów finansów publicznych w wielu krajach na świecie. W praktyce istnieje konsensus, że do skutecznej reformy finansów publicznych niezbędne są działania naprawcze systemów emerytalnych, ujawniających swoją nieefektywność szczególnie w okresie transformacji demograficznej. Dwa główne źródła niewydolności systemów emerytalnych (w tym FUS) mają charakter strukturalny i są spowodowane:

- A) świadczeniami bezskładkowymi, bądź finansowanymi w niedostatecznym stopniu ze składek;
- B) niewłaściwą relacją między procentowym wymiarem składek i liczbą składujących, z jednej strony, a wymiarem świadczenia i liczbą świadczeniobiorców, z drugiej strony.

Każda złotówka transferowana do OFE ma pokrycie w złotówce wpływów składkowych do systemu emerytalnego, w przeciwieństwie do takich systemów jak: KRUS, zaopatrzeniowy system emerytalny dla służb mundurowych itp. Ponadto każda kwota transferowana do OFE zmniejsza zobowiązania FUS w przyszłości dokładnie w takiej samej proporcji, w jakiej składka do OFE ma udział w całej składce emerytalnej. Tak więc OFE nie wywołują deficytu FUS poprzez przyczynę A. Dlatego przyczyn długookresowego niezrównoważenia systemu emerytalnego należy szukać w jego niewłaściwym skalibrowaniu. W podrozdziale 1.2 szczegółowo przedstawiono błędy popełnione w tym zakresie oraz różne rodzaje ryzyka, które jest z tym związane. W tym miejscu należy jednak podkreślić, że kalibracja obecnie stosowana nie zapewnia zrównoważenia strumieni wpływów i wypływów z FUS, i to niezależnie od tego, czy OFE istnieją, czy nie. **Aby skutecznie i długoterminowo ograniczyć deficyt FUS należy wyeliminować świadczenia niepokryte w pełni składkami (przyczyna A) oraz właściwie skalibrować system (przyczyna B).**

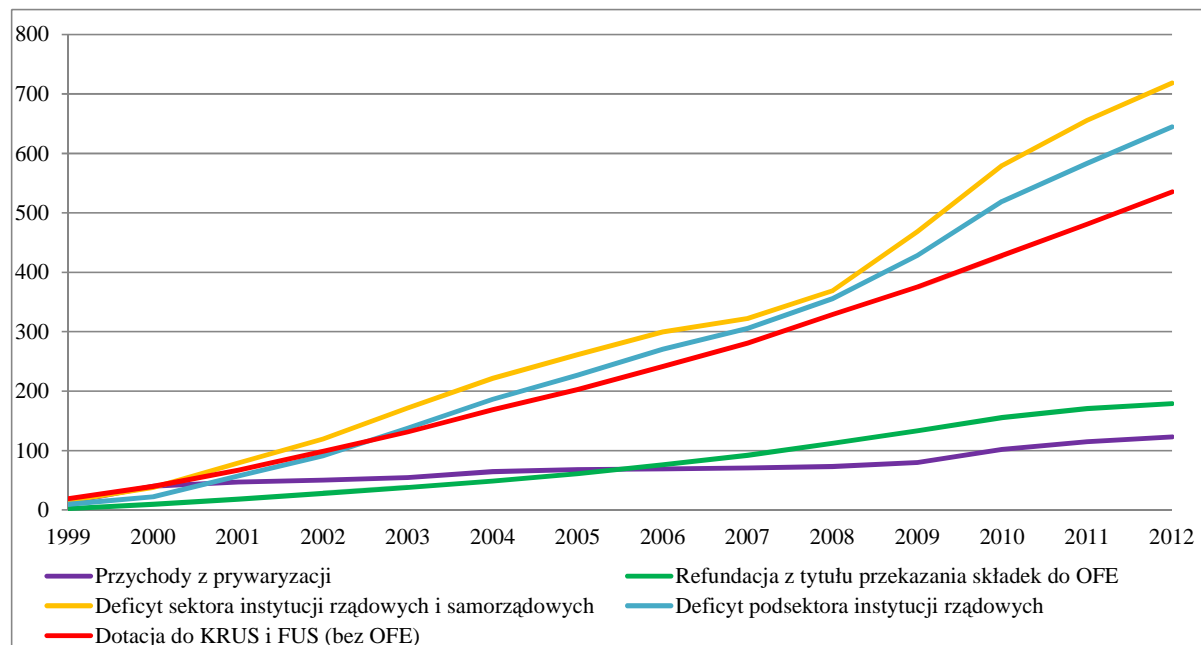
Zgodnie z założeniami reformy emerytalnej wprowadzonej w 1999 roku, przejściowy ubytek przychodów FUS, wynikający z przekazywania części składek do OFE miał być finansowany z wpływów z prywatyzacji majątku będącego własnością Państwa oraz poprzez oszczędności wynikające z eliminacji przyczyny A, czyli świadczeń niepokrytych składkami, generujących znaczne koszty dla systemu (przywileje wybranych grup społecznych i zawodowych). Ostatecznym celem zapoczątkowanej w 1999 roku reformy emerytalnej było wprowadzenie powszechnego systemu zdefiniowanej składki, opartego częściowo na filarze kapitałowym, aby poprzez wykorzystanie rynków finansowych zapewnić dywersyfikację źródeł finansowania świadczeń oraz podnieść wysokość tych świadczeń. Wszystkie te założenia stanowią całość i jako takie powinny być wprowadzone w życie i oceniane. Odrębną kwestią powinna być także konieczność zwrócenia dostatecznej uwagi na zaniechania w zakresie

wprowadzenia pełnej powszechności systemu emerytalnego i oszacowaniu ich konsekwencji dla systemu emerytalnego i finansów publicznych.

Warto zauważyć, że wpływ refundacji z tytułu przekazania składek do OFE na deficyt sektora publicznego jest znacznie mniejszy niż dotacje do FUS i emerytalnego systemu rolniczego. O ile suma refundacji z tytułu przekazania składek do OFE w latach 1999-2012 osiągnęła wartość blisko 179 mld zł², to suma dotacji do systemów emerytalnych administrowanych przez ZUS (bez OFE) i KRUS przekroczyła w tym samym czasie 535 mld zł. Opracowanie rządowe³ stanowiące podstawę proponowanych zmian ustawowych wskazuje, że refundacja z tytułu przekazania składek do OFE wywołała łączne skutki dla długu publicznego w wysokości 279,4 mld zł. Gdyby zastosować podobne rozumowanie dla pozostałej dotacji do FUS oraz do systemu rolniczego, ich łączny skutek dla długu wyniósłby 835,5 mld zł, co odpowiada 99,4% państwowego długu publicznego na koniec 2012 r.

Szacując koszty reformy emerytalnej nie powinno się abstrahować od zagadnienia wpływu prywatyzacji (która w założeniu twórców reformy stanowiła główne źródło finansowania transformacji systemu emerytalnego) na sytuację finansową sektora publicznego. Uwzględnienie samych tylko przychodów z prywatyzacji radykalnie zmienia skalę wpływu refundacji z tytułu przekazania składek do OFE na finanse publiczne. Początkowo przychody z prywatyzacji wyraźnie przekraczały wartość refundacji z tytułu przekazania składek do OFE. W latach 2001-2009 tempo prywatyzacji mierzone skalą przychodów wyraźnie spadło. Od roku 2010 przychody z prywatyzacji w zasadzie równoważą refundację z tytułu przekazania składek do OFE. W sumie w latach 1999-2012 suma przychodów z prywatyzacji była tylko o 56 mld zł niższa niż refundacja z tytułu przekazania składek do OFE.

Wykres 1. Refundacja z tytułu przekazania składek do OFE i przychody z prywatyzacji na tle deficytu sektora publicznego (narastająco, mld zł)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych OECD, www.zus.pl, www.krus.gov.pl.

² Roczniki Statystyczne Ubezpieczeń Społecznych za lata 1999-2011 oraz Ważniejsze informacje z zakresu ubezpieczeń społecznych 2012 r. ZUS, www.zus.pl.

³ Przegląd funkcjonowania systemu emerytalnego. Bezpieczeństwo dzięki zrównoważeniu, MPiPS oraz MF, czerwiec 2013

W latach 1999-2012 suma refundacji z tytułu przekazania składek do OFE wyniosła 179,1 mld zł. Suma deficytów sektora instytucji rządowych i samorządowych za ten sam okres wyniosła 718,6 mld zł, a przychody z prywatyzacji, które zgodnie z założeniami reformy emerytalnej miały finansować ubytek w FUS spowodowany przekazywaniem składek do OFE, wyniosły 122,9 mld zł. Oznacza to, że w latach 1999-2012 udział sumy refundacji z tytułu przekazania składek do OFE w sumie deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych z uwzględnieniem prywatyzacji wyniósł 9,4%, co pokazuje faktyczny wpływ utworzenia filara kapitałowego na skalę deficytu sektora rządowego i samorządowego.

Ograniczając powyższą analizę do deficytu podsektora instytucji rządowych na szczeblu centralnym, który za lata 1999-2012 wyniósł 644,9 mld zł, należy stwierdzić, że uwzględniając wpływy z prywatyzacji, refundacje z tytułu przekazania składek do OFE stanowiły równowartość 10,8% deficytu tego podsektora. W badanym okresie przyrost zadłużenia sektora finansów publicznych wyniósł 567,1 mld zł, ale rzeczywisty wpływ refundacji z tytułu przekazania składek do OFE, z uwzględnieniem przychodów z prywatyzacji, na przyrost zadłużenia Skarbu Państwa był znacznie mniejszy i wyniósł 15,5%.

Analizując wpływ przekazywania składek do OFE na deficyt i zadłużenia publiczne należy podkreślić, że jedną z kluczowych zasad finansów publicznych jest brak bezpośredniego przypisania i połączenia określonych przychodów i kosztów. Co do zasady, środki publiczne pochodzące z poszczególnych tytułów nie są przeznaczane na finansowanie imiennie wymienionych wydatków w budżecie państwa (nie są „znaczone”), co oznacza, że nieuprawnione jest twierdzenie, że to w pierwszej kolejności wydatki związane z systemem emerytalnym generują deficyt, a wydatki na inne cele już nie. Powszechną wiedzą jest występowanie obszarów, także w sferze szerokorozumianego systemu emerytalnego, w których nie przeprowadzono wszystkich koniecznych, z punktu widzenia racjonalności, reform i które przez to generują znaczne wydatki budżetu Państwa, np. KRUS, emerytury górnicze, system świadczeń kompensacyjnych dla nauczycieli czy zaopatrzeniowy system emerytalny dla służb mundurowych i funkcjonariuszy wymiaru sprawiedliwości. Zestawienie wydatków sektora finansów publicznych w poszczególnych częściach systemu emerytalnego wskazuje wręcz, że akurat wydatki na OFE są najniższą ze wszystkich pozycji, a dotyczą przecież zdecydowanie największej części obywateli. Za właściwe należy uznać optymalizowanie wydatków we wszystkich obszarach, tak aby obszary te funkcjonowały jak najbardziej efektywnie.

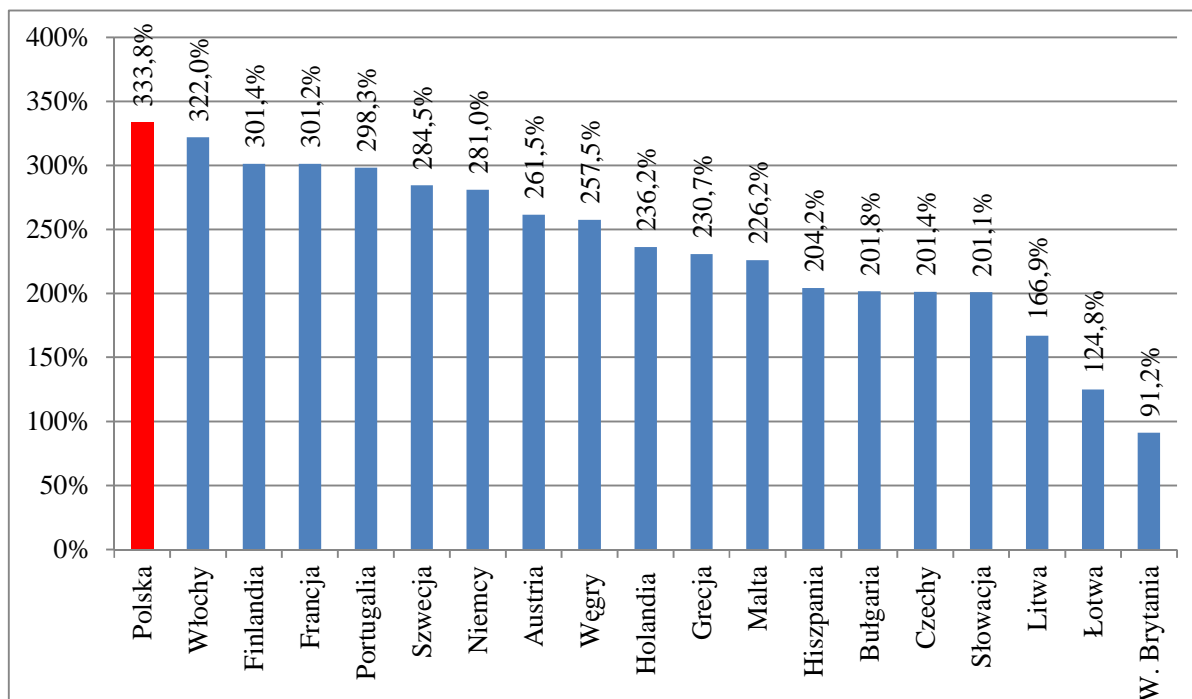
W sytuacji kryzysu finansów publicznych koncepcja redukcji długu wywołanego transferem do OFE poprzez redukcję składki do funduszy emerytalnych (i zwiększenie składki na subkonto w ZUS) bądź umorzenie części aktywów OFE i zaksięgowanie ich równowartości na kontach w ZUS wydaje się rozwiązaniem pozornie łatwym do przeprowadzenia i zarazem skutecznym tak z punktu widzenia interesów budżetu państwa, jak i bezpieczeństwa finansowego przyszłych emerytów. Operacja ta zmniejszy dług publiczny, ale nie zmniejszy całkowitych zobowiązań Państwa. Zapisy na kontach w ZUS są również zobowiązaniami, dla Skarbu Państwa równie istotnymi i wymagalnymi jak obligacje (o ile Państwo taką samą wagę przykładają do wypełnienia obietnic wobec własnych obywateli co wobec np. korporacji i inwestorów-nierezydentów).

Unia Europejska od lat zwraca uwagę na konieczność ujawniania tzw. ukrytych zobowiązań emerytalnych. Zgodnie z metodologią ESA 2010 takie ujawnienie powinno nastąpić już w roku 2014. Co ważne – ujawnienie ukrytych zobowiązań emerytalnych nie będzie żadnym

podważaniem standardów księgowości. Spółki publiczne w UE od lat muszą ujawniać w sprawozdaniach zobowiązania swoich planów emerytalnych, uzasadnione wydaje się wymaganie takiej samej jawności od państwa⁴.

Ukryte zobowiązania emerytalne (*Implicit Pension Debt*) w systemie repartycyjnym to innymi słowy bieżąca wartość strumienia przyszłych zobowiązań⁵, co w systemie zdefiniowanej składki można w przybliżeniu przełożyć na zapisy na kontach hipotetycznych. Dla kalkulacji tego długu nie ma znaczenia fakt, że państwo może liczyć na strumień przyszłych składek emerytalnych, ponieważ **każda taka składka jednocześnie spłaca jedno zobowiązanie i tworzy kolejne**, zaksięgowane na koncie osoby składkującej (jest to sytuacja podobna do tej, gdy ktoś pokrywa tylko odsetkową część raty kredytu za mieszkanie przychodami z wynajmu – dług hipoteczny się z tego powodu nie zmniejsza). Przyrost długu ukrytego odpowiada w takiej sytuacji przyrostowi stanu kont hipotetycznych w ZUS. Międzynarodowe szacunki wskazują, że polskie zobowiązania emerytalne w zależności od metodologii wynoszą w przedziale od 333% do 361% PKB i należą do rekordowo wysokich w Europie⁶.

Wykres 2. Zobowiązania emerytalne publicznych systemów emerytalnych (jako %PKB, 2006 r.)



Źródło: *Pension obligations of government employer pension schemes and social security pension schemes established in EU countries*, Christoph Müller, Bernd Raffelhüschen, Olaf Weddige, Research Center for Generational Contracts – by order of the European Central Bank, 2009.

⁴ *Public Pensions in the National Accounts and Public Finance Targets*, Heikki Oksanen, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Komisja Europejska, lipiec 2004.

⁵ Tamże. Więcej na temat metodologicznych aspektów mierzenia ukrytych zobowiązań emerytalnych (w:) Robert Holzmann, Robert Palacios, Asta Zviniene, *Implicit Pension Debt: Issues, Measurement and Scope in International Perspective*, Social Protection Discussion Paper Series, World Bank 2004.

⁶ *Zob. Pension obligations of government employer pension schemes and social security pension schemes established in EU countries*, Christoph Müller, Bernd Raffelhüschen, Olaf Weddige, Research Center for Generational Contracts – by order of the European Central Bank, 2009; *Dług ukryty w Polsce*, Grzegorz Gołębiowski, Łukasz K. Kozłowski, Studia BAS nr 4(28), 2011.

Warto też zauważyć, że skoro waloryzacja w I filarze była podobna, a na subkoncie wyraźnie wyższa niż rentowność obligacji, zatem **średnio rzecz biorąc, złotówka zaksięgowana na kontach w ZUS generuje większe zobowiązanie Państwa niż koszt obligacji kompensujących składkę do OFE**. Oczywiście można argumentować, że obecnie czym innym jest dług publiczny i czym innym ukryty dług emerytalny. Jednak wydaje się, że dążenie UE do ujawniania długu emerytalnego, nie służy tylko celom informacyjnym, ale użyciu tego wskaźnika jako parametru dyscyplinującego finanse publiczne w bliższej lub dalszej przyszłości. Właśnie w takim kontekście powinny być oceniane wszelkie propozycje związane z przesuwaniem składek między filarami zreformowanego systemu emerytalnego.

System repartycyjny – niezależnie od tego, czy zdefiniowanego świadczenia czy zdefiniowanej składki – jest jednak po części reliktem starej epoki, gdy demografia była stabilna, bezrobocie nie fluktuowało, a siła robocza nie przemieszczała się między jurysdykcjami. Współczesne realia są jednak zupełnie inne. Szacuje się, że w ostatnich latach za granicą przebywało ponad 2 miliony Polaków⁷, a stopa bezrobocia w ostatnich pięciu latach wzrosła o blisko 4 p. proc.⁸. Osoby te były poza polskim systemem ubezpieczeń społecznych, co wprost znalazło odzwierciedlenie w ubytku składek w FUS i pociągnęło za sobą konieczność dotacji z budżetu państwa.

Warto wreszcie wspomnieć, że problem ujawnionego długu publicznego wynikającego z transferów do OFE i przekroczenia progów ostrożnościowych można rozwiązać alternatywnymi sposobami. Obligacje skarbowe posiadane przez jednostki sektora publicznego nie są zaliczane do długu publicznego – dobrym tego przykładem jest Fundusz Rezerwy Demograficznej, który pod względem materialnym funkcjonuje podobnie do OFE, ale pod względem księgowym jego portfel obligacji skarbowych nie generuje państwowego długu publicznego. Wystarczyłoby zatem, aby obligacje w portfelach OFE stały się własnością jednostki sektora publicznego, a wówczas nie księgowaliby się po stronie jawnego długu publicznego. Można to zrobić na dwa sposoby:

- a) Poprzez przekazanie całości obligacji skarbowych z portfeli OFE do specjalnie w tym celu utworzonego **państwowego funduszu emerytalnego** na przykład w ramach ZUS. W zamian za przekazane obligacje, OFE otrzymałyby jednostki uczestnictwa w takim funduszu – każdy OFE w jednym odpowiadającym mu subfunduszu. Aktywa poszczególnych subfunduszy zarządzane byłyby przez PTE (na zasadzie outsourcingu) i wyceniane analogicznie jak dotąd aktywa OFE w części obligacyjnej.
- b) Poprzez wprowadzenie takich regulacji prawnych, które sprawiłyby, że OFE kwalifikowane byłyby jako część sektora finansów publicznych.

1.2. Makroekonomiczne konsekwencje długu publicznego w krajach regionu

Podnosi się, iż przekazywanie składki do OFE generuje dług publiczny, obniżając wiarygodność Polski na rynkach finansowych. Przekłada się to na wyższe koszty finansowania długu publicznego, wyższe stopy procentowe w gospodarce oraz hamuje wzrost PKB. Warto przeanalizować sytuację w tym zakresie porównując Polskę do podobnych krajów w regionie. Wykorzystano w tym celu dane⁹ za lata 2000-2012 z Czech – kraju bez

⁷ *Sytuacja demograficzna Polski Raport 2011-2012*, Rządowa Rada Ludnościowa, Warszawa 2012.

⁸ Strona internetowa GUS, www.stat.gov.pl.

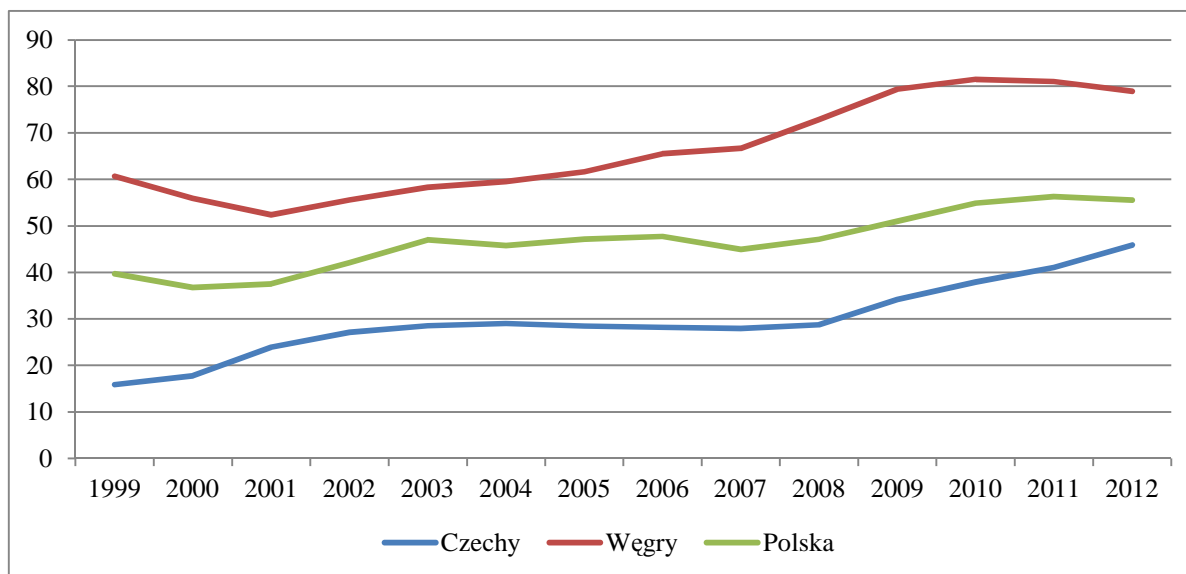
⁹ Wykorzystano dane OECD z bazy OLISnet oraz ze stron internetowych banków centralnych Polski, Czech i Węgier.

kapitałowej części systemu emerytalnego oraz Węgier – kraju, który wprowadził a następnie zlikwidował kapitałowy filar systemu emerytalnego.

W latach 2000-2012 relacja długu publicznego do PKB rosła we wszystkich analizowanych krajach. Wg danych OECD, na koniec 2012 r. dług publiczny w relacji do PKB, liczony zgodnie z kryterium Maastricht, wynosił w Polsce, Czechach i na Węgrzech odpowiednio: 55,6%, 45,9% i 79,0%. Warto zaznaczyć, że w przypadku Węgier wskaźnik ten uwzględnia już nacjonalizację aktywów funduszy emerytalnych, która doprowadziła do nieznacznego spadku omawianego wskaźnika.

Największy przyrost długu publicznego w relacji do PKB na poziomie 30 pkt. proc. odnotowano w Czechach, czyli kraju, który nie przeprowadził reformy systemu emerytalnego opartej na wprowadzeniu części kapitałowej. W Polsce i na Węgrzech przyrost długu publicznego w relacji do PKB wynosił odpowiednio 15,9 pkt. proc i 18,3 pkt. proc. Można więc z tego wysnuć wniosek, że tempo narastania długu publicznego zależy w głównej mierze od polityki prowadzonej w tym zakresie przez poszczególne rządy, a kapitałowy system emerytalny i generowany przez niego dług można finansować w sposób kontrolowany. Z drugiej strony brak kapitałowego systemu emerytalnego, jak w przypadku Czech, nie stanowi gwarancji niskiego tempa narastania długu, a likwidacja tego systemu, jak w przypadku Węgier, przynosi stosunkowo niewielką poprawę w tym zakresie.

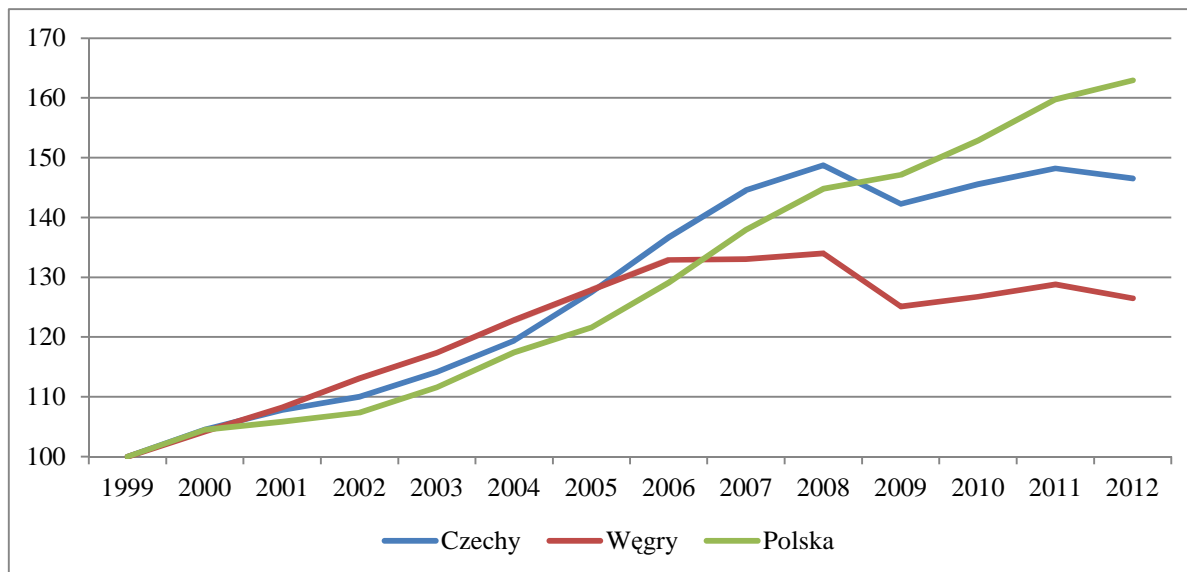
Wykres 3. Dług publiczny wybranych krajów w latach 1999-2012 (% PKB)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych OECD.

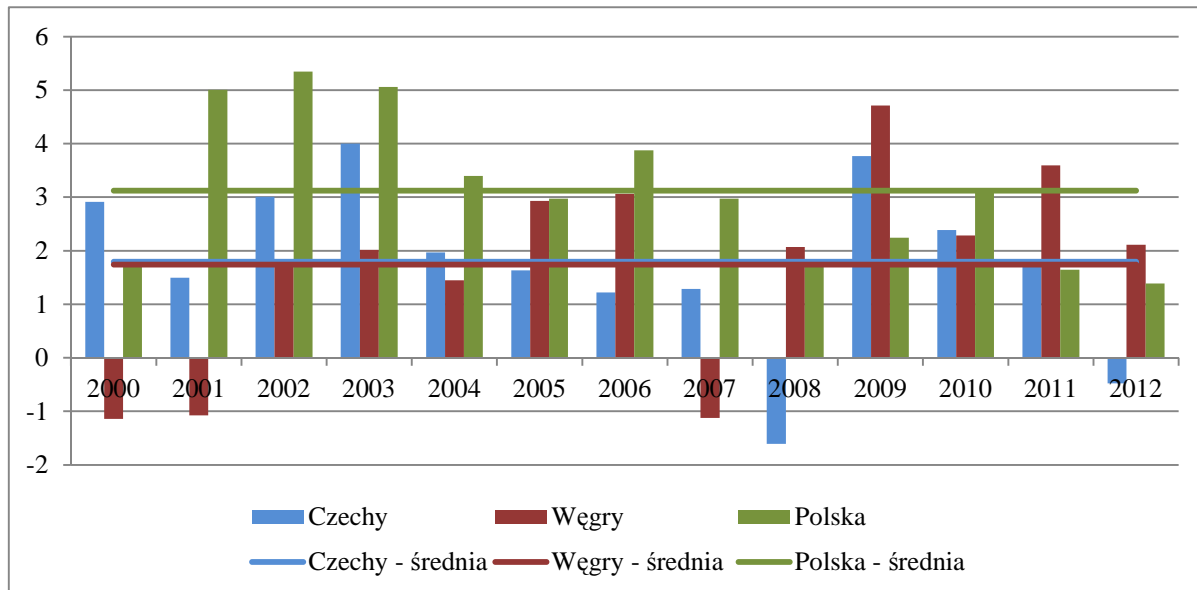
Analizując przykłady Polski, Czech i Węgier można zauważyć, że w latach 2000-2012 najniższy wzrost gospodarczy występował na Węgrzech (1,8% średniorocznie), a więc w kraju o najwyższym poziomie długu publicznego w relacji do PKB. Jednak krajem o najwyższym przyroście PKB w tym okresie była Polska (3,8% średniorocznie), mimo tego, że nasz dług publiczny był na poziomie istotnie wyższym niż w Czechach, gdzie wzrost PKB nie przekraczał 3%. Oznacza to, że tempo rozwoju gospodarczego zależy w głównej mierze od efektywności polityki gospodarczej prowadzonej w danym kraju, a kontrolowany i efektywnie wykorzystywany dług publiczny nie musi stanowić czynnika hamującego wzrost PKB.

Wykres 4. PKB w wybranych krajach w latach 2000-2012 (rok 1999 = 100)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych OECD.

Analizowane dane wskazują, że wysokość długu publicznego nie znajduje bezpośredniego i prostego przełożenia na koszty jego obsługi. W latach 2000-2012 najwyższą realną (z uwzględnieniem inflacji) wysokość oprocentowania skarbowych papierów wartościowych miała Polska (3,1%), potem były Czechy (1,8%) i Węgry (1,7%). Oznacza to, że najniższe realne oprocentowanie długoterminowych papierów skarbowych występowało na Węgrzech, a więc w kraju o najwyższym poziomie zadłużenia. Węgierskie papiery skarbowe miały nawet niższe realne oprocentowanie niż analogiczne instrumenty Czech, czyli kraju o najniższym poziomie długu publicznego. Wyraźnie wyższe realne oprocentowanie papierów skarbowych występowało w Polsce, co z pewnością nie może być wyjaśnione przez poziom długu publicznego, czy tempo jego narastania. Jednocześnie przykład Polski pokazuje, że możliwy jest wysoki wzrost PKB nawet w warunkach wysokich stóp procentowych i związanych z tym kosztów obsługi długu publicznego.

Wykres 5. Realne oprocentowanie długoterminowych papierów skarbowych w wybranych krajach w latach 2000-2012 (%)

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych OECD.

Analiza średniego poziomu podstawowych stóp procentowych banków centralnych w Polsce, Czechach i na Węgrzech wykazała, że w latach 2000-2012 najwyższe stopy procentowe utrzymywane były przez polski bank centralny (średni poziom 6,7%). Nieco niższy poziom stóp procentowych stosował węgierski bank centralny (5,8%), a zdecydowanie najniższe występowało w Czechach (2,4%). Zestawiając przedstawiane dane z inflacją w poszczególnych krajach (odpowiednio: 3,5%, 5,8% i 2,6%) można zauważyć, że polski bank centralny prowadził w latach 2000-2012 zdecydowanie najbardziej restrykcyjną politykę pieniężną, utrzymując realny poziom stopy procentowej na wysokości ponad 3%. W tym samym okresie banki centralne Węgier i Czech prowadziły politykę zerowych czy nawet nieznacznie ujemnych realnych stóp procentowych. Polityka banku centralnego znajduje odbicie w kosztach obsługi długu publicznego. Polityka niskich realnych stóp procentowych prowadzona przez banki centralne Czech i Węgier znalazła swoje odzwierciedlenie w niskich kosztach obsługi długu publicznego w tych krajach. Z kolei restrykcyjna polityka polskiego banku centralnego przyczyniła się do tego, że realne koszty obsługi długu publicznego w Polsce były średnio o 1,3-1,4 pkt. proc. wyższe niż na Węgrzech i w Czechach.

Tabela 1. Średni poziom podstawowych stóp procentowych banków centralnych w wybranych krajach w latach 2000-2012

	Średni nominalny poziom podstawowej stopy procentowej banku centralnego	Średni poziom inflacji	Średni realny poziom podstawowej stopy procentowej banku centralnego	Średnie realne oprocentowanie skarbowych papierów wartościowych
Polska	6,7%	3,5%	3,1%	3,1%
Węgry	5,8%	5,8%	0,0%	1,7%
Czechy	2,4%	2,6%	-0,2%	1,8%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych OECD.

1.3. Zbilansowanie filarów systemu emerytalnego

Fundament zmian systemowych zaproponowany w *Projekcie*, polegający na przesunięciu zobowiązań z OFE na subkonto w ZUS, jest uzasadniany „neutralnością” takiej operacji dla bilansu systemu emerytalnego. U podstaw takiego rozumowania leży przekonanie o zbilansowaniu wszystkich filarów systemu emerytalnego (I filar, subkonto ZUS, drugi filar). W rzeczywistości teza ta opiera się na skrócie myślowym, przypisującym systemom zdefiniowanej składki zbilansowanie z definicji. Tymczasem, zdefiniowana składka oznacza jedynie, że wysokość świadczenia pozostaje w ścisłej relacji do historycznie wpłacanych składek¹⁰, nic natomiast nie mówi o tym, że system finansujący te świadczenia nie będzie deficytowy.

Zbilansowanie systemu *ex definitione* osiągane jest jedynie w kapitałowych systemach zdefiniowanej składki i też tylko w fazie akumulacji, bowiem tam każdy emeryt posiada proporcjonalny udział w aktywach funduszu emerytalnego, a aktywa te są rzeczywistymi środkami, które można w każdej chwili spieniężyć (ze względu na specyfikę systemu, odwrotnie niż np. w dobrowolnych funduszach inwestycyjnych, ryzyko niepłynności w fazie akumulacji jest tu pomijalne). Innymi słowy, kapitałowy system DC (*defined contribution*) jest zbilansowany w fazie akumulacji, gdyż z samej jego konstrukcji wynika, że w każdym momencie jego aktywa netto są równe środkom należnym członkom.

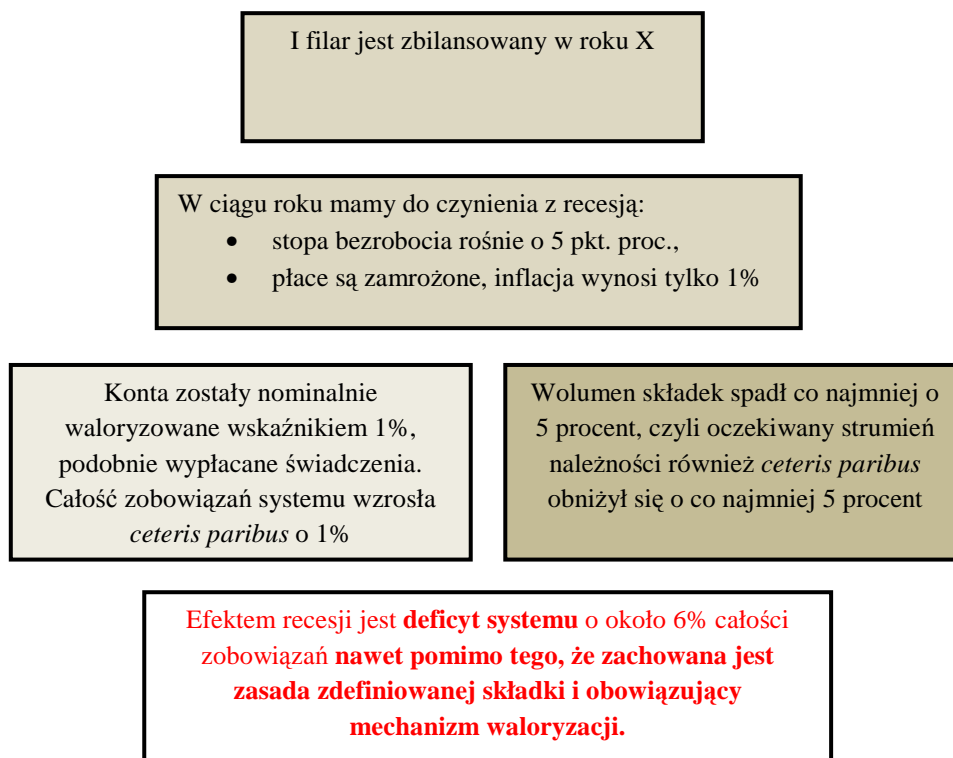
Możliwe jest wystąpienie niezbilansowania w systemie kapitałowym zdefiniowanej składki, jeśli wprowadzone zostaną podwójne standardy księgowości i jednostki uczestnictwa będą inaczej (**oczywiście – wyżej**) indeksowane, niż wynosi rzeczywisty zwrot z inwestycji, co upodobni system emerytalny do piramidy finansowej. Mamy wówczas do czynienia z tzw. systemem dwuindeksowym. System taki może przez całkiem długi okres, w szczególności przez całą fazę akumulacji, „wyglądać z zewnątrz” na zbilansowany, ale potem prędzej czy później utraci płynność i albo zbankrutuje, albo będzie wymagał akcji naprawczej – uzupełnienia z zewnątrz brakujących środków lub obniżenia zaksięgowanych zobowiązań.

W tym momencie pojawia się fundamentalne pytanie o zbilansowanie repartycyjnego systemu zdefiniowanej składki (z indywidualnymi kontami hipotetycznymi, tzw. *notional account*). Systemy te nie gromadzą aktywów, ale jedynie bieżące i przyszłe zobowiązania oraz bieżący i przyszły strumień składek. Zbilansowanie takiego systemu wystąpi jedynie wtedy, gdy sztywno określone (zaksięgowane) zobowiązania będą odpowiadać zdyskontowanemu strumieniowi należności, którego nie da się do końca przewidzieć i nad którym twórcy systemu mają ograniczoną kontrolę. Wymaga to bardzo przemyślanej konstrukcji całego systemu i w żadnym razie nie jest osiągane automatycznie.

Repartycyjnym systemom typu DC niekiedy zdecydowanie bliżej do systemów kapitałowych dwuindeksowych niż do właściwych systemów kapitałowych zbilansowanych z natury, co wynika z faktu, że waloryzacja zobowiązań w takich systemach jest często decyzją *stricte* polityczną. Systemy te mogą być lepiej lub gorzej projektowane, aby zapewnić zbilansowanie, ale zbilansowanymi z automatu nigdy nie będą.

Problem braku zbilansowania można pokazać na prostym przykładzie. W kryzysowym roku 2008 w Hiszpanii stopa bezrobocia wzrosła o 6,7 p. proc., a w roku 2009 w Irlandii o 5,5 p. proc. Przyjmijmy zatem, że:

¹⁰ W przeciwieństwie do systemu zdefiniowanego świadczenia (DB).



Zgodnie z szacunkami podawanymi przez ZUS¹¹, w sierpniu 2011 roku suma stanów kont emerytalnych w ZUS (I filar, z uwzględnieniem waloryzacji składek i kapitału początkowego, z uwzględnieniem składek za okres do końca II kwartału 2011 r.) wynosiła 2 067,5 mld zł (w tym 1 403,8 mld zł to kwota zwaloryzowanego kapitału początkowego). Była to wysokość zobowiązań ZUS względem przyszłych świadczeniobiorców. Wystąpienie recesji na taką skalę, jak w przykładzie powyżej, spowodowałoby **jednorazowe wygenerowanie deficytu systemu repartycyjnego o wysokości ok. 130 miliardów złotych**, a przecież w przyszłości środki zewidencjonowane na kontach w ZUS jeszcze znacząco wzrosną.

W Polsce tak duże jednorazowe skoki nie były jeszcze odnotowywane, ale roczne wzrosty powyżej 2 p. proc. zdarzały się w niektórych latach. Warto choćby przytoczyć okres spowolnienia 1998-2001, gdy bezrobocie wzrosło łącznie o 7,4 p. proc. a w tym samym czasie skumulowana inflacja wyniosła 13,5% (i o tyle teoretycznie musiałyby wzrosnąć zobowiązania systemu repartycyjnego, gdyby funkcjonował on w tamtym okresie na obecnych zasadach). **Zatem, w świetle danych historycznych z Polski i krajów UE, przedstawiony wyżej scenariusz jednorazowego wygenerowania ponad stu miliardów długu ukrytego wydaje się być realistyczny.**

Niekiedy podkreśla się wrażliwość funduszy emerytalnych na bessy giełdowe, ale jednocześnie zdają się całkowicie ignorować wrażliwość systemu repartycyjnego na sytuację na rynku pracy. Tymczasem oba systemy są wrażliwe, tylko w systemie kapitałowym bessa natychmiast ujawnia się tak samo, zarówno w aktywach i zobowiązaniach funduszy, a w repartycyjnym systemie dwuindeksowym kryzys na rynku pracy zostaje sztucznie ukryty i zamieniony na strumień deficytów.

¹¹ <http://www.zus.pl>

Podkreślenia wymaga, że nie ma żadnej gwarancji, że I filar systemu emerytalnego, z obowiązującym wskaźnikiem waloryzacji, będzie zbilansowany, a contrario – wszelkie poważne recesje będą powodowały jego nieodwracalne niezbilansowanie przez fakt, że waloryzacja zobowiązań będzie wyższa niż wzrost należności, ale nigdy nie będzie miał miejsca mechanizm odwrotny.

Brak gwarancji zbilansowania I filara wynika z prostego faktu, że jego zobowiązania są indeksowane w sposób arbitralny, a należności są wynikowe (narzucone z zewnątrz). Pierwszy filar może wyglądać na pierwszy rzut oka na zbilansowany, jako że powiązано tam waloryzację zobowiązań ze wzrostem funduszu wynagrodzeń, a wzrost funduszu wynagrodzeń jest tym samym co wzrost należności (przyszłych wpłacanych składek). W rzeczywistości sam mechanizm jest jednak bardziej skomplikowany – waloryzacja nie może bowiem być ujemna i niższa od inflacji. Sytuacje zmiany funduszu płac poniżej inflacji czy nawet jego spadek są możliwe i historycznie w ciągu ostatnich dwunastu lat już miały miejsce, wówczas I filar działa jako system dwuindeksowy, generując **nieodwracalny deficyt**. Konieczne jest w tym momencie przypomnienie, że pierwotna – wprowadzona reformą z 1999 roku, waloryzacja kont w I filarze była inna – był to wskaźnik równy inflacji plus 75% realnej zmiany funduszu płac, bez dolnego ograniczenia. Tamten wskaźnik był dużo bliższy zbilansowaniu systemowemu, co łatwo sprawdzić aplikując go do powyższego przykładu z recesją (wygenerowany deficyt byłby czterokrotnie niższy). Należy sobie postawić pytanie, czy I filar jest zawsze i wszędzie w sposób oczywisty zbilansowany?

Reforma emerytalna z 1997 roku przybliżała Polskę do likwidacji permanentnego deficytu systemu emerytalnego, poprzez rezygnację z zasady zdefiniowanego świadczenia na rzecz zasady zdefiniowanej składki i utworzenie filara kapitałowego. Niemniej, system zdefiniowanej składki jest tylko możliwy do zbilansowania, ale nie zbilansowany z definicji. **W obecnym kształcie, I filar pozostaje wciąż nie zrównoważony, co zaowocuje koniecznością dopłat do FUS i deficytem budżetowym w przyszłości**, nawet gdy zniknie cały „stary portfel” emerytów. Niezbilansowanie to będzie się pogłębiać w miarę pogarszania się sytuacji demograficznej Polski i występowania fluktuacji na rynku pracy przy każdej przyszłej recesji.

Co więcej, repartycyjny system zdefiniowanej składki nie jest idealną receptą na negatywne trendy demograficzne. Zaprojektowany przy założeniu zbilansowania system repartycyjny zdefiniowanej składki jedynie **urealnia wysokość emerytur, ale nie rozwiązuje problemu starzenia się społeczeństwa**. System niezbilansowany – jak obecnie funkcjonujący w ZUS – nie ma nawet tego wymiaru urealnienia. Obowiązujący mechanizm waloryzacji nie uwzględnia faktu, że to nie obecni pracujący, ale raczej ich wnuki będą odpowiadały za spłatę księgowanych teraz zobowiązań. Nie uwzględnia także specyfiki polskiej piramidy demograficznej, w szczególności możliwej sytuacji, gdy na emeryturę przechodzą roczniki wyżu, a na rynek pracy wchodzi roczniki niżu. Niezbilansowanie pokoleniowe przekłada się, przy obecnie stosowanym mechanizmie waloryzacji, na deficyt w FUS i wzrost ukrytego długu emerytalnego, a nie urealnienie zobowiązań systemu.

Czy subkonto w ZUS jest zbilansowane w długim okresie?

Utworzone w roku 2011 subkonta w ZUS waloryzowane są średniorocznym wzrostem PKB (przy czym waloryzacja nie może być ujemna) i funkcjonują podobnie do I filara pod względem metody obliczania zobowiązań emerytalnych i metody ich finansowania – będzie to zatem system w pełni repartycyjny. To właśnie subkonta w ZUS miałyby przejąć zobowiązania II filara (OFE).

Rachunek matematyczny wskazuje, że jest niemożliwe, aby jednocześnie zbilansowany był I filar i subkonto. Jeśli bowiem, czysto teoretycznie, zbilansowany byłby I filar, to niezbilansowane byłoby subkonto, gdyż I filar i subkonto w ZUS mają identycznie zdefiniowane należności (strumień składek zmieniający się wraz z funduszem wynagrodzeń) ale inaczej zdefiniowane są zobowiązania. **Subkonto w ZUS jest z samej definicji systemem dwuindeksowym, a tym samym niezbilansowanym.**

PKB odpowiada wartości dodanej w gospodarce (GVA – *gross value added*), natomiast wartość dodana generowana jest przez dwa komponenty – pracę i kapitał. Komponent czynnika pracy jest istotniejszy, w rozwiniętych gospodarkach odpowiada za 50 do 70% GVA¹², niemniej, udział komponentu kapitałowego pozostaje istotny, a co więcej, komponent kapitałowy cechuje wyższa dynamika.

Wyższe tempo wzrostu PKB niż tempo wzrostu płac jest zasadą uniwersalną, przy czym różnica między wzrostem płac a wzrostem gospodarczym pogłębia się w krajach rozwiniętych. Nawet w państwach o dużej redystrybucji PKB i niskim zróżnicowaniu dochodów, jak kraje skandynawskie, relacja wskaźnika wzrostu mediany dochodu do wskaźnika wzrostu PKB per capita nie przekracza 80%. W krajach o większym zróżnicowaniu dochodu i kapitałochłonnej gospodarce ta proporcja jest dużo gorsza. Przykładowo, w latach 2000-2007 wskaźnik wzrostu mediany wynagrodzenia do wzrostu PKB per capita wynosił w Wielkiej Brytanii 43%, w USA 26%, a w Kanadzie 0% (medianowe płace realnie nie wzrosły przez 8 lat przy wzroście PKB). Nienadążaniu płac za wzrostem gospodarczym towarzyszy spadek udziału komponentu czynnika pracy w wartości dodanej. W latach 1970-2007 w USA komponent czynnika pracy w GVA spadł z 64 do 60%, w Szwecji z 66 do 61%, a w Kanadzie z 59 do 55%¹³.

Wysoki dotychczasowy wskaźnik waloryzacji na subkoncie ZUS bywa używany jako argument za wyższością tego konta nad inwestycjami II filara, co z kolei ma zachęcić do dalszego transferu środków z OFE do ZUS. Jednak jest to przedstawienie tylko jednej strony zagadnienia – obietnic wypłaty, w oderwaniu od kosztów ich finansowania w przyszłości. Tymczasem, w świetle przedstawionych wyżej globalnych trendów wynika, że **system subkont ZUS**, którego zobowiązania będą podążały za tempem wzrostu gospodarczego, a należności za wzrostem funduszu płac, **będzie permanentnie niezbilansowany i będzie generował deficyty na dużą skalę.**

Nie bez znaczenia pozostaje także fakt, że wyliczenie wykazujące przewagę subkonta ZUS nad OFE, obarczone jest poważną niedoskonałością, polegającą na wykorzystaniu wysokich nominalnych przyrostów PKB z okresu kiedy nie funkcjonowały jeszcze OFE, co w sposób znaczący wpływa na końcowy wynik takiego porównania. Należy jednak podkreślić, że subkonto w ZUS funkcjonuje dopiero od 2011 roku, i od wtedy prowadzona jest waloryzacja zaewidencjonowanych tam środków. Porównanie wcześniejszych waloryzacji jest posunięciem tylko czysto teoretycznym.

Wyliczenie i przedstawienie wskaźnika waloryzacji za lata wcześniejsze pozwala także na posłużenie się w obliczeniach nominalnym przyrostem PKB z okresu, kiedy nie funkcjonowały OFE, za to ze względu na stosunkowo wysoką inflację nominalny przyrost PKB był niespotykanie wysoki, np. w połowie ostatniej dekady ubiegłego wieku przekraczał

¹² Zob. *Painful separation. An international study of the weakening relationship between economic growth and the pay of ordinary workers*, Resolution Foundation, 2011.

¹³ Tamże.

nawet 30% w skali roku. Wykorzystanie do porównań nominalnego wzrostu PKB z lat 1994-2000 radykalnie wpływa na średnią wartość wskaźnika waloryzacji z lat 2000-2012. Należy zauważyć, że przyrost nominalnego PKB między rokiem 1994 a 2012 wyniósł blisko 550% (11% średniorocznie, przy średniorocznej inflacji 6,5%), z czego przyrost między rokiem 1994 a 1999 wyniósł 170% (22% średniorocznie, przy średniorocznej inflacji ponad 15%), a między rokiem 1999 a 2012 już tylko 140% (7% średniorocznie, przy średniorocznej inflacji 3%). Zestawienie tych wielkości wyraźnie pokazuje jak znacząco na całkowity wynik wskaźnika waloryzacji wpłynęło uwzględnienie w wyliczeniach nominalnych (a więc uwzględniających wysoką inflację) przyrostów PKB z II połowy dekady lat 90-tych. Dla przykładu, oficjalnie ogłoszony wskaźnik waloryzacji za rok 2011 wyniósł 7,54% (przy inflacji 4,3%), a za rok 2012 już tylko 6,27% (przy inflacji 3,7%).

1.4. Indeksacja tempem wzrostu PKB a indeksy giełdowe

Ponieważ, jak wykazano wyżej, udział komponentu czynnika pracy w wartości dodanej ma ujemną dynamikę, to z czystego rachunku ekonomicznego wynika, że w długim okresie komponent kapitałowy musi mieć dynamikę wyższą niż wzrost PKB. Krótkookresowa zależność wzrostu PKB i wzrostu indeksów giełdowych jest natomiast dość skomplikowana.

Zależność między dynamiką PKB a dynamiką indeksu giełdowego

Przekrojowe badania¹⁴ zależności wzrostu PKB i zmian indeksów giełdowych (obejmujące wiele krajów i nawet stuletnie szeregi danych) wskazują na bardzo słabe korelacje, w dodatku raczej ujemne niż dodatnie. Ujemne korelacje uzyskano choćby dla próbki szesnastu krajów rozwiniętych za lata 1900-2002, podobnie dla próbki dziewiętnastu krajów rozwiniętych za lata 1970-2002 i szesnastu krajów w latach 1980-2010, czyli już po części w rzeczywistości „pokryzysowej”. Dla krajów rozwijających się (po transformacjach ustrojowych, czyli po roku 1988) uzyskano minimalną pozytywną korelację.

Jeśli w badaniach uwzględniano opóźnienia, to wówczas można było zaobserwować słabą korelację zmian indeksów giełdowych z przyszłymi zmianami PKB (krach na giełdzie często poprzedza kryzys w gospodarce, choć nie każdemu krachowi towarzyszy recesja). Co ciekawe, na podstawie pogłębionych analiz formułowane są hipotezy o przyczynowo skutkowym charakterze tej zależności – spadek indeksów giełdowych nie tyle jest predyktorem spadku dynamiki PKB, co wręcz **przyczyną** (co można tłumaczyć zachowaniami konsumentów, którzy widząc załamanie na giełdzie, ograniczają konsumpcję i przyczyniają się do spowolnienia gospodarczego).

Empiria wskazuje zatem wyraźnie, że indeksacja wzrostem PKB nie jest substytutem indeksacji przyrostami indeksów giełdowych, bowiem kraje o bardzo różnej dynamice PKB mogą mieć w długim okresie bardzo podobne wzrosty na giełdach, albo też kraje o bardzo podobnej dynamice PKB mogą mieć radykalnie różną dynamikę indeksów giełdowych.

Biorąc pod uwagę charakter polskiego systemu emerytalnego, możemy twierdzić, że **brak korelacji między dynamiką PKB a dynamiką indeksów giełdowych jest zjawiskiem pozytywnym z punktu widzenia zasady zróżnicowanych źródeł finansowania emerytury.**

¹⁴ Por. *Reports of the Death of Equities Have Been Greatly Exaggerated: Explaining Equity Returns*, Ben Inker, GMO White Paper, 2012.

Czy wzrost indeksu giełdowego może w długim okresie być wyższy niż wzrost PKB?

Nawet jeśli stwierdzimy brak korelacji między wzrostem PKB a wzrostem indeksów giełdowych, pojawić się może argument, że długookresowo skumulowany wzrost tych wskaźników musi być w przybliżeniu identyczny, ponieważ w ten czy inny sposób odzwierciedlają one to samo – przyrost produkcji w gospodarce. Rozumowanie to nie ma jednak potwierdzenia w empirii, co więcej, nie ma ono również potwierdzenia w teorii, a wynika to z następujących różnic między pomiarem PKB a wyceną spółek giełdowych:

- Nawet w krajach bardzo rozwiniętych, giełda nie odzwierciedla całej gospodarki. Obejmuje ona spółki wyselekcjonowane, z sektorów wysokowydajnych, innowacyjnych, kapitałochłonnych. Na giełdzie natomiast słabo reprezentowane są spółki sektora usług publicznych oraz sektora gospodarki o niskiej kapitałochłonności i wysokiej pracochłonności, jak rolnictwo czy niektóre usługi.
- Przyrost PKB odpowiada przyrostowi wartości dodanej, która wiąże się z kolei z wolumenem sprzedaży. Zmiana indeksów giełdowych wiąże się ze zmianą wyceny spółek, związanych z ich dochodowością. Te dwa czynniki nie muszą się pozytywnie korelować, a mogą wręcz korelować się ujemnie – jeśli przedsiębiorstwo prowadzi politykę cen dumpingowych, może czasowo zwiększyć sprzedaż, ale zmniejszyć zysk i nie wypłacić dywidendy. Oczywiście, możliwy jest scenariusz odwrotny – nadzwyczajne zyski w przedsiębiorstwie ograniczającym produkcję.
- Wycena PKB i wycena spółek giełdowych rządzą się bardzo różnymi prawami. Oszacowanie PKB wciąż natrafia na wiele problemów metodologicznych i jest szczególnie nieprecyzyjne w krajach, gdzie dużą rolę odgrywa niesformalizowana wymiana gospodarcza. Wycena spółek giełdowych jest „technicznie” prosta i jednoznaczna, z drugiej strony wpływa na nią wiele czynników miękkich, behawioralnych – wycena nawet potężnego przedsiębiorstwa może spaść radykalnie, choćby na skutek incydentalnego nadwątlenia reputacji, podczas gdy wycena PKB jest odporna na tego typu impulsy.
- Przedsiębiorstwa często działają na innych rynkach niż są notowane. Dotyczy to zwłaszcza dużych koncernów międzynarodowych, np. branży dóbr szybkozbywalnych (FMCG) itd. Wówczas wycena odbywa się na giełdzie w kraju X, a sprzedaż (przekładająca się na wzrost gospodarczy) odbywa się w krajach Y, Z itd. W dobie globalizacji, arbitrażu podatkowego i regulacyjnego, powstawania nowych regionalnych centrów finansowych, możemy spodziewać się nasilenia tego zjawiska. Dodatkowo, w długim okresie Polska dołączy do elity gospodarek rozwiniętych i stanie się eksporterem kapitału do nowych rynków wschodzących – w ten sposób polscy emeryci skorzystają z potencjału *emerging markets*, ale jest to możliwe tylko w obrębie filara kapitałowego. W przyszłości przemysłane inwestycje funduszy emerytalnych za granicą pomogą nie tylko w osiąganiu lepszych stóp zwrotu, ale też zapobiegną systemowej nadpodaży kapitału na rodzimej giełdzie.

Przedsiębiorstwa giełdowe to w większej mierze spółki kapitałochłonne, często zaawansowane technologicznie, od których możemy oczekiwać ponadprzeciętnej – w relacji do całej gospodarki – zyskowności. Z drugiej strony, wycena takich spółek bywa bardzo wrażliwa, a akcjonariusze nie mają gwarancji strumienia dywidend (w przeciwieństwie do np. posiadaczy obligacji, którzy mają zagwarantowane kupony) zatem oczekują premii za ryzyko.

Nic zatem dziwnego, że na rozwiniętym i prawidłowo funkcjonującym rynku możemy spodziewać się długoterminowo wyższych zwrotów z indeksów giełdowych niż wzrostu PKB – **zatem system emerytalny, w którym część środków indeksowana jest indeksem giełdowym, oznacza większą oczekiwaną wartość emerytur.**

Warto zauważyć, że **założenie o tym, że indeksy giełdowe nawet w długim okresie przyrastają szybciej niż PKB, zostało dostrzeżone przez autorów uzasadnienia do ustawy o zmianie niektórych ustaw związanych z systemem ubezpieczeń społecznych z 2011 roku** (nowelizacja, w której zredukowano wysokość składki przekazywanej do OFE). Zawarte w tym uzasadnieniu prognozy wskaźników makroekonomicznych i finansowych do roku 2060 przyjmują **systematyczną różnicę około 2 punktów procentowych wzrostu indeksu giełdowego ponad wzrost PKB (subkonto ZUS) i ponad wzrost funduszu płac (I filar).**

1.5. Zmienność stóp zwrotu a wysokość świadczenia emerytalnego

W kontekście dyskusji o inwestycjach OFE, warto uporządkować problem zmienności zwrotu z inwestycji. W długim horyzoncie kapitał przyrasta jako funkcja procenta składanego rocznej stopy zwrotu. **Przewidywanie długookresowej zmienności jest już trudniejsze, często przyjmuje się uproszczone założenie, że ceny instrumentów podlegają błędzeniu losowemu i zmienność rośnie jako funkcją pierwiastka kwadratowego długości okresu** (wydłużenie okresu czterokrotnie, zwiększa zmienność dwukrotnie). Niektórzy jednak twierdzą, że taka zmienność jest mocno przeszacowana¹⁵. Zauważenie, że zmienność przyrasta dużo wolniej niż kumuluje się stopa, może prowadzić do całkiem nieintuicyjnych wyników, gdy w długim okresie większą względną zmienność (relacja odchylenia standardowego do wartości oczekiwanej) ma inwestycja z pozoru bezpieczniejsza.

Teoria finansów mówi, że wysoka zmienność jest ceną, jaką się płaci za wysoki zwrot. Racjonalny inwestor nie minimalizuje zmienności, ale optymalizuje między zmiennością a stopą zwrotu zgodnie ze swoją tzw. funkcją użyteczności. Zmienność jest szczególnie niekorzystna, gdy spadek wartości inwestycji mógłby prowadzić do spadku dochodów poniżej akceptowalnego poziomu. Jeśli jednak poruszamy się w obszarze średnich i wysokich dochodów, zmienność jest ceną, jaką warto zapłacić za wyższy zwrot.

Amerykańscy ekonomiści Benartzi i Thaler¹⁶ zwrócili uwagę, że w typowym horyzoncie oszczędzania na emeryturę (40 lat) opłaca się inwestować cały kapitał emerytalny w akcje, nawet jeśli ich zmienność jest bardzo duża, bowiem wysoka stopa zwrotu z nawiązką tę zmienność kompensuje i inwestycja taka przynosi praktycznie zawsze większy (niekiedy nawet kilkukrotnie) kapitał niż trzymanie przez 40 lat tylko bezpiecznych instrumentów.

Dość częste jest preferowanie inwestycji o niskiej zmienności i niskim zwrocie. Benartzi i Thaler widzą przyczynę tego w błędzie poznawczym, określanym w ekonomii behawioralnej jako *myopic loss aversion*¹⁷ (krótkowzroczna awersja do strat). Okazuje się, że podstawowym błędem inwestorów jest zbyt częsta ocena stopy zwrotu z portfela i zmiana realokacji na konserwatywną, gdy tylko pojawią się straty. Jest to zachowanie

¹⁵ *Converting 1-Day Volatility to h-Day Volatility: \sqrt{h} Scaling by is Worse than You Think*, Diebold, F.X. Hickman, A., Inoue, A. and Schuermann, T., Wharton Financial Institutions Center, Working Paper 97-34, 1998; opublikowany też w skróconej formie jako *Scale Models*, Risk, 11, 104-107, 1998.

¹⁶ *Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle*, Shlomo Benartzi i Richard H. Thaler, The Quarterly Journal of Economics, vol. 110, 1995.

¹⁷ Tamże.

psychologicznie zrozumiałe, ale ekonomicznie katastrofalne w długim horyzoncie inwestycji. W tym kontekście podawanie jako argumentu w dyskusji o tym, gdzie powinny być lokowane oszczędności emerytalne, ledwie rocznej stopy zwrotu i rocznej zmienności, wprowadza więcej konfuzji niż informacji. **Inwestycje o dużej zmienności i dużej stopie zwrotu mogą nawet w scenariuszu recesji zapewnić lepszą akumulację niż inwestycje o niskiej zmienności i niskiej stopie zwrotu** – istotną kwestią jest tylko, by nie wycofywać się za wcześnie z inwestycji o wysokiej zmienności, czyli trzymać w ryzach psychologicznie naturalną (ale matematycznie szkodliwą) awersję do zmienności.

Jeśli natomiast ktoś chciałby porównywać zmienność stopy zwrotu OFE ze zmiennością waloryzacji w I filarze należy również pamiętać, że niska zmienność waloryzacji w ZUS wynika poniekąd z tego, że konstrukcja wskaźnika waloryzacji wyklucza jego ujemną wartość. Z drugiej strony, spadek funduszu wynagrodzeń w sytuacji recesji i zmian demograficznych jest możliwy, co wygeneruje – wspomniany we wcześniejszych analizach – deficyt w FUS. Gdyby wskaźnik waloryzacji nie miał tego zabezpieczenia, działałoby to na korzyść zbilansowania w FUS, ale też zwiększałoby zmienność (byłby większy rozstrzał między najniższymi, ujemnymi, a średnimi waloryzacjami), a recesja odbijałaby się na waloryzacji kont podobnie jak *bessa* na stopie zwrotu OFE. **Zatem mechanizm odpowiedzialny za niską zmienność wskaźnika waloryzacji w I filarze wystawia jednocześnie FUS na skumulowany deficyt.**

2. OFE na rynku finansowym

2.1. Znaczenie i konsekwencje ograniczeń działalności inwestycyjnej OFE

Propozycje zawarte w *Projekcie* zakładają zmniejszenie składek przekazywanych do OFE oraz przekazanie części ich aktywów do FUS przy jednoczesnej liberalizacji regulacji dotyczących polityki inwestycyjnej funduszy.

Ze względu na pozycję i znaczenie OFE w systemie ubezpieczeń społecznych, rozwiązanie takie musi budzić zastrzeżenia. Należy pamiętać, że w OFE gromadzone są środki pochodzące z obowiązkowych składek odprowadzanych przez ubezpieczonych. Środki te w przyszłości będą istotnym źródłem finansowania świadczeń emerytalnych. Z tego względu nie powinny być wystawiane na nadmierne ryzyko. Nie bez znaczenia jest fakt, że Państwo przyjęło na siebie częściową gwarancję tych środków w formie gwarancji emerytury minimalnej.

Dotychczasowa historia OFE nie daje podstaw do twierdzenia, że regulacje nałożone na te podmioty stanowiły przeszkodę w efektywnym i bezpiecznym pomnażaniu zgromadzonych środków. Przeciwnie, wszelkie analizy wskazują, że stopy zwrotu OFE są bardzo często wyższe niż stopy zwrotu uzyskiwane przez fundusze inwestycyjne stosujące zbliżoną strategię inwestycyjną i to przy niższej zmienności uzyskiwanych wyników inwestycyjnych.

Tabela 2. Stopy zwrotu OFE i funduszy inwestycyjnych stabilnego wzrostu (FISW)

Rok	OFE			FISW		
	Średnia	Najniższa	Najwyższa	Średnia	Najniższa	Najwyższa
2003	11,3%	9,7%	16,8%	11,5%	8,9%	26,0%
2004	14,5%	11,9%	16,7%	10,9%	5,2%	14,9%
2005	14,0%	11,2%	16,4%	11,2%	5,8%	18,8%
2006	17,0%	15,2%	22,7%	14,7%	8,9%	19,9%
2007	5,7%	2,2%	7,1%	6,3%	1,0%	10,5%
2008	-13,9%	-17,9%	-12,0%	-17,2%	-25,5%	3,7%
2009	14,3%	12,5%	20,7%	15,5%	4,9%	39,2%
2010	10,8%	9,3%	11,9%	9,3%	4,0%	20,5%
2011	-4,8%	-7,2%	-3,3%	-7,5%	-19,1%	0,1%
2012	16,2%	14,6%	18,0%	11,7%	-26,4%	18,9%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie *analizy.pl* oraz sprawozdań OFE.

Elementem regulacji działalności OFE jest także reglamentacja wysokości opłat. Czynnikiem ten zdecydowanie pozytywnie wpłynął na sytuację członków OFE w porównaniu do klientów funduszy inwestycyjnych, co wyraźnie widać, porównując wysokość opłat pobieranych przez te grupy podmiotów.

Analizując stopień wykorzystania limitów inwestycyjnych nałożonych na OFE wyraźnie widać, że fundusze nie wykorzystują w pełni żadnego z limitów, trudno więc mówić o tym, że limity w jakiś szczególny sposób je krępują.

W *Uzasadnieniu do Projektu* pojawia się twierdzenie, że polityka inwestycyjna OFE charakteryzuje się ujednoczeniem portfeli (*herding*), co przy braku większego powiązania przychodów PTE i wyników OFE może prowadzić do stosunkowo niskiej efektywności z punktu widzenia członka funduszu. Naśladownictwo inwestycyjne, które częściowo występuje na rynku funduszy emerytalnych ma swoje główne źródło w mechanizmie oceny wyników inwestycyjnych OFE na podstawie benchmarku wewnętrznego. Mechanizm ten promuje stadne zachowania funduszy, dotkliwie karząc za każde większe odchylenie wyniku inwestycyjnego poniżej benchmarku, nie nagradzając za wynik wyraźnie lepszy od pozostałych OFE. W takiej sytuacji jedynym racjonalnym zachowaniem zarządzających jest prowadzenie polityki inwestycyjnej możliwie najbardziej zbliżonej do rynku jako całości. UKNF wielokrotnie wskazywał na ten nieefektywny mechanizm obecny w systemie emerytalnym, proponując rozwiązania eliminujące jego wady przy zachowaniu czy wręcz podniesieniu efektywności OFE (nowy benchmark zewnętrzny bazujący na stopie referencyjnej i marginesie zmienności, uzupełniony o mechanizm rachunku buforowego).

Podsumowując, należy podkreślić, że regulacje różnych aspektów działalności OFE stanowią istotny i konieczny element kapitałowego komponentu systemu emerytalnego, będącego częścią obowiązkowego systemu. Zdjęcie z Państwa obowiązku regulowania kapitałowej części systemu emerytalnego obniża efektywność (szczególnie kosztową), podważając w ten sposób zaufanie obywateli do reformy systemu emerytur. Z tego względu postulat całkowitej liberalizacji zasad funkcjonowania OFE należy uznać za wysoce ryzykowny i niepożądany.

2.2. Rola OFE w spółkach z GPW

OFE odgrywają bardzo ważną rolę na polskim rynku kapitałowym. Zjawisko należy oceniać nie tylko poprzez pryzmat samego zaangażowania funduszy w kapitał akcyjny znacznej części spółek z GPW, ale może nawet bardziej poprzez opinie na temat OFE jako akcjonariuszy, formułowane przez te spółki. Głosy płynące ze spółek, w których akcjonariacie istotną rolę odgrywają OFE jednoznacznie wskazują, że fundusze pozwalają na pozyskanie kapitału na rozwój i innowacje, podnosząc konkurencyjność tych spółek, a przez to także całej gospodarki. Obecność OFE na GPW poprawia wizerunek giełdy, dzięki czemu na rynek napływają nowi inwestorzy. Poprawia to płynność rynku, a przez to rośnie wiarygodność wyceny spółek. Długoterminowy horyzont inwestycyjny OFE pokrywa się często z perspektywą biznesową spółek, planujących swoje działania i ich finansowanie na wiele lat do przodu. Szefowie wielu spółek z GPW wyraźnie wskazują, że znaczna część inwestycji ich firm możliwa była tylko dlatego, że znaleźli stabilne i długoterminowe finansowanie dla swoich projektów. OFE dysponują odpowiednim zapleczem analitycznym, które pozwala im na świadome angażowanie się w złożone przedsięwzięcia inwestycyjne, aktywnie uczestnicząc w całym procesie.

OFE są bardzo ważnym inwestorem na polskim rynku akcji. Na koniec marca 2013 roku udział OFE w kapitalizacji GPW kształtował się na poziomie 14,1%, a wartość inwestycji OFE w papiery udziałowe notowane na krajowym rynku giełdowym wyniosła 99,7 mld zł. W tym samym czasie udział OFE we *free float* na GPW wyniósł 27,4%.

Głównym przedmiotem zainteresowania OFE są spółki polskie, a więc podmioty bezpośrednio wpływające na tempo wzrostu i rozwoju krajowej gospodarki. Na dzień 28 marca 2013 roku udział OFE w kapitalizacji polskich spółek wynosił 18,4% oraz 38,8% we *free float*. Kapitalizacja polskich spółek stanowiła w tym czasie prawie 72% kapitalizacji całej warszawskiej giełdy.

Tabela 3. Zaangażowanie OFE w akcje wszystkich spółek notowanych na GPW w zależności od kapitalizacji spółki na dzień 28.03.2013 roku

Kapitalizacja spółki (w mln zł)	Liczba notowanych spółek na GPW	Liczba spółek w portfelach OFE	Kapitalizacja spółek na GPW (w mln zł)	Zaangażowanie OFE (w mln zł)	Udział OFE w kapitalizacji spółek GPW	Udział OFE we <i>free float</i> spółek GPW
<50	134	29	3 044,1	71,1	2,3%	5,59%
50 - 100	70	35	5 067,0	332,9	6,6%	15,5%
100 - 500	126	10	30 129,1	4 360,7	14,5%	32,2%
500 - 1 000	37	30	25 947,2	4 697,2	18,1%	40,3%
1 000 – 5 000	45	37	93 669,1	21 180,0	22,6%	51,2%
5 000 – 10 000	11	10	73 906,6	9 423,1	12,7%	25,6%
>=10 000	16	16	476 889,9	59 602,2	12,5%	23,2%
Razem	439	265	708 652,9	99 667,2	14,1%	27,4%

Źródło: Dzielne sprawozdania finansowe OFE, GPW, obliczenia własne.

Pozbawienie spółek notowanych na GPW, które zaliczają się do najbardziej efektywnych i innowacyjnych spółek z polskiej gospodarki, stabilnego finansowania ze strony

długoterminowych inwestorów instytucjonalnych, jakimi są OFE, z pewnością negatywnie odbije się na perspektywach rozwojowych tych spółek oraz całego polskiego rynku kapitałowego.

Tabela 4. Wartość akcji nabywanych przez OFE od Skarbu Państwa

Nazwa spółki	Data zawarcia umowy sprzedaży	Wartość akcji oferowanych przez SP (mln zł)	Akcje nabyte przez OFE (mln zł)
BANK GOSPODARKI ŻYWNOŚCIOWEJ S.A.	2011-05-04	297,6	112,6
BANK POLSKA KASA OPIEKI S.A.	2009-08-05	1 245,4	165,2
	2009-09-08	189,1	50,0
BANK ZACHODNI WBK S.A.	2009-08-13	167,4	9,8
BANK BPH S.A.	2009-09-07	67,2	4,8
ENEA S.A.	2010-02-10	1 020,3	680,2
FABRYKA ŚRUB W ŁAŃCUCIE ŚRUBEX S.A.	2005-02-11	16,0	2,3
FIRMA CHEMICZNA DWORY S.A.	2004-12-17	118,2	41,4
GPW S.A.	2010-10-14	1 208,1	167,7
GRUPA LOTOS S.A.	2010-01-22	406,0	185,3
JASTRZĘBSKA SPÓŁKA WĘGLOWA S.A.	2011-07-06	4 835,8	1 281,5
KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.	2010-01-08	2 060,0	611,8
KOPEX S.A.	2009-12-23	54,2	8,7
LUBELSKI WĘGIEL BOGDANKA S.A.	2009-06-25	528,0	198,5
	2010-03-09	1 119,7	1 119,7
MENNICA PAŃSTWOWA S.A.	2010-04-26	262,0	171,8
MONDI PACKAGING PAPER ŚWIECIE S.A.	2009-09-17	167,5	143,0
PGE POLSKA GRUPA ENERGETYCZNA S.A.	2010-10-08	3 982,6	2 075,7
	2012-02-24	2 515,2	1 396,4
PKO BANK POLSKI S.A.	2004-11-09	7 600,8	1 542,4
	2012-07-18	3 087,5	1 372,3
	2013-01-24*	856,3	2 602,9
POLSKI HOLDING NIERUCHOMOŚCI S.A.	2013-02-13	214,8	147,9
POWSZECHNY ZAKŁAD UBEZPIECZEŃ SA	2010-05-11**	1 349,3	1 188,6
	2011-06-10	3 169,1	981,2
POLMOS BIAŁYSTOK S.A.	2005-05-09	303,7	18,3
TAURON POLSKA ENERGIA S.A.	2010-06-30	3 984,7	1 026,3
	2011-03-22	1 282,1	448,0
WSiP S.A.	2004-10-28	230,7	27,0
ZELMER S.A.	2005-01-25	169,0	22,5
ZESPÓŁ ELEKTROWNI PAK S.A.	2012-10-29	681,5	348,2
Razem		43 189,7	18 152,0

* OFE nabywały również akcje oferowane przez BGK (pula BGK: 4 387,5 mln zł)

**OFE nabywały również akcje oferowane przez Kappa S.A. (podmiot powiązany z SP) i Eureko B.V. (pula Kappa SP i Eureko BV: 4 020,8 mln zł)

Źródło: Ministerstwo Skarbu, Raporty dzienne OFE.

Wieloletnia aktywność OFE na rynku kapitałowym w Polsce przełożyła się na znaczące podniesienie poziomu ładu korporacyjnego w spółkach, w których fundusze są znaczącymi inwestorami. Dzięki temu, polski rynek kapitałowy stał się znacznie bardziej przejrzysty

i wiarygodny dla inwestorów, co sprawiło, że pozyskiwanie kapitału przez spółki stało się łatwiejsze i tańsze. Brak OFE na rynku kapitałowym przyczynić się może do regresu w rozwoju rynku kapitałowego, co w konsekwencji obniży tempo wzrostu PKB.

Należy zaznaczyć, że z punktu widzenia ogólnych zasad zarządzania portfelem instytucji takich jak fundusze emerytalne, nie jest praktycznie możliwe w dłuższej perspektywie utrzymanie bardzo wysokiego limitu minimalnego poziomu zaangażowania OFE w akcje na poziomie 75% aktywów. Oznacza to, że z czasem zaangażowanie OFE w akcje spółek będzie spadać, a więc także ich pozytywna rola na rynku instrumentów udziałowych może zostać poważnie ograniczona. Ewentualne wychodzenie OFE z akcji może mieć znaczący i negatywny wpływ na rynek akcji, powodując na nim trudne to przewidzenia perturbacje, co nie będzie służyć ani samemu rynkowi kapitałowemu, ani całej gospodarce.

2.3. Wpływ OFE na rynek instrumentów dłużnych

Rynek instrumentów skarbowych

Obligacje skarbowe pozostają najważniejszą kategorią inwestycyjną w portfelach OFE, choć ich udział w portfelach funduszy spada. W 2010 roku instrumenty te stanowiły poniżej 60% portfela, a na koniec 2012 roku ich udział wyniósł 45%. Po części spadek ten wynika z przesunięcia zainteresowania zarządzających OFE od obligacji skarbowych w stronę obligacji emitowanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego na zasadach określonych w *ustawie z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym*, czyli tzw. obligacji autostradowych. Na koniec 2012 roku ich wartość w portfelach OFE wynosiła 17,8 mld zł, co stanowiło 6,5% portfela OFE oraz blisko 2/3 emisji tych obligacji.

Nie zmienia to faktu, że OFE nadal odgrywają istotną rolę jako podmioty finansujące zadłużenie Skarbu Państwa. Na koniec 2012 roku udział OFE w finansowaniu krajowego zadłużenia SP wynosił 21,2%.

Rynek instrumentów pozaskarbowych

Aktualny poziom zaangażowania OFE w nieskarbowe instrumenty dłużne jest stosunkowo wysoki w odniesieniu do ich podaży, zważywszy na stan rozwoju rynku dla tych instrumentów. Wyraźnie obserwuje się również dużą dynamikę wzrostu tego zaangażowania na przestrzeni ostatnich kilku lat wraz z rozwojem samego rynku. Instrumenty pozaskarbowe zawsze jednak stanowiły tylko niewielkie uzupełnienie portfela OFE, a podstawą jego części dłużnej były instrumenty skarbowe oraz obligacje gwarantowane przez państwo. Trudno oczekiwać, żeby w najbliższych latach rynek instrumentów pozaskarbowych rozwinął się w stopniu umożliwiającym OFE całkowitą rezygnację z instrumentów skarbowych, przy jednoczesnym utrzymaniu parametrów inwestycyjnych portfela (np. ryzyko, rentowność, dywersyfikacja, płynność), które wymagane są dla tak specyficznej grupy inwestorów, jakimi są fundusze emerytalne.

Rynek nieskarbowych instrumentów dłużnych wykazuje dużą dynamikę wzrostu dopiero w ostatnich latach. Szacuje się, że jeszcze w 2005 r. wartość wszystkich emisji papierów dłużnych innych niż emisje Skarbu Państwa wynosiła zaledwie 25,1 mld zł, a na koniec 2012 roku było to już prawie 118 mld zł¹⁸. Przy tym, wartość emisji będących przedmiotem obrotu

¹⁸ Za Fitch Polska.

na Catalyst¹⁹ na koniec 2012 roku to 52,3 mld zł, czyli mniej niż połowa wartości wszystkich emisji. Dla porównania wartość lokat OFE w krajowe dłużne papiery wartościowe innych emitentów niż Skarb Państwa wyniosła aż 34,8 mld zł na koniec 2012 roku, przy czym prawie połowa tego zaangażowania dotyczyła gwarantowanych przez państwo obligacji emitowanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego na zasadach określonych w *ustawie o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym*.

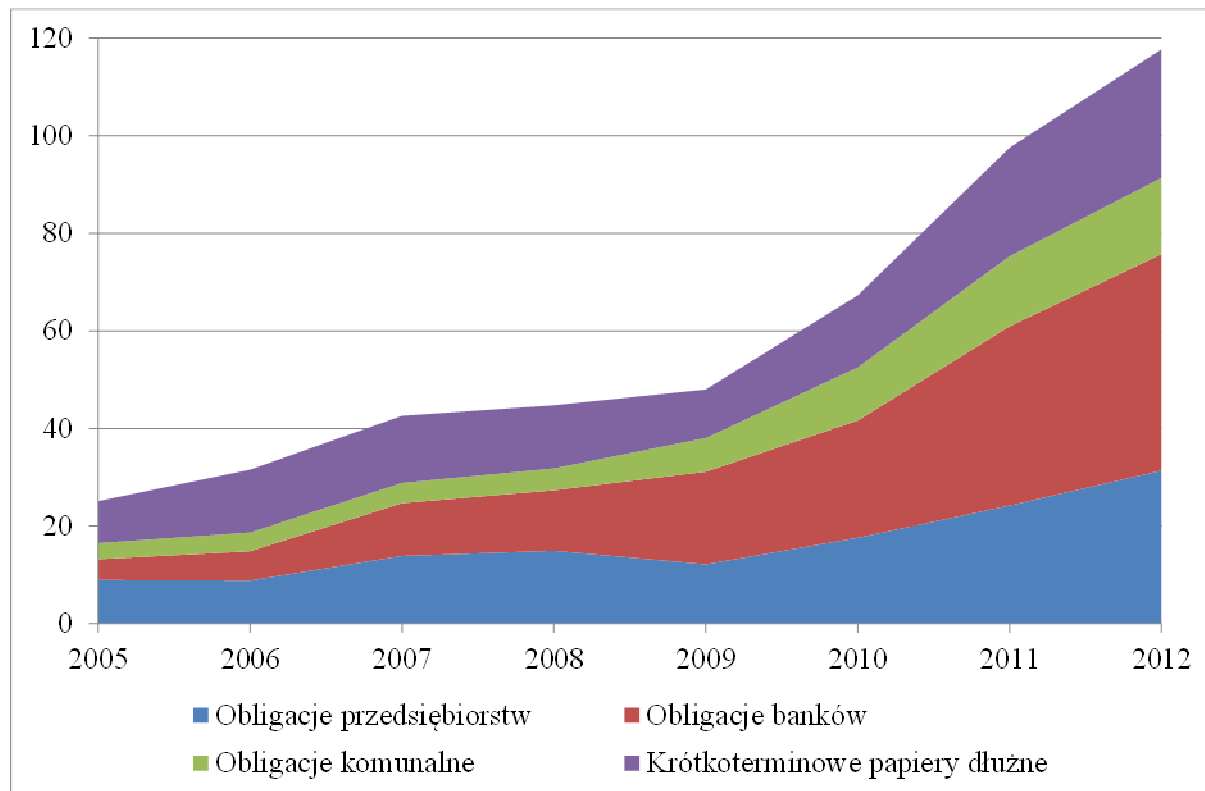
Analizując rynek dla nieskarbowych instrumentów dłużnych należy stwierdzić, że z punktu widzenia takich inwestorów jak OFE:

- stosunkowo niewielka część instrumentów podlega notowaniu na rynku,
- rynek jest rozdrobniony, a emisje o niewielkiej wartości,
- istotna część emisji odbywa się w sposób czyniący je niedostępnymi dla OFE (emisje dla wybranych inwestorów, obrót poza rynkiem zorganizowanym),
- rynek obligacji pozaskarbowych będzie w najbliższej przyszłości zbyt mało rozwinięty, aby bez instrumentów skarbowych zapewnić OFE odpowiednią dywersyfikację, płynność, bezpieczeństwo i rentowność portfela inwestycyjnego.

W latach 2009-2012 średnia wartość emisji będącej przedmiotem obrotu na Catalyst wynosiła niewiele ponad 48 mln zł, mediana 10 mln zł, a 75% emisji miało wartość poniżej 30 mln zł. Równocześnie dane dotyczące zaangażowania OFE w dłużne papiery wartościowe emitowane przez inne podmioty niż Skarb Państwa na koniec 2012 roku wskazują, że średnia wartość emisji, które są przedmiotem ich lokat wynosi 300 mln zł, a mediana 145 mln zł. Związane jest to z ryzykiem, jakie występuje w przypadku małych emisji: niska płynność, dominujący udział OFE w emisji, niższa wiarygodność emitentów. Ponadto istotna część z tych emisji jest kierowana do wybranej grupy inwestorów, którymi niekoniecznie są OFE.

¹⁹ Catalyst tworzą cztery platformy obrotu: dwie prowadzone przez GPW – w formule rynku regulowanego i ASO oraz analogiczne dwa rynki prowadzone przez BondSpot.

Wykres 6. Polski rynek nieskarbowych papierów dłużnych (mld zł)



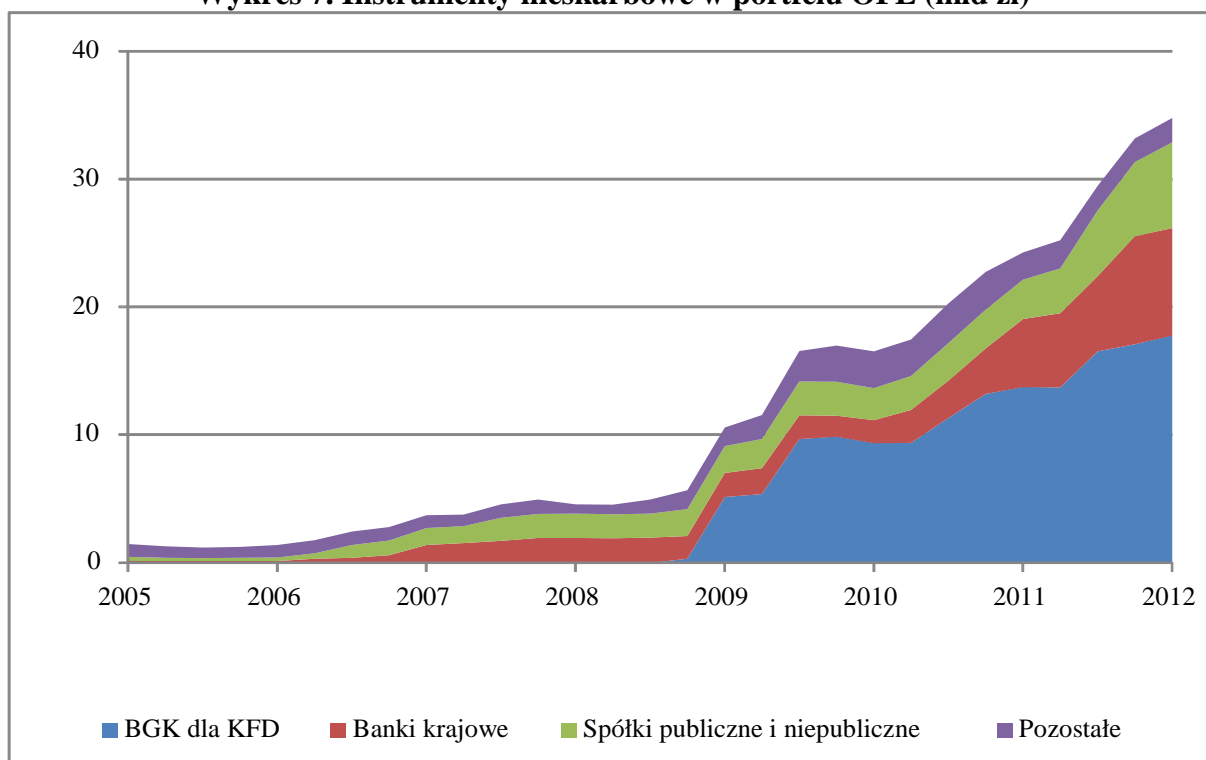
Źródło: Fitch Polska.

Pomimo dynamicznego wzrostu zaangażowania OFE w papiery nieskarbowe stopień wykorzystania limitów inwestycyjnych dotyczących tej kategorii papierów dłużnych pozostaje relatywnie niski. Przyczyn tego zjawiska należy upatrywać przede wszystkim w niskim poziomie rozwoju tego segmentu rynku kapitałowego, który po części wynika z faktu, że w zasadzie w całym okresie transformacji polskiej gospodarki Skarb Państwa oferował bardzo atrakcyjne z punktu widzenia inwestorów papiery wartościowe i stanowił realną konkurencję dla innych podmiotów – potencjalnych emitentów, które zamiast emisji obligacji najczęściej sięgały po tańsze finansowanie w postaci kredytów bankowych (np. w pierwszym półroczu 2012 r. na 64,4 mld zł zobowiązań jednostek samorządu terytorialnego, tylko 5,5 mld zł dotyczyło zobowiązań z tytułu wyemitowanych papierów wartościowych, a 58,6 mld zł dotyczyło zaciągniętych kredytów i pożyczek²⁰). Atrakcyjność papierów Skarbu Państwa dotyczyła zarówno ich rentowności, jak i wielkości emisji, istnienia płynnego rynku wtórnego (rynek międzybankowy) oraz ratingu na poziomie inwestycyjnym (duża część emisji innych podmiotów w ogóle nie posiada ratingu, nie mówiąc już o ratingu na poziomie inwestycyjnym). Siłą rzeczy stopień zaangażowania OFE w dłużne papiery wartościowe innych emitentów jest wypadkową ograniczeń inwestycyjnych określonych w przepisach prawa, podaży tych papierów na rynku krajowym, wielkości i płynności rynku wtórnego oraz jakości samych papierów wartościowych (np. w zakresie posiadania ratingu

²⁰ Za Ministerstwem Finansów według metodologii zgodnej ze standardami stosowanymi w Unii Europejskiej dotyczącymi prezentacji zobowiązań publicznych. Według danych Fitch Polska wartość wszystkich emisji obligacji jednostek samorządu terytorialnego (także tych niepłynnych, zaliczanych przez Ministerstwo Finansów do zobowiązań z tytułu kredytów i pożyczek) wyniosła na koniec pierwszego półrocza 2012 r. 14,7 mld zł.

dotyczącego spłaty zobowiązania, wiarygodności kredytowej emitenta, wielkości emisji itp.). Nie bez znaczenia jest także fakt, że zarządzający OFE, zwłaszcza w przypadku lepiej postrzeganych emisji, konkurują o możliwość objęcia emisji np. z funduszami inwestycyjnymi. Zważywszy na te okoliczności można uznać, że wykazywane na koniec 2012 roku zaangażowanie aktywów OFE w przedmiotową kategorię lokat na poziomie 34,8 mld zł w porównaniu do wielkości rynku Catalyst (według wartości emisji będących przedmiotem obrotu) na poziomie 52,3 mld, było wysokie i adekwatne do ich faktycznych możliwości. Wprowadzenie rozwiązań prawnych, które sztucznie zwiększą popyt OFE na instrumenty pozaskarbowe negatywnie odbije się nie tylko na bezpieczeństwie i rentowności portfeli funduszy, ale doprowadzić może do oderwanego od fundamentów ekonomicznych rozwoju rynku instrumentów pozaskarbowych ze wszelkimi negatywnymi konsekwencjami, np. bańki spekulacyjnej.

Wykres 7. Instrumenty nieskarbowe w portfelu OFE (mld zł)



Źródło: Sprawozdania finansowe OFE.

Struktura portfeli OFE wyraźnie pokazuje, że za dynamiczny wzrost wartość instrumentów pozaskarbowych odpowiadają w głównej mierze obligacje emitowane przez BGK dla KFD, a więc ekonomicznie rzecz ujmując, instrumenty o profilu ryzyka zbieżnym z obligacjami skarbowymi. Polski rynek kapitałowy nie stworzył mocnego i głębokiego rynku obligacji pozaskarbowych. Wymuszenie na OFE szerszego niż dotychczas zaangażowania na tym rynku oznacza, że fundusze będą podejmowały nieoptymalne decyzje inwestycyjne, dotyczące nabywania obligacji pozaskarbowych o dużo większej niż obecnie wartości. Odbędzie się to ze szkodą dla członków funduszy, przy czym stanie się to nie za sprawą błędów zarządzających funduszami czy złej sytuacji na rynku finansowym, ale na skutek rozwiązań prawnych.

Cześć II. Uwagi ekonomiczne do propozycji zmian w systemie emerytalnym

1. Likwidacja części nieakcyjnej w OFE

Projekt zakłada przeniesienie wszystkich nieakcyjnych instrumentów z OFE do ZUS i zaksięgowanie ich równowartości na subkontach. Składka do OFE miałaby od tego momentu wynosić 2,92%, co odpowiada 40% (limit na akcję sprzed 2011 roku) od „starej składki” 7,3%. OFE mogłyby inwestować *gros* swojego portfela w akcje, miałyby zakaz inwestowania w skarbowe papiery dłużne²¹. Ponieważ przy okazji zniesione miałyby być minimalna stopa zwrotu i mechanizm niedoboru, OFE stałyby się *de facto* agresywnymi funduszami akcji.

Analiza propozycji

Zmuszenie OFE do inwestowania niemalże wyłącznie w akcje jest sprzeczne z całą dotychczasową filozofią funkcjonowania kapitałowej części systemu zabezpieczenia społecznego, wyartykułowaną w ufe zasadą „maksymalizacji stopnia bezpieczeństwa i rentowności lokat”, gdzie komponent bezpieczeństwa jest stawiany na pierwszym miejscu (art. 139 w obecnym brzmieniu i inne).

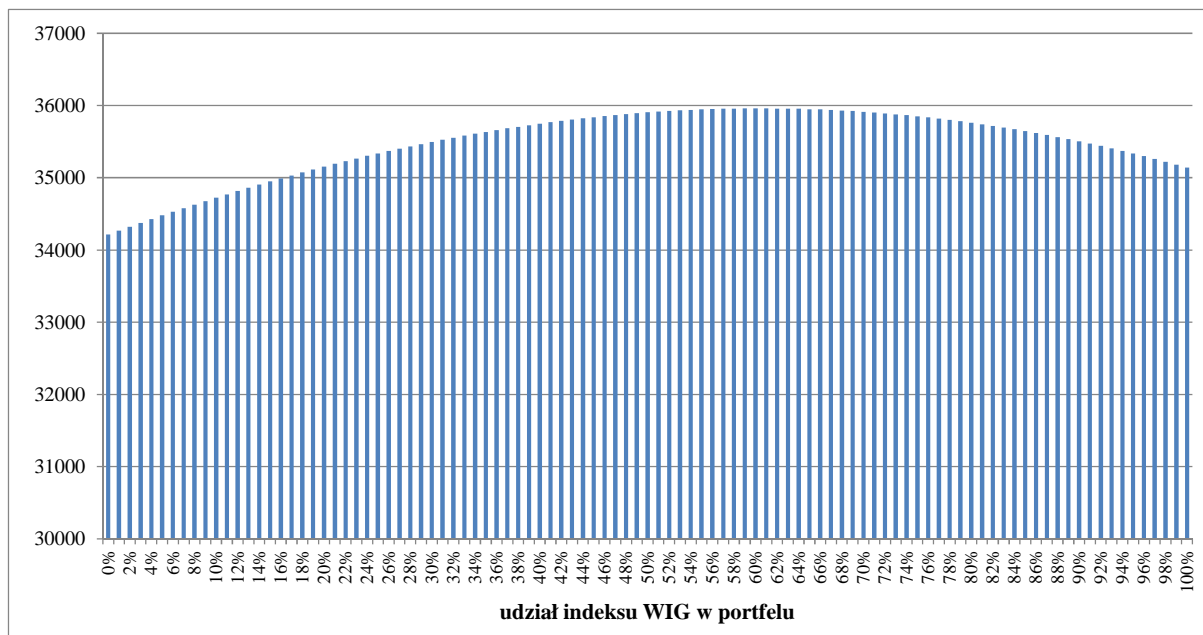
Negatywna ocena szybkiego i znaczącego zwiększenia zaangażowania OFE w instrumenty udziałowe w połączeniu z wprowadzeniem dobrowolności odprowadzania składki do OFE nie stoi w sprzeczności z wyrażonymi we wcześniejszej części niniejszego dokumentu pozytywnymi opiniami dotyczącymi długookresowej przewagi rynku akcji w zakresie oczekiwanej rentowności. Wyższość rynku akcji nad rynkiem obligacji w zakresie długoterminowej rentowności nie budzi wątpliwości i znajduje potwierdzenie w badaniach empirycznych, ale wprowadzenie możliwości wyboru co do przekazywania części składki do OFE bądź całości tylko do ZUS przez nieprofesjonalistów, jakimi są ubezpieczeni będzie prowadzić do podejmowania decyzji inwestycyjnych opartych na emocjonalnych kryteriach, co negatywnie przełoży się na ostateczną efektywność całego systemu emerytalnego. Można się spodziewać, że podejmowanie błędnych decyzji przez ubezpieczonych, co jest nieuniknione zważywszy na ich kompetencje, będzie prowadzić do upowszechniania się niezасłużonych negatywnych ocen kapitałowej części systemu emerytalnego, co przełoży się na spadek liczby osób odprowadzających składki do OFE i stopniowe wygaszanie systemu.

Drastyczne ograniczenie swobody inwestycyjnej OFE jest również sprzeczne z podstawowymi regułami sztuki zarządzania portfelem. Sztuka zarządzania portfelem zakłada optymalizację pomiędzy ryzykiem a zwrotem z inwestycji. Na wyższym poziomie, sztuka zarządzania portfelem pozwala osiągnąć zwroty wyższe niż każdy z komponentów portfela osobno, przez odpowiedni *timing* inwestycji. Jak ważna jest możliwość tworzenia

²¹ Presja na uczynienia portfela OFE maksymalnie agresywnym jest tak silna, że pierwotnie planowano nawet, by limit inwestycji w komercyjne papiery dłużne byłby zwiększany stopniowo, aby zapobiec „zbyt gwałtownej zmianie portfela w kierunku bardziej bezpiecznych instrumentów” – por. *Przegląd funkcjonowania systemu emerytalnego*, s. 87.

mieszanego portfela pokaże przykład: w okresie od stycznia 2000 do grudnia 2012 inwestujemy 100 zł miesięcznie w portfel o stałej (re-bilansowej co miesiąc) proporcji indeksu WIG i indeksu polskich obligacji FTSE. Wykres poniżej pokazuje stan kapitału w zależności od udziału indeksu akcji w portfelu (od 0 do 100%). Okazuje się, że najwyższy zwrot uzyskuje portfel składający się w 61% z indeksu WIG i w 39% z indeksu FTSE, co jest tym ciekawsze, w analizowanym okresie skumulowany indeks obligacji osiągnął wyższą stopę zwrotu niż indeks akcji.

Wykres 8. Wysokość hipotetycznego kapitału emerytalnego w zależności od stałej kompozycji portfela w latach 2000-2012 między WIG a Indekssem polskich obligacji



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS, GPW, Reuters.

OFE posiadają w swoich portfelach obligacje skarbowe stanowiące ponad 14% całości zadłużenia Skarbu Państwa. Umorzenie tych obligacji może mieć istotne znaczenie dla polskiego rynku instrumentów dłużnych oraz skuteczności zarządzania długiem publicznym. Równocześnie zmieni się także struktura popytu na polskie instrumenty skarbowe i większą rolę zaczną odgrywać inwestorzy zagraniczni. Oznacza to, że wyraźnie wzrośnie ryzyko walutowe polskiego zadłużenia oraz zależność od popytu generowanego przez inwestorów spoza Polski, którzy w znaczącej części mogą być nastawieni spekulacyjnie.

Podsumowując, rozwiązanie to:

- **Zakłada likwidację najmniej zmiennej części odpowiedzialnej za kapitały emerytalne i jednocześnie uniemożliwia funduszom redukcję zmienności w krótkim i średnim okresie (brak możliwości szybkiego zwiększenia portfela obligacji korporacyjnych).**
- **Zwiększa stan subkonta ZUS, będącego w długim okresie niezbilansowanym systemem dwuindeksowym. W efekcie zwiększą się zobowiązania Państwa w przyszłości.**
- **Możliwe jest zmniejszenie płynności rynku obligacji i umocnienie pozycji nierezydentów na tym rynku.**

2. Zakaz inwestowania OFE w obligacje i instrumenty gwarantowane przez Skarb Państwa przy jednoczesnym limicie minimalnym 75% na instrumenty udziałowe. Zwiększenie limitu na instrumenty denominowane w walutach obcych do 30%.

Znowelizowane przepisy nie stawiają wymogów ani co do bezpieczeństwa ani efektywności lokat OFE, wymagają za to jedynie, by portfel był jedynie zgodny z przepisami prawa, które nadają polityce inwestycyjnej otwartych funduszy charakter agresywny. Postulat agresywności, bez wymogu efektywności czy jakiegokolwiek marginesu bezpieczeństwa jest jednak całkowicie nieuprawniony.

W naturze rynków instrumentów udziałowych leży duża zmienność, która jednak przekłada się na znaczącą premię dla cierpliwych długoterminowych inwestorów. Istnieje – zasygnalizowana we wcześniejszej części opracowania – pułapka krótkookresowej wyceny inwestycji, która prowadzi do przedwczesnej sprzedaży instrumentów finansowych i innych suboptymalnych ekonomicznie zachowań. Po zmianie regulacji, OFE staną się rodzajem publicznego agresywnego portfela. Każda bessa generować będzie ryzyko postulatów likwidacji II filara, co może nastąpić także wskutek działań samych ubezpieczonych, którzy w efekcie utraty wartości aktywów OFE w większości podejmą decyzję o przekazywaniu całości składki na rzecz ZUS. Zgodnie z *Uzasadnieniem do Projektu* przekazanie przez OFE 51,5% procenta aktywów netto (głównie w formie obligacji skarbowych i instrumentów dłużnych gwarantowanych przez państwo) doprowadzi do spadku długu publicznego w relacji do PKB o 7 pkt. proc. Dodatkowo wprowadzono zakaz inwestowania przez OFE w instrumenty skarbowe. Już obecnie, udział inwestorów zagranicznych w rynku obligacji skarbowych wynosi blisko 40%, co sytuuje Polskę wśród krajów o najwyższym poziomie ekspozycji na cały szereg ryzyk związanych z udziałem nierezydentów w finansowaniu długu publicznego²². Odebranie OFE obligacji skarbowych w połączeniu z zakazem inwestycji w te instrumenty, doprowadzić może do sytuacji, w której Polska będzie miała jeden z najwyższych wśród krajów *emerging markets* wskaźników finansowania długu publicznego przez nierezydentów, ze wszelkimi tego negatywnymi konsekwencjami, szczególnie w sytuacjach zaostrenia się kryzysu finansowego na świecie.

Zgodnie z *Projektem* umorzenie obligacji skarbowych posiadanych przez OFE zostanie uwzględnione przy określaniu limitów długu publicznego. Z drugiej jednak strony, w związku z obniżeniem poziomu składki przekazywanej do OFE oraz faktem, że istotna część obecnych i przyszłych członków OFE nie złoży deklaracji o dalszym przekazywaniu składki do OFE, nastąpi istotne zmniejszenie wartości składek przekazywanych do OFE. Oznacza to, że zmniejszenie aktywów OFE, przekazanie ich do ZUS oraz związane z tym umorzenie określonej puli obligacji skarbowych, znajdzie odzwierciedlenie w zmniejszeniu limitów długu publicznego, a zmniejszenie wolumenu składek (a więc operacja o analogicznym sensie ekonomicznym) już nie przełoży się na dalsze obniżenie tych limitów.

²² *Global Financial Stability Report. Transition Challenges to Stability*, IMF, październik 2013

Należy jednocześnie zauważyć, iż wymóg inwestowania co najmniej 75% aktywów funduszu emerytalnego w akcje będzie mieć charakter precedensowy w krajach rozwiniętych, gdzie standardem jest lokowanie większej części portfela w instrumenty o mniejszej zmienności niż instrumenty udziałowe. Poniżej przedstawiono przegląd międzynarodowy udziału akcji w portfelach funduszy emerytalnych. Jak widać, nawet rekordowo wysokie zaangażowanie australijskich funduszy emerytalnych jest i tak wyraźnie niższe niż minimum proponowane w *Projekcie*.

Tabela 5. Udział akcji w portfelach inwestycyjnych funduszy emerytalnych w wybranych krajach w roku 2009.

Kraj	Udział akcji w portfelach funduszy emerytalnych
Australia (najwyższy udział w OECD)	54,4%
Chile	46,3%
Wielka Brytania	39,7%
Średnia ważona krajów OECD	39,3%
Szwecja	24,3%
Meksyk	14,9%
Niemcy	6,1%
Czechy (najniższy udział w OECD)	2,3%

Źródło: OECD Pension at Glance 2011.

Dodatkowo trzeba uwzględnić fakt, iż zakaz inwestowania OFE w obligacje skarbowe państw UE i OECD stanowi poważne ograniczenie możliwości właściwej dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. Stabilne obligacje państw rozwiniętych nieobjętych kryzysem zadłużenia mogłyby służyć do właściwego bilansowania portfela OFE w wymiarach ryzyko-dochód, z kolei obligacje tzw. „Tygrysów” wśród krajów członkowskich OECD mogłyby zapewnić zadawalający zwrot przy rozsądnym ryzyku, będąc dobrą alternatywą dla akcji.

Podsumowując:

- **Zmiany ustawowe transformują część systemu zabezpieczenia społecznego w agresywny fundusz inwestycyjny, eliminując wymóg bezpieczeństwa i rentowności lokat funduszy.**
- **Według nowych limitów inwestycyjnych udział akcji w portfelach OFE będzie bezprecedensowo wysoki w skali światowej.**
- **Nowe limity prowadzą do nieoptymalnej z punktu widzenia teorii finansów alokacji (brak możliwości właściwego zbilansowania między ryzykiem a stopą zwrotu).**
- **Zakaz inwestycji w obligacje skarbowe zwiększa ekspozycję Polski na ryzyka związane z udziałem nierezzydentów w finansowaniu długu publicznego.**
- **Niezamierzoną konsekwencją zmiany polityki inwestycyjnej może stać się likwidacja całego rynku OFE.**

3. Zniesienie stopy minimalnej, niedoboru, rachunku premiowego i Funduszu Gwarancyjnego

Zgodnie z *Projektem* nastąpi zniesienie wymogu osiągnięcia przez OFE minimalnej wymaganej stopy zwrotu pod sankcją konieczności pokrycia ewentualnego niedoboru przez PTE. Zmiana ta narusza gwarancje bezpieczeństwa istniejące w systemie od początku jego wprowadzenia (i wpływające na pozytywną percepcję reformy emerytalnej), związane z jego publicznym i obowiązkowym charakterem. Dodatkowo, w połączeniu z likwidacją ustawowego zapisu obligującego OFE do przestrzegania zasady „maksymalizacji stopnia bezpieczeństwa i rentowności lokat”, znacząco pogarsza sytuację członków OFE. Dotyczyć to będzie także osób, które zdecydują się na przekazywanie składki wyłącznie do ZUS, gdyż znaczna część ich aktywów zgromadzonych dotychczas w OFE, nie będzie już podlegać ochronie na zasadach określonych przy wprowadzaniu systemu kapitałowego w Polsce. Mechanizm minimalnej wymaganej stopy zwrotu zawierał w sobie pewne wady, ale ich eliminacja poprzez prostą likwidację tego benchmarku, nie tylko nie rozwiązuje praktycznie żadnych problemów, ale generuje zupełnie nowe, znacznie poważniejsze niż te, które występowały wcześniej. UKNF wielokrotnie postulował określone zmiany w tym zakresie, które zachowują bezpieczeństwo oszczędzania w OFE podnosiły także jego efektywność.

Postulatem przedstawionym w *Projekcie* jest likwidacja rachunku premiowego. Rachunek ten służył finansowaniu dodatkowego wynagrodzenia dla PTE za osiągnięcie dobrych wyników inwestycyjnych na tle pozostałych OFE, a więc był to jeden z najważniejszych elementów wspierających konkurencję pomiędzy OFE w zakresie efektywności inwestycyjnej. Rozwiązanie to może doprowadzić do sytuacji, gdy szczególnie w przypadku największych funduszy przychody PTE będą praktycznie stałe i zupełnie niezależne od wyników uzyskiwanych przez OFE.

Zgodnie z *Projektem* w związku z likwidacją minimalnej wymaganej stopy zwrotu oraz niedoboru, rozwiązaniu podlegać będzie także Fundusz Gwarancyjny, a zgromadzone tam środki stanowić będą przychody PTE. Należy pamiętać, że w praktyce FG stanowi nie tylko źródło finansowania potencjalnego niedoboru w OFE, ale także jest elementem systemu adekwatności kapitałowej, którego celem nadrzędnym jest zapewnienie odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa członkom OFE. Z Funduszu Gwarancyjnego są pokrywane szkody (także inne niż wynikające z powstałego niedoboru w OFE), jeżeli powszechne towarzystwo nie ponosi za nie odpowiedzialności oraz szkody w przypadku upadłości towarzystwa i niemożności pokrycia tych szkód z masy upadłości Towarzystwa. Eliminacja jednego elementu wiążącego kapitałowo PTE i OFE oznacza, że zarządzanie wielomiliardowymi aktywami OFE może być prowadzone przez podmioty praktycznie pozbawione wymogów finansowych. Trudno znaleźć uzasadnienie dla sytuacji, gdy zarządzanie OFE wymaga zaangażowania przez PTE mniejszych środków niż zarządzanie w pełni dobrowolnymi funduszami inwestycyjnymi.

Podsumowując:

- **Likwidacja minimalnej wymaganej stopy zwrotu i niedoboru, bez zaproponowania rozwiązania alternatywnego, narusza gwarancje bezpieczeństwa i podważa zaufanie członków do systemu emerytalnego.**

- **Likwidacja rachunku premiowego oznacza usunięcie z systemu najważniejszego mechanizmu wspierającego konkurencję pomiędzy OFE w zakresie efektywności inwestycyjnej.**
- **Likwidacja Funduszu Gwarancyjnego pozbawi system emerytalny jedyne elementu adekwatności kapitałowej, a więc także obniży jego bezpieczeństwo.**

4. Obniżenie o połowę poziomu opłaty od składki i opłaty za transfer składek z ZUS, możliwość różnicowania opłaty od składki ze względu na staż członkowski

Projekt zakłada, że maksymalny poziom opłaty pobieranej od składki zostanie obniżony o połowę z 3,5% na 1,75%, co jest uzasadniane wysoką rentownością PTE i brakiem konkurencji cenowej. Równocześnie obniżona miałyby być opłata pobierana przez ZUS za transfer składek (z 0,8% na 0,4%). Opłata od składki nie byłaby pobierana w przypadku osób, którym pozostało nie więcej niż 10 lat do wieku emerytalnego. Dodatkowo, fundusze miałyby możliwość różnicowania składki ze względu na staż członkowski (podobnie jak w latach 1999–2004). W *Uzasadnieniu do Projektu* nie przedstawiono żadnych analiz, na podstawie których dokonano ustalenia nowego limitu wysokości opłaty od składki. Trudno więc określić, czy postulowany poziom jest optymalny tak z punktu widzenia członków OFE jak i efektywności i stabilności całego kapitałowego systemu emerytalnego.

Analizując koszty oszczędzania w II filarze, niewątpliwie warto umieścić polskie OFE w szerszym kontekście międzynarodowym. Międzynarodowa Organizacja Nadzorców Emerytalnych (IOPS) przeprowadzała przekrojowe analizy kosztów oszczędzania w kapitałowych systemach emerytalnych w 19 krajach. Poniżej przedstawiono porównanie kosztów OFE z funduszami emerytalnymi w kilku wybranych krajach:

Tabela 6. Koszty oszczędzania w kapitałowych systemach emerytalnych w wybranych krajach

Kraj	Suma pobranych opłat do finalnego kapitału emerytalnego (tzw. <i>charge ratio</i>)
Polska – najtańszy badany system	8,68%
Kolumbia	14,27%
Meksyk	18,40%
Czechy (system dobrowolny)	39,31%
Turcja (system dobrowolny) – najdroższy badany system	46,34%

Źródło: IOPS.

Wnioski z analiz IOPS²³ są następujące:

- Już obecnie polski system funduszy emerytalnych jest najtańszy na świecie.
- Systemy obowiązkowe są z natury tańsze od systemów dobrowolnych – w praktyce najtańszy dobrowolny jest droższy niż najdroższy system obowiązkowy.

²³ Overview of IOPS work on costs, 2nd IOPS Regional Workshop on Pension Supervision for CEE, CIS, CAUCASIA and Central Asia Regions, 10-11 maja 2012.

- Systemy dojrzałe są tańsze od systemów startujących.
- Regulacja jest prostym sposobem na obniżenie poziomu opłat, nie powinno się to jednak odbywać kosztem jakości zarządzania portfelem inwestycyjnym.

Widać zatem, że na tle innych krajów OFE nie są kosztowne z punktu widzenia członka funduszu. Wysoka rentowność PTE i zmniejszone koszty działalności operacyjnej wynikające z braku akwizycji mogą być argumentem za dalszą obniżką kosztów w drodze regulacji. Oceniając pozytywnie cel tej regulacji, należy jednak pamiętać, że na skutek umorzenia części obligacyjnej, o ponad połowę spadną również aktywa OFE, co obniży znacząco przychody z tytułu zarządzania – zaś koszty zarządzania nie obniżą się w sposób proporcjonalny, gdyż zarządzanie portfelem akcyjnym jest droższe niż obligacyjnym.

Kontrowersje może budzić powrót do możliwości różnicowania stawek opłaty od składki ze względu na staż członkowski. Taka możliwość zdecydowanie utrudnia porównanie cenowe kosztów oszczędzania w OFE, czyli możliwość oceny przez konsumenta, który fundusz jest tańszy – bo jeden OFE może mieć stałą stawkę 1,5%, a drugi przez dwa lata 1,7%, a potem 1,4%. Ocena, który jest tańszy, wymaga przeprowadzenia obliczeń przy szeregu założeń co do wysokości przyszłej składki i woli pozostawiania w OFE. Mechanizm różnicowania stawki za staż utrudnia konkurencję między podmiotami z jeszcze jednego powodu – w sytuacji, gdy członek najpierw ponosi wysokie opłaty, a potem znacznie niższe, motywem do pozostania w OFE będzie mechanizm psychologiczny zwany efektem kosztów utopionych (*sunk costs bias*). Jest to irracjonalny, ale bardzo silnie osadzony w naturze ludzkiej mechanizm, gdzie nieodwracalnie poniesione koszty petryfikują pierwotne wybory ubezpieczonych. Regulacje tymczasem nie powinny być formułowane w taki sposób, aby zwiększać prawdopodobieństwo suboptymalnych wyborów.

Zakaz pobierania opłaty od składki dla osób mających nie więcej niż 10 lat do przejścia na emeryturę może być uzasadniony tym, że część ich ostatnio wpłaconej składki wraca zaraz do ZUS w wyniku działania „suwaka”. Wyzerowaniu tej opłaty powinien jednak towarzyszyć symetryczny mechanizm wyzerowania opłaty na rzecz ZUS za transfer tych składek (podobnie jak to miało miejsce w przypadku redukcji stawki opłat). W przeciwnym przypadku możliwa jest sytuacja, gdy PTE zarządzające dużym OFE dopłaca do składek otrzymywanych z ZUS, nie pobierając jednocześnie za ich zarządzanie opłaty na skutek ustawowego limitowania tejże opłaty przez ustawodawcę.

Podsumowując:

- **Polski kapitałowy system emerytalny jest najtańszy na świecie, niemniej istnieje w nim wciąż duże pole do redukcji opłat. Należy rozważyć całkowitą rezygnację z opłaty od składki.**
- **Redukcja opłat powinna uwzględniać fakt wyższych kosztów zarządzania agresywnym portfelem akcyjnym, w jaki zmieniłyby się OFE po wprowadzeniu regulacji.**
- **Proponowany mechanizm różnicowania opłat za staż członkowski może zaburzać konkurencję cenową i umacniać suboptymalne wybory członków OFE.**
- **Zaniechaniu pobierania opłaty od składki dla ubezpieczonych na 10 lat przed emeryturą powinno towarzyszyć zaniechanie pobierania opłaty za transfer składek dla ZUS.**

5. Dobrowolność udziału w części kapitałowej systemu

Propozycja zamieszczona w *Projekcie* zakłada, że ubezpieczeni będą mogli w ograniczonym zakresie decydować, gdzie ma trafiać składka wysokości 2,92% – do OFE czy na subkonto ZUS. Ubezpieczeni, którzy chcieliby dalej odprowadzać składki do OFE, będą musieli to potwierdzić w ciągu trzech miesięcy – od 1 kwietnia do 30 czerwca 2014 r. W przeciwnym razie ich składki z II filara będą trafiały na subkonto w ZUS. Osoby rozpoczynające pracę będą miały trzy miesiące na podjęcie decyzji, czy chcą oszczędzać w OFE. Jeśli tego nie zrobią, całość ich składki trafi do ZUS na konto i subkonto. Począwszy od 2016 roku, co cztery lata na trzy miesiące (kwiecień-czerwiec) będzie otwierane „okno transferowe” umożliwiające zmianę decyzji (odprowadzanie składki 2,92% do OFE bądź całości składki emerytalnej do ZUS).

Analizując propozycję zmiany ustawy, warto sięgnąć po badania z zakresu ekonomii behawioralnej wskazujące, że na wybory konsumenckie ma olbrzymi wpływ opcja domyślna, niezależnie od samych preferencji konsumentów. Konstrukcja opcji „domyślnie przeniesienie do ZUS lub potwierdzenie pozostania w OFE” oznacza zatem bardzo silne ukierunkowanie na przeniesienie do ZUS wśród osób indyferentnych a nawet umiarkowanych zwolenników OFE.

Sama idea dobrowolności stoi poniekąd w opozycji do obowiązkowego charakteru systemu emerytalnego. W przypadku proponowanych zmian, problem jeszcze się komplikuje przez „rozmycie” dobrowolności – dotyczy ona tylko przyszłych składek, nie kapitałów. Dobrowolnie można całość swej składki odprowadzać do ZUS, ale nie można tejże całości dobrowolnie odprowadzać do OFE. W zakresie możliwości oszczędzania w OFE dla tych, którzy chcą tam oszczędzać, dobrowolność nie daje nic więcej ponad *status quo*.

Wskazać należy, iż *Uzasadnienie* dołączone do *Projektu* nie podaje wyczerpujących argumentów, które wyjaśniałyby, dlaczego kolejne decyzje o odprowadzaniu składki z II filara mają być podejmowane w trzymiesięcznych okienkach transferowych raz na cztery lata. Jest to ograniczenie, które może okazać się szkodliwe, biorąc pod uwagę realia rynków finansowych. Jeśli „okno transferowe” otworzy się na szczycie hossy giełdowej, możemy się spodziewać zmasowanego wyboru odprowadzania składek do OFE, jeśli zaś otworzy się na dnie bessy ubezpieczeni masowo przeniosą swe wkłady emerytalne na subkonta w ZUS”. Oba przypadki będą klasyczną realizacją „ryzyka złej daty”.

Podsumowując:

- **Proponowany mechanizm silnie promuje odprowadzanie składki z II filara do ZUS.**
- **Trudno znaleźć uzasadnienie dla otwierania „okien transferowych” na krótki czas (trzy miesiące) w dużych interwałach (co cztery lata).**
- **Doświadczenia międzynarodowe wskazują, że dobrowolność przyczynia się do zwiększonych kosztów systemu.**

6. „Suwak” jako system wypłat z części kapitałowej

System emerytalny o zdefiniowanej składce obejmuje dwie fazy – fazę akumulacji i fazę wypłat. O ile faza akumulacji w obrębie II filara jest całościowo uregulowana, o tyle faza wypłat wymaga pilnej inicjatywy ustawodawczej, która powinna się sfinalizować do połowy 2014 roku.

Problem wypłat z części kapitałowej podlegał cyklicznym konsultacjom międzyresortowym w ramach prac *Zespołu do spraw efektywności otwartych funduszy emerytalnych*. Podsumowaniem tych prac był stworzony w UKNF i przedstawiony Ministrowi Pracy i Polityki Społecznej w 2012 roku raport „Wypłata świadczeń emerytalnych z kapitałowej części systemu emerytalnego”. Raport rozważał kilka koncepcji systemu wypłat z II filara, od najbardziej nierynkowej, gdyby miał to robić ZUS, po najbardziej rynkową, która zakładała wielość instytucji wypłacających i dowolny kształt produktu emerytalnego. Poszczególne koncepcje wypłat podlegały wielokryterialnej ocenie, która uwzględniała m.in. wpływ metody wypłat na finanse publiczne, na rynek finansowy, czy atrakcyjność dla ubezpieczonego. Najniżej została oceniona propozycja wypłat przez ZUS, najwyżej przez PTE w systemie przyspieszonego zużycia kapitału II filara.

Projekt i Uzasadnienie do Projektu pomijają wnioski debaty, wysuwając nową propozycję „suwaka”, która całkowicie likwiduje wypłatę emerytur w obrębie filara kapitałowego i wprowadza mechanizm stopniowego, począwszy od momentu 10 lat przed emeryturą, umarzania kapitałów emerytalnych w obrębie II filara i księgowania ich na subkoncie w ZUS. Jedynym uzasadnieniem dla takiego zabiegu jest tzw. „ryzyko złej daty”, czyli możliwość silnego spadku kapitału zakumulowanego w II filarze tuż przed przejściem na emeryturę na skutek fluktuacji rynkowych.

Wskazać trzeba, że „ryzyko złej daty” jest na rynkach emerytalnych dostrzegane od lat i wypracowano optymalną metodę jego mitygowania. Metodą tą jest stopniowe wygaszanie zmienności portfela inwestycji emerytalnych, zwykle przez przesuwanie środków między subfunduszami o coraz większym udziale instrumentów dłużnych i coraz mniejszym udziale akcji. Jest to tzw. „strategia cyklu życia” (*life-cycle investment strategy*). **Stosowanie strategii inwestycyjnej cyklu życia jest jednoznacznie rekomendowane przez OECD jako odpowiedź na „ryzyko złej daty”²⁴**. Podobne rekomendacje zawiera ocena stabilności polskiego systemu finansowego dokonana przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy²⁵.

Do wdrożenia strategii cyklu życia potrzebne są przynajmniej dwa subfundusze emerytalne, pomiędzy którymi transferowany będzie kapitał osób zbliżających się do emerytury (może być ich oczywiście więcej, np. w Chile jest pięć subfunduszy). Środki przyszłych emerytów przenoszone byłyby do funduszu bezpiecznego, który inwestowałby np. ponad 90% portfela w papiery dłużne. Jest to rozwiązanie dużo bezpieczniejsze od „suwaka”, gdyż **zmienność dziesięcioletnich obligacji skarbowych jest o jedną trzecią mniejsza niż zmienność na subconcie ZUS i aż o połowę mniejsza niż zmienność w I filarze**.

W świetle rekomendacji międzynarodowych, jak również bardzo niskiej zmienności polskiego rynku długu, „suwak” wydaje się próbą wprowadzania zbędnej innowacji, do tego

²⁴ Por. *The OECD Roadmap for the Good Design of Defined Contribution Pension Plans*, OECD, 2012.

²⁵ Zob. pkt 52 materiału *Republic of Poland Financial System Stability Assessment*, IMF, czerwiec 2013.

niekorzystnej w skutkach. Mechanizm inwestycji z subfunduszem bezpiecznym jest rozwiązaniem sprawdzonym, bardziej elastycznym i bezpieczniejszym. Warto też zaznaczyć, że OECD rekomenduje również, aby **faza wypłat i fazy akumulacji w systemach zdefiniowanej składki były wewnętrznie spójne**, co w przypadku systemu kapitałowego przekłada się na oferowanie kapitałowych emerytur dożywotnich (przy czym **OECD zaleca jako optymalny produkt połączenie dożywotniej emerytury odroczonej z wypłatą programową**²⁶, a oferowanie tylko wypłat dożywotnich traktuje jako swoiste minimum).

Podsumowując:

- „Suwak” jest rozwiązaniem, które nie było stosowane w praktyce i nie jest zalecane przez rekomendacje OECD i MFW w zakresie modelu wypłat z systemów kapitałowych, gdzie jednoznacznie proponowana jest wielofunduszowa strategia cyklu życia.
- *Uzasadnienie* w sposób pośredni przyznaje, że system repartycyjny jest niezbilansowany i przesuwanie tam środków z OFE skutkuje w długim okresie obciążeniem dla budżetu.

7. Proponowane zmiany ustawowe a konkurencja na rynku OFE.

Uzasadnienie (str. 8) stwierdza dobitnie, że pakiet zmian ma na celu: „przywrócenie rynkowego (kapitałowego) charakteru II filaru”. Warto podsumować, czy proponowane regulacje faktycznie osiągną ten cel.

Czternaście lat funkcjonowania systemu kapitałowego pokazuje, że członkowie OFE są w przytłaczającej większości bierni, w czym zresztą nie różnią się specjalnie od członków funduszy emerytalnych w innych krajach świata, nawet tych o dużo dłuższej historii gospodarki rynkowej. Nie oznacza to, że na rynku z pasywnymi konsumentami mechanizm konkurencji cenowej i jakościowej nie może działać. Oznacza to jednak, że nie można liczyć na to, że nastąpi zwiększenie konkurencyjności wraz z liberalizacją polityki inwestycyjnej. Drastyczny spadek liczby transferów po likwidacji mechanizmu akwizycji ujawnił, że członkowie OFE w swoich wyborach nie kierują się oceną kosztów oszczędzania ani historycznymi stopami zwrotu. Stymulować konkurencję należy zatem w inny sposób, niż licząc po prostu na mobilność wyedukowanych ekonomicznie ubezpieczonych.

Z punktu widzenia prywatnego przedsiębiorcy, walka konkurencyjna ma dwa zasadnicze (powiązane ze sobą) cele: przetrwanie na rynku i ekspansję. Do przetrwania konieczna jest rentowność, a więc zysk. Na rynku częściowo regulowanym, zysk przedsiębiorcy powinien być skorelowany z korzyścią dla konsumentów. Można to osiągnąć przez odpowiedni system bodźców, który wynagradza jakość – w przypadku produktów inwestycyjnych jakość utożsamiany z wysoką stopą zwrotu (czasem jeszcze uzupełnioną o relatywnie niską zmienność wyników w czasie). W obecnym systemie takim bodźcem jest mechanizm rachunku premiowego, który wynagradza podmioty proporcjonalnie do osiągniętych przez nie stop zwrotu. Przychody z rachunku premiowego są niewielką, kilkuprocentową pozycją w całości przychodów OFE, ale w przyszłości ich rola rosłaby, ze względu na kwotowe

²⁶ Which arrangements for the Pension Phase of DC Pension Should Retirees Choose?, OECD, 2011.

ograniczenie opłaty za zarządzanie. Podobnym bodźcem nagradzającym dobre wyniki był mechanizm losowania, który promował nowymi członkami (a więc poniekąd przyszłym strumieniem opłat) mniejsze fundusze osiągające systematycznie ponadprzeciętne stopy zwrotu. *Projekt* tymczasem **likwiduje całkowicie mechanizm rachunku premiowego i system losowania, eliminując jedyne „twarde” bodźce do konkurencji jakościowej.**

W literaturze ekonomicznej reklama jest postrzegana jako jedno z podstawowych narzędzi wykorzystywanych w walce konkurencyjnej, pozwala konsumentom zminimalizować koszty transakcyjne podejmowania decyzji zakupowych. Reklama jest szczególnie ważna dla wchodzących na rynek podmiotów, które mogą w ten sposób poinformować o swojej ofercie²⁷. Jest wewnątrznie sprzeczne postulowanie stymulowania konkurencji na rynku i jednocześnie budowanie istotnej bariery wejścia w postaci całkowitego zakazu reklamy.

Podsumowując:

- *Projekt* postuluje stymulowanie konkurencji przez deregulacje, co jednak nie działa na rynku, na którym konsumenci są bierni.
- *Projekt* likwiduje jedyne funkcjonujące bodźce dla konkurencji jakościowej – rachunek premiowy i mechanizm losowania.
- Zakaz reklamy uderza w konkurencję na rynku, szczególnie tworząc barierę wejścia dla nowych podmiotów.
- Dobrowolności wyboru, gdzie ma trafiać składka z II filara, towarzyszy jednocześnie asymetria konkurencyjna między rywalizującym o składkę podmiotami: OFE i ZUS.

²⁷ O znaczeniu reklamy dla konkurencji rynkowej por. np. ADVERTISING AND COMPETITION, Anthony J. Dukes, w: ISSUES IN COMPETITION LAW AND POLICY 515 (2008).

8. Podsumowanie

Najważniejsze wątpliwości do proponowanych zmian systemowych można podsumować w punktach:

1. *Projekt* zakłada likwidację najmniej zmiennej części, odpowiedzialnej za kapitały emerytalne i jednocześnie uniemożliwia funduszom redukcję zmienności w krótkim i średnim okresie. Efektem ubocznym może być zmniejszenie się płynności rynku obligacji i umocnienie pozycji nierezydentów na tym rynku.
2. Zwiększony zostanie stan subkonta ZUS, będącego w długim okresie niezbilansowanym systemem dwuindeksowym. W następstwie zwiększy się dług ukryty i zobowiązania budżetu państwa w przyszłości.
3. Według nowych limitów inwestycyjnych udział akcji w portfelach OFE będzie jednym z najwyższych, jeżeli nie najwyższym w skali światowej. Oznacza to transformację części systemu zabezpieczenia społecznego w agresywny fundusz inwestycyjny, eliminując przy tym wymóg bezpieczeństwa i rentowności lokat funduszy.
4. Nowe limity prowadzą do nieoptymalnej z punktu widzenia teorii finansów alokacji (brak możliwości właściwego zbilansowania między ryzykiem a stopą zwrotu).
5. Likwidacja minimalnej wymaganej stopy zwrotu i niedoboru bez zaproponowania rozwiązania alternatywnego narusza gwarancje bezpieczeństwa i podważa zaufanie członków do systemu, zaś towarzysząca temu likwidacja Funduszu Gwarancyjnego oznacza pozbawienie systemu emerytalnego jedyne go elementu adekwatności kapitałowej, a więc także obniżenie jego bezpieczeństwa.
6. Likwidacja rachunku premiewego oznacza usunięcie z systemu mechanizmu wspierającego konkurencję pomiędzy OFE w zakresie efektywności inwestycyjnej. Podobny negatywny efekt ma likwidacja mechanizmu losowania.
7. Redukcja opłat powinna uwzględniać fakt wyższych kosztów zarządzania agresywnym funduszem akcyjnym, w jaki zmieniłyby się OFE po wprowadzeniu regulacji, natomiast proponowany mechanizm różnicowania opłat za staż członkowski osłabia konkurencję cenową i umacnia suboptymalne wybory członków OFE. Na równi rozważana powinna być propozycja całkowitej rezygnacji z opłaty od składki.
8. Proponowany mechanizm „dobrowolności” silnie promuje odprowadzanie składki z II filara do ZUS.
9. Trudno znaleźć uzasadnienie dla otwierania „okien transferowych” między ZUS a OFE na krótko w długich interwałach (co 4 lata).
10. Dobrowolności wyboru, gdzie ma trafiać składka z II filara, towarzyszy jednocześnie asymetria konkurencyjna między OFE i ZUS.
11. Propozycja „suwaka” nie uwzględnia rekomendacji OECD i MFW w zakresie modelu wypłat z systemów kapitałowych, gdzie proponowana jest wielofunduszowa strategia cyklu życia.

Część III. Uwagi prawne do projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłat emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych

1. **Uwaga o charakterze wstępnym do projektu** - W ocenie Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego, tak daleko idące zmiany w zakresie kapitałowego systemu emerytalnego, jakie zostały zawarte w projekcie wymagają przeprowadzenia gruntownej analizy oraz oceny z punktu widzenia regulacji prawnych zawartych w Konstytucji RP. Celowe byłoby, aby projektodawca przeprowadził w tym zakresie głębszą analizę i dał temu wyraz choćby w uzasadnieniu do projektu. W ocenie Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego, zważywszy na zakres spraw normowanych projektem przedmiotem szczególnego zainteresowania projektodawców powinno być zachowanie następujących standardów konstytucyjnych:
 - **proporcjonalności** – „Zasada proporcjonalności pozostaje w immanentnej więzi z zakazem nadmiernej ingerencji w sferę praw i wolności konstytucyjnych jednostki. Przy ocenie, czy ingerencja była wyrazem konieczności i została przeprowadzona tylko w niezbędnym wymiarze, uwzględnia się specyfikę poszczególnych praw i wolności. W przypadku konkurencyjności chronionych konstytucyjnie dóbr konieczne jest zachowanie przez ustawodawcę czytelnej równowagi między interesami pozostającymi w kolizji. (por. wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 23 czerwca 2009 r., K 54/07) Ocena, czy zasada ta jest poszanowana, wymaga przeprowadzenia testu polegającego na udzieleniu odpowiedzi na trzy pytania dotyczące normy: 1) czy jest ona w stanie doprowadzić do zamierzonych przez ustawodawcę skutków (kryterium przydatności normy); 2) czy jest ona niezbędna (konieczna) dla ochrony interesu publicznego, z którym jest powiązana (kryterium konieczności); 3) czy jej efekty pozostają w proporcji do nałożonych przez nią na obywatela ciężarów lub ograniczeń (kryterium proporcjonalności sensu stricto);
 - **równości wobec prawa** – „Zasada równości, wyrażona w art. 32 ust. 1 i 2 Konstytucji, polega na tym, że wszystkie podmioty prawa charakteryzujące się daną cechą istotną w równym stopniu, powinny być traktowane równo, tj. bez zróżnicowań zarówno faworyzujących jak i dyskryminujących.” (wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 23 października 2001 r., K 22/01). Jednocześnie zasada równości zakłada odmienne traktowanie podmiotów prawa, które nie posiadają wspólnej cechy istotnej. Badając zgodność regulacji prawnej z konstytucyjną zasadą równości, należy ustalić, czy zachodzi podobieństwo określonych podmiotów, a więc czy możliwe jest wskazanie wspólnej cechy istotnej uzasadniającej równe traktowanie podmiotów;
 - **ochrony własności prywatnej i zakaz wywłaszczenia w celu innym niż cel publiczny i bez słusznego odszkodowania** – zakres praw podlegających konstytucyjnej ochronie nie ogranicza się jedynie do własności w rozumieniu cywilnoprawnym. Pojęcie prawa własności na gruncie art. 21 ust. 1 i 2 Konstytucji RP musi być rozumiane w sposób autonomiczny. Wykracza ono poza cywilnoprawne ujęcie własności, stanowiąc synonim całokształtu praw majątkowych (por. wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 3 kwietnia 2008 r., K 6/05). W konsekwencji szeroko należy rozumieć konstytucyjne pojęcie wywłaszczenia, a więc jako przymusowe odebranie wszelkiego rodzaju prywatnych uprawnień majątkowych. Własność w ujęciu przepisów konstytucyjnych należy zatem rozumieć jako kategorię

ściśle konstytucyjną, bardziej zbliżoną do ekonomicznego pojmowania własności, a więc będącą synonimem całokształtu praw majątkowych. (por. wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 13 grudnia 2012 r., P 12/11);

- **autonomii woli podmiotów uczestniczących w stosunkach prawnych** – zdaniem Trybunału Konstytucyjnego „Obowiązująca Konstytucja w żadnym ze swoich przepisów wprost nie proklamuje zasady swobody (wolności) umów jako instytucji o randze konstytucyjnej. Zdaniem Trybunału Konstytucyjnego nie oznacza to jednak, że z konstytucyjnego punktu widzenia zasada ta nie ma znaczenia. Zgodnie z jej genezą zasadę swobody umów należy widzieć w pierwszej kolejności przez pryzmat wolności jednostki „...Przepisy rozdziału II Konstytucji formułują ogólne założenie, w myśl którego „wolność człowieka podlega ochronie prawnej”, a „nikogo nie wolno zmuszać do czynienia tego, czego prawo mu nie nakazuje” (art. 31 ust. 1 i ust. 2 zd. 2 Konstytucji). Postanowienia te najbardziej odpowiadają cywilistycznej koncepcji autonomii woli.” (wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 29 kwietnia 2003 r., SK 24/2002). Wprawdzie autonomia woli często jest wyłączona w sprawach dotyczących ubezpieczenia społecznego, jednakże w tych przypadkach, w których ustawodawca ją uwzględnił, konieczne jest jej poszanowanie;

- **prawo do zabezpieczenia społecznego, w tym na wypadek osiągnięcia wieku emerytalnego** – prawo takie deklaruje przepis art. 67 ust. 1 Konstytucji RP, wskazujący jednocześnie, że zakres i formy zabezpieczenia społecznego określa ustawa. Nałożony na ustawodawcę obowiązek urzeczywistnienia wyrażonych w Konstytucji RP gwarancji socjalnych w drodze stosownych regulacji normatywnych nie oznacza obowiązku maksymalnej rozbudowy systemu świadczeń. Obowiązek ten musi być natomiast rozumiany jako nakaz urzeczywistnienia poprzez regulacje ustawowe treści prawa konstytucyjnego w taki sposób, aby z jednej strony uwzględniało istniejące potrzeby, z drugiej możliwości ich zaspokojenia. Granice tych możliwości wyznaczone są przez inne podlegające ochronie wartości konstytucyjne, takie jak np. równowaga budżetowa, które mogą w pewnym zakresie pozostawać w opozycji do rozwiązań ustawowych zmierzających do maksymalizacji gwarancji socjalnych. I w tym właśnie sensie uzasadnione jest w pełni twierdzenie, że ochrona praw socjalnych przejawiać się powinna w takim ukształtowaniu rozwiązań ustawowych, które stanowią optimum realizacji treści prawa konstytucyjnego. Demokratycznemu ustawodawcy przysługuje znaczna swoboda oceny w poszukiwaniu odpowiednich rozwiązań prawnych, które w sposób optymalny balansowałyby wszystkie wskazane wyżej wyznaczniki właściwej realizacji prawa podmiotowego o charakterze socjalnym. Regulacje ustawowe w tej materii tylko wówczas, mogą być kwestionowane z punktu widzenia konstytucyjnych gwarancji socjalnych, gdy w sposób wyraźny nie uwzględniają one powyższych kryteriów, naruszając ewidentnie równowagę pomiędzy stopniem zaspokojenia potrzeb a istniejącymi możliwościami, a także wtedy, gdy ustawodawca narusza inne normy konstytucyjne. W pierwszym rzędzie należy tu wskazać na zasady sprawiedliwości społecznej, ochrony zaufania do państwa i stanowionego przezeń prawa oraz równości.

Nie można zapominać, iż przy uchwalaniu przepisów prawa tak głęboko ingerujących w działania kapitałowego systemu emerytalnego może dojść do naruszenia i zachwiania koniecznej na gruncie konstytucyjnym równowagi między różnymi wartościami oraz dobrami publicznymi. Każdorazowo trzeba postawić pytanie, czy przedstawione przez projektodawców propozycje istotnie przyczynią się do dobrej realizacji konstytucyjnego postulatu zapewniania obywatelom zabezpieczenia

emerytalnego oraz czy są reakcją adekwatną na obecny stan finansów publicznych, a w szczególności czy przechodzą test proporcjonalności. W tym ostatnim zakresie wątpliwości może budzić zwłaszcza spełnianie kryterium konieczności, gdyż wydaje się, że zarówno do poprawy sytuacji finansów publicznych, jak i do zwiększenia efektywności systemu OFE można doprowadzić innymi metodami, bez niweczenia założeń pierwotnej reformy systemu emerytalnego. Ponadto nadrzędną cechą zabezpieczenia społecznego jest stabilność regulacji prawnych w tym obszarze, która z uwagi na realizację tych najważniejszych zadań państwa z punktu widzenia obywateli kształtuje ich zaufanie do organów państwa oraz samego prawa. W myśl art. 2 Konstytucji RP Rzeczpospolita Polska jest demokratycznym państwem prawnym, urzeczywistniającym zasady sprawiedliwości społecznej. Jednym ze standardów państwa prawa jest przede wszystkim zagwarantowanie swoim obywatelom pewności prawa stanowionego przez organy państwa. W innym wypadku nagłe, niespodziewane i częste zmiany stanowionego przez państwo prawa, powodować będzie niepewność sytuacji prawnej obywateli a także innych podmiotów prawnych. Władztwo państwa w sferze tworzenia prawa w państwie prawa nie może mieć charakteru arbitralnego. Realizacja uprawnień do stanowienia i zmiany przepisów powinna brać pod uwagę konsekwencje związane z możliwością utraty zaufania obywateli do państwa i stanowionego prawa. W trakcie aktywności zawodowej obywatele mogą skutecznie kształtować swoją sytuację finansową na przyszłość, działając w ramach systemu stworzonego przez państwo. W tym sensie uczestnictwo w systemie zabezpieczenia emerytalnego ma charakter niejako obowiązkowy. Zasadnicze zmiany tego systemu w tym okresie powodują nie tylko brak pewności realizacji dotychczasowych obietnic ze strony państwa co do sposobu otrzymania przyszłej emerytury, ale przede wszystkim uniemożliwiają znalezienie dodatkowych źródeł zabezpieczenia grupie, która zbliża się do końca swego życia zawodowego lub już nie jest aktywna.

Mając na uwadze powyższe Urząd Komisji Nadzoru Finansowego przeanalizował konstytucyjne aspekty projektu. W dalszych uwagach przedstawiono efekty tej analizy, wskazując w odniesieniu do poszczególnych przepisów na wątpliwości dotyczące potencjalnych niezgodności projektu z ustawą zasadniczą, które powinny zostać ocenione przez projektodawcę.

2. **Uwaga do art. 2 projektu** - Projekt zawiera błędną metrykę ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, zwanej dalej „ufe”, tj. „Dz. U. z 2010 r. Nr 34, poz. 189 ze zm.”, tymczasem winna ona brzmieć: „Dz. U. z 2013 r., poz. 989”.
3. **Uwaga do art. 2 pkt 1 projektu** – Z punktu widzenia legislacyjnego, skoro przepis art. 2 ust. 2 ufe posługuje się pojęciami „okresowa emerytura kapitałowa”, „emerytura częściowa” oraz „emerytura po osiągnięciu wieku emerytalnego” niezbędne byłoby nawiązanie do aktów ustawowych, w których te pojęcia występują i nadawane jest im określone znaczenie normatywne. Alternatywnym sposobem wyjaśnienia wzmiankowanych pojęć byłoby ich zdefiniowanie w przepisie art. 8 ufe, tak jak dzieje się z terminem „okresowa emerytura kapitałowa”. Powstaje zasadnicza wątpliwość, dlaczego akurat ten termin został ujęty w słowniczku ustawowym, inne zaś dwa pojęcia zostały zbyte przez projektodawców milczeniem. Takie działanie można byłoby oceniać jako niekonsekwencję ustawodawcy.
4. **Uwaga do art. 2 pkt 4 lit. b projektu** - Należy rozważyć zasadność dodawania pkt 3 w przepisie art. 13 ust. 3 ufe poprzez stwierdzenie, iż statut funduszu emerytalnego ma

zawierać opis zasad prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusz. Jak wydaje się, zasady działalności inwestycyjnej otwartych funduszy emerytalnych wraz z podstawowymi ograniczeniami zaangażowania aktywów winny zostać opisane w sposób wyczerpujący przez ustawodawcę w obowiązujących regulacjach prawnych. Taka konstrukcja prawna zapewnia, że z jednej strony ryzyko inwestycyjne w działalności funduszy jest, poprzez system ograniczeń jakościowych i ilościowych, ograniczane i skutkuje stanem, w którym otwarte fundusze emerytalne gromadzące środki członków nie mogą podejmować nadmiernego ryzyka. Z drugiej zaś strony, ryzyko związane z działalnością lokacyjną otwartych funduszy emerytalnych jest ograniczone w jednakowy sposób dla wszystkich podmiotów, co również leży w oczywistym interesie członków otwartych funduszy emerytalnych. Na gruncie powyższego należy zatem stwierdzić, że w przypadku, gdy zasady prowadzenia działalności lokacyjnej są w sposób jednoznaczny określone przepisami prawa nie jest konieczne wprowadzanie analogicznych uregulowań w statucie otwartego funduszu emerytalnego. Co najwyżej, można byłoby zamieszczać opis nie tyle zasad prowadzenia działalności lokacyjnej, ile skonkretyzować profil prowadzonej działalności lokacyjnej, poprzez przykładowe wskazanie instrumentów finansowych, które otwarty fundusz będzie wykorzystywał w prowadzonej przez siebie działalności inwestycyjnej itp.

5. **Uwaga do art. 2 pkt 9 lit. a projektu** - W przepisie w proponowanym brzmieniu mowa jest o uzyskaniu członkostwa w otwartym funduszu emerytalnym w kontekście zawarcia „pierwszej umowy z otwartym funduszem emerytalnym”. Takie brzmienie może skutkować powstaniem wątpliwości co do istnienia podstawy prawnej uzyskania członkostwa w funduszu w przypadku osoby, która należała do OFE, następnie zdecydowała się na przejście do ZUS, w dalszej zaś kolejności postanowiła znowu przynależć do OFE. Dla takiej osoby umowa, na podstawie której powraca ona do systemu OFE, nie jest „pierwszą umową”. Uprawnione byłoby wprowadzenie innego pojęcia dla opisanego czynności – umowy, tak aby nie posługiwać się określeniem „pierwsza”. Ponadto należy podnieść, że w związku z możliwością dokonywania, co pewien czas wyboru pomiędzy ZUS a OFE, doprecyzowania wymagają kwestie proceduralne, w tym zwłaszcza dotyczące składania oświadczeń woli (np. przesądzenie, czy decydujący będzie termin nadania oświadczenia woli, czy też jego wpływ do określonego adresata). Z punktu widzenia osoby ubezpieczonej oraz praktyki stosowania prawa są to kwestie istotne, których nie można pozostawić niedookreślonymi.
6. **Uwaga do art. 2 pkt 10 projektu** - Projektowana zmiana art. 85 pkt 1) ufe zakłada, iż Rada Ministrów określi w drodze rozporządzenia sposób i tryb zawarcia umowy wraz z listą załączników, na podstawie których następuje zawarcie umowy. Proponowany przepis art. 85 pkt 1) ufe został sformułowany w sposób nieprecyzyjny, sugerując, iż zawarcie umowy następuje na podstawie załączników do umowy, co oczywiście niezgodne jest z unormowaniami prawnymi. Z tego względu, jak wydaje się, niezbędne jest nadanie przepisowi art. 85 pkt 1) ufe nowego brzmienia, które mogłoby przyjąć następującą postać: „1) sposób i tryb zawarcia umowy, wraz z listą załączników do umowy, na podstawie której następuje uzyskanie członkostwa w otwartym funduszu;”.
7. **Uwaga do art. 2 pkt 12 projektu** - W przepisie przewidziano obowiązek umarzania każdego miesiąca jednej sto dwudziestej jednostek rozrachunkowych. Nie jest jasne, w jaki sposób otwarty fundusz emerytalny ma wykonać ten obowiązek w sytuacji, w której liczba jednostek nie dzieli się przez sto dwadzieścia, tymczasem standardy demokratycznego państwa prawa wymagają, aby obowiązki adresatów norm

prawnych były czytelne w stopniu umożliwiającym ich wykonanie celem uniknięcia negatywnych konsekwencji prawnych. W ocenie Urzędu KNF nie można tej kwestii doprecyzować w akcie wykonawczym, który ma być wydany na podstawie upoważnienia zawartego w przepisie art. 100c ust. 4 pkt 2, gdyż mowa jest tam jedynie o sposobie i trybie rozliczeń. Rozporządzenie zatem będzie regulować jedynie kwestie techniczne związane z rozliczeniami, natomiast sam „wymiar” obowiązku, który nałożono na fundusze emerytalne, wynikać będzie wyłącznie z przepisów ustawowych, te zaś – jak wskazano powyżej – budzą poważne wątpliwości interpretacyjne.

8. **Uwaga do art. 2 pkt 12 projektu** – Wydaje się, iż przepis art. 100c ust. 2 i 3 ufe winien zostać scalony w jeden ustęp, albowiem z punktu widzenia legislacyjnego zawierają one tożsame regulacje. Nie jest wiadome, co wnosi ust. 2 art. 100c ufe, skoro i tak z ust. 3 art. 100c ufe wynika, iż umorzeniu podlegają jednostki rozrachunkowe funduszu w dniu poinformowania przez ZUS o okolicznościach, o których mowa w art. 100c ust. 1 ufe. Jedynie można było rozważyć uzupełnienie ust. 3 art. 100c ufe o stwierdzenie, iż każdego miesiąca to otwarty fundusz umarza jedną sto dwudziestą liczbę jednostek rozrachunkowych. W taki wypadku ust. 2 art. 100c ufe stawałby się zbyteczny. Ponadto należy zauważyć, iż w projektowanym przepisie art. 100c ust. 4 pkt 2 ufe projektodawca posługuje się sformułowaniem „ukończenie wieku emerytalnego” zamiast powszechnie używanego w aktach prawnych sformułowaniem „osiągnięcie wieku emerytalnego”. W związku z powyższym postulowane byłoby zachowanie jednolitości terminologicznej. Wskazać jednocześnie należy, iż pozostawienie dotychczasowego brzmienia unormowania na gruncie wykładni gramatycznej może prowadzić do szeregu wątpliwości. W oparciu o ust. 2 można bowiem twierdzić, iż umorzeniu podlegać będą wszystkie jednostki rozrachunkowe znajdujące się na rachunku członka. Z kolei z ust. 3 wynika, iż otwarty fundusz emerytalny będzie umarzać co miesiąc $1/120$ jednostek rozrachunkowych znajdujących się na rachunku członka funduszu w dniu nabycia praw do umorzenia. Prowadzi to do sprzeczności logicznej, albowiem w przypadku zastosowania się treści ust. 2 na rachunku członka funduszu nie będzie żadnych jednostek rozrachunkowych, albowiem zostaną one umorzone w całości.
9. **Uwaga do art. 2 pkt 13 projektu** - Oprócz uchylecia art. 111 pkt 2 ufe zmienić należy brzmienie art. 111 pkt 1 ufe na następujące: „1) *na dochody funduszu emerytalnego wyodrębnionego w ramach Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, o których mowa w przepisach o systemie ubezpieczeń społecznych*”. Uwaga ma charakter porządkowy, gdyż wykreślenie pkt 2 wiąże się z koniecznością zastąpienia w pkt 1 przecinka kropką i usunięcie słowa „lub”.
10. **Uwaga do art. 2 pkt 15 projektu** – Wydaje się, iż zbytecznym jest zamieszczanie w przepisie art. 111c ufe ustępu oznaczonego jako 3, albowiem tożsama regulacja przewidziana jest w art. 134 ust. 3 ufe w brzmieniu określonym projektem. Można nawet twierdzić, iż ustawowe wyłączenie możliwości pobierania opłaty od składki w sytuacji opisanej w art. 111c ufe winno następować właśnie w art. 134 ufe, jako unormowaniu odnoszącym się bezpośrednio to kwestii opłat obciążających członka funduszu emerytalnego.
11. **Uwaga do art. 2 pkt 16 projektu** – Projektowany przepis wprowadza możliwość, określoną w statucie funduszu, pobierania opłaty od wpłacanych składek w niższej wysokości w stosunku do członków posiadających dłuższy staż członkowski od dnia 1 listopada 2014 r. W uzasadnieniu brak informacji o podstawie przyjęcia jako daty początkowej 1 listopada 2014 r., zwłaszcza w kontekście obowiązku nałożonego na otwarte fundusze emerytalne w art. 20 projektu, w myśl którego otwarte fundusze

emerytalne mają dostosować swoje statuty do zmienionych przepisów ufe do dnia 1 lipca 2014 r. Wątpliwość również budzi, czy projektodawca dopuszcza możliwość wprowadzenia rozwiązań w tym zakresie już na etapie dostosowywania statutów do brzmienia zmienianych regulacji. Wskazać jednocześnie trzeba, iż ust. 3 i 4 ufe wprowadzają zakaz pobierania opłat od części członków oraz możliwość różnicowania pobieranych opłat w oparciu o staż członkowski. Jednocześnie projektodawca zachowuje dotychczasową treść art. 135 ufe, zgodnie z którym otwarty fundusz stosuje jednolitą metodę obliczania i pobierania opłat w stosunku do wszystkich członków. Ten stan rzeczy wymusza na projektodawcy wykreślenia art. 135 ufe, albowiem tworzone regulacje wzajemnie się wykluczają i tworzą normy prawne sprzeczne ze sobą, co może rodzić w przyszłości liczne spory interpretacyjne.

12. **Uwaga do art. 2 pkt 20 projektu** – Niezrozumiałe jest nadanie przez projektodawcę przepisowi art. 139 ufe nowego brzmienia, w tym zwłaszcza zwolnienie funduszu emerytalnego z obowiązku dążenia do osiągnięcia maksymalnego stopnia bezpieczeństwa i rentowności dokonywanych lokat. Wzbudza to tym większe wątpliwości, iż uzasadnienie projektu w żaden sposób nie wskazuje przesłanek, jakimi kierował się projektodawca dokonując tak daleko idącej modyfikacji brzmienia przepisu art. 139 ufe. Tymczasem wymaga podkreślenia, iż przepis art. 139 ufe winien być uznawany za jedną z fundamentalnych regulacji dotyczących działania kapitałowego systemu emerytalnego. Winien on stanowić podstawę dla twierdzenia, iż działalność inwestycyjna prowadzona przez fundusze emerytalne powinna być oparta nie tylko na zasadzie legalności, ale także maksymalizacji bezpieczeństwa i rentowności polityki inwestycyjnej. Zasada wyrażona w przepisie art. 139 ufe musi być pojmowana jako dyrektywa prawnie wiążąca. Jest bowiem normą prawną wyrażoną wprost w obowiązującym prawie, mającą charakter podstawowy dla działalności funduszy emerytalnych, a jednocześnie obowiązująca ufe. Pogląd głoszący, iż przepis art. 139 ufe winien stanowić zasadę prawną, opiera się na twierdzeniu, iż prawodawca określając poszczególne przepisy ufe powinien kierować się określonym systemem ocen co do celów i funkcji, jakim akt ten ma służyć. Znajduje to swe niewątpliwe antecedencje w przepisie art. 67 Konstytucji RP, który stwierdza, iż „Obywatel ma prawo do zabezpieczenia społecznego w razie niezdolności do pracy ze względu na chorobę lub inwalidztwo oraz po osiągnięciu wieku emerytalnego. Zakres i formy zabezpieczenia społecznego określa ustawa”. Tymczasem to właśnie ufe stanowi rozwinięcie tego konstytucyjnego nakazu dookreślenia form prawnych zabezpieczenia społecznego obywateli. Zgodnie bowiem z brzmieniem art. 2 ust. 2 ustawy „przedmiotem działalności funduszu jest gromadzenie środków pieniężnych i ich lokowanie z przeznaczeniem na wypłatę członkom funduszu po osiągnięciu przez nich wieku emerytalnego”. Zasadnym staje się więc twierdzenie, iż otwartych funduszy emerytalnych nie można ujmować wyłącznie w kategoriach tradycyjnych form instytucji wspólnego inwestowania w takiej chociażby formie, jak to określa ustawa o funduszach inwestycyjnych. Są one bowiem podmiotami określanymi mianem instytucji zaufania publicznego, partycypującymi, jako podmioty prywatne, w zabezpieczeniu społecznym obywateli a więc obowiązku spoczywającym na demokratycznym państwie, urzeczywistniającym zasady sprawiedliwości społecznej, co zresztą znajduje swój bezpośredni wyraz w unormowaniach ustawy o systemie ubezpieczeń społecznych. Właściwie ich jedynym celem powołania do życia jest zapewnienie dochodów, które po osiągnięciu wieku emerytalnego pozwolą członkom funduszu na wykupienie świadczenia emerytalnego. Tym samym jeżeli spojrzymy na rolę i funkcję OFE pośród instytucji rynku finansowego, jasne staje się nam *ratio legis* konieczności

zachowania art. 139 ufe w dotychczasowym kształcie. Zasada maksymalizacji bezpieczeństwa - minimalizacji ryzyka oraz zasada maksymalizacji rentowności stanowi „rację” dla całej grupy norm prawnych zapisanych ufe. Nie można także zapominać, iż art. 139 ufe jest nie tyle zasadą – postulatem, lecz jest także prawnym kryterium oceny działalności lokacyjnej funduszy emerytalnych uprawniającym organ nadzoru do wyprawdania konsekwencji prawnych w przypadku naruszenia przedmiotowych nakazów - zasad. Wprowadzenie do art. 139 ustawy obok kryterium legalności takich pojęć jak „bezpieczeństwo” i „rentowność” jest przejawem posłużenia się przez ustawodawcę klauzulami generalnymi, które upoważniają organ administracji do podejmowania decyzji w oparciu o pozaprawne zasady postępowania mające swe uzasadnienie ekonomiczne, racjonalno - logiczne, jak i aksjologiczne. Nie dają one jednak, co konieczne jest podkreślenia, możliwości swobody działania organowi nadzoru, ponieważ pojęcia nieostre, jak „rentowność lokat” czy „bezpieczeństwo lokat” jako terminy normatywne podlegają wszystkim zasadom wykładni ich znaczenia. Owe terminy zaczerpnięte z „języka rynku finansowego” z chwilą włączenia ich przez ustawodawcę do porządku prawnego podlegają konkretyzacji. Jest to niewątpliwie szczególna kategoria normatywna, bowiem z jednej strony uwarunkowana wieloma zmiennymi zewnętrznymi natury ekonomicznej, z drugiej zaś strony uzyskująca swą istotną treść w sytuacji zastosowania do konkretnego przypadku prowadzenia polityki inwestycyjnej. Posłużenie się w przepisie art. 139 ufe pojęciami niedookreślonymi jest konsekwencją uznania przez ustawodawcę następstwa faktu, iż przywołana powyżej zasada - norma reguluje zespół stanów faktycznych, określanym zbiorczym mianem „polityki inwestycyjnej funduszu emerytalnego”, które nie dają się opisać w sposób dostatecznie precyzyjny, zaś próba ich nazbyt dokładnego opisania powodowałaby utrudnienia w operowaniu tekstem ustawy. Innymi słowy - organ nadzoru w przedmiotowej sprawie uzyskuje możliwość konkretyzacji indywidualnej normy prawnej zgodnie z okolicznościami miejsca, czasu i sytuacji, a nadto innymi, mającymi znaczenie normatywne okolicznościami. Organ nadzoru poszukując prawidłowej treści zasady maksymalizacji bezpieczeństwa oraz maksymalizacji rentowności jest więc zobowiązany do szukania, z jednej strony, rozumienia językowego terminów, czyli uwzględnienia najprostszego językowego rozumienia pojęć używanych przez ustawodawcę, z drugiej zaś strony, celu, a więc funkcji, jaką pełni przywołana zasada – norma w toku działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych. Wreszcie podkreślając znaczenie omawianego przepisu w jego dotychczasowym brzmieniu należy wskazać, że bywał on częstokroć uznawany przez organ nadzoru w ramach podejmowanych działań nadzorczych jako przepis określający kształt pożądanego zachowania otwartych funduszy emerytalnych. Efektem tych postępowań były między innymi kary pieniężne nakładane na zarządzające funduszami towarzystwa z tytułu niedochowania standardów wymaganych omawianym przepisem. Brak tego przepisu w brzmieniu dotychczasowym spowoduje, że odpadnie możliwość skutecznego egzekwowania przestrzegania tych standardów.

13. **Uwaga ogólna do art. 2 pkt 21 projektu** - Istotne wątpliwości prawne budzi propozycja uczynienia z OFE podmiotów, które zrównane zostałyby faktycznie z funduszami inwestycyjnymi. Istota działalności lokacyjnej funduszu emerytalnego zgodnie z powszechnie aprobowanymi wartościami winna sprowadzać się do faktycznego równoważenia postulatu minimalizacji ryzyka inwestycyjnego i maksymalizacji zysku. Przyjęcie modelu proponowanego w projekcie skutkowałoby tymczasem, iż fundusze emerytalne utraciłyby jakiekolwiek znaczenie w zakresie

wykonywania zadań z zakresu ubezpieczeń społecznych, co wprost wynika z ustawy o systemie ubezpieczeń społecznych. Trudna do obrony stałaby się wówczas teza, iż fundusze emerytalne winny być traktowane jako podmioty, które partycypują w wykonywaniu przez Państwo wzmiankowanych zadań publicznych. Racjonalny normodawca, świadomy mechanizmów rządzących rynkiem finansowym, nie powinien tworzyć rozwiązań, które ekspozycyjnie fundusze emerytalne na nieograniczone ryzyko inwestycyjne. Przedstawiona propozycja zmierza zaś do tego rodzaju następstw, uniemożliwiając funduszom emerytalnym dywersyfikowanie swego portfela inwestycyjnego. Niewątpliwie papiery skarbowe, które ze swej istoty są instrumentami finansowymi o znacznie wyższym bezpieczeństwie, pozwalały budować zrównoważoną strukturę aktywów. Stawia to pod znakiem zapytania bezpieczeństwo części kapitałowej systemu emerytalnego, a właściwie podważa traktowania OFE jako elementu systemu zabezpieczenia emerytalnego. Takie rozwiązanie uniemożliwia realizację jednej z podstawowych zasad zbiorowego inwestowania, a mianowicie zasady rozproszonego ryzyka. Zasada rozproszonego ryzyka zakłada dywersyfikację lokat funduszu w celu zmniejszenia ryzyka inwestycyjnego. Dywersyfikacja polega na takim konstruowaniu portfela inwestycyjnego, ażeby ograniczyć wpływ zmiany wartości poszczególnych instrumentów na wartość całego portfela. Zakładany efekt w postaci zmniejszenia ryzyka osiągnięty jest m.in. dzięki rozproszeniu inwestycji wchodzących w skład portfela, aż do osiągnięcia poziomu ryzyka charakterystycznego dla danego rynku i dobieraniu instrumentów o ujemnej korelacji itp. Pozytywnym skutkiem dywersyfikacji lokat jest ograniczenie prawdopodobieństwa wystąpienia strat albo przynajmniej ich wielkości, zaś negatywnym - mniejsze szanse na ponadprzeciętne zyski. Zasada rozproszonego ryzyka realizowana winna być zasadniczo w przepisach zawierających ograniczenia inwestycyjne w stosunku do lokat określonego rodzaju. Tymczasem zasada ta ulega w propozycji przedstawionej w projekcie marginalizacji, czyniąc z funduszy emerytalnych instytucje zbiorowego inwestowania równoważne z agresywnymi funduszami inwestycyjnymi. Można wreszcie tego rodzaju propozycję podważać z tego punktu widzenia, iż ustawodawca w państwie prawa urzeczywistniającym zasady sprawiedliwości społecznej nie powinien dopuszczać do sytuacji, w której godzi się na kreowanie sytuacji, w której aktywa gromadzone jako wkłady emerytalne ekspozycyjnie byłyby na właściwie nielimitowane ryzyko inwestycyjne. Podważałoby to sens art. 2 Konstytucji RP, jak i mogłoby stać w opozycji do przepisu art. 64 § 2 Konstytucji RP, według którego własność podlega równej dla wszystkich ochronie prawnej. W tym stanie rzeczy, skoro z punktu widzenia normatywnego gromadzenie środków na subkoncie w FUS oraz w OFE zostałoby prawnie i faktycznie zrównane, powstałyby wątpliwości, jakie to racjonalne i prawne przesłanki przemawiają za wzmożoną ochroną środków zaewidencjonowanych na subkoncie, zaś przemawiają za znaczącym obniżeniem standardów ochrony aktywów gromadzonych w OFE. Zasada równej dla wszystkich ochrony prawnej własności, innych praw majątkowych oraz prawa dziedziczenia nie tylko nawiązuje do zasady równości, ale też daje wyraz ogólnemu stwierdzeniu, że wszystkie prawa majątkowe muszą podlegać ochronie prawnej. Na ustawodawcy zwykłym spoczywa tym samym nie tylko obowiązek pozytywny ustanowienia przepisów i procedur udzielających ochrony prawnej prawom majątkowym, ale także obowiązek negatywny powstrzymania się od przyjmowania regulacji, które owe prawa mogłyby pozbawić ochrony prawnej lub też ochronę tę ograniczyć (por. wyrok TK z dnia 2 czerwca 1999 r., K 34/98). Trybunał Konstytucyjny równocześnie stanął na stanowisku, że „gwarancja równej ochrony praw majątkowych może być odnoszona

jedynie do praw majątkowych należących do tej samej kategorii" (por. wyrok TK K 34/98). W analizowanym przypadku trudno jest wykazać istnienie relewantnych okoliczności przemawiających za przyjęciem odmiennego zakresu ochrony własności. Jest o tyle niepokojące, iż mamy do czynienia ze środkami znamionowanymi tożsamą cechą, a mianowicie środki te są przeznaczone na przyszłe świadczenia emerytalne.

14. **Uwaga do art. 2 pkt 21 projektu** – Należy zmienić brzmienie art. 2 pkt 21 projektu w zakresie proponowanego kształtu art. 141 ust. 1 pkt 25 na następujący: „25) *obligacjach i innych dłużnych papierach wartościowych, dla których podmiotami zobowiązanymi do spełnienia świadczeń są spółki notowane na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, innych niż papiery wartościowe, o których mowa w pkt 21 i 22;*”. Uwaga ma zapewnić spójność regulacji dotyczących działalności lokacyjnej funduszy emerytalnych, gdyż ustawa co do zasady stosuje określenie „*spółki notowanej na rynku regulowanym*” jak ma to miejsce w proponowanym brzmieniu art. 141 pkt 7 i 9. Ponadto należy zwrócić uwagę, że na gruncie obowiązujących przepisów prawa polskiego pojęcie „*spółka publiczna*” obejmuje zdecydowanie szersze spektrum spółek niż pojęcie „*spółka notowana na rynku regulowanym*”. Utrzymanie tak projektowanych zapisów będzie prowadziło z jednej strony do istotnego wzrostu ryzyka związanego z inwestowaniem w przedmiotową kategorię lokat, zaś z drugiej będzie skutkowało powstaniem sytuacji, w której będzie istniała grupa spółek (spółki publiczne nie notowane na rynku regulowanym) dla których inwestycje aktywów funduszy emerytalnych będą ograniczone do dłużnych papierów wartościowych przy jednoczesnym zakazie inwestycji w udziałowe papiery wartościowe. Ponadto proponowana zmiana rozwiązuje również kwestie geograficznego umiejscowienia takich inwestycji oraz pozwoli uniknąć ewentualnego zarzutu Komisji Europejskiej o nierównomierne traktowanie lokat funduszy emerytalnych na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, dla których podmiotami zobowiązanymi do spełnienia świadczeń byłyby spółki publiczne, w stosunku do lokat funduszy emerytalnych poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w obligacje i inne dłużne papiery wartościowe, dla których podmiotami zobowiązanymi do spełnienia świadczeń są spółki notowane na rynku regulowanym w krajach innych niż Rzeczpospolita Polska (projektowany art. 141 ust.1 pkt 28).
15. **Uwaga do art. 2 pkt 21 projektu** – Proponujemy usunąć z art. 2 pkt 21 projektu proponowany art. 141 ust. 3 w następującym kształcie: „3. Łączna wartość lokat aktywów otwartego funduszu w kategoriach lokat, o których mowa w ust. 1 pkt 7-10, nie może być mniejsza niż 75% wartości tych aktywów.” Mając na względzie interes członków funduszy emerytalnych oraz dążenie do maksymalizacji bezpieczeństwa i rentowności lokat nie znajduje uzasadnienia określanie poziomu minimalnego zaangażowania w instrumenty finansowe charakteryzujące się podwyższonym ryzykiem i zmiennością, które nie gwarantują osiągnięcia dodatnich stóp zwrotu. Administracyjne określanie minimalnego poziomu lokat w ryzykowne kategorie aktywów może prowadzić do niższej efektywności prowadzonej działalności lokacyjnej.
16. **Uwaga do art. 2 pkt 21 projektu** – Zasadnicze wątpliwości, zwłaszcza w kontekście wyroku TSUE w sprawie C-271/09, wzbudza wyłączenie możliwości nabywania przez otwarte fundusze emerytalne obligacji i innych dłużnych papierów wartościowych, opiewających na świadczenia pieniężne, gwarantowane lub poręczane przez rządy lub banki centralne państw będących członkami UE lub stronami umowy o Europejskim Obszarze Gospodarczym lub członkami Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju. Działanie projektodawcy mogą być uznane za nieuzasadnione

i nieproporcjonalne ograniczenie swobody traktatowej tj. swobody przepływu kapitału. Wyłączenie możliwości nabywania wzmiankowanych instrumentów finansowych może być ujmowane jako przejaw naruszenia swobody przepływu kapitału przy określaniu zasad polityki lokacyjnej. Jeśli projektodawca chciałby pomimo wszystko utrzymać w mocy to uregulowanie prawne, wówczas winien wskazać przekonujące od strony jurystycznej i ekonomicznej argumenty, uzasadniające tak daleko idące ograniczenie w działalność inwestycyjną funduszy emerytalnych. Chodzi tu zwłaszcza o przedstawienie celu jaki projektodawca chce osiągnąć poprzez wprowadzenie zakazu nabywania przez fundusze emerytalne obligacji i innych dłużnych papierów wartościowych, opiewających na świadczenia pieniężne, gwarantowane lub poręczane przez rządy lub banki centralne państw będących członkami UE lub stronami umowy o Europejskim Obszarze Gospodarczym lub członkami Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju. Następnie konieczne byłoby wskazanie, czy celu tego nie dałoby się osiągnąć przy pomocy mniej restrykcyjnego działania ustawodawcy i czy wreszcie jest to działanie adekwatne do wskazanego celu. W przeciwnym wypadku utrzymanie dotychczasowego brzmienia proponowanej regulacji naraża Polskę na zarzut naruszenia prawa UE, poprzez dyskryminowanie zagranicznych instrumentów finansowych tylko z tej przyczyny, iż są one gwarantowane lub poręczane przez rządy lub banki centralne państw będących członkami UE lub stronami umowy o Europejskim Obszarze Gospodarczym lub członkami Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju. Należy mieć na względzie, iż o ile argumentacja dotycząca instrumentów finansowych gwarantowanych lub poręczanych przez Skarb Państwa na stan finansów publicznych może znajdować swój skutek w odniesieniu do rynku krajowego jako sfery aktywności lokacyjnej funduszy emerytalnych, o tyle nie może ona mieć jakiegokolwiek znaczenia wobec zagranicznych papierów skarbowych.

17. **Uwaga do art. 2 pkt 21 projektu** – Zasadnicze wątpliwości, co do zgodności z Konstytucją RP, wzbudza przyjęta przez projektodawcę konstrukcja, iż RM w drodze rozporządzenia będzie mogła określić maksymalną lub minimalną część aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka będzie mogła być ulokowana w poszczególne kategorie lokat, uwzględniając potrzebę zapewnienia uzyskania wysokiej stopy zwrotu zaangażowanych środków, przy zachowaniu gwarancji bezpieczeństwa środków gromadzonych na wypłatę członkom otwartych funduszy. Nie można bowiem zapominać, iż rozporządzenia są wydawane w celu wykonania ustawy. Wynika już choćby z tego, że winny mieć zawsze charakter wykonawczy wobec ustawy. Akty wykonawcze mają odciążyć ustawodawcę od wydawania regulacji nazbyt szczegółowych lub o charakterze technicznym. Z tym wykonawczym charakterem rozporządzeń związany jest wymóg ich wydawania tylko na podstawie szczegółowego upoważnienia zawartego w ustawie. Nie może ono być oparte ani na domniemaniu, ani na wykładni celowościowej, ani też nie może być wywiedzione z ogólnych kompetencji organów powołanych do wykonania ustaw. Upoważnienie powinno więc być na tyle szczegółowe, aby czytelny był zamiar ustawodawcy. Nie można przy tym abstrahować od faktu, iż rozporządzenie ma instrumentalny charakter w stosunku do regulacji prawnej stanowionej ustawą upoważniającą. Pomiędzy tą ustawą a rozporządzeniem powinien istnieć merytoryczny związek i normy rozporządzenia powinny służyć realizacji ustawy. Treść regulacji zawartych w rozporządzeniu musi dotyczyć tej samej problematyki, zmierzać do realizacji tych samych zadań i służyć tym samym celom, jakie znajdują wyraz w przepisach ustawy. Nie można przy tym zapominać, że dopuszczalność istnienia rozporządzenia regulującego materie ustawowe rodzi ważne problemy z punktu widzenia

funkcjonowania podziału władz. Z tego też względu nie może dojść do tego, aby RM lub ministrowie otrzymali generalne pełnomocnictwo do wydawania takich aktów o charakterze abstrakcyjnym i generalnym, gdyż mogliby *de facto* zastąpić suwerena lub jego przedstawicieli w działalności prawodawczej. Jest to tym ważniejsze, iż w analizowanej sprawie mówimy o ograniczeniu swobody prowadzenia działalności gospodarczej, która nastąpić może jedynie w ustawie. Trybunał Konstytucyjny zauważył wielokrotnie, że „w porządku prawnym proklamującym zasadę podziału władz, opartym na prymacie ustawy jako podstawowego źródła prawa wewnętrznego, parlament nie może w dowolnym zakresie cedować funkcji prawodawczych na organy władzy wykonawczej. Nie jest dopuszczalne, by prawodawczym decyzjom organu władzy wykonawczej pozostawiać kształtowanie zasadniczych elementów regulacji prawnej” (por. wyrok z dnia 25 maja 1998 r., U 19/97, OTK 1998, Nr 4, poz. 47; wyrok z dnia 14 marca 1998 r., K 40/97, OTK ZU 1988, Nr 2, s. 72). Mając na względzie powyższe, stwierdzić należy, iż określenie maksymalnej lub minimalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka będzie mogła być ulokowana w poszczególne kategorie lokat, winno nastąpić w ustawie, albowiem jest materia ze swej istoty na tyle ingerująca w prowadzoną działalność, iż faktycznie określa warunki jej prowadzenia. Na gruncie analizowanej sprawy materia, która ma być unormowana w akcie wykonawczym jest faktycznie materia zastrzeżoną dla ustawy. Naturalnie można byłoby rozważać wprowadzenie poszczególnych limitów inwestycyjnych w akcie wykonawczym, przy założeniu, że granice działania podmiotu wydającego rozporządzenie wskazane byłyby wprost w ustawie. Akt wykonawczy uszczegóławiałby jedynie lub konkretyzował limity wskazane w ustawie. W przeciwnym wypadku możemy mówić o upoważnieniu blankietowym, które wielokrotnie było przedmiotem negatywnej oceny ze strony Trybunału Konstytucyjnego. W wyroku z dnia 26 października 1999 r. (K 12/99) TK wskazał, że zarówno w doktrynie, jak i w orzecznictwie rysuje się przekonanie, że ustawowe upoważnienie do wydania aktu wykonawczego (rozporządzenia) nie może mieć charakteru blankietowego i nie może pozostawiać prawodawcy zbyt daleko idącej swobody w kształtowaniu merytorycznych treści rozporządzenia. W orzeczeniu TK z dnia 22 września 1997 r. (K 25/97) wskazano, że niedopuszczalne konstytucyjnie jest takie sformułowanie upoważnienia, które w istocie „upoważnia nie do wydania rozporządzenia w celu wykonania ustawy (...), lecz do samodzielnego uregulowania całego kompleksu zagadnień (...), co do których w tekście ustawy nie ma żadnych bezpośrednich unormowań czy wskazówek”. Powszechne jest w związku z powyższym przekonanie, iż w porządku prawnym proklamującym zasadę podziału władz, opartym na prymacie ustawy jako podstawowego źródła prawa wewnętrznego, parlament nie może w dowolnym zakresie „cedować” funkcji prawodawczych na organy władzy wykonawczej. Nie jest dopuszczalne, aby prawodawczym decyzjom organu władzy wykonawczej pozostawiać kształtowanie zasadniczych elementów regulacji prawnej. Z tego też względu należałoby rozważyć zachowanie art. 142 ufe, w którym określone zostałyby ogólne ograniczenia ilościowe i jakościowe dotyczące zaangażowania aktywów w poszczególne kategorie lokat, w celu zapewnienie wyższego bezpieczeństwa i rentowności środków zgromadzonych przez członków otwartych funduszy emerytalnych. Konkretyzacja tych ograniczeń nastąpiłaby ewentualnie w akcie wykonawczym. Należy dodatkowo zaznaczyć, że nawet w regulacjach dotyczących funduszy inwestycyjnych, które funkcjonują na zasadach dobrowolności zostały określone limity inwestycyjne (por. Dział V ustawy o funduszach inwestycyjnych). Postulując wprowadzenie ograniczeń jakościowych i ilościowych wskazać jednocześnie trzeba, iż konieczne byłoby dokonanie przeglądu

obecnie obowiązujących limitów inwestycyjnych. Wynika to choćby z faktu, iż przekazanie 51,5% aktywów otwartych funduszy emerytalnych do ZUS spowoduje automatycznie ponad 2 - krotny wzrost udziału lokat pozostających w portfelu inwestycyjnym. Limity dotyczące koncentracji lokat w papiery wartościowe lokat są niezmiernie istotne dla prawidłowego zarządzania portfelem inwestycyjnym, który powinien być portfelem zdywersyfikowanym i nie narażanym na nadmierne ryzyko związane z sytuacją finansową jednego emitenta. Brak wspomnianego przeglądu limitów inwestycyjnych będzie również w praktyce skutkowało sytuacją, w której po wejściu w życie projektowanych przepisów prawa (patrz art. 21 projektu) pojawi się na rynku znacząca podaż instrumentów finansowych, co może skutkować przeceną aktywów zgromadzonych w funduszach emerytalnych.

18. **Uwaga do art. 2 pkt 26 projektu** – Należy określić precyzyjne warunki, na których możliwe byłoby powierzanie zarządzania aktywami OFE poza granicami kraju. W świetle obowiązujących przepisów działalność polegająca na zarządzaniu otwartymi funduszami emerytalnymi może być prowadzona jedynie przez powszechne towarzystwa emerytalne. Utworzenie powszechnego towarzystwa emerytalnego wymaga spełnienia szeregu wymogów oraz uzyskania zezwolenia organu nadzoru na prowadzenie swojej działalności, co jest uzasadnione charakterem gromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych środków. W takiej sytuacji przekazanie zarządzania częścią aktywów otwartego funduszu emerytalnego podmiotowi trzeciemu (docelowo może to być nawet 30% aktywów), nie podlegającemu bezpośredniemu nadzorowi ze strony Komisji Nadzoru Finansowego powinno dawać pewność, że podmiot, któremu zostaną przekazane aktywa otwartego funduszu emerytalnego daje rękojmię prowadzonej działalności w sposób zgodny z ustawą o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych i zgodnie z interesem członków funduszu. Obecny przepis zamieszczony w projekcie kreuje niebezpieczeństwo przekazania zarządzania aktywami podmiotom, które mogą być uprawnione do zarządzania cudzymi aktywami w obcych państwach, ale równocześnie nie będzie podlegać ścisłemu nadzorowi, który gwarantowałby, że zapewniony zostanie odpowiedni stopień bezpieczeństwa adekwatny do charakteru środków gromadzonych w OFE. Wobec powyższego należałoby doprecyzować, że:
- a) Podmiot, któremu będzie powierzono zarządzanie, jest wybierany przez powszechne towarzystwo, w drodze uchwały rady nadzorczej, i zarządza częścią aktywów otwartego funduszu na podstawie stosownej umowy z funduszem oraz zgodnie z określonymi w ustawie i statucie funduszu zasadami prowadzenia działalności lokacyjnej.
 - b) Statut otwartego funduszu powinien określać warunki, na jakich fundusz powierza zarządzanie częścią swoich aktywów.
 - c) Fundusz może zawrzeć umowę z podmiotem, o którym mowa w ust. 1, jeżeli:
 - towarzystwo zapewni, że powierzenie zarządzania nie wpłynie niekorzystnie na możliwość sprawowania przez KNF efektywnego nadzoru nad działalnością inwestycyjną funduszu;
 - powierzenie wykonywania czynności nie wpłynie niekorzystnie na prowadzenie przez towarzystwo działalności zgodnie z interesem członków funduszu emerytalnego;
 - nie zostanie wyłączonej możliwość przekazywania przez towarzystwo skutecznych poleceń dotyczących lokat funduszu podmiotowi, któremu będzie powierzono zarządzanie aktywami, jeżeli będzie to leżeć w interesie członków funduszu emerytalnego;
 - nie zostanie wyłączonej możliwość rozwiązywania umowy przez

- towarzystwo ze skutkiem natychmiastowym, jeżeli leży to w interesie członków funduszu emerytalnego;
- podmiot, któremu zostanie powierzone zarządzanie, będzie posiadał niezbędną wiedzę i doświadczenie oraz będzie zapewniał warunki techniczne i organizacyjne niezbędne do prawidłowego wykonania umowy oraz zapewniające ciągłe i niezakłócone prowadzenie działalności w zakresie objętym umową;
 - podmiot, któremu zostanie powierzone zarządzanie, będzie się znajdował w sytuacji finansowej zapewniającej prawidłowe wykonanie umowy;
 - podmiot, któremu zostanie powierzone zarządzanie, będzie umożliwił Towarzystwu sprawowanie skutecznej kontroli w zakresie wykonywania powierzonych mu czynności oraz w zakresie zarządzania ryzykiem związanym z powierzeniem czynności, a towarzystwo zapewni, że będzie w stanie skutecznie tą kontrolę sprawować;
 - podmiot, któremu będzie powierzone zarządzanie, będzie zapewniał w każdym czasie skuteczne wykonywanie przez depozytariusza obowiązków wynikających z ustawy oraz umowy zawartej z funduszem emerytalnym.
- d) Aktywa zarządzane przez, podmiot któremu fundusz powierzy zarządzanie, będą przechowywane przez depozytariusza lub inny podmiot na podstawie umowy o której mowa w art. 159 ust. 1 ufe.
- e) Depozytariusz lub inny podmiot przechowujący aktywa na podstawie umowy o której mowa w art. 159 ust. 1 ufe nie mogą być podmiotami związanymi z podmiotem, któremu zostanie powierzone zarządzanie aktywami funduszu.
- f) Zawarcie umowy nie zwalnia towarzystwa z odpowiedzialności, o której mowa w art. 48 ufe.
- g) Za szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem umowy, o której mowa w ust. 2, towarzystwo odpowiada wobec członków funduszu solidarnie z podmiotem, z którym zawarło umowę, chyba że szkoda jest wynikiem okoliczności, za które podmiot ten nie ponosi odpowiedzialności.
- h) Koszty stanowiące równowartość opłat ponoszonych na rzecz podmiotu zarządzającego aktywami funduszu i stanowiące składnik wynagrodzenia tego podmiotu są pokrywane przez Towarzystwo ze środków własnych, a nie z aktywów funduszu.

Wskazać jednocześnie należałoby, iż na towarzystwie emerytalnym powinien spoczywać obowiązek niezwłocznego zawiadomienia organu nadzoru o zawarciu umowy przewidującej możliwość powierzenia zarządzania aktywami. Jednocześnie przepisy prawa powinny doprecyzowywać, iż możliwe jest powierzenie zarządzania więcej niż jednemu podmiotowi. Na towarzystwo emerytalne winien być nałożony obowiązek prowadzenia ewidencji wzmiankowanych powyżej umów. Ewidencja ta winna zawierać co najmniej: (1) dane identyfikujące podmioty, z którymi zostały zawarte umowy powierzające zarządzanie aktywami; (2) zakres powierzonych czynności i miejsce ich wykonywania; (3) okres obowiązywania umów; (4) opis rozwiązań technicznych i organizacyjnych, zapewniających bezpieczne i prawidłowe wykonywanie powierzonych czynności, w szczególności ochronę tajemnicy prawnie chronionej. Organ nadzoru winien zostać wyposażony w kompetencję do żądania od towarzystwa emerytalnego lub podmiotu, któremu powierzono wykonywanie zarządzania aktywami (w takim wypadku kompetencja realizowana byłaby za

pośrednictwem towarzystwa emerytalnego) wszelkich informacji i dokumentów dotyczących wykonywania zarządzania aktywami. Komisja Nadzoru Finansowego winna posiadać uprawnienie do wydania decyzji administracyjnej, której przedmiotem byłoby nakazanie towarzystwu emerytalnemu zmiany lub rozwiązania rzeczonyj umowy, jeśli stan faktyczny wskazywałby, iż nie są spełniane wymogi określone przepisami prawa, warunkujące powierzenie przedsiębiorcy zarządzania aktywami funduszu emerytalnego poza granicami kraju, albo realizacja umowy narusza interes członków funduszu. Decyzja ta winna być z mocy prawa natychmiast wykonalna. Proponowane zmiany wydają się o tyle konieczne, iż znaczącemu rozszerzeniu ulegnie możliwość prowadzenia działalności lokacyjnej funduszu emerytalnego poza granicami kraju. O ile w chwili obecnej tego rodzaju aktywność miała charakter marginalny, o tyle po przyjęciu proponowanych zmian może ulec ona znaczącej intensyfikacji. Ten fakt nie może jednak skutkować obniżeniem wymagań nadzorczych wobec funduszu emerytalnego, a wręcz wymusza przyjęcie adekwatnych instrumentów prawnych, przy pomocy których zapewnione zostanie bezpieczeństwo środków zgromadzonych w funduszu emerytalnym.

19. **Uwaga do art. 2 pkt 30 projektu** - Obowiązek zatwierdzania przez organ nadzoru prospektu informacyjnego OFE jest rozwiązaniem nietrafnym, a nadto został zaproponowany w formie uniemożliwiającej jego praktyczne wdrożenie. Brak jest wskazania jakichkolwiek przesłanek pozytywnego bądź negatywnego załatwienia sprawy dotyczącej zatwierdzenia prospektu, nie dookreślono formy prawnej rozstrzygnięcia (choć ze względu na naturę aktu zatwierdzenia musi to być decyzja administracyjna bądź przynajmniej inna czynność z zakresu administracji rozstrzygająca o prawach i obowiązkach podmiotu prawa), niejasne jest, w jakim stopniu instytucja ta ma zastosowanie przy zmianach prospektu (w tym zmianach o różnym statusie – merytorycznych bądź formalno-redakcyjnych). Przede wszystkim jednak instytucja zatwierdzenia prospektu informacyjnego może być uciążliwa w praktycznym stosowaniu. Prospekt powinien być cyklicznie publikowany, a nadto udostępniany osobom zainteresowanym przystąpieniem do funduszu oraz na każde żądanie członka funduszu. Jest to zatem dokument, którym OFE powinien mieć możliwość na bieżąco posługiwać się w obrocie. Tymczasem konieczność uzyskania zatwierdzenia prospektu powoduje, że istnieje ryzyko odmowy zatwierdzenia ze strony organu nadzoru, która to odmowa może z kolei być kwestionowana przed sądem administracyjnym. Procedura taka może – przy aktualnym stanie sądownictwa – trwać nawet kilka lat, bez gwarancji powodzenia dla OFE. Przez ten czas fundusz nie dysponowałby zatwierdzonym prospektem (względnie dysponowałby prospektem zatwierdzonym w wersji nieaktualnej), a zatem nie mógłby rzetelnie wykonywać obowiązków nałożonych przez ustawę. Tym samym należałoby zrezygnować z instytucji zatwierdzania prospektu informacyjnego przez organ nadzoru. Trzeba mieć także na względzie, iż zasadnicze wątpliwość budzi zakres kompetencji organu nadzoru w związku z zatwierdzaniem prospektu. Chodzi tu przede wszystkim o zakres weryfikacji oświadczeń depozytariusza oraz opinii audytora dotyczącej sprawozdania finansowego funduszu emerytalnego.
20. **Uwaga do art. 2 pkt 31 projektu** - Dodawany w ufe art. 190a wprowadza obowiązek sporządzania przez otwarty fundusz informacji dla członków otwartego funduszu i przesyłania jej każdemu członkowi funduszu, w regularnych odstępach czasu, nie rzadziej jednak niż co 12 miesięcy i po każdej zmianie oraz na wniosek członka funduszu. Jednocześnie projektodawca w enumeratywny sposób określa katalog danych, które mają zostać przedstawione w rzeczonyj informacji. Wskazać należy, że zakres informacyjny informacji dla członków funduszu w znacznej mierze pokrywa

się z informacjami zawartymi w prospekcie informacyjnym, co nakazuje poddać pod wątpliwość celowość wprowadzania instytucji określonej w projektowanym art. 190a ufe. Dodatkowo nałożenie obowiązku sporządzania i przesyłania informacji do członka funduszu po każdej zmianie danych przy tak szerokim zakresie informacyjnym może prowadzić do konieczności bardzo częstego sporządzania przedmiotowej informacji, z kolei konieczność aktualizacji danych zawartych w przedmiotowej informacji stoi w sprzeczności z koniecznością zgodności z danymi zawartymi w prospekcie informacyjnym, który jest sporządzany według stanu na określony dzień. Ponadto wymagane treści informacji dla członków otwartego funduszu emerytalnego budzi poważne zastrzeżenia. Oczekiwania ustawodawcy powinny być w omawianym zakresie dla podmiotu zobowiązanego, czyli OFE, przejrzyste celem umożliwienia wykonania obowiązku i uniknięcia tym samym konsekwencji prawnych. Tymczasem propozycja brzmienia art. 190a ust. 2 ustawy budzi następujące zastrzeżenia:

- Wskazany w pkt 1 i 2 wymóg zamieszczenia danych pozwalających na identyfikację otwartego funduszu oraz pozwalających na bezpośredni kontakt członka z otwartym funduszem winien zostać przeformułowany i wprost wskazywać, podobnie jak w art. 17 ufe, iż informacja zawiera nazwę funduszu oraz firmę, siedzibę i adres towarzystwa zarządzającego funduszem.
- Projektowany w pkt 3 obowiązek zawarcia w informacji oświadczenia potwierdzającego, że otwarty fundusz posiada zezwolenie oraz nazwy organu nadzoru, który udzielił zezwolenia na prowadzenie działalności, przy obowiązujących przepisach o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych przewidujących pełną reglamentację administracyjnoprawną działalności funduszy emerytalnych i towarzystw emerytalnych przez organ nadzoru oraz projektowanym ust. 8 art. 190a zakładającym zatwierdzanie informacji dla członków otwartego funduszu oraz ich zmian przez organ nadzoru jest zbędny i winien zostać usunięty.
- W pkt 4 zaproponowano, aby informacja obejmowała opis polityki inwestycyjnej i celów inwestycyjnych funduszu. Wymóg ten skopiowano za ustawą o funduszach inwestycyjnych, jednakże projektodawca nie dostrzegł, że fundusze inwestycyjne mają daleko większą swobodę inwestycyjną, w szczególności istnieje możliwość tworzenia funduszy inwestycyjnych bezpiecznych, zrównoważonych bądź agresywnych. W przypadku OFE po nowelizacji takiej możliwości nie będzie, dlatego też trudno oczekiwać, aby OFE miały na tyle zróżnicowaną politykę inwestycyjną. W konsekwencji należy wyrazić wątpliwość, czy omawiany obowiązek będzie mógł zostać wykonany w sposób inny aniżeli omówienie regulacji ustawowych z zakresu polityki lokacyjnej OFE. Teoretycznie wprawdzie można sobie wyobrazić, że dany OFE będzie się koncentrował np. na akcjach małych spółek, jednakże byłaby to polityka inwestycyjna mało bezpieczna i dlatego taką możliwość należy z góry wykluczyć.
- Wskazany w pkt 5 wymóg przedstawienia dotychczasowych wyników, w tym o stopach zwrotu otwartego funduszu osiągniętych w przeszłości winien zostać przeformułowany dla realizacji jednego z celów wprowadzenia informacji, to jest możliwości porównania różnych otwartych funduszy poprzez doprecyzowanie o jakich, poza stopą zwrotu, wynikach ma informować otwarty fundusz.
- W pkt 6 mowa jest o „skróconym opisie działań...”, przy czym nie wiadomo, na czym miałyby polegać w tym zakresie „skrótowy” charakter informacji:

zwrot taki sugeruje, że istnieje jakiś opis „pełny”, natomiast informacja powinna zawierać jedynie „skróconą” wersję tego opisu „pełnego”. Może to prowadzić do stawiania kuriozalnych zarzutów: w przypadku ujawnienia w informacji zbyt szczegółowych informacji fundusz mógłby spotkać się z zastrzeżeniem, że przedstawiony przezeń opis nie jest „skrócony” (nie wiadomo zresztą, w stosunku do czego). Ponadto w pkt tym mowa jest o „systemach gwarantujących bezpieczeństwo”, przy czym pojęcie to jest niedookreślone i będzie rodzić bardzo duże możliwości interpretacyjne, zwłaszcza w kontekście faktu, że projektodawca proponuje likwidację większości aktualnie istniejących i silnych mechanizmów, które zapewniają odpowiedni stopień bezpieczeństwa działalności otwartego funduszu emerytalnego (zmiana treści art. 139 ufe i zarzucenie dotychczas obowiązującej zasady dążenia przez fundusz do maksymalizacji bezpieczeństwa i rentowności lokat, likwidacja Funduszu Gwarancyjnego, likwidacja minimalnej wymaganej stopy zwrotu, mechanizmu pokrywania niedoboru, zmiana treści art. 48 ufe i doprowadzenie do sytuacji, w której brak środków własnych towarzystwa na pokrycie spowodowanej przez Towarzystwo szkody spowoduje w każdej sytuacji że szkoda pozostanie niepokryta, wymuszenie na funduszu prowadzenia bardzo agresywnej polityki inwestycyjnej). W związku z przedstawionymi wątpliwościami uzasadniona jest rezygnacja z konieczności sporządzania informacji dla członków otwartego funduszu emerytalnego, zwłaszcza w sytuacji wątpliwego i słabo wyartykułowanego ratio legis dla tego przepisu.

- Przewidziany w pkt 7 wymóg zamieszczenia poza wysokością wszystkich opłat i kosztów ponoszonych przez uczestników otwartego funduszu również ich uzasadnienia jest zbędny. Wszystkie opłaty i koszty ponoszone przez członków otwartego funduszu, zgodnie z art. 13 ufe zawarte są w statucie funduszu emerytalnego i podlegają weryfikacji organu nadzoru pod kątem zgodności z przepisami prawa i niesprzeczności z interesem członków funduszu. Proponuje się również zmianę wyrazu: „uczestników” na stosowany w przepisach o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych wyraz „członków”.
- Zakładany w pkt 9 obowiązek wskazania obiektywnych wskaźników finansowych, do których porównywane będą wyniki otwartego funduszu jest sformułowany zbyt ogólnie. Przepis ustawy dla osiągnięcia możliwości oceny wyników różnych funduszy przez członków lub potencjalnych członków winien wprost wskazywać, jakie wskaźniki finansowe mają stanowić tożsamy punkt odniesienia w przypadku wszystkich podmiotów, pozwalający na dokonanie prawidłowej oceny. W zaproponowanym brzmieniu przepis ustanawia obowiązek niemożliwy do wykonania, gdyż autor projektu zdaje się zakładać, iż istnieje obowiązek stosowania jakichś „obiektywnych wskaźników finansowych”, o którym trzeba poinformować członków OFE.
- Obowiązki zawarte w pkt 10 i 11 ust. 2 oraz ust. 3 i 4 art. 190a ufe winny zostać ponownie przeanalizowane i zweryfikowane. Zamieszczenie przedmiotowych danych i załączników może prowadzić do niemożności osiągnięcia celu informacji, o którym mowa w ust. 6 w przypadku przeciętnego ubezpieczonego. Obszerność informacji może bowiem w znaczący sposób wpłynąć na możliwość zaprezentowania danych w sposób jasny, dokładny, zapewniający zrozumienie charakteru oraz ryzyka członkostwa w otwartym funduszu. Lepszym rozwiązaniem wydaje się

wprowadzenie obowiązku sporządzania przez otwarte fundusze wskazanych dokumentów, jednakże nie jako obligatoryjny element informacji, lecz jako dane powszechnie dostępne (np. strona internetowa funduszu) w tym udostępniane bezpłatnie przez fundusz na żądanie ubezpieczonego. Odnośnie pkt 11 należy dodatkowo zauważyć, że projektodawca, wprowadzając obowiązek zawarcia w informacji ogólnego opisu istoty instrumentów finansowych, nie ograniczył tego wymogu wyłącznie do instrumentów znajdujących się z portfela funduszu (co z uwagi na zmienność portfela i tak nie byłoby raczej możliwe), a zatem fundusz powinien *de facto* przygotować dla członków podręcznik dotyczący funkcjonowania rynku kapitałowego. Takie wymóg wydaje się zbyt daleko idący.

Nadto w omawianym przepisie art. 190a ufe proponuje się stosowanie nomenklatury przepisów o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych poprzez używanie pojęcia członkostwo w otwartym funduszu a nie uczestnictwo, które to pojęcie używane jest na gruncie regulacji dotyczących funduszy inwestycyjnych. Odnośnie projektowanego ust. 8 art. 190a Urząd KNF zgłasza uwagę analogiczną jak w przypadku art. 2 pkt 30 (odstąpienia od wymogu zatwierdzania przez organ nadzoru).

21. **Uwaga do art. 2 pkt 32 projektu** – Projektowany przepis art. 191 ust. 1a ufe nie zawiera regulacji, w jakim trybie oraz formie przesyłana będzie przez otwarty fundusz informacja o rozpoczęciu przekazywania środków zgromadzonych na rachunku członka, w związku z ukończeniem przez członka wieku niższego o 10 lat od wieku emerytalnego. Wydaje się, iż niezbędnym jest uzupełnienie rzeczoności przepisu o wskazanie, iż informacja jest przesyłana w trybie i formie uzgodnionych z członkiem funduszu na podstawie ust. 1 art. 191 ufe. Takie rozwiązanie pozwoli na uniknięcie dodatkowych kosztów generowanych przez otwarte fundusze oraz konieczności dodatkowych uzgodnień z członkiem funduszu. Ponadto niezbędne wydaje się dookreślenie terminu, w jakim fundusz emerytalny obowiązany jest wypełnić wskazany obowiązek. Wskazać jednocześnie trzeba, iż regulacja wskazana w przepisie art. 2 pkt 12 projektu wskazuje na obowiązek umarzania każdego miesiąca jednej sto dwudziestej liczby jednostek rozrachunkowych pozostających na rachunku ubezpieczonego – liczba jednostek będzie tożsama, natomiast wartość umorzonych jednostek, w zależności od poszczególnych dni dokonywania umorzenia i wartości jednostki rozrachunkowej będzie za każdym razem inna. Nie jest zatem jasne, czy fundusz w związku z tym ma obowiązek wypełniania ww. obowiązku informacyjnego po każdym umorzeniu w związku z przekazaniem środków na fundusz emerytalny FUS.
22. **Uwaga do art. 2 pkt 34 oraz pkt 35 projektu** - W projektowanym art. 197 ust. 1a ufe wprowadza się zakaz prowadzenia działalności polegającej na publikacji i emisji reklam dotyczących otwartych funduszy. Jednocześnie art. 197 ust. 1 ufe stanowi, iż informacje o otwartym funduszu, publikowane przez powszechne towarzystwo lub na zlecenie powszechnego towarzystwa, a także na rzecz otwartego funduszu (z wyłączeniem informacji reklamowych mocą art. 197 ust. 1a) powinny rzetelnie przedstawiać sytuację finansową funduszu lub towarzystwa oraz ryzyko związane z członkostwem w funduszu. Wprowadzony zakaz działalności reklamowej na rzecz otwartych funduszy budzi liczne wątpliwości. Przede wszystkim chodzi o zastrzeżenia dotyczące możliwych trudności w dokonaniu przez organ nadzoru oceny publikowanych informacji o otwartym funduszu jako „reklamy”, o której mowa w art. 197 ust. 1a projektu, czy też „informacji o otwartym funduszu”, w tym „informacji

reklamowych” o których mowa w art. 197 ust. 1 ufe. Na gruncie praktyki stosowania prawa jest to możliwe. Trzeba zakładać, iż skoro racjonalny normodawca posługuje się dwoma różnymi pojęciami „informacja reklamowa” i „reklama”, zakłada tym samym, iż terminy te opisują dwie różne formy aktywności. Zakazane jest zatem publikowanie i emisja reklamy, nie zaś publikowanie informacji reklamowych. Ponadto zawarte w projektowanym art. 197 ust. 1a sformułowanie „publikacja i emisja” reklam może prowadzić do interpretacji, iż dozwolone są inne formy działalności o charakterze reklamowym niż publikacja (czyli materiały prasowe) lub emisja (np. telewizja, radio czy media elektroniczne). Dodatkowo należy wskazać, iż art. 219b ufe wprowadza sankcje karną za publikowanie, udostępnianie lub rozpowszechnianie informacji reklamowych. Tymczasem żaden przepis prawa materialnego nie wprowadza zakazu publikowania, udostępniania lub rozpowszechniania informacji reklamowych. Przepis art. 197 ust. 1a odnosi się jedynie do zakazu publikacji i emisji reklam. Co więcej, z przepisu art. 197 ust. 1 ufe wynika wręcz, że publikowane informacje reklamowe winny rzetelnie przedstawiać sytuację finansową funduszu lub towarzystwa oraz ryzyko związane z członkostwem w funduszu. Ten stan rzeczy prowadzi do paradoksalnej sytuacji, wręcz niedopuszczalnej na gruncie prawa karnego, iż przepis konstruuje sankcję karną za działalność, która na gruncie prawnym jest dopuszczona. Niezależnie od powyższego można zasadnie rozważyć wprowadzenie wzmiankowanego zakazu reklamowego w kontekście zgodności z Konstytucją RP. Wśród źródeł polskiego prawa reklamy nadrzędną rolę odgrywa bowiem niewątpliwie Konstytucja RP. Podstawową zasadą konstytucyjną, która reguluje działalność reklamową, jest przewidziana w przepisie art. 20 Konstytucji RP zasada wolności gospodarczej. Przepis ten stanowi, że podstawą ustroju RP jest społeczna gospodarka rynkowa oparta na wolności działalności gospodarczej, własności prywatnej oraz solidarności, dialogu i współpracy partnerów społecznych. Przepis art. 22 Konstytucji RP przewiduje zaś, że ograniczenie swobody działalności gospodarczej jest dopuszczalne tylko w drodze ustawy i tylko ze względu na ważny interes społeczny. Zasada wolności gospodarczej dotyczy wszelkiej działalności o charakterze ekonomicznym, w tym również działalności reklamowej. Jak wynika z przepisu art. 22 Konstytucji RP, zasada ta nie ma absolutnego charakteru i podlegać może ograniczeniom podyktowanym ważnymi względami społecznymi. Zakazy reklamowania takich towarów, jak wyroby tytoniowe, napoje alkoholowe czy leki stanowią zatem ograniczenie swobody działalności gospodarczej uzasadnione względami ochrony zdrowia publicznego. Trybunał Konstytucyjny traktuje zasadę przewidzianą w art. 20 Konstytucji RP jako jeden z fundamentów ustroju państwa i przyjmuje, że wymaga ona interpretacji prawa *in dubio pro libertate*. Podobnie, w doktrynie przyjęty jest pogląd, że ograniczenia działalności reklamowej jako wyjątek od zasady konstytucyjnej powinny być uregulowane w ustawach w sposób precyzyjny i interpretowane w praktyce bardzo wąsko, przy zastosowaniu zasady *exceptiones non sunt extentenda*. Drugą najważniejszą zasadą konstytucyjną odnoszącą się do działalności reklamowej jest zasada swobody wypowiedzi. Przepis art. 54 Konstytucji RP stanowi, że każdemu zapewnia się wolność wyrażania swoich poglądów oraz pozyskiwania i rozpowszechniania informacji, w tym także o charakterze gospodarczym. Wszelkie ograniczenia wolności konstytucyjnych mogą nastąpić tylko wtedy, gdy są konieczne w demokratycznym państwie m.in. dla jego bezpieczeństwa lub porządku publicznego, ochrony zdrowia i moralności publicznej albo wolności i praw innych osób. Ograniczenia takie mogą być wprowadzane tylko w drodze ustawy i nie mogą naruszać istoty wolności i praw (art. 31 ust. 3 Konstytucji RP). Jak wynika

z orzecznictwa Trybunału Konstytucyjnego, odstępstwa od wolności konstytucyjnych są dopuszczalne wtedy, gdy przemawiają za tym inne normy, zasady lub wartości konstytucyjne, a stopień tego ograniczenia jest proporcjonalny do rangi interesu, któremu ograniczenie to ma służyć (por. wyrok TK z dnia 24 czerwca 1997 r. (K 21/96). Z tego punktu widzenia nie budzi wątpliwości wprowadzenie zakazów reklamowych towarów wrażliwych, w: ustawie tytoniowej, alkoholowej oraz prawie farmaceutycznym. Powyższe regulacje ustawowe uzupełnione są aktami o charakterze wykonawczym. Trudno jest dostrzec na gruncie rozważanego problemu na tyle istotne wartości, jak to się dzieje w przywołanych powyżej przypadkach, które uzasadniałyby wprowadzenie zakazu reklamowego adresowanego do reklam funduszy emerytalnych i towarzystw emerytalnych. Na gruncie normatywnym, nie można dostrzec takich wartości i dóbr publicznych, jak bezpieczeństwo lub porządek publiczny, ochrona zdrowia i moralności publicznej albo wolności i praw innych osób, które przemawiałyby za wprowadzeniem rzeczzonego zakazu. Uzasadnienie projektu nie zawiera także argumentów, które od strony jurystycznej i aksjologicznej przemawiałyby za tego rodzaju zakazem reklamowym.

23. **Uwaga do art. 3. pkt 6 projektu** - W art. 3 pkt 6) przewiduje się dodanie art. 39a w ustawie z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych dotyczącego trybu i terminów składania oświadczenia w sprawie ewidencjonowania części składki ubezpieczonego na subkoncie w ZUS lub w otwartym funduszu. Proponowana treść ustępu 3 w art. 39a rzeczony ustawy została sformułowana w sposób uniemożliwiający dokonanie analizy intencji projektodawcy.
24. **Uwaga do art. 3 pkt 5 i 6 projektu** - Projekt ustawy przydając możliwość dokonania wyboru, czy ubezpieczeni chcą przekazywać przyszłą składkę do otwartych funduszy emerytalnych, nakazał dotychczasowym członkom otwartych funduszy emerytalnych (z wyłączeniem osób będących członkami otwartego funduszu na skutek losowania) złożenie dodatkowych oświadczeń woli w przedmiocie zawarcia przez nich umów z funduszami. Z jednej strony projekt nie wprowadza żadnych regulacji związanych z konsekwencjami braku złożenia przez takie osoby przedmiotowego oświadczenia w terminie określonym w projekcie ustawy – należałoby więc przyjąć, iż nie pozbawia się mocy wiążącej dotychczas złożonych oświadczeń woli (tj. zawartych umów z otwartymi funduszami emerytalnymi) i chęci pozostania w systemie kapitałowym. Z drugiej strony, mając na uwadze brzmienie art. 10 ust. 2 projektu ustawy, brak złożenia dodatkowego oświadczenia o przekazywaniu do otwartego funduszu składki począwszy od składki płaconej za lipiec 2014 r., uniemożliwi dalsze odprowadzanie składek do OFE, a tym samym kontynuację uczestnictwa w OFE. Biorąc pod uwagę powyższe, projektodawca w sposób jednoznaczny uniemożliwił realizację dotychczasowych umów i zaproponował arbitralne pozbawienie dotychczasowych oświadczeń woli mocy wiążącej. Mogłoby to oznaczać, iż przyjęte rozwiązanie narusza zasadę autonomii woli stron stosunków prawnych, poprzez którą należy rozumieć nie tylko wolę zawarcia umowy, ale również wolę trwania w takiej umowie. Projektodawca winien mieć także na względzie inny rodzajowo problem, który może ujawnić się z całą siłą w przyszłości, a mianowicie próby uchylania się od skutków złożonego oświadczenia woli z powołaniem się na błąd. Należy zastanowić się, czy kwestii tej nie należałoby rozwiązać na gruncie normatywnym.
25. **Uwaga do art. 5 projektu** - Proponowana zmiana w ustawie o nadzorze ubezpieczeniowym i emerytalnym oraz Rzeczniku Ubezpieczonych dotycząca pokrywania kosztów funkcjonowania Rzecznika Ubezpieczonych nie ma związku z zasadniczym przedmiotem projektu, nie jest też należycie umotywowana w uzasadnieniu. Niezależnie od powyższego zagraniczne zakłady ubezpieczeń

powinny być zaangażowane w finansowanie działalności Rzecznika Ubezpieczonych wyłącznie w aspekcie ich aktywności na terytorium Polski, stąd też wypada sprecyzować, że ich udział w finansowaniu ww. instytucji wylicza się w stosunku do zbioru składek brutto zebranych w ramach działalności wykonywanej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Urząd KNF wskazuje przy tym dodatkowo, że weryfikacja prawidłowości wyliczania przez zagraniczne zakłady ubezpieczeń ich udziału w finansowaniu działalności Rzecznika Ubezpieczeń może nastęrczać poważnych trudności. Organ nadzoru nie dysponuje indywidualnymi danymi dotyczącymi składki zbieranej przez poszczególne zagraniczne zakłady ubezpieczeń mające siedziby w państwach członkowskich UE/EOG w ramach działalności wykonywanej w Polsce.

26. **Uwaga do art. 6 projektu** - W art. 6 projektu w pkt 3) dokonuje się zmian w art. 15 ust. 1 ustawy o IKE i IKZE. Zmiany mają na celu usunięcie wątpliwości interpretacyjnych w zakresie traktowania zaspokojenia wierzytelności zabezpieczonej z IKE i IKZE jako zwrot albo zwrot częściowy. Dotychczas przepis art. 15 ust. 1 wyraźnie wskazywał, że środki zgromadzone na IKE lub IKZE mogą być obciążone zastawem. Przepis art. 15 ust. 1 w brzmieniu zaproponowanym w niniejszym projekcie usuwa wskazanie, że środki zgromadzone na IKZE mogą być przedmiotem zastawu (jedynie w odniesieniu do środków zgromadzonych na IKE przepis wskazuje na możliwość obciążenia ich zastawem). Tym samym możliwość obciążenia zastawem środków zgromadzonych na IKZE należy wyinterpretować pośrednio z dalszej części przepisu art. 15 ust. 1, w której określa się, że zaspokojenie wierzytelności środkami z IKZE jest traktowane jako zwrot. Przyjęcie przepisu art. 15 ust. 1 w brzmieniu zaproponowanym w projekcie będzie zatem usuwać wątpliwości dot. traktowania zaspokojenia wierzytelności środkami z IKZE jako zwrotu/zwrotu częściowego, jednakże może budzić dalej idące wątpliwości interpretacyjne, czy środki zgromadzone na IKZE w ogóle mogą być obciążone zastawem. W tej sytuacji proponuje się, aby przepis art. 15 ust. 1 otrzymał brzmienie: „Środki zgromadzone na IKE lub IKZE mogą być obciążone zastawem. Zaspokojenie wierzytelności zabezpieczonej zastawem z IKE jest traktowane jako częściowy zwrot albo zwrot. Zaspokojenie wierzytelności zabezpieczonej zastawem z IKZE jest traktowane jako zwrot”.
27. **Uwagi do art. 10 projektu** – W pkt 4 art. 10 ustawy wydaje się, że udostępnieniu powinien podlegać wzór oświadczenia, o którym mowa w ust. 2 nie zaś oświadczenie. Ponadto projektodawca nie precyzuje jakie elementy powinna zawierać informacja dotycząca powszechnego systemu emerytalnego zamieszczana na stronach internetowych m. in. ZUS, MPiPS, MF i KNF. Projektowany przepis wskazuje ponadto w ust. 4, że elementem tejże informacji będą informacje, o których mowa w art. 190a, zaś z brzmienia ustępu 2 wynika, iż są to dwie odrębne informacje, co potwierdza również przepis art. 23 pkt 3 projektu zakładający, iż art. 190a ufe wchodzi w życie z dniem 1 lipca 2014 r. Wskazany ustęp 4 nie precyzuje również, czy każdy z podmiotów sporządza udostępnianie informacje/informację odrębnie czy też jeden z wymienionych organów sporządza i przekazuje do udostępnienia pozostałym.
28. **Uwagi do art. 11 projektu** - Niezależnie od krytycznej oceny instytucji zatwierdzania przez organ nadzoru informacji dla członków otwartego funduszu emerytalnego (czego skutkiem powinno być skreślenie art. 11 projektu) zwrócić należy uwagę, że przy uwzględnieniu projektowanego terminu wejścia w życie ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłat emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych tj. 31 stycznia 2014 r. oraz biorąc pod uwagę szeroki zakres danych przewidywanych przez projektodawcę w informacji dla członków otwartych funduszy a także brak rozporządzenia, o którym

mowa w art. 190a ust. 9 i ewentualną perspektywę uzyskania zatwierdzenia informacji przez organ nadzoru, iż proponowany termin 15 lutego 2014 r. jest zbyt wczesny. Utrzymanie tej daty, przy założeniu zachowania projektowanego w obowiązującej ustawie katalogu danych, które ma zawierać, prowadzi do uniemożliwienia prawidłowej realizacji wymogów wskazanych w ust. 6 art. 190a ufe.

29. **Uwaga ogólna do art. 14 projektu** - Środki stanowiące pokrycie kapitałowe ubezpieczenia emerytalnego są gromadzone w otwartych funduszach emerytalnych, z którymi umowę zawarł ubezpieczony, nabywając w ten sposób przymiot członka OFE. ZUS przekazuje w tym celu część pobranej składki na ubezpieczenie emerytalne. Przekazane składki stanowią aktywa OFE, jednakże członkowi przysługuje odpowiedni udział w tych aktywach wyrażony przez liczbę jednostek rozrachunkowych, których wartość, w zależności od notowań, zmienia się w czasie. W przepisie art. 107 ufe. przyjmuje się ogólną zasadę zakazu rozporządzania środkami zgromadzonymi na rachunku członka OFE, które nie podlegają również egzekucji. Prawodawca określa je mianem środków, gdyż jest to realny kapitał, który jest inwestowany na cele emerytalne członka OFE, choć nie może być zwrócony ubezpieczonemu. W doktrynie określa się je mianem środków emerytalnych lub wkładu emerytalnego, ze względu na obrót prawny, jaki ma miejsce z ich udziałem, który polega na wypłatach transferowych rozumianych jako przeniesienie środków znajdujących się na rachunku członka z jednego funduszu do innego funduszu lub przeniesienie tych środków dokonywane między rachunkami tego samego funduszu, czy też ich dzieleniu - w razie rozwodu albo unieważnienia małżeństwa - bądź dziedziczeniu. Należy mieć na względzie, iż charakter prawny składki na kapitałowe ubezpieczenie emerytalne jest zagadnieniem nad wyraz kontrowersyjnym. Z jednej strony przyjmuje się, że przez płacenie składek członek OFE wyzbywa się aktywów z własnego majątku w postaci prawa własności środków pieniężnych i zamienia je na aktywa osobiste stanowiące wierzytelności względem otwartych funduszy emerytalnych oraz aktywa osobiste stanowiące zaczątek przyszłej emerytury. W konsekwencji wprowadzenie do systemu emerytalnego zasady zdefiniowanej składki umożliwia zidentyfikowanie przysługujących ubezpieczonym praw własności do części funduszu emerytalnego zarówno w repartycyjnej jak i kapitałowej części ubezpieczeń emerytalnych, co pozwala korzystać z ochrony ekspektatyw jako prawa własnościowego. Z drugiej strony prezentowany jest pogląd, że otwarte fundusze emerytalne należą do podmiotów wykonujących określone zadania z zakresu ubezpieczeń społecznych, a składka nie powinna być utożsamiana z własnościową (cywilnoprawną) konstrukcją wkładu na bankowym rachunku oszczędnościowym, którego posiadacz jest właścicielem zgromadzonych na nim środków. Składka w ubezpieczeniach społecznych jest wprawdzie osobistym wkładem ubezpieczonego, ale z przeznaczeniem na tworzenie ogólnego funduszu ubezpieczeniowego, z którego prawo do świadczeń czerpią ci ubezpieczeni, którym ziści się określone ryzyko socjalne, w pewnej proporcji do wcześniej opłacanych składek. W konsekwencji odprowadzana do otwartego funduszu emerytalnego część składki na ubezpieczenie emerytalne – według tego stanowiska - nie stanowi własności ubezpieczonego, co wynika zarówno z ubezpieczeniowej konstrukcji prawa do emerytury, jak i z przyjęcia założenia, że pomimo ustawowego podziału składki na część finansowaną przez ubezpieczonego i płatnika, składki na ubezpieczenia społeczne są nadal finansowane przez płatnika. W tym kontekście należy podkreślić, iż niewątpliwie członkowi funduszu emerytalnego przysługuje ograniczone czasowo, przedmiotowo i podmiotowo uprawnienie do dysponowania tymi środkami. Środki zgromadzone w OFE i prawo dysponowania nimi mogą być ujmowane jako *quasi* majątek członka

funduszu w szerokim rozumieniu tego pojęcia, czyli z punktu widzenia prawa cywilnego stanowią element mienia tej osoby. Niektórzy reprezentują stanowisko, że chociaż nie można posługiwać się w stosunku do tychże środków pojęciem własność, to jednak nie mogą być one uznane za publiczne. Natomiast środki zaewidencjonowane na subkoncie w ZUS nie mają statusu aktywów, ponieważ nie są aktywami zabezpieczone. Tymczasem uregulowania dotyczące zasad funkcjonowania I filaru (ZUS) nie pozwalają na uznanie środków znajdujących się w FUS na subkoncie za element majątku ubezpieczonego. Należy dodatkowo podkreślić, że w świetle orzecznictwa SN kwestia docelowej realizacji prawa do zabezpieczenia społecznego po osiągnięciu wieku emerytalnego leży w gestii ustawodawcy, a zatem ma on prawo do ustalenia, jaka część składek emerytalnych będzie przekazywana do otwartego funduszu emerytalnego, a jaka pozostanie w FUS, przy czym SN podkreślił również, że składki na ubezpieczenie emerytalne odprowadzane do funduszu nie są prywatną własnością członka funduszu oraz publicznoprawny ubezpieczeniowy charakter tej składki. Jednak jest to stanowisko dotyczące pierwotnego podziału składki i ukształtowania zasad systemu emerytalnego dokonanego w 1999 r. Natomiast SN w przedmiotowym wyroku nie analizował kwestii uprawnień ustawodawcy do ustawowego nakazania przeniesienia części aktywów i jej konsekwencji w zakresie sytuacji prawnej ubezpieczonych. Co więcej, w tym samym wyroku Sąd Najwyższy zaznaczył, że „celem tak skonstruowanego systemu była - co wyżej podkreślono - jego stabilność i efektywność, poprzez stworzenie mechanizmu gromadzenia środków finansowych łagodzących w dalszej przyszłości zwiększenie wydatków związanych z postępującym procesem starzenia się ludności, przy ograniczeniu roli państwa, na które został nałożony obowiązek dopłaty do gwarantowanej emerytury minimalnej w przypadku, gdy emerytura przysługująca z Funduszu Ubezpieczeń Społecznych łącznie z emeryturą dożywotnią z zakładu emerytalnego okaże się niższa niż kwota minimalnej emerytury gwarantowanej” oraz że „ustawodawca ma obowiązek zagwarantowania minimalnego zakresu prawa do zabezpieczenia społecznego, odpowiadającego wskazanej wyżej konstytucyjnej istocie tego prawa, przy poszanowaniu pozostałych zasad i norm konstytucyjnych wyznaczających granice jego swobody we wprowadzaniu zmian do systemu prawnego, a w szczególności zasady ochrony zaufania jednostki do państwa, zasady ochrony praw nabytych oraz wymogu zachowania odpowiedniej *vacatio legis*”. Taki stan rzeczy może skutkować powstaniem wątpliwości z punktu widzenia konstytucyjnego, co do proponowanego rozwiązania w zakresie przymusowego pozbawienia funduszy emerytalnych tzw. części obligacyjnej (papierów skarbowych). W swej istocie dojdzie bowiem do ustawowego nakazania funduszom emerytalnych przekazania przede wszystkim zgromadzonych papierów skarbowych (ale także innych instrumentów finansowych oraz środków pieniężnych) na rzecz ZUS, co skutkować będzie odpowiednim obniżeniem wartości aktywów funduszu emerytalnego, a tym samym wartości jednostki rachunkowej poszczególnego członka OFE. Dojdzie w ten sposób do pozbawienia członka OFE prawa do zgromadzonego wkładu emerytalnego poprzez nakaz ustawowego wyzbycia się przez OFE znaczącej części swych aktywów. Jest to zatem znacząca i istotna ingerencja w prawa członkowskie. Tymczasem przepis art. 21 ust. 1 Konstytucji RP stanowi, że „Rzeczpospolita Polska chroni własność i prawo dziedziczenia”. Postanowienie to zostało zamieszczone w rozdziale I Konstytucji wśród fundamentalnych zasad ustrojowych. Ochrona własności została uzupełniona oraz rozwinięta w art. 64 ustawy zasadniczej. Te postanowienia łącznie wyznaczają konstytucyjny standard ochrony własności. Zgodnie zaś z przepisem art. 21 ust. 2 Konstytucji RP, wyłączenie jest

dopuszczalne jedynie wówczas, gdy jest dokonywane na cele publiczne i za słusznym odszkodowaniem. Zgodnie ze swą treścią, art. 21 ust. 2 Konstytucji RP reguluje konstytucyjne warunki (przesłanki) dopuszczalności wywłaszczenia, rozumianego jako ingerencję w sferę praw majątkowych określonych podmiotów. Przepisy Konstytucji RP nie definiują pojęcia wywłaszczenia, jednak dzięki wykładni systemowej tego przepisu wskazać należy, że art. 21 ust. 2 Konstytucji RP odnosi się do przymusowego pozbawienia (odjęcia) konstytucyjnej kategorii „własności prywatnej”. Należy przy tym podkreślić, iż zakres praw podlegających konstytucyjnej ochronie nie ogranicza się jedynie do własności w rozumieniu cywilnoprawnym. Pojęcie prawa własności na gruncie art. 21 ust. 1 i 2 Konstytucji RP musi być rozumiane w sposób autonomiczny. Wykracza ono poza cywilnoprawne ujęcie własności, stanowiąc synonim całokształtu praw majątkowych (por. wyrok TK z dnia 3 kwietnia 2008 r., K 6/05). W konsekwencji szeroko należy rozumieć konstytucyjne pojęcie wywłaszczenia, a więc jako przymusowe odebranie wszelkiego rodzaju prywatnych uprawnień majątkowych. Własność w ujęciu przepisów konstytucyjnych należy zatem rozumieć jako kategorię ściśle konstytucyjną, bardziej zbliżoną do ekonomicznego pojmowania własności, a więc będącą synonimem całokształtu praw majątkowych. Utożsamianie pojęcia własności z mieniem wynika z ustrojowego i gwarancyjnego znaczenia przepisów konstytucyjnych. Istotne jest również, iż brzmienie przepisu art. 21 ust. 2 Konstytucji RP nie przesądza, czy w art. 21 ust. 2 Konstytucji RP chodzi o pozbawienie indywidualnego prawa majątkowego w drodze aktu indywidualnego, czy też wywłaszczenie może następować w drodze aktu generalnego (tzw. wywłaszczenie *ex lege*). W orzecznictwie TK wskazuje się, że wywłaszczenie na gruncie art. 21 ust. 2 Konstytucji powinno być ujmowane szeroko, a więc jako wszelkie w zasadzie pozbawienie lub ograniczenie przysługującego podmiotowi prawa własności, bez względu na formę tego odjęcia (por. wyrok TK z dnia 12 kwietnia 2000 r., sygn. K 8/98). Ustrojodawca wyraźnie wskazuje, że wywłaszczenie (odjęcie własności prywatnej) jest dopuszczalne, a więc zgodne z prawem i legalne, tylko wówczas, gdy następuje dla realizacji celu publicznego za wynagrodzeniem doznanego uszczerbku majątkowego w postaci słusznego odszkodowania. Warunkiem dopuszczalności wywłaszczenia jest działanie ustawodawcy w granicach zasady proporcjonalności, co wynika ze sformułowania „wywłaszczenie jest dopuszczalne jedynie wówczas, gdy (...)”. Z treści normatywnej art. 21 ust. 2 Konstytucji RP wynika zatem, że regulacja ustawowa zgodna z konstytucyjnym standardem dopuszczalności wywłaszczenia musi uwzględniać wymienione przesłanki. Zgodnie z art. 21 ust. 2 Konstytucji, RP wywłaszczenie jest dopuszczalne tylko na cele publiczne. „Cele publiczne” nie zostały wprawdzie zdefiniowane w samej Konstytucji RP, jednak z systemowej wykładni art. 21 ust. 2 Konstytucji RP wynika, że są to cele ponadjednostkowe, zbiorowe, pozostające w pewnej opozycji do prywatnego interesu indywidualnego obywatela. „Celem publicznym” zgodnie z art. 21 ust. 2 Konstytucji RP nie może być zatem indywidualny interes lub suma interesów indywidualnych wielu osób prywatnych. Dokonywanie wywłaszczenia wyłącznie w majątkowym interesie wywłaszczyciela lub na cel, którego nie można zakwalifikować jako cel publiczny, stanowi przekroczenie art. 21 ust. 2 Konstytucji RP i tym samym naruszenie konstytucyjnych gwarancji ochrony własności. Wedle art. 21 ust. 2 Konstytucji RP, wywłaszczenie jest zgodne z Konstytucją, jeżeli jest konieczne (niezbędne) dla realizacji celu publicznego. Ze względu na konstrukcję wywłaszczenia jako przymusowego odebrania prawa za odszkodowaniem, chodzi tu o ten cel publiczny, ze względu na który owo odjęcie nastąpiło. Zgodnie z art. 21 ust. 2 Konstytucji RP, ofiara, jaką

ponosi wywłaszczony, jest uzasadniona i konstytucyjnie usprawiedliwiona jedynie przez to, że jest konieczna i niezbędna dla realizacji określonego celu publicznego. Odebranie prawa własności i umieszczenie go w majątku państwa jest tylko narzędziem służącym realizacji celu wywłaszczenia. Z konstytucyjnej funkcji wywłaszczenia wynika zatem, że już sama ingerencja we własność musi następować z uwagi na ściśle określony cel, a wywłaszczane prawo musi zostać następnie przekazane na realizację konkretnego celu. Wywłaszczenie nie umożliwia zwykłej ingerencji w sferę majątkową osób prywatnych w celu prostego przeniesienia wywłaszczonych praw do sfery własności publicznej. Nie chodzi o zwykłe odebranie własności i umieszczenie jej w zasobie własności publicznej. Cel i konstytucyjna legitymacja wywłaszczenia polegają na tym, że wywłaszczone prawo ma bezpośrednio po wywłaszczeniu zostać oddana do realizacji zadań publicznych w ramach określonego przed wywłaszczeniem przedsięwzięcia publicznego. Trybunał Konstytucyjny podkreślał w swoim orzecznictwie, że instytucja wywłaszczenia ma charakter „wyjątkowy i szczególny” oraz że wywłaszczenie „powinno być stosowane tylko w sytuacjach koniecznych”. Do takich sytuacji należy brak możliwości realizacji celów publicznych za pomocą innych środków prawnych (por. wyrok TK z dnia 14 marca 2000 r., P 5/99). Z tego już choćby widać, iż ustawy nakaz wyzbycia się aktywów zgromadzonych przez OFE ze względu na możliwość kwalifikowania tego rodzaju rozwiązania jako wywłaszczenia prawa winno być traktowana przez normodawcę jako środek ostateczny i niezbędny dla realizacji ważkiego celu publicznego. Nie wystarczy tu powoływać się na jakiegokolwiek argumenty. Muszą mieć one rzeczywiste znaczenie, odznaczać się logiką, być przekonujące od strony ekonomicznej. Można naturalnie twierdzić, iż dokonanie tego rodzaju „wywłaszczenia” jest konieczne ze względu na konieczność ochrony finansów publicznych, tym niemniej konieczne byłoby wówczas wskazanie, iż jest to jedyny i najskuteczniejszy środek sanacji ich stanu. Tymczasem można wskazać cały szereg innych środków i działań, które skutkowałyby tożsamymi rezultatami. Inną rodzajowo kwestią jest, iż normodawca dopuszczając wzmiankowanego *quasi* wywłaszczenie powinien zapewnić słuszne odszkodowanie, a zatem winno być ono ekwiwalentne do wartości dobra wywłaszczanego, co oznacza, że powinno dawać możliwość odtworzenia tożsamego prawa, którego pozbawiono członka OFE. Trudno jest w sposób jednoznaczny uznać, iż dokonanie zapisów księgowych s na subkoncie w FUS można byłoby traktować jako słuszne odszkodowanie. Oczywista jest bowiem różnica, choćby prawo - ekonomiczna między zapisem księgowym w postaci ilości jednostek rozrachunkowych w OFE, a zapisem na subkoncie w FUS.

30. **Uwaga do art. 14 projektu** - Treść art. 14 projektu jest wewnętrznie sprzeczna i nie uwzględnia oczywistego faktu, że na wartość aktywów netto funduszu składają się zarówno jednostki rozrachunkowe zgromadzone na rachunkach członków jak i jednostki rozrachunkowe części dodatkowej funduszu gwarancyjnego, rachunku premiewego i rachunku rezerwowego. Wartość 51,5% jednostek rozrachunkowych na rachunkach wszystkich członków jest z definicji różna od wartości równej 51,5% wartości aktywów netto funduszu. Projekt zakłada więc rozwiązanie, którego trudne lub wręcz niemożliwe będzie w realizacji. Należy ponadto zwrócić uwagę na fakt, że zaproponowane rozwiązanie dotyczące przekazywania aktywów do ZUS może prowadzić do przekazania tych samych instrumentów finansowych przez różne fundusze, które mogą te instrumenty finansowe wycenić na dzień przed przekazaniem według odmiennej wartości i zgodnie z rozporządzeniem określającym zasady wyceny aktywów i zobowiązań funduszy emerytalnych. Większość obrotu obligacjami Skarbu Państwa, odbywa się poza rynkiem regulowanym i zorganizowanym, a tzw. ceny

rynkowe tych obligacji odnotowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, czy też na rynku Treasury BondSpot Poland (z wyłączeniem obligacji kwotowanych na fixingu) mogą nie oddawać ich godziwej wartości z powodu niskich obrotów na jednym z tych rynków i sporadycznych obrotów na drugim. Ponadto zauważyć trzeba, iż, że skutki ingerencji w portfele inwestycyjne poszczególnych funduszy emerytalnych będą zróżnicowane i będą zależeć od dotychczasowej polityki inwestycyjnej poszczególnych OFE. Tym samym członkowie niektórych funduszy emerytalnych znajdują się w gorszej sytuacji od członków innych funduszy, ponieważ niektóre fundusze zostaną pozbawione wszystkich płynnych i bezpiecznych instrumentów finansowych, a niektóre fundusze tylko w części.

31. **Uwaga do art. 14 projektu** – Projektodawca w uzasadnieniu projektu zaniechał wskazania przekonujących argumentów przemawiających za koniecznością przekazania otwartym funduszom emerytalnym aktywów o wartości 51,5% swoich aktywów netto, także w sytuacji, kiedy nie posiadają na pokrycie tej wartości obligacji Skarbu Państwa i obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa i przejęcia przez Skarb Państwa, jako swoiste dopełnienie do brakującej wartości, aktywów takich jak środki pieniężne i obligacje jednostek samorządu terytorialnego. Proponowane przez projektodawców rozwiązanie silnie ingeruje w kształt portfeli inwestycyjnych funduszy emerytalnych i część z tych funduszy może pozbawić płynnych aktywów takich jak obligacje Skarbu Państwa czy środki pieniężne. W sposób oczywisty działanie projektodawcy ingeruje w kształt portfeli inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych, zaś skutki ingerencji w portfele inwestycyjne poszczególnych funduszy emerytalnych będą zróżnicowane i będą zależeć od dotychczasowej polityki inwestycyjnej poszczególnych OFE. Może to doprowadzić do sytuacji, w której niektóre fundusze emerytalne znajdują się w gorszej sytuacji od innych funduszy emerytalnych, ponieważ niektóre fundusze zostaną pozbawione większości płynnych oraz bezpiecznych instrumentów finansowych, a niektóre fundusze tylko w części. Te okoliczności przemawiają za koniecznością przedstawienia pełnego i wyczerpującego uzasadnienia projektowanych regulacji prawnych. Jest o tyle konieczne, iż ten stan rzeczy może rodzić zarzut natury konstytucyjnej, kierowany do ustawodawcy, a mianowicie nierównego traktowania podmiotów znajdujących się w tym samym stanie faktycznym. Można bowiem wykazywać, iż projektodawca kreuje stan, w którym dochodzi do działań dyskryminujących niektóre funkcjonujące na rynku fundusze emerytalne.
32. **Uwagi do art. 14 ust. 10 projektu** - Przepis wymaga korekty w dwóch miejscach. Po pierwsze, niejasne jest, co oznacza zwrot, iż „Skarb Państwa (...) nabywa od Zakładu Ubezpieczeń Społecznych...”. Wydaje się, że przepis taki zawiera w sobie obowiązek do dokonania określonej czynności cywilnoprawnej, jednakże jej charakter pozostaje bardzo niejasny. Pod rozważę poddać należy przepis, z którego jednoznacznie będzie wynikać, że w określonym terminie dochodzi do przejścia określonych aktywów na Skarb Państwa *ipso iure*. Po drugie, owo nabycie ma się dokonać „w zamian za zobowiązanie gwarantujące wypłatę ubezpieczonemu z Funduszu Ubezpieczeń Społecznych świadczeń emerytalnych odpowiadających zaewidencjonowanej na jego subkoncie prowadzonym przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych...”. Przy zaproponowanym brzmieniu przepisu owo „zobowiązanie gwarantujące” wydaje się być swoistym świadczeniem ZUS-u z tytułu umowy ze Skarbem Państwa. Takie brzmienie przepisu prowadzi jednak do wniosku, że gwarantowanie przez Skarb Państwa świadczeń z FUS następuje na podstawie czynności cywilnoprawnej, a jak wiadomo takiej czynności nie dokonano w odniesieniu do tych świadczeń z FUS, które i będą wypłacane w oparciu o środki inne niż przenoszone do ZUS na podstawie

projektowanej nowelizacji. Tym samym można pokusić się o wniosek, że owe pozostałe świadczenia z FUS nie mają gwarancji Skarbu Państwa; ewentualnie może powstać pytanie, dlaczego gwarancje takie mają całkowicie różne co do natury podstawy prawne. W świetle powyższego wydaje się, że w omawianym przepisie należy w ogóle pominąć „zobowiązanie gwarantujące”, zaś sama gwarancja powinna wynikać z odrębnych przepisów (tych samych, z których wynika gwarantowanie wszystkich pozostałych świadczeń z FUS).

33. **Uwaga do art. 17 projektu** - W zakresie art. 17 projektu należy zauważyć, że rozwiązanie zakładające zwrot całości środków zgromadzonych na rachunku premiovym do powszechnych towarzystw emerytalnych może wzbudzać wątpliwości. Środki zgromadzone na rachunku premiovym są środkami funduszu emerytalnego (nie pochodzą z wpłat towarzystwa, ale z obciążenia aktywów funduszu) i stanowią tylko w części ewentualny przyszły przychód towarzystwa uwarunkowany osiągniętymi wynikami inwestycyjnymi funduszu. Zgodnie z obowiązującymi przepisami jedynie fundusz emerytalny, który osiągnął najwyższą stopę zwrotu może wycofać wszystkie środki zgromadzone na rachunku premiovym, natomiast pozostałe fundusze dzielą środki proporcjonalnie w kwocie stanowiącej iloczyn całości środków zgromadzonych na rachunku premiovym i ilorazu różnicy między stopami zwrotu uzyskanymi przez dany fundusz i fundusz, który osiągnął najniższą stopę zwrotu, oraz różnicy między stopami zwrotu uzyskanymi przez fundusz, który osiągnął najwyższą stopę zwrotu, i fundusz, który osiągnął najniższą stopę zwrotu. Natomiast pozostała część środków trafia ponownie do funduszu emerytalnego.
34. **Uwaga do art. 18 projektu** – W zakresie art. 18 projektu postuluje się wskazanie, że Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. powinien sporządzić sprawozdanie z działalności KDPW w zakresie administrowania częścią podstawową Funduszu Gwarancyjnego na dzień likwidacji Funduszu Gwarancyjnego i przekazać je do organu nadzoru w celu jego zatwierdzenia. KDPW powinien również sporządzić sprawozdanie finansowe części podstawowej Funduszu Gwarancyjnego, poddać je badaniu biegłego rewidenta i zatwierdzeniu przez walne zgromadzenie KDPW.
35. **Uwaga do art. 19 projektu** - W zakresie art. 19 projektu projektodawca nie określił *ratio legis* dla proponowanego przepisu i sensu ustalania okresowych stóp zwrotu funduszu i porównawczej okresowej stopy zwrotu. Brak jest także wskazania uzasadnienia dla codziennego ustalania tychże stóp zwrotu. W związku z powyższym należałoby rozważyć konieczność wprowadzania w życie proponowanego art. 19 projektu w całości. Proponowane rozwiązanie może być ujmowane jako zbędne i wprowadzającego niepotrzebne i nadmiarowe obowiązki informacyjne dla funduszy emerytalnych.
36. **Uwaga do art. 20 projektu** – Przepis art. 20 projektu wskazuje, iż do dnia 1 lipca 2014 r. otwarte fundusze emerytalne mają obowiązek dostosowania swoich statutów do zmienionych przepisów prawa. Mając na względzie konieczność przeprowadzenia w tym zakresie postępowań administracyjnych i wydania stosownych zezwoleń zasadnym wydaje się zakreślenie przez projektodawcę terminu na złożenie wniosku wszczynającego postępowanie administracyjne, tj. wniosku o zmianę statutu OFE. Innymi słowy niezbędne byłoby oznaczenie proponowanej treści art. 20 projektu jako ust. 1 (zresztą jak czyni to wadliwie projekt) i dodanie ust. 2 o następującej treści: „2.Otwarte fundusze emerytalne składają do Komisji Nadzoru Finansowego wnioski o wydanie zezwolenia na zmianę statutu w zakresie, o którym mowa w ust. 1, nie później niż do dnia 30 kwietnia 2014 r.”. Postulowana zmiana zapewni prawidłową realizację wymogu ustawowego zarówno po stronie otwartych funduszy jak i organu nadzoru.

37. **Uwaga do art. 21 pkt 2 projektu** - W zakresie art. 21 pkt 2 projektu w odniesieniu do art. 142 ust. 6 pkt 10 ufe nie uwzględniono zgłaszanej już na etapie prac nad projektem ustawy bezpośrednio realizującym wyrok TSUE w sprawie do uwagi UKNF o dodaniu w przedmiotowym limicie do art. 142 ust. 6 pkt 10 ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych w sformułowaniu „*przy czym lokaty, o których mowa w art. 141 ust. 1 pkt 26 nie mogą stanowić więcej niż 5% wartości aktywów*” również art. 141 ust. 1 pkt 27. Postuluje się dodanie w ww. zapisie art. 141 ust. 1 pkt 27. Powyższa uwaga wynika z faktu, iż kategorie lokat określone w art. 141 ust. 1 pkt 26 i 27 są kategoriami odnoszącymi się do papierów wartościowych o takim samym poziomie ryzyka, a jedyną różnicą jest umiejscowienie lokaty, dlatego zasadnym jest, aby powyższe ograniczenie obejmowało również kategorię lokat określoną w art. 141 ust. 1 pkt 27. Przyjęcie zapisu w obecnym brzmieniu będzie dyskryminowało lokaty na terytorium RP w stosunku do lokat poza jej granicami i będzie niezgodne z prawem UE.
38. **Uwaga do art. 23 projektu** - Projekt zakłada, że projektowane: art. 2 ust. 27 oraz art. 2 ust. 29 ustawy zmieniającej wejdzie w życie z dniem 1 lipca 2014 r., a równocześnie, że przekazanie ponad połowy aktywów będzie miało miejsce na początku lutego 2014 r., co oznacza, że stopy zwrotu OFE będą ustalane na podstawie wartości jednostek rozrachunkowych odzwierciedlających zupełnie różne portfele inwestycyjne – stabilnego wzrostu do końca stycznia 2014 r. i agresywne od początku lutego 2014 r. W oczywisty sposób doprowadzi to do zwiększenia ryzyka wystąpienia niedoboru w OFE na koniec marca 2014 r. i koniecznością pokrycia tego niedoboru przez PTE, przy czym główną przyczyną wystąpienia ewentualnego niedoboru będzie ingerencja ustawodawcy w portfel inwestycyjny OFE i zmienność jego wyników inwestycyjnych, a nie wyniki w zarządzaniu odnoszone przez PTE. PTE alokując aktywa funduszu pomiędzy papiery bezpieczne takie jak obligacje Skarbu Państwa i akcje spółek wykorzystuje w odpowiedni sposób budżet ryzyka wynikający z mechanizmu minimalnej wymaganej stopy zwrotu i dąży do uniknięcia sytuacji wystąpienia niedoboru. Przekazanie istotnej części aktywów OFE do ZUS powoduje, że PTE mogą ponosić konsekwencje arbitralnej decyzji ustawodawcy ustalającej *de facto*, w trakcie trwania procesu inwestycyjnego i w trakcie okresu za który liczone są stopy zwrotu, z jakiej części portfela będą wyliczane ostatecznie trzyletnie stopy zwrotu. Może to rodzić wątpliwości co do zachowania standardów redagowania przepisów intertemporalnych. Ponadto wskazać należy, iż projektodawca zakłada, iż pierwsza informacja dla członków otwartych funduszy emerytalnych sporządzana zostanie przez otwarty fundusz emerytalny do dnia 15 lutego 2014 r. i powinna zawierać informacje o dotychczasowej działalności funduszu według stanu na dzień 31 grudnia 2013 r. Zgodnie z projektowanym art. 190a ust. 8 ufe informacja podlega zatwierdzeniu przez organ nadzoru. W myśl art. 23 pkt 3 projektu wskazany art. 190a ufe wprowadzany art. 2 pkt 31 projektu ma wejść w życie z dniem 1 lipca 2014 r. Powyższe wskazuje, iż pierwsza informacja dla członków otwartych funduszy nie będzie zatwierdzana przez organ nadzoru. Nadto otwarte fundusze przygotowując pierwszą informację nie będą związane zakresem danych przewidywanych przez projektodawcę w ust. 2 art. 190a. Zasadnym wydaje się konieczność doprecyzowania przez projektodawcę, jaki zakres danych ma być zwarty w pierwszej informacji, o której mowa w art. 11 projektu, zwłaszcza z uwagi na jej istotny charakter przydany w art. 10 projektu.

Część IV. Uzupełniające propozycje legislacyjne

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego proponuje w ramach prowadzonych prac legislacyjnych uwzględnić również poniżej przedstawione postulaty legislacyjne, które niezbędne są dla prawidłowego funkcjonowania funduszy emerytalnych oraz efektywnego oraz legalnego wykonywania nad nimi nadzoru publicznego.

1. Proponuje się uregulowanie istotnych kwestii związanych z wyborem podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych funduszu i towarzystwa, obowiązkami informacyjnymi tego podmiotu względem organu nadzoru oraz żądaniem organu nadzoru dotyczącym zlecenia biegłym rewidentom badania prawidłowości i rzetelności wszystkich sprawozdań finansowych sporządzanych przez towarzystwo lub fundusz. Niezbędne jest dodanie w ufe art. 26a w brzmieniu:

„1. Wyboru podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych funduszu dokonuje się przed upływem roku obrotowego, jednakże ten sam podmiot nie może być wybrany na okres dłuższy niż 5 lat.

Przepisy ust. 1 mają zastosowanie odpowiednio do sieci, o której mowa w art. 2 pkt. 9 ustawy z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (Dz. U. z 2009 r. Nr 77 poz. 649 z późn. zm.).”

Dodanie art. 52a w ustawie o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych w brzmieniu:

„Przepisy art. 26a stosuje się odpowiednio do sprawozdań finansowych towarzystw emerytalnych.”

Dodanie w art. 204 ust. 1 punktów 4 i 5 w następującym brzmieniu:

„pkt 4) żądania udostępniania przez biegłego rewidenta oraz osoby wchodzące w skład organów zarządzających podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych lub pozostających z tym podmiotem w stosunku pracy - w zakresie związanym z wykonywaniem na rzecz towarzystwa lub funduszu emerytalnego czynności rewizji finansowej w rozumieniu art. 2 pkt 2 ustawy z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (Dz. U. Nr 77, poz. 649, z 2010 r. Nr 182, poz. 1228 oraz z 2012 r. poz. 1166) oraz innych czynności wymienionych w art. 48 ust. 2 tej ustawy, wszelkich informacji, dokumentów i wyjaśnień”.

„pkt 5) przekazanie organowi nadzoru informacji, o których mowa powyżej nie narusza obowiązku zachowania tajemnicy wskazanej w art. 59 powołanej w pkt 4 ustawy”.

Dodanie art. 204k w następującym brzmieniu:

„1. Biegły rewident jest obowiązany, za pośrednictwem podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych:

1) Towarzystwa,

2) Funduszu emerytalnego,

powiadomić organ nadzoru o stwierdzonych podczas badania lub przeglądu sprawozdań finansowych tych podmiotów istotnych uchybieniach w działalności badanego podmiotu oraz naruszeniach obowiązujących przepisów.

2. W szczególności biegły rewident przeprowadzający badanie rocznych sprawozdań finansowych podmiotów wymienionych w ust. 1 jest obowiązany niezwłocznie powiadomić organ nadzoru o ujawnionych faktach wskazujących na:

1) popełnienie przestępstwa;

2) naruszenie przepisów regulujących działalność podmiotu wymienionego w ust. 1;

3) naruszenie zasad wyceny aktywów, polityki inwestycyjnej lub naruszeniu interesu członków funduszy emerytalnych;

4) istnienie przesłanek do wyrażenia opinii negatywnej na temat sprawozdania finansowego podmiotu wymienionego w ust. 1 lub odmowy wyrażenia tej opinii.”

Dodanie art. 204l w następującym brzmieniu:

„1. W przypadku stwierdzenia nieprawidłowości w przeprowadzonym badaniu sprawozdania finansowego towarzystwa lub funduszu na zlecenie towarzystwa w imieniu własnym lub funduszu, organ nadzoru może zobowiązać towarzystwo do zlecenia biegłym rewidentom badania prawidłowości i rzetelności wszystkich sprawozdań finansowych sporządzanych przez towarzystwo lub fundusz oraz kontroli ksiąg rachunkowych. Badanie nie może być zlecone ponownie biegłemu rewidentowi, który dokonał badania sprawozdania, w którym stwierdzono nieprawidłowości.

2. Zlecenie badania określonego w ust. 1 może zostać udzielone także bezpośrednio przez organ nadzoru. Koszty badania ponosi wówczas organ nadzoru, z zastrzeżeniem ust. 3.

3. Jeżeli w wyniku badania zleconego przez organ nadzoru stwierdzono nieprawidłowości, koszty badania ponosi towarzystwo.

4. Uwzględniając potrzebę zachowania szczególnych środków bezpieczeństwa, przy wyborze biegłego rewidenta do badania sprawozdania finansowego towarzystwa lub funduszu określonego w ust. 2, przepisów ustawy z dnia 29 stycznia 2004 r. - Prawo zamówień publicznych (Dz. U. z 2010 r. Nr 113, poz. 759, z późn. zm.) nie stosuje się.”

Rotacja podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych (a nie jedynie kluczowego biegłego rewidenta jak to przewiduje art. 89 ust. 1 ustawy o biegłych rewidentach) zabezpieczy, jakość świadczonych usług przez biegłych rewidentów, a w szczególności badania przez nich sprawozdań finansowych. Rotacja podmiotów uprawnionych do badania sprawozdań finansowych ma na celu zwiększenie niezależności, bezstronności i obiektywizmu biegłego rewidenta. W sytuacji, gdy przez wiele lat badania sprawozdania finansowego dokonuje ten sam podmiot uprawniony, powstaje uzasadniona wątpliwość czy zmiana dotycząca jedynie osoby kluczowego biegłego rewidenta spowoduje jakąkolwiek zmianę w podejściu do badania sprawozdań finansowych, jeśli de facto osoby faktycznie prowadzące badanie, a także same procedury badania, jak i ewentualne błędy wcześniej popełnione nie są weryfikowane i pozostają niezmiennie. Konsekwencją stosowania tych samych technik badania jest duże ryzyko przeoczenia (brak możliwości wykrycia błędów w sprawozdaniu finansowym). Prowadzi to do wzrostu niepewności, czy sprawozdanie, jako całość i stanowiące podstawę jego sporządzenia księgi rachunkowe zawierają kompletne i poprawne informacje istotne dla członków funduszu oraz nadzoru finansowego. Zmiana podmiotu uprawnionego wymusi na podmiocie uprawnionym do badania sprawozdań finansowych po raz pierwszy, zastosowanie własnych procedur badania, ograniczy ryzyko popełnienia błędu przez biegłego rewidenta wynikające z rutynowego podejścia do badania jednostki i jednocześnie pozytywnie wpłynie na jakość badanych sprawozdań finansowych.

Proponowane zmiany przepisów w zakresie uregulowania zarówno statusu wykonywania obowiązków informacyjnych przez biegłego rewidenta badającego sprawozdania finansowe podmiotów, których działalność podlega regulacjom ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych stanowi uzupełnienie nadzoru ostrożnościowego nad tymi podmiotami (analogiczne przepisy obowiązują już w ustawach regulujących działalność banków czy funduszy inwestycyjnych). Przyjęcie proponowanych przepisów stworzy możliwość skutecznego uzyskania przez organ nadzoru wiarygodnych informacji na temat rzeczywistej sytuacji finansowej towarzystwa lub funduszu, gdy istnieje przesłanka co do uznania braku wiarygodności lub znacznej niepewności co do prezentowanych danych finansowych w sprawozdaniach finansowych. Przyjęcie proponowanych przepisów będzie oddziaływało na bezpieczeństwo i zwiększało zaufanie członków funduszy emerytalnych co do zgodnego z prawem funkcjonowania całego kapitałowego systemu emerytalnego. Podobne rozwiązania w tym zakresie dotyczą już innych podmiotów nadzorowanych przez KNF takich jak banki i zakłady ubezpieczeń.

2. Postuluje się wprowadzenie przepisu, który będzie statuować wyłączną i bezpośrednią odpowiedzialność towarzystwa emerytalnego za wszelkie szkody spowodowane działalnością funduszu emerytalnego oraz wprowadzenie zakazu prowadzenia egzekucji z mienia funduszu emerytalnego. Fundusz emerytalny choć posiada osobowość prawną jest jedynie masą majątkową stanowiącą kapitał zgromadzony przez członków, zaś wszelkie działania funduszu są prowadzone przez towarzystwo emerytalne. To towarzystwo reprezentuje fundusz i zarządza aktywami funduszu podejmując decyzje w zakresie konkretnych lokat - poza tym to towarzystwo w imieniu funduszu wykonuje obowiązki nałożone przez przepisy prawa. W konsekwencji zasadne jest wprowadzenie przepisów które jasno i wyraźnie wskażą kto jest odpowiedzialny za wszelkie szkody spowodowane działalnością funduszu emerytalnego i zakazą egzekucji z mienia funduszy, czyli z kapitału zgromadzonego przez członków tych funduszy.
3. W związku z obserwowaną na rynku tendencją do przetrzymywania środków przekazanych przez ZUS po śmierci członka przez czasami długi okres czasu, nawet do 1 roku proponuje się zmianę art. 131 i art. 132 ufe poprzez wskazanie odnośnie do tzw. wypłat uzupełniających w związku ze składkami przekazanymi do funduszu przez ZUS po śmierci członka funduszu czy też nawet po „wyzerowaniu” jego rachunku, że terminy na realizację wypłat po śmierci członka funduszu (dotyczy wypłaty transferowej dla współmałżonka - wypłaty dla uposażonych lub spadkobierców) dotyczą także ww. Środków.
4. Proponuje się usunięcie art. 70 ust. 2 ufe: „Otwarty fundusz podlegający likwidacji oraz otwarty fundusz, do którego przenoszone są aktywa likwidowanego funduszu, jest obowiązany, na podstawie zawiadomienia przez członka o zawarciu umowy z innym otwartym funduszem dokonanego w terminie 2 miesięcy od daty ogłoszenia, o którym mowa w ust. 1, dokonać wypłaty transferowej środków zgromadzonych na jego rachunku do tego funduszu.” W poprzednim stanie prawnym ustęp ten zawierał zdanie drugie w brzmieniu: „W tym przypadku powszechnie towarzystwo nie może pobierać opłaty, o której mowa w art. 119 ust. 2.” Zmiana polegająca na usunięciu zdania drugiego została wprowadzona art. 4 pkt 13 lit. a) ustawy z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych z dniem 1 maja 2011 r. *Ratio legis* przepisu art. 70 ust. 2 ufe w brzmieniu z przed 1 maja 2011 r. polegało na zwolnieniu transferu z likwidowanego funduszu z opłaty, jednakże wobec przyjęcia generalnej zasady zniesienia opłaty transferowej funkcjonowanie wskazanego przepisu w obrocie prawnym wydaje się bezzasadne.

Ponadto w obecnym stanie prawnym członek nie zawiadamia o zawarciu umowy z innym OFE, a transfer dokonywany jest na podstawie zawiadomienie przekazanego przez nowy Fundusz, pozostawienie przepisu art. 70 ust. 2 powoduje wyłom w systemie przyjętym przez ustawodawcę. Wskazać przy tym należy, że obowiązujące przepisy nie określają wzoru rozporządzenia, którym miałby posługiwać się członek funduszu, powiadamiając dotychczasowy fundusz o zawarciu umowy z innym OFE.

5. Proponuje się także zmiany mające na celu przymuszenie otwartych funduszy emerytalnych do niezwłocznego uaktualniania w rejestrze członków danych i dyspozycji przekazywanych przez członków:

- Zmianę przepisu art. 82 ufe poprzez dodanie ust. 3a o treści: "Otwarty fundusz emerytalny jest zobowiązany wprowadzić niezwłocznie do rejestru członków, otrzymaną od członka informację o zmianie dyspozycji, o której mowa w ust. 3".

Ponieważ art. 82 ust. 3 ustawy wskazuje: Członek otwartego funduszu może w każdym czasie zmienić poprzednią dyspozycję, wskazując inne osoby fizyczne uprawnione do otrzymania środków po jego śmierci zamiast lub oprócz osób, o których mowa w ust. 1, jak również oznaczając w inny sposób udział wskazanych osób w tych środkach, albo odwołać poprzednią dyspozycję, nie wskazując żadnych innych osób.

- Zmianę art. 83 ufe poprzez dodanie ust. 2a o treści: "Otwarty fundusz emerytalny jest zobowiązany wprowadzić niezwłocznie do rejestru członków, otrzymaną od członka informację o każdorazowej zmianie stosunków majątkowych członka, o której mowa w ust. 2".

Ponieważ art. 83 ust. 2 ufe, wskazuje: „Członek otwartego funduszu jest obowiązany zawiadomić fundusz o każdorazowej zmianie w stosunku do treści oświadczenia, o którym mowa w ust. 1, o ile zmiana taka obejmuje środki zgromadzone na jego rachunku. Zawiadomienie o zmianie treści oświadczenia składa się na piśmie, a na wniosek członka otwartego funduszu może być złożone za pomocą środków komunikacji elektronicznej. Na żądanie funduszu należy przedstawić dowód takiej zmiany.”

- Zmianę art. 89 ufe, poprzez dodanie ust. 1a o treści: "Otwarty fundusz emerytalny jest zobowiązany wprowadzić niezwłocznie do rejestru członków, otrzymane od członka informacje o zmianie danych osobowych członka".

Ponieważ art. 89 ust. 1 ufe wskazuje: „Fundusz prowadzi rejestr członków funduszu zawierający podstawowe dane osobowe członków, dane o wpłatach składek do funduszu i otrzymanych wypłatach transferowych oraz przeliczeniach tych składek i wypłat transferowych na jednostki rozrachunkowe, dane o aktualnym stanie środków na rachunkach z uwzględnieniem środków wypłaconych na okresową emeryturę kapitałową, a w pracowniczych funduszach - także dane o aktualnym stanie akcji na rachunkach ilościowych.”

Proponowane zmiany wynikają z zaobserwowanej na rynku tendencji do wprowadzania zmian danych osób uprawnionych do otrzymania środków po śmierci członka, danych osobowych członków, zmian w stosunkach majątkowych członków, w różnych przedziałach czasowych (od 1 miesiąca do kilkunastu miesięcy), bowiem brak jest określonego w ustawie terminu. Wprowadzenie zmian danych beneficjentów/osób wskazanych, zmian stosunków majątkowych członka oraz zmian danych członków do rejestru, w różnych przedziałach czasowych, powoduje utrzymywanie się – przez okres do wprowadzenia zmiany – niezgodności zapisanych w rejestrze informacji o członku, ze stanem faktycznym. Skoro członek dochował należytej staranności oraz wypełnił nałożone na niego prawnie obowiązki informując fundusz o zmianach, jakie miały miejsce w jego danych osobowych, stosunkach

majątkowych lub dyspozycji na wypadek śmierci, fundusz winien niezwłocznie wprowadzić zgłoszone przez członka zmiany do rejestru członków funduszu. Skutki wprowadzania do rejestru zmian zgłoszonych przez członków w przedziale kilkumiesięcznym mogą powodować zakłócenie procesów związanych z członkostwem w funduszu. W świetle powyższego proponowana zmiana jest uzasadniona.

6. W zakresie art. 136 ust. 2a ufe postuluje się wyraźne wyartykułowanie, że opłata za zarządzanie jest obliczana na każdy dzień ustalania wartości aktywów netto funduszu w danym miesiącu i płatna w pierwszym dniu roboczym każdego następnego miesiąca. Obecny obowiązujący przepis uniemożliwia prawidłowe i zgodne z *ratio legis* tego przepisu naliczenie opłaty za dany miesiąc kalendarzowy i wypłatę w ostatnim dniu miesiąca, zaś fundusze emerytalne stosują dwie metody: albo opłata ta pobierana jest w pierwszym dniu roboczym następnego miesiąca albo w ostatnim dniu bieżącego miesiąca, ale za okres nie pokrywający się miesiącem kalendarzowym.
7. W zakresie art. 144 ufe postuluje się umożliwienie otwartym i dobrowolnym funduszom emerytalnym lokowanie aktywów w akcje wymienione w tym przepisie pod warunkiem spełnienia wymogów prawnych mających na celu zapewnienie, że tego typu działalność nie będzie negatywnie wpływać na interes członków funduszu: akcje te powinny znajdować się w obrocie na rynku regulowanym; lokaty w te akcje mogą mieć wyłącznie charakter pasywny, a łączne zaangażowanie funduszu w te papiery nie powinno przekraczać poziomu wynikającego z udziału tych akcji w najszerszym indeksie rynku regulowanego (np. WIG) i udziału portfela tych akcji w portfelu funduszu ogółem; fundusz mógł dokonywać transakcji tymi akcjami wyłącznie w obrocie wtórnym; fundusz nie może dokonywać transakcji tymi akcjami w okresach zamkniętych, o których mowa w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi; fundusz nie może wykonywać praw głosu wynikających z akcji; lokata funduszu nie może prowadzić do zaangażowania większego niż 5% jednej emisji, a w przypadku gdy pomiędzy akcjami różnych emisji nie występują żadne różnice w zakresie uprawnień przysługujących ich posiadaczom, lokaty funduszu nie mogą prowadzić do zaangażowania większego niż 5% łącznie wszystkich tych emisji. Istotnym uzupełnieniem wzmiankowanych wymogów, winno być wprowadzenie do ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych dwóch unormowań odnoszących się do towarzystwa emerytalnego oraz organu nadzoru. Po pierwsze, na powszechne towarzystwa emerytalne winien być nałożony obowiązek wprowadzenia szczególnej procedury zapobiegania konfliktom interesów, która winna być każdorazowo przekazywana do wiadomości organu nadzoru. Po drugie, organ nadzoru powinien zostać wyposażony w nową kompetencję (instrument nadzorczy), która przydawałaby mu prawo oceny ex post prawidłowości działań otwartego funduszu emerytalnego i dobrowolnego funduszu emerytalnego. Uzasadnieniem dla takiego działania jest charakter wprowadzanych wyjątków od generalnego zakazu inwestycyjnego oraz konieczność minimalizowania ryzyka dokonywanej przez fundusz emerytalny samodzielnej oceny możliwości prawnej nabycia opisywanych instrumentów finansowych. Rzeczony instrument nadzorczy winien zatem w sposób efektywny i skuteczny zapewniać reakcję na ewentualne patologie dostrzeżone przez organ nadzoru w analizowanym zakresie działalności lokacyjnej funduszy emerytalnych. W przypadku stwierdzenia nabycia wzmiankowanych instrumentów finansowych z naruszeniem wymogów prawa, naruszeniem interesów członków otwartego funduszu emerytalnego i dobrowolnego funduszu emerytalnego czy też powstania konfliktu interesów, organ nadzoru powinien mieć uprawnienie do wydania decyzji administracyjnej, na mocy której

fundusz emerytalny byłby zobowiązany do zbycia w określonym terminie nabytych instrumentów finansowych. Oczywistym jest, iż termin ten winien być adekwatny do ilości nabytych instrumentów finansowych i ich rodzaju. Wydaje się, że tak określone warunki pozwolą na istotne ograniczenie ryzyka związanego z inwestowaniem przez otwartego funduszu emerytalnego i dobrowolnego funduszu emerytalnego w papiery wartościowe emitowane przez podmioty z grupy kapitałowej powszechnego towarzystwa emerytalnego zarządzającego danym funduszem emerytalnym. Nie można nadto wykluczyć, iż ewentualne wprowadzenie opisanych powyżej modyfikacji rozwiązań normatywnych obowiązujących na gruncie 144 ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, wiązałoby się również z koniecznością zmian przepisu § 6 rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 26 kwietnia 2011 r. w sprawie dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne. Uzasadnieniem powyższej propozycji jest umożliwienie wszystkim funduszom emerytalnym osiągnięcie porównywalnych korzyści związanych z lokowaniem aktywów w akcje spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, w tym także tych spółek, które należą do grup kapitałowych posiadających w swojej strukturze powszechne towarzystwa emerytalne. Obecne przepisy prawa w istotny sposób dyskryminują niektóre fundusze emerytalne, które nie mogą osiągać zysku z inwestycji w akcje niektórych spółek o istotnym udziale w kapitalizacji GPW i osiągają z tego powodu gorsze wyniki inwestycyjne. W związku z powyższym proponuje się, aby w zakresie przedmiotowych ograniczeń dokonać takich modyfikacji stanu prawnego, aby lokowanie aktywów funduszy emerytalnych w papiery wartościowe emitowane przez podmioty z grupy kapitałowej powszechnych towarzystw emerytalnych zarządzających tymi funduszami było dopuszczalne, przy założeniu, iż wszystkie istotne rodzaje ryzyka związane z taką działalnością zostałyby zidentyfikowane oraz zostałyby zaimplementowane odpowiednie mechanizmy mitygowania tego ryzyka.

8. Proponuje się usunięcie art. 151 ust. 2 ufe w zakresie możliwości pożyczania papierów wartościowych na podstawie ustawy oraz zmodyfikowanie ust. 3 w taki sposób, aby Rada Ministrów mogła wydać rozporządzenie umożliwiające dokonywanie takich pożyczek, z tym, że rozporządzenie takie powinno zawierać również warunki, tryb udzielania pożyczek i inne ograniczenia dotyczące dokonywania takich pożyczek. Wydaje się nieuzasadnione utrzymywanie przepisu art. 151 ust. 2 ufe w sytuacji, gdy brak jest rozporządzenia, które w sposób jasny i klarowny wskazywałoby warunki pod jakimi fundusze emerytalne mogą udzielać pożyczek papierów wartościowych.
9. Proponuje się zmianę art. 154a ufe poprzez nadanie mu treści:
 - „1. Towarzystwo przechowuje przez okres 5 lat dokumenty, na podstawie których podejmowane są poszczególne decyzje dotyczące lokat funduszu, w sposób umożliwiający ustalenie kiedy i przez kogo zostały podjęte oraz jakie było uzasadnienie podjęcia tych decyzji.
 2. Towarzystwo dokumentuje proces inwestycyjny w sposób umożliwiający stwierdzenie, kto i kiedy podejmował decyzje dotyczące strategii inwestycyjnej i lokowania aktywów funduszu oraz jakie było uzasadnienie podjęcia tej decyzji.”

Z obecnego brzmienia przepisu nie wynika obowiązek wskazywania w dokumentacji na podstawie której podejmowane są decyzje inwestycyjne Funduszu uzasadnienia ekonomicznego podjęcia takich decyzji. W konsekwencji możliwe jest wypełnienie przez Towarzystwo obowiązku wskazanego w przedmiotowym przepisie przez przechowywanie dokumentacji ograniczającej się do wykazu zawierającego transakcje

Funduszu wraz ze wskazaniem pracownika Towarzystwa zawierającego transakcje. Tymczasem wydaje się, iż ratio legis przedmiotowego przepisu była możliwość odtworzenia nie tylko formalnych aspektów podjętych decyzji inwestycyjnych lecz również merytoryczne uzasadnienie ich podjęcia. Ponadto, praktyka nadzorcza wskazuje, że okres 3 letni jest zbyt krótki i osłabia możliwość podjęcia przez organu nadzoru skutecznych czynności wyjaśniających oraz nałożenia sankcji w sytuacji nieprawidłowości w działalności inwestycyjnej w okresie dłuższym niż trzyletni.

10. Proponuje się doprecyzowanie treści art. 156 ufe w zakresie możliwości karania podmiotów, które dopuszczają się naruszenia przepisów nie tylko ustawy, ale też aktu wykonawczego lub statutu funduszu, a także proponuje się urealnienie maksymalnej wysokości kary pieniężnej. Proponowane brzmienie: „Jeżeli fundusz nie przestrzega przepisów prawa lub statutu funduszu określających zasady działalności lokacyjnej lub nie wykona obowiązków określonych w art. 149 ust.1, 2 i 4, organ nadzoru może nałożyć na towarzystwo karę pieniężną w wysokości do 3.000.000 zł”. Pożądane jest wprowadzenie możliwości karania nie tylko za naruszenie przepisów ustawy ale także za naruszenie innych aktów regulujących działalność lokacyjną funduszy emerytalnych, co w konsekwencji doprowadzi do możliwości skuteczniejszego egzekwowania stosowania obowiązujących przepisów prawa. Drugim aspektem w przedmiotowej propozycji jest urealnienie kwoty kary do obecnych warunków rynkowych. Podkreślić należy, iż maksymalna wielkość kar ustawowych została wprowadzona w 1999 r. i od tego czasu nie podlegała jakimkolwiek zmianom. Miarkowanie kary administracyjnej w aspekcie jej wielkości powinno być ściśle związane zarówno z przychodami finansowymi przedsiębiorstwa lub osoby fizycznej, jak również występującymi rodzajami ryzyka. Pamiętać należy, że kara administracyjna powinna być odczuwalna, aby zmniejszyć potencjalne ryzyko wystąpienia nieprawidłowości w przyszłości. Ewentualne zwiększenie maksymalnej wysokości kar pieniężnych nakładanych przez organ nadzoru skutkować będzie koniecznością sformułowania stosownego przepisu przejściowego normującego zagadnienie intertemporalne.
11. W zakresie brzmienia art. 158 ust. 1 pkt 2 ufe postuluje się dodanie kryterium dotyczącego wymaganych kapitałów własnych jakie powinien posiadać depozytariusz dobrowolnego funduszu emerytalnego – na tym samym poziomie, co depozytariusz dla pracowniczego funduszu emerytalnego. Proponowane brzmienie to: „Art. 158 ust. 1 pkt 2 posiada fundusze własne w wysokości stanowiącej równowartość w złotych co najmniej 100.000.000 euro, o ile przedmiotem przechowywania mają być aktywa otwartego funduszu, lub 30.000.000 euro, o ile przedmiotem przechowywania mają być aktywa pracowniczego funduszu lub dobrowolnego funduszu”.
12. Należy doprecyzować brzmienie aktualnego art. 189 ust. 1 i 2 ufe poprzez wskazanie, że prospekt dobrowolnego funduszu emerytalnego powinien zawierać także deklarację zasad polityki inwestycyjnej. Zgodnie z art. 194a ufe dobrowolny fundusz jest obowiązany do przygotowania deklaracji zasad polityki inwestycyjnej funduszu. Ze względu na brak ustawowych ograniczeń w zakresie sposobu lokowania aktywów takiego funduszu, deklaracja stanowi istotny dokument dla jego członków, określający m.in. profil działalności dobrowolnego funduszu oraz rodzaje ryzyk z tym związanych. Tym samym dokument ten powinien być powszechny dla członków dobrowolnego funduszu i dołączany do prospektu informacyjnego.
13. Postuluje się zmianę i doprecyzowanie treści art. 198 ufe w zakresie podmiotów, które dopuszczają się wskazanych w tym przepisie deliktów administracyjnych oraz urealnienie kwoty kary poprzez nadanie temu przepisowi następującego brzmienia: „Jeżeli towarzystwo działając w imieniu własnym lub zarządzanego przez siebie

funduszu lub depozytariusz nie wypełnia określonych w przepisach prawa obowiązków przekazywania informacji organowi nadzoru lub członkom funduszu, organ nadzoru może nałożyć karę pieniężną w wysokości do 3.000.000 zł”. Ze względu na odrębność działań towarzystwa i funduszu w realizacji obowiązków informacyjnych sprecyzowano, że chodzi zarówno o wykonywanie przez towarzystwo obowiązków w imieniu własnym, jak i funduszu. Ponadto, proponowana zmiana urealnia wartość możliwych do nałożenia sankcji finansowych podobnie jak w proponowanym brzmieniu art. 156 ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych.

14. Proponuje się, aby w art. 204c ufe wskazać, że kara administracyjna może być nałożona także na byłego członka zarządu towarzystwa, jeżeli był odpowiedzialny za stwierdzone naruszenia prawa, statutu, rażące naruszenia interesów członków funduszu. Zgodnie z obecnym brzmieniem art. 204c jeżeli towarzystwo lub fundusz prowadzą działalność z naruszeniem prawa, statutu lub rażącym naruszeniem interesów członków funduszu, organ nadzoru może nałożyć na członka zarządu towarzystwa emerytalnego, odpowiedzialnego za te naruszenia, karę pieniężną do wysokości trzykrotności miesięcznego wynagrodzenia brutto tej osoby, wyliczonego na podstawie wynagrodzenia za ostatnie 3 miesiące przed nałożeniem kary, niezależnie od innych środków nadzorczych przewidzianych przepisami prawa. Dlatego obecna konstrukcja ww. przepisu powoduje, że organ nadzoru może pociągnąć do odpowiedzialności i nałożyć karę pieniężną tylko na osobę będącą w danym momencie członkiem zarządu towarzystwa emerytalnego, natomiast nie ma możliwości ukarania osoby, która obecnie nie jest członkiem zarządu towarzystwa ale w ramach wcześniej pełnionej funkcji członka zarządu towarzystwa dopuściła do zdarzeń wymienionych w art. 204c. W związku z powyższym postuluje się wprowadzenie rzeczonyj modyfikacji tak aby istniała możliwość ukarania osoby faktycznie odpowiedzialnej za dopuszczenie do powstania nieprawidłowości w działalności towarzystwa lub funduszu emerytalnego.
15. W związku z podniesieniem wieku emerytalnego (art. 24 ustawy o emeryturach i rentach z FUS) należy zmodyfikować zapis ustępu 1 punktu drugiego przywołanego art 129a ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, poprzez odesłanie do ustawy o emeryturach i rentach z FUS: zmiana art. 129a ust. 1 pkt 2 ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, który odnosi się do warunków wypłaty dla współmałżonków na rzecz których został otwarty rachunek w trybie art. 128 ww. ustawy: „2) nienabycia prawa do emerytury, o ile ukończyły 60 lat w przypadku kobiet i 65 lat w przypadku mężczyzn” poprzez jego dostosowanie do obowiązujących regulacji z ustawy o emeryturach i rentach z FUS, która ujednoliciła lata nabycia prawa do emerytury poprzez podniesienie wieku emerytalnego do 67 lat.
16. Dodatkowo Urząd KNF zgłasza postulat zmiany art. 12 ust. 2 pkt 2 ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym poprzez usunięcie z kręgu spraw zastrzeżonych do wyłącznej kompetencji Komisji Nadzoru Finansowego spraw wskazanych w lit. e) tj. wydawania zezwolenia na zmianę statutu funduszu emerytalnego oraz towarzystwa emerytalnego. Organ nadzoru proponuje także zmianę lit. d) wskazanego przepisu poprzez pozostawienie w kręgu spraw zastrzeżonych do wyłącznej kompetencji Komisji Nadzoru Finansowego wyłącznie nabyć lub objąć akcje powszechnych towarzystw emerytalnych.