

16

EDYTA MARCINKIEWICZ

Katedra Zarządzania
Politechnika Łódzka

DOBROWOLNE FUNDUSZE EMERYTALNE W POLSCE – ANALIZA DZIAŁALNOŚCI I WYNIKÓW INWESTYCYJNYCH¹

1. Wstęp

Przepisy wprowadzone 1 lutego 2014 r.² znacząco zmieniły zasady funkcjonowania II filaru polskiego systemu emerytalnego. Nowe regulacje w dużym stopniu zmarginalizowały znaczenie otwartych funduszy emerytalnych, głównie poprzez poważne uszczuplenie ich aktywów oraz wprowadzenie dobrowolności uczestnictwa w OFE. Tak duże ograniczenie kapitałowej części powszechnego systemu emerytalnego stało się jednocześnie szansą na wzrost zainteresowania III filarem systemu. Wybór dodatkowego, nieobowiązkowego planu emerytalnego pozwala nie tylko na uzyskanie wyższej adekwatności dochodowej świadczeń emerytalnych, ale też, co bardzo istotne, na zdywersyfikowanie ryzyka wynikającego z wyłącznych lub prawie wyłącznych zobowiązań państwa w systemie emerytalnym. Choć III filar polskiego systemu emerytalnego ma w chwili obecnej bardzo małe znaczenie – pod względem zarówno wartości zgromadzonego kapitału emerytalnego, jak też powszechności uczestnictwa – to należy zauważyć, że jednak sukcesywnie rozwija się. W 2014 r. w stosunku do 2013 r. wartość kapitału zgromadzonego w ramach planów IKE zwiększyła się o 18%, natomiast w ramach planów IKZE wzrosła aż o 149%.

¹ Projekt badawczy sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2014/15/D/HS4/01238”.

² Ustawa z dnia 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych (Dz. U. z 31 grudnia 2013 r., poz. 1717).

Jedną z pięciu form oferowanych w ramach indywidualnych planów emerytalnych są dobrowolne fundusze emerytalne (DFE) zarządzane przez powszechne towarzystwa emerytalne i funkcjonujące w Polsce od 2012 r. DFE są obecnie marginesem działalności PTE, ale marginesem ciągle powiększającym się. W 2014 r. wartość aktywów zgromadzonych w DFE wzrosła w stosunku do roku poprzedniego o 109% i pod koniec grudnia 2014 r. wynosiła prawie 60 mln zł, podczas gdy aktywa OFE były wyceniane na 92 mld zł¹. Należy jednak pamiętać, że rynek IKZE, będący domeną DFE, rośnie, natomiast w OFE na skutek wprowadzenie tzw. „suwaka bezpieczeństwa” kapitał będzie raczej topniał, a napływające składki nie zdołają zrównoważyć tej redukcji.

Niniejsze opracowanie powstało w odpowiedzi na lukę empiryczną dotyczącą dobrowolnych funduszy emerytalnych. W krajowej literaturze przedmiotu dominuje problematyka związana z funkcjonowaniem obowiązkowych filarów systemu emerytalnego. Zwłaszcza tematyka oceny efektywności inwestycyjnej otwartych funduszy emerytalnych jest mocno eksploatowana [por. np. Czerwińska, 2003; Stańko, 2003; Mikulec, 2004; Frasyniuk-Pietrzyk, 2004; Pruchnicka-Grabias, 2005; Dybał 2008; Trippner, 2008; Frasyniuk-Pietrzyk, 2008; Jonas, 2010; Zimny, 2011; Trippner, 2013; Karpio i Żebrowska-Suchodolska, 2014; Parvi, 2014; Kompa i Witkowska, 2014]. Z kolei opracowania poświęcone DFE są bardzo nieliczne. Problematyka kierunków polityki inwestycyjnej DFE była poruszana w pracy [Sołdek, 2013]. Ponadto w pracy [Samborski, 2014] omówiono problemy nadzoru korporacyjnego w funduszach dobrowolnych zarządzanych przez PTE. Brakuje natomiast badań dotyczących oceny efektywności dobrowolnych funduszy emerytalnych.

W opracowaniu tym przedstawiono charakterystykę funduszy działających na rynku DFE. Celem było zidentyfikowanie profilu inwestycyjnego DFE, jak też wstępna ocena ich efektywności inwestycyjnej. Przedstawione analizy zostały dokonane na tle rynku otwartych funduszy emerytalnych. Takie porównanie służyło m.in. stwierdzeniu jak dalece obie grupy funduszy różnią się od siebie. W pracy [Dobrosiewicz, 2013] postawiono tezę, że środki dobrowolnych funduszy emerytalnych będą inwestowane razem ze środkami otwartych funduszy emerytalnych, co pozwoli na zmniejszenie kosztów zarządzania PTE. Oznaczałoby to w praktyce, że fundusze z obu grup zarządzane przez te same PTE powinny być podobne do siebie pod względem polityki inwestycyjnej i osiągniętych wyników.

¹ Obliczona suma dotyczy tylko OFE zarządzanych przez PTE, które jednocześnie oferują DFE.

2. Charakterystyka dobrowolnych funduszy emerytalnych działających w ramach III filaru

Obecnie w segmencie dobrowolnych funduszy emerytalnych zarządzanych przez powszechne towarzystwa emerytalne funkcjonuje dziewięć funduszy: Allianz DFE, DFE Generali, DFE Pekao, DFE Pocztylion Plus, DFE PZU, ING DFE, Metlife DFE, Nordea DFE oraz PKO DFE. Ich charakterystyka przedstawiona została w tabeli 1. Nie uwzględniono tam DFE Generali gdyż fundusz ten nie prowadzi sprzedaży, a zgromadzone przez niego aktywa o niewielkiej wartości 67 tys. zł (stan na koniec 2014 r.) służą do celów utrzymania licencji KNF. Większość z funduszy w swoich statutach przewiduje prowadzenie kont IKE i IKZE, oprócz Pocztylionia oraz PZU, które prowadzą wyłącznie konta IKZE. Należy jednak zaznaczyć, że wg sprawozdań Komisji Nadzoru Finansowego w 2014 r. tylko cztery podmioty faktycznie prowadziły konta IKE tj. Allianz, Metlife, ING oraz PKO.

Jak wynika z analizy dokumentów, takich jak statuty, karty funduszy, prospekty informacyjne, a w szczególności deklaracje zasad polityki inwestycyjnej wymagane Ustawą z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, wśród DFE przeważają fundusze aktywnej alokacji, które profil funduszu mają określony wprost, lub też wyraźnie deklarują, że zaangażowanie aktywów funduszu w instrumenty udziałowe i dłużne będzie elastycznie dostosowywane do bieżącej koniunktury. Tylko jeden fundusz – PKO – określił się jako zrównoważony. Większość z funduszy ma wyznaczone górne limity inwestycji w akcje. Najniższy próg maksymalnego udziału w portfelu tych instrumentów jest określony w przypadku Pocztylionia – wynosi on 40%. Fundusze Pekao, Allianz oraz PKO deklarują zaangażowanie w instrumenty udziałowe nie większe niż 60%-70%. Pozostałe fundusze w wyznaczonych zasadach polityki inwestycyjnej przewidują maksymalne limity inwestycji w akcje zawierające się w przedziale 80%-100%.

Z grupy wszystkich DFE tylko cztery fundusze doprecyzowały cel inwestycyjny poprzez określenie benchmarku. Były to następujące fundusze: PZU, Metlife, Nordea oraz PKO. Z tej grupy dwa fundusze – Nordea oraz PZU – uzależniły opłatę za zarządzanie (w części zmiennej) od wielkości nadwyżki stopy zwrotu DFE nad stopę zwrotu benchmarku, który składał się najczęściej z kombinacji indeksu akcyjnego oraz indeksu instrumentów dłużnych ustalonych w podobnych proporcjach. We wszystkich czterech funduszach w okresie ich działalności benchmark został zdecydowanie pobity. Dodatkowo, ING ustaliło dolny pułap 8% stopy zwrotu w skali roku do celów naliczania opłaty za zarządzanie.

Tabela 1. Charakterystyka DFE

Nazwa funduszu	Początek działaln.	Rodzaj kont	Polityka inwestycyjna	Benchmark	Aktywa stan na XII 2013	Aktywa stan na XII 2014
Allianz DFE	22.03.2012	IKE IKZE	Fundusz aktywnej alokacji Maksymalne zaangażowanie w instrumenty udziałowe wynosi 65% wartości aktywów netto Preferowany jest długoterminowy horyzont inwestycyjny	brak	1 816 960	3 762 217
DFE Pekao	23.10.2012	IKE IKZE	Udział akcji w przedziale od 25% do 60% wartości aktywów Udział kategorii lokat innych niż depozyty bankowe, dłużne papiery wartościowe oraz akcje nieprzekraczający 20% wartości aktywów	brak	3 016 059	13 180 331
DFE Pocztylion Plus	22.08.2012	IKZE	Fundusz aktywnej alokacji Zaangażowanie w instrumenty udziałowe: 0-40% Zaangażowanie w pozostałe instrumenty (w tym dłużne i depozytowe) 0-100%	brak	335 236	546 667
DFE PZU	18.01.2012	IKZE	Limit udziału akcji w portfelu wynosi 80%, jednak deklarowany poziom będzie oscylował na poziomie 50%.	50%WIG30 + 50% TBSPI (Treasury Bond Spot Poland Index)	5 885 925	9 084 058
ING DFE	02.07.2012	IKE IKZE	Fundusz aktywnej alokacji Udział poszczególnych klas aktywów może wahać się od 0 do 100%	Stopa odniesienia równa stałej wartości 8%, w skali roku – do celów wynagrodzenia za zarządzanie w części zmiennej	2 302 881	5 948 299

Metlife DFE	31.01.2012	IKE IKZE	<ul style="list-style-type: none"> • Fundusz aktywnej alokacji • Zaangażowanie w instrumenty udziałowe: 10%-80% • Zaangażowanie w dłużne papiery wartościowe: 20%-90% • Zaangażowanie depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe 0%-30% 	50% WIG + 50% TBSPI (Treasury Bond Spot Poland Index) – nie powiązane z opłatą za zarządzanie	11 957 792	19 110 885
Nordea DFE	26.03.2012	IKE IKZE	<ul style="list-style-type: none"> • Fundusz aktywnej alokacji • Zaangażowanie w udziałowe papiery wartościowe* 10%-80% • Zaangażowanie w dłużne papiery wartościowe 0%-90% • Zaangażowanie w depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe 0%-50% 	40% WIG20 + 50% Indeksu Obligacji + 10% WIBID O/N gdzie przez Indeks Obligacji to: - Citigroup Poland Government Bond Index All Maturities (do 2014) - Treasury BondSpot Poland (od 2015)	446 393	1 633 770
PKO DFE	12.03.2012	IKE IKZE	<ul style="list-style-type: none"> • Fundusz zrównoważony • Udział instrumentów udziałowych w portfelu wynosi max. 70%. • Poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej może być lokowane nie więcej niż 20% wartości aktywów Funduszu. 	40%WIG + 60% Citigroup Poland Government Bond Index	2 763 402	6 295 608

Źródło: opracowanie własne na podstawie statutów i prospektów informacyjnych DFE.

Dobrowolne fundusze emerytalne są znacznie zróżnicowane, jeśli chodzi o wielkość mierzoną wartością aktywów. Wg stanu na koniec 2014 r. najmniejszym funduszem (z wyłączeniem Generali) jest Pocztylion z aktywami rzędu 0,5 mln zł. Podobnie, niewielkim funduszem jest Nordea zarządzająca aktywami w wysokości 1,6 mln zł. Grupę funduszy średnich tworzą Allianz (3,7 mln zł), ING (5,9 mln zł) oraz PKO (6,3 mln zł). Z kolei największymi funduszami są: Pekao (13,2 mln), PZU (9,1 mln zł) oraz Metlife (19,1 mln zł). Porównując to z rynkiem OFE można zauważyć, że tylko w niewielkiej części ranking ten odpowiada uszeregowaniu OFE względem wartości aktywów. Współczynnik korelacji rang Spearmana mierzący zależność między wielkością DFE a wielkością OFE zarządzanych przez to samo PTE wynosi zaledwie 0,14 dla roku 2014 oraz 0,33 dla roku 2013. Oznacza to, że duże udziały poszczególnych PTE na rynku OFE nie przekładają się, lub przekładają się tylko w niewielkim stopniu, na znaczącą pozycję w segmencie DFE.

3. Portfele inwestycyjne dobrowolnych funduszy emerytalnych

Jak zaprezentowano w tabeli 1, dobrowolne fundusze emerytalne mają dosyć szeroko wyznaczone zakresy udziałów poszczególnych grup aktywów w portfolio, zwłaszcza w przypadku dwóch głównych grup instrumentów – akcji i dłużnych papierów skarbowych. W tabeli 2 przedstawiono strukturę aktywów DFE jako grupy. Główną kategorią instrumentów w portfolio funduszy są akcje. Według stanu na koniec grudnia 2013 r. ich udział w portfelach wynosił 52%. Na koniec grudnia 2014 r. uległ on zmniejszeniu do poziomu 46% na rzecz instrumentów skarbowych, które w 2013 stanowiły 26% wartości portfolio, a w 2014 r. już 33%. DFE zdecydowanie rzadziej nabywają instrumenty dłużne nieskarbowe, za to znaczącą grupą aktywów są aktywa pozostałe. W tej kategorii prym wiodą lokaty bankowe.

Tabela 2. Struktura aktywów DFE

Kategorie aktywów	XII 2013		XII 2014	
	mln zł	%	mln zł	%
akcje spółek polskich i zagranicznych	14,83	52%	27,41	46%
instrumenty dłużne skarbowe	7,50	26%	19,80	33%
instrumenty dłużne nieskarbowe	0,83	3%	2,32	4%
inne aktywa	5,37	19%	10,04	17%

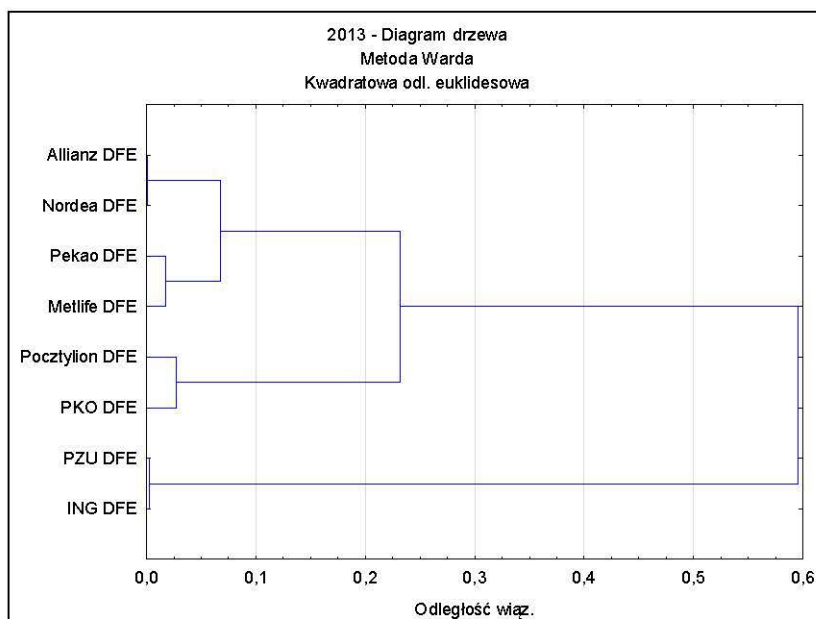
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych DFE.

Dobrowolne fundusze emerytalne mają znacznie zróżnicowane portfele, o wiele bardziej niż otwarte fundusze emerytalne. Analizie poddano udziały procentowe poszczególnych grup aktywów w portfelach ośmiu działających na rynku DFE (z pominięciem Generali). W celu wyodrębnienia grup podobnych do siebie pod względem portfolio funduszy zastosowano hierarchiczne metody aglomeracyjne. Jako strategię aglomeracji wybrano metodę Warda, natomiast jako miarę odległości przyjęto kwadrat odległości euklidesowej. Zmiennymi, które posłużyły do pogrupowania funduszy były udziały w portfolio wykazane na koniec 2013 r. oraz na koniec 2014 r. W analizie pominięto rok 2012 ze względu na wczesny etap rozwoju rynku DFE.

Na rysunkach 1 i 2 przedstawiono dendrogramy, które wyraźnie wskazują wyodrębnione grupy funduszy. W obu badanych okresach podział przebiegał bardzo podobnie. Biorąc pod uwagę odległości wiązań można wyróżnić trzy grupy DFE.

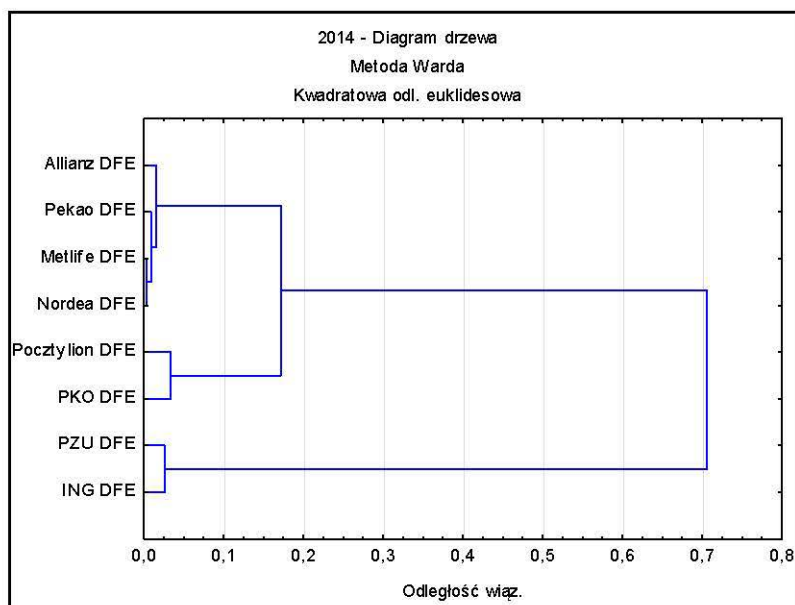
- Pierwsza grupa: PZU, ING – grupę tę tworzą fundusze o największym udziale akcji w portfolio. Udział ten w obu latach przekraczał 60%. Zatem można określić te fundusze jako fundusze najbardziej ryzykowne. Grupa ta wyróżnia się również bardzo małym zaangażowaniem w instrumenty dłużne skarbowe, które znacznie odbiega od zaangażowania pozostałych sześciu funduszy w tę grupę instrumentów.
- Druga grupa: Allianz, Pekao, Metlife, Nordea – fundusze te można określić jako najbardziej zrównoważone. W ich portfolio proporcje między udziałami akcji i instrumentów dłużnych skarbowych są bardzo zbliżone dla poszczególnych DFE. Udziały tych aktywów przeważnie wahają się w granicach 35%-50%. Większe dysproporcje między poszczególnymi funduszami z tej grupy występują w przypadku udziałów instrumentów dłużnych nieskarbowych oraz pozostałych aktywów.
- Trzecia grupa: Pocztylion i PKO – grupę tę stanowią fundusze z największym zaangażowaniem aktywów w instrumenty dłużne skarbowe, które stanowią ponad 50% portfeli. Dużo mniejszą reprezentację w portfolio tych funduszy mają akcje. Ich minimalny udział wynosił 25% (fundusz Pocztylion, stan na koniec 2013 r.), zaś maksymalny 35% (fundusz PKO, 2014 r.). Oba fundusze nie wykazywały w badanych okresach zaangażowania w instrumenty dłużne nieskarbowe.

Biorąc zatem pod uwagę udziały w portfelach poszczególnych klas aktywów wykazane na koniec 2013 r. oraz 2014 r., można by pierwszą grupę określić jako wykazującą cechy funduszy aktywnej alokacji, druga grupa może być postrzegana jako fundusze zrównoważone, zaś trzecia jako fundusze stabilnego wzrostu.



Rys. 1. Dendrogram dla 2013 r.

Źródło: opracowanie własne.



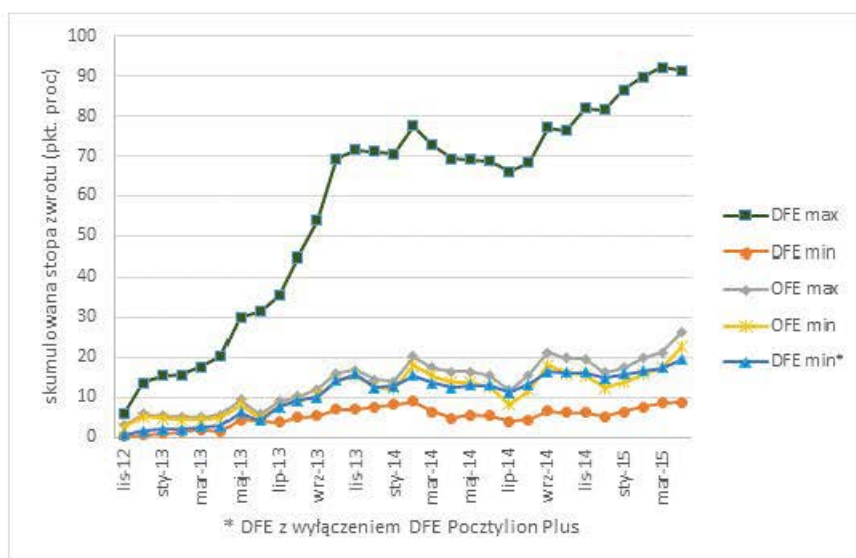
Rys. 2. Dendrogram dla 2014 r.

Źródło: opracowanie własne.

4. Efektywność inwestycyjna dobrowolnych funduszy emerytalnych

W toku prowadzonych badań analizie poddano również miesięczne stopy zwrotu dobrowolnych funduszy emerytalnych. Badanie obejmowało okres od listopada 2012 r., kiedy to działalność prowadziły już wszystkie DFE, do maja 2015 r. Z analizy wykluczono Generali jako fundusz nie prowadzący sprzedaży. Dla celów porównawczych obliczono również stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych prowadzonych przez 8 PTE zarządzających również DFE.

Rys. 3 przedstawia skumulowane miesięczne stopy zwrotu najlepszego i najgorszego na dany moment funduszu z grupy DFE lub OFE. Pozwoliło to na pokazanie dystansu, który dzieli skrajne pod względem wyniku inwestycyjnego fundusze. Na podstawie uzyskanych wyników można stwierdzić, że zakres zróżnicowania efektywności inwestycyjnej w przypadku DFE jest bardzo duży. Różnica między najgorszym a najlepszym funduszem pod koniec maja 2015 r. wynosiła ponad 81 pkt. proc. Nawet po wykluczeniu z analizy najgorszego funduszu, tj. DFE Pocztynion Plus, który można traktować jako jednostkę nietypową, wciąż dystans między skrajnymi stopami zwrotu za cały okres wynosił ponad 71 pkt. proc. Znaczne mniejsze zróżnicowanie widoczne jest w przypadku ośmiu OFE. Różnica między skrajnymi wynikami inwestycyjnymi jest relatywnie niewielka i nie wykazuje silnej tendencji do powiększania się.

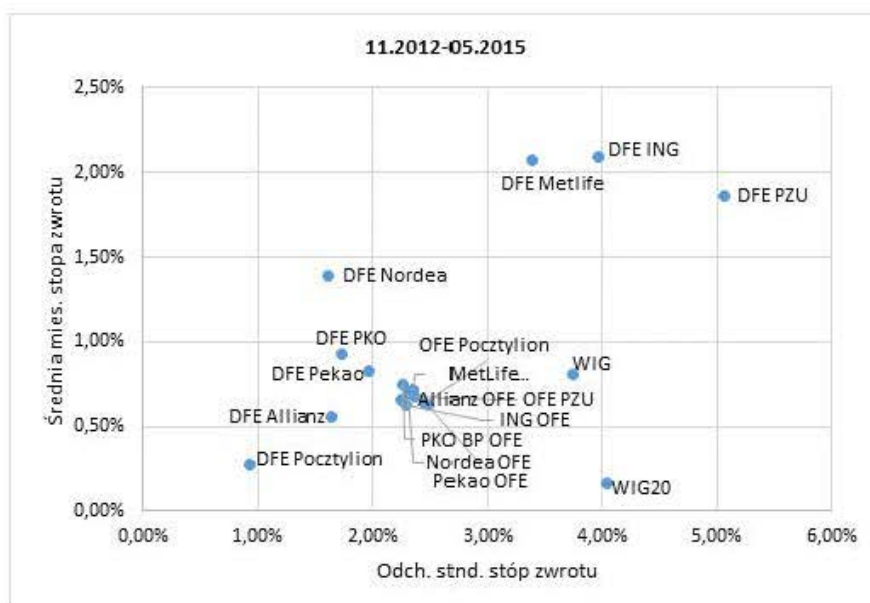


Rys. 3. Maksymalne i minimalne skumulowane stopy zwrotu DFE i OFE w okresie 11.2012-05.2015

Źródło: opracowanie własne.

Analizując rys. 4 można zauważyć, jak bardzo zróżnicowana jest grupa dobrowolnych funduszy emerytalnych pod względem profilu ryzyko-zwrot. Jeśli przyjmiemy za miarę ryzyka odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu, to wyraźnie zaznacza się prawidłowość, że im wyższe ryzyko ponosił dany fundusz, tym wyższą uzyskiwał stopę zwrotu. W tym samym okresie fundusze OFE wydają się niemalże homogeniczną grupą na tle DFE. Tak niewielkie zróżnicowanie charakteryzujące grupę OFE występuje pomimo tego, że 11 z badanych 31 stóp zwrotu (od lipca 2014 r. do maja 2015 r.) przypada na okres, gdy OFE miały w swoich portfelach 80% akcji, co zdecydowanie sprzyja wyższej zmienności stóp zwrotu.

Zestawiając profile ryzyko-zwrot DFE z wynikami analizy składu ich portfeli inwestycyjnych można wskazać nieco inny podział funduszy dobrowolnych ze względu na prowadzoną politykę inwestycyjną. Wyraźnie zaznaczają się tu dwie grupy funduszy. Pierwsza z nich, charakteryzująca się wyższą zmiennością stóp zwrotu i lepszymi wynikami inwestycyjnymi, obejmuje PZU, ING oraz Metlife. Pozostałe fundusze, czyli Nordea, PKO, Pekao, Allianz oraz Pocztylion tworzą grupę o portfelach charakteryzujących się mniejszym ryzykiem i mniejszym zwrotem, przy czym ostatni z wymienionych DFE – Pocztylion – jest wyraźnie najmniej ryzykowny, ale też ma najgorsze wyniki inwestycyjne.



Rys. 4. Profil ryzyko-zwrot DFE i OFE w okresie 11.2012-05.2015

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 3 zestawiono stopy zwrotu uzyskane przez poszczególne DFE i OFE w całym analizowanym okresie oraz w podziale na roczne podokresy (za rok 2013 i 2014). Choć wyniki inwestycyjne DFE nie są zbieżne z wynikami OFE zarządzanymi przez te same towarzystwa funduszy emerytalnych, to można zauważyć, że w poszczególnych podokresach istnieje tutaj co najmniej umiarkowana zależność. Współczynnik korelacji Pearsona liczony dla rocznych stóp zwrot DFE oraz odpowiadającym im OFE w 2013 r. wyniósł 0,60, zaś w 2014 r. – 0,66. Zatem lepiej zarządzanym OFE w ramach tego samego PTE odpowiadały lepiej zarządzane DFE.

Tabela 3. Stopy zwrotu DFE i OFE w podokresach

Podokres	DFE Allianz	DFE Pekao	DFE Pocztynion	DFE PZU	DFE ING	DFE Metlife	DFE Nordea	DFE PKO
11.2012-05.2015	18,88%	28,90%	8,86%	77,08%	89,90%	88,65%	53,40%	33,06%
2013	7,83%	16,32%	6,93%	32,75%	59,42%	56,70%	25,64%	16,87%
2014	2,03%	1,27%	-2,22%	3,64%	-0,91%	6,09%	10,79%	2,54%
	Allianz Polska OFE	Pekao OFE	OFE Pocztynion	OFE PZU	ING OFE	MetLife OFE	Nordea OFE	PKO BP Bankowy OFE
11.2012-05.2015	22,37%	21,18%	21,71%	23,11%	21,36%	24,78%	23,83%	26,11%
2013	6,34%	7,41%	7,52%	7,18%	8,39%	7,99%	8,37%	7,87%
2014	1,64%	-0,72%	-0,57%	-0,16%	-0,88%	0,64%	1,73%	1,49%

Źródło: opracowanie własne.

Bazując na rocznych stopach zwrotu dla grupy funduszy DFE oraz OFE, obliczono również wskaźniki Sharpe'a. Miara ta pozwala porównywać portfele zróżnicowane pod względem ryzyka, czyli np. portfele DFE i OFE, które charakteryzują się odmiennym składem ze względu na klasy poszczególnych aktywów. Wskaźnik Sharpe'a mierzy wysokość uzyskanej premii ponad stopę wolną od ryzyka, w przeliczeniu na jednostkę ryzyka. Jako stopę wolną od ryzyka przyjęto w niniejszym badaniu WIBOR1M. Zaprezentowane w tabeli 4 wartości wskazują, że najbardziej efektywne fundusze dobrowolne to: Metlife, Nordea oraz ING. Natomiast najgorszą efektywnością inwestycyjną wśród DFE charakteryzowały się fundusze Pocztynion oraz Allianz. Wykazano również silną zależność między efektywnością mierzoną wskaźnikiem Sharpe'a uzyskiwaną przez poszczególne DFE oraz przez zarządzane przez te same towarzystwa OFE. Współczynnik korelacji Pearsona obliczony dla roku 2013 wyniósł 0,93, natomiast dla roku 2014 – 0,61.

Tabela 4. Wskaźniki Sharpe'a DFE i OFE w podokresach

Podokres	DFE Allianz	DFE Pekao	DFE Pocztynion	DFE PZU	DFE ING	DFE Metlife	DFE Nordea	DFE PKO
11.2012-05.2015	0,20	0,30	0,06	0,32	0,47	0,55	0,72	0,41
2013	0,18	0,41	0,45	0,30	0,84	0,90	0,96	0,50
2014	-0,03	-0,06	-0,34	0,03	-0,09	0,12	0,45	0,00
Podokres	DFE Allianz Polska OFE	DFE Pekao OFE	DFE Pocztynion OFE	DFE PZU OFE	DFE ING OFE	DFE MetLife OFE	DFE Nordea OFE	DFE PKO BP Bankowy OFE
11.2012-05.2015	0,19	0,16	0,17	0,19	0,18	0,21	0,20	0,23
2013	0,14	0,16	0,18	0,16	0,20	0,20	0,21	0,18
2014	-0,03	-0,09	-0,08	-0,08	-0,11	-0,05	-0,02	-0,03

Źródło: opracowanie własne.

5. Podsumowanie

W niniejszym opracowaniu przedstawiono przegląd rynku dobrowolnych funduszy emerytalnych. Podjęto próbę scharakteryzowania profilu inwestycyjnego DFE, jak też oceny ich wyników. Pomimo tego, że fundusze w większości deklarują podobną, aktywną politykę inwestycyjną i określają się same jako fundusze aktywnej alokacji, to analizując składy ich aktywów, można zauważyć znaczące różnice między poszczególnymi DFE. Ponadto można stwierdzić, że DFE tylko nieznacznie zmodyfikowały składy swoich portfeli na koniec 2014 r. w stosunku do 2013 r., mimo różnej sytuacji na rynku kapitałowym. W toku przeprowadzonych analiz zidentyfikowano trzy grupy DFE, które można przyporządkować do trzech rodzajów funduszy inwestycyjnych: funduszy aktywnej alokacji, zrównoważonych i stabilnego wzrostu, co wskazywałoby na rozbieżność między deklarowaną w prospekcie informacyjnym polityką inwestycyjną a faktycznym charakterem funduszu (np. w przypadku funduszu Pocztynion).

Należy jednak zaznaczyć, że analiza ta (choć poparta również wynikami badania ryzyka charakteryzującego fundusze) dotyczyła tylko składów portfeli wykazanych w dwóch momentach w czasie, tj. na dzień 31.XII.2013 r. oraz 31.XII.2014 r., Wynika to z faktu, że zgodnie z Ustawą z dnia 28 sierpnia 1997 roku o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (tekst jednolity Dz. U. z 2013 r. poz. 989 ze zm.) DFE, w przeciwieństwie do OFE, nie mają obowiązku raportowania i publikowania składów swoich portfeli każdego miesiąca, a jedynie na koniec roku kalendarzowego. Zatem taki wniosek jest uprawniony tylko przy założeniu, że podobne proporcje między poszczególnymi klasami aktywów były utrzymywane w portfelach poszczególnych DFE w całym okresie sprawozdawczym.

W przeprowadzonym badaniu porównano wyniki inwestycyjne z uwzględnieniem ryzyka w samej grupie DFE, jak też i na tle OFE. Pozwoliło to na stwierdzenie, że dobrowolne fundusze są grupą bardzo zróżnicowaną pod tym względem. Tak duża różnorodność DFE, zwłaszcza w porównaniu z OFE, wynika przede wszystkim ze znacznie bardziej elastycznego portfela inwestycyjnego. Poddane analizom OFE mają większe ograniczenia dotyczące składu portfela. Dodatkowo zmiany wprowadzone nowelizacją ustawy w lipcu 2014 wymusiły jeszcze większe upodobnienie się OFE ze względu na strukturę aktywów. Niemniej jednak należy pamiętać, że OFE mając w portfelu 80% akcji wciąż mogą znacząco różnić się pod względem uzyskiwanych stóp zwrotu, co jest warunkowane doborem akcji w portfelu. Wyniki przeprowadzonego badania wskazują ponadto wyraźnie, że efektywność inwestycyjna z uwzględnieniem różnego stopnia ponoszonego ryzyka jest wyższa w przypadku DFE niż OFE.

Literatura

- [1] **Czerwińska T.:** *Pomiar i ocena efektywności inwestycyjnej otwartych funduszy emerytalnych*, Bank i Kredyt, 5, 2003, ss. 56-65.
- [2] **Dobrosiewicz Z.:** *Polskie fundusze emerytalne*, Myśl ekonomiczna i polityczna, 1 (40), 2013, ss. 92-113.
- [3] **Dybał M.:** *Efektywność inwestycyjna funduszy emerytalnych*, CeDeWu, Warszawa 2008.
- [4] **Frasyniuk-Pietrzyk M.:** *Możliwość wykorzystania miernika Jensena do oceny działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych w Polsce*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania/Uniwersytet Szczeciński, 2008, nr 9, ss. 515-523.
- [5] **Frasyniuk-Pietrzyk M.:** *Pomiar efektywności inwestycji otwartych funduszy emerytalnych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia nr 2, cz. 2, 2004, ss. 223-231.
- [6] **Jonas K.:** *Ocena efektywności funkcjonowania otwartych funduszy emerytalnych w Polsce w ujęciu teoretycznym i praktycznym*, Zeszyty Naukowe/Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, nr 816, 2010, ss. 23-33.
- [7] **Karpio A., Żebrowska-Suchodolska D.:** *Efektywność inwestycyjna funduszy emerytalnych na tle FIO stabilnego wzrostu*, Metody Ilościowe w Badaniach Ekonomicznych, Tom XV/4, 2014, ss. 26-36.
- [8] **Kompa K., Witkowska D.:** *Pension Funds in Poland: Efficiency Analysis for Years 1999-2013*, Dynamic Econometric Models, Vol. 14, 2014, ss. 105-124.
- [9] **Mikulec A.:** *Ocena efektywności inwestowania otwartych funduszy emerytalnych*, Wiadomości Statystyczne, nr 9, 2004, ss. 26-39.
- [10] **Parvi R.:** *Efektywność finansowa Otwartych Funduszy Emerytalnych*, Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu, Nr 5(43), 2014, ss. 251-263.
- [11] **Pruchnicka-Grabias I.:** *Model jednowskaźnikowy Sharpe'a jako narzędzie analizy polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych*, Monografie i Opracowania Naukowe

- /Szkoła Główna Handlowa w Warszawie. Kolegium Zarządzania i Finansów. Ubezpieczenia, 2005, ss. 177-188.
- [12] **Samborski A.:** *Nadzór korporacyjny w funduszach emerytalnych: przykład dobrowolnych funduszy emerytalnych*, Studia Prawno-Ekonomiczne, 2014, t. 91 (XCI/2), cz. 2, ss. 345-360.
- [13] **Soldek A.:** *Polityka inwestycyjna dobrowolnych funduszy emerytalnych – analiza i rekomendacje*, [w:] Chybalski F., Marcinkiewicz E., *Współczesne zabezpieczenie emerytalne. Wybrane aspekty ekonomiczne, finansowe i demograficzne*, Wydawnictwo Politechniki Łódzkiej, Łódź, 2013, s. 222-235.
- [14] **Stańko D.:** *Performance Evaluation of Public Pension Funds: The Reformed Pension System in Poland*, Pensions Institute, Discussion Paper PI-03-8, 2003.
- [15] **Trippner P.:** *Efektywność działalności otwartych funduszy emerytalnych*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, nr 10, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 2008, ss. 198-209.
- [16] **Trippner P.:** *Efektywność strategii zarządzania kapitałami przez pośredników finansowych na przykładzie funduszy inwestycyjnych i emerytalnych*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Vol. 47, 3, 2013, pp. 573-583.
- [17] **Zimny A.:** *Efektywność inwestycyjna OFE w świetle teorii portfela*, Acta Universitatis Lodzianensis, Folia Oeconomica 259, 2011, ss. 183-194.