

15

EDYTA MARCINKIEWICZ

Katedra Zarządzania
Politechnika Łódzka

ZNACZENIE DOBROWOLNYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH JAKO INSTYTUCJI III FILARU POLSKIEGO SYSTEMU EMERYTALNEGO¹

1. Wstęp

Od czasu wprowadzenia w 1999 r. radykalnej zmiany w polskim systemie emerytalnym, która w znaczący sposób zmieniła go z całkowicie repartycyjnego na system mieszany, przeprowadzonych zostało kilka kolejnych zmian legislacyjnych. W ich rezultacie nastąpił odwrót od pierwotnej koncepcji, która przyświecała autorom reformy z 1999 r., aby część kapitałowa systemu była istotnym uzupełnieniem części repartycyjnej. W wyniku zmian wprowadzonych w 2011 r. ograniczono istotnie składki odprowadzane do otwartych funduszy emerytalnych, kolejna zaś nowelizacja przepisów, która weszła w życie w 2014 r. nie tylko uszczupliła aktywa OFE w przybliżeniu o połowę, ale też zniosła obowiązkowość uczestnictwa w funduszach. Od lipca 2014 r. osoby odprowadzające składki emerytalne mogą zdecydować, gdzie będą one trafiać: do OFE i ZUS (w proporcjach: 2,92% do OFE i 16,6% do ZUS) czy w całości do ZUS (19,52%). Zmianom tym towarzyszyła kampania informująca o przewidywanych niskich stopach zastąpienia z systemu obowiązkowego oraz publiczna debata, w której podkreślano konieczność upowszechnienia oszczędzania na emeryturę w ramach III filaru systemu emerytalnego, obejmującego dobrowolne formy oszczędzania². Znacząco niższa prognozo-

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

² W II połowie 2014 r. publicznie dyskutowano dwa raporty zawierające propozycje zmian w III filarze. Pierwszy z nich, zatytułowany „Dodatkowy System Emerytalny w Polsce – diagnoza i rekomendacje zmian”, został opublikowany przez Towarzystwo

wana adekwatność dochodowa emerytur pokolenia obecnie pracującego w stosunku do obecnych emerytów oraz wyższe ryzyko wynikające z braku dywersyfikacji portfela emerytalnego w sytuacji, gdy niemal cały system obowiązkowy jest zarządzany przez sektor publiczny i występujące w nim zobowiązania wobec przyszłych emerytów są zobowiązaniami państwa, stanowią dwie ważne przesłanki do wzmocnienia roli dobrowolnych oszczędności w systemie emerytalnym. Przeprowadzone zmiany w systemie obowiązkowym mogą, choć nie muszą, stać się stymulatorem rozwoju rynku dobrowolnych produktów emerytalnych.

W literaturze przedmiotu – zarówno rodzimej, dotyczącej funkcjonowania polskiego systemu emerytalnego, jak też zagranicznej odnoszącej się do systemów innych krajów – dobrowolnym formom zabezpieczenia emerytalnego nie poświęcano dotychczas dużo miejsca. Przeważająca część badań i opracowań dotyczy filarów obowiązkowych. Szczególnie w Polsce I i II filar cieszyły się zdecydowanie większym zainteresowaniem badaczy, gdyż ze względu na dotychczas małą popularność dobrowolnych form oszczędzania na starość, III filar miał marginalne znaczenie. W krajowej literaturze przedmiotu, w publikacjach dedykowanych wyłącznie III filarowi, dominuje tematyka związana z pracowniczymi programami emerytalnymi [por. Szczepański, 2010; Strzelecka, 2002; Klimkiewicz, 2011; Rutecka, 2013]. Osobną grupę stanowią prace traktujące o specyfice oferowanych dobrowolnych produktów emerytalnych z rozróżnieniem na kapitałowe lub ubezpieczeniowo-kapitałowe produkty [Małecka, 2009; Mosionek, 2007; Pieńkowska-Kamieniecka, 2009; Rutkowska i in., 2006]. Zdecydowanie najmniej miejsca poświęca się indywidualnym formom zabezpieczenia emerytalnego, takim jak konta IKE i IKZE. Analizę badań empirycznych w tym zakresie we wczesnym stadium funkcjonowania III filaru przedstawiono w pracy [Mosionek, 2008].

Opracowanie to jest poświęcone dobrowolnym funduszom emerytalnym (DFE) funkcjonującym na rynku produktów emerytalnych dostępnych w ramach III (nieobowiązkowego) filaru polskiego systemu emerytalnego. Celem opracowania jest ocena znaczenia DFE na rynku produktów IKE i IKZE oraz identyfikacja szans i zagrożeń dotyczących dobrowolnych funduszy emerytalnych w aspekcie ich rozwoju i perspektyw na przyszłość. W szczególności analizie poddano pozycję DFE na tle konkurencji, tj. innych instytucji oferujących produkty emerytalne w ramach indywidualnego zabezpieczenia okresu starości: zakładów ubezpieczeń, funduszy inwestycyjnych, banków oraz domów maklerskich.

Ekonomistów Polskich [Rutecka, 2014], drugi zaś pt. „Jak mobilizować dodatkowe oszczędności emerytalne?” zawierał wnioski z dyskusji przeprowadzonych w ramach IV Europejskiego Kongres Finansowego w Sopocie [Kawalec i in., 2014].

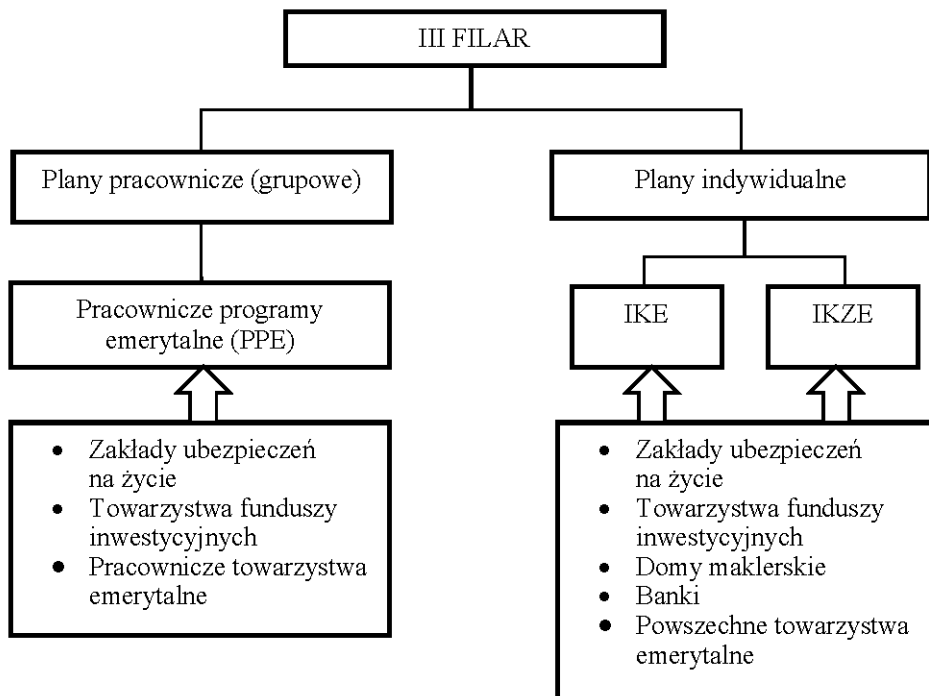
2. Systemowe i prawne ramy funkcjonowania DFE

W ramach III filaru polskiego systemu emerytalnego funkcjonują dwa rodzaje planów emerytalnych – pracownicze i indywidualne (por. rys. 1). Plany pracownicze są rodzajem grupowego uczestnictwa w dobrowolnej części systemu emerytalnego i są tworzone w formie Pracowniczych Programów Emerytalnych (PPE) przez pracodawców. Instytucjami, które mogą zarządzać PPE są zakłady ubezpieczeń na życie, towarzystwa funduszy inwestycyjnych, lub tworzone przez samych pracodawców pracownicze towarzystwa emerytalne. PPE funkcjonują od 1999 r. Według danych KNF na koniec 2013 r. działało 1070 programów, z czego zdecydowana większość była prowadzona przez zakłady ubezpieczeń (718), znaczna część przez fundusze inwestycyjne (314), a zdecydowanie najmniejszą reprezentację miały pracownicze fundusze emerytalne (38). Biorąc jednak pod uwagę wartość zgromadzonych środków, które na koniec 2013 r. wynosiły 9,4 mld zł, to fundusze inwestycyjne zarządzały niemalże 50% aktywów PPE, zakłady ubezpieczeń odpowiednio 30%, a PFE nieco ponad 20%.

Indywidualne plany emerytalne zostały wprowadzone w 2004 r. Początkowo funkcjonowały wyłącznie w postaci Indywidualnych Kont Emerytalnych, a od 2012 r. także w formie Indywidualnych Kont Zabezpieczenia Emerytalnego. Obie te formy mogą być realizowane w formie umowy z jednym z pięciu podmiotów: funduszem inwestycyjnym, podmiotem prowadzącym działalność maklerską (umowa o prowadzenie rachunku papierów wartościowych), bankiem (umowa o prowadzenie rachunku bankowego), zakładem ubezpieczeń (umowa ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym) oraz dobrowolnym funduszem emerytalnym. Ostatnia z wymienionych opcji została wprowadzona w 2012 r.

Konta IKE i IKZE różnią się dosyć znacznie limitem wpłat. Dla IKE stanowi on trzykrotność przeciętnego prognozowanego wynagrodzenia miesięcznego w gospodarce narodowej na dany rok, zaś dla IKZE to kwota odpowiadająca 1,2-krotności przeciętnego prognozowanego wynagrodzenia miesięcznego w gospodarce narodowej na dany rok (w 2015 r. odpowiednio 11877 zł oraz 4750,80 zł). Odmienne zasady obowiązują także w zakresie wypłat i wcześniejszych zwrotów. Zasadnicza różnica jednakże leży w sposobie opodatkowania zgromadzonych środków. W stosunku do konta IKE stosuje się model TEE (podatek-zwolnienie-zwolnienie), zaś w stosunku do IKZE model EET (zwolnienie-zwolnienie-podatek). Zasadniczo jednak IKZE ze względu na niską stawkę opodatkowania środków w momencie wypłaty (10%) mogą być uważane za bardziej korzystną podatkowo formę planu indywidualnego, korzystniejszą również od PPE. Na koniec 2014 r., według danych KNF, konta IKE prowadziło 12 zakładów ubezpieczeń, 15 funduszy inwestycyjnych,

6 domów maklerskich, 13 banków oraz tylko 4 DFE. W analogicznym okresie konta IKZE oferowało 7 zakładów ubezpieczeń, 12 funduszy inwestycyjnych, 5 domów maklerskich, 3 banki oraz 9 DFE.



Rys. 1. Konstrukcja III filaru polskiego systemu emerytalnego

Źródło: opracowanie własne.

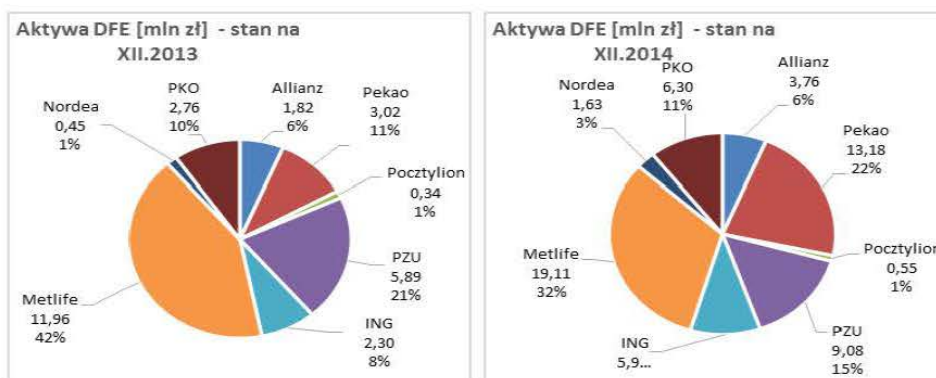
Funkcjonowanie dobrowolnych funduszy emerytalnych regulują dwie ustawy: Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (tekst jednolity Dz. U. z 2013 r. poz. 989 ze zm.) oraz Ustawa z dnia 20 kwietnia 2004 roku o indywidualnych kontach emerytalnych oraz indywidualnych kontach zabezpieczenia emerytalnego (tekst jednolity Dz. U. z 2014, poz. 1147). Pierwsza z tych ustaw po nowelizacji przeprowadzonej w 2011 r. określa przedmiot działalności DFE, którym jest prowadzenie indywidualnych kont emerytalnych oraz indywidualnych kont zabezpieczenia emerytalnego. Na mocy wprowadzonych przepisów każde powszechne towarzystwa emerytalne może zarządzać tylko jednym dobrowolnym funduszem emerytalnym.

Pierwsze dobrowolne fundusze zarządzane przez PTE rozpoczęły swoją działalność w styczniu 2012 – były to DFE PZU oraz Metlife DFE. Kolejno w marcu 2012 r. zaczęły funkcjonować fundusze: PKO DFE, Allianz DFE

oraz Nordea DFE. W drugiej połowie 2012 r. swoją ofertę w segmencie DFE przedstawiły następane trzy towarzystwa emerytalne, tworząc ING DFE, DFE Pocztynion Plus oraz DFE Pekao. W grudniu 2012 r. powstał Generali DFE. Nie prowadzi on jednak aktywnej sprzedaży, a posiadane aktywa w symbolicznej wysokości 67 tys. zł (stan na koniec grudnia 2014 r.) są utrzymywane z powodu wymagań licencyjnych KNF. Łącznie zatem aktywnie działa na rynku osiem dobrowolnych funduszy emerytalnych.

3. DFE na rynku IKE i IKZE

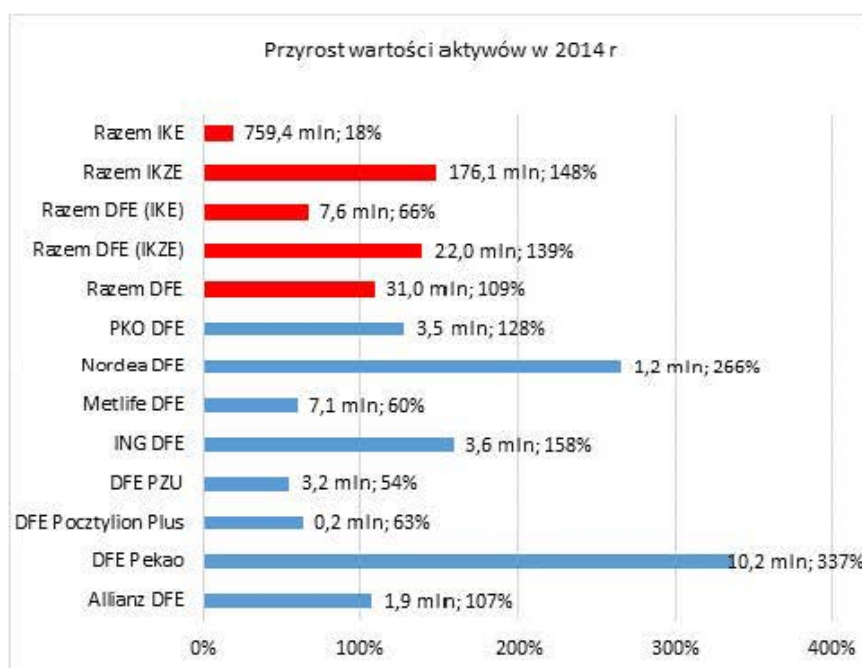
Funkcjonujące na rynku dobrowolnych produktów emerytalnych DFE znacznie różnią się wielkością mierzoną wartością zgromadzonych aktywów. Na rys. 2 przedstawiono udziały w rynku poszczególnych DFE. Uwzględnionych zostało 8 aktywnie działających na rynku funduszy (z pominięciem DFE Generali). Przedstawiona struktura udziałów dotyczy lat 2013-2014. W analizie pominięto rok 2012 ze względu na bardzo wczesny etap rozwoju tego rynku, i zaledwie kilkumiesięczny okres działalności większości funduszy. Jak można zauważyć udziały rynkowe dobrowolnych funduszy są znacznie zróżnicowane ale względnie stabilne w analizowanym okresie, zwłaszcza w przypadku funduszy spoza pierwszej trójki największych DFE. Zmiany, które nastąpiły w badanym czasie, dotyczyły w głównie trzech największych funduszy. Lider rynku – Metlife – utrzymał na koniec 2014 r. swoją dominującą pozycję, lecz stracił 10 punktów procentowych udziału w rynku. Drugi w rankingu wielkości funduszy DFE – Pekao – o ponad 11 punktów proc. zdołał powiększyć swój udział w rynku. Z kolei trzeci pod względem wielkości fundusz – PZU – również stracił na znaczeniu, pomimo przyrostu aktywów. Jego udział w rynku spadł z 21% w 2013 r. do 15% w 2014 r.



Rys. 2. Aktywa DFE na koniec 2013 r. i 2014 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF.

Jak można zauważyć na rys. 3, w 2014 r. w stosunku do 2013 r. przyrost aktywów DFE wyniósł 109%, a więc zdołały one podwoić swoją wartość. W większym stopniu jednak DFE zwiększały aktywa gromadzone w ramach kont IKZE (przyrost o 139%), niż w ramach kont IKE (przyrost o 66%). W tym samym czasie aktywa zgromadzone na kontach IKZE wzrosły o 148%, zaś na kontach IKE o 18%. Pod względem dynamiki zmian wartości aktywów najbardziej wyróżniały się dwa fundusze: Pekao oraz Nordea. Pierwszy z nich powiększył swoje aktywa aż o 10 mln zł, co stanowiło przyrost 337% w stosunku do roku 2013. Drugi z funduszy zanotował zaledwie 1,2 mln wzrost wartości, lecz stanowiło to aż 266% wartości aktywów według stanu na koniec 2013 r.

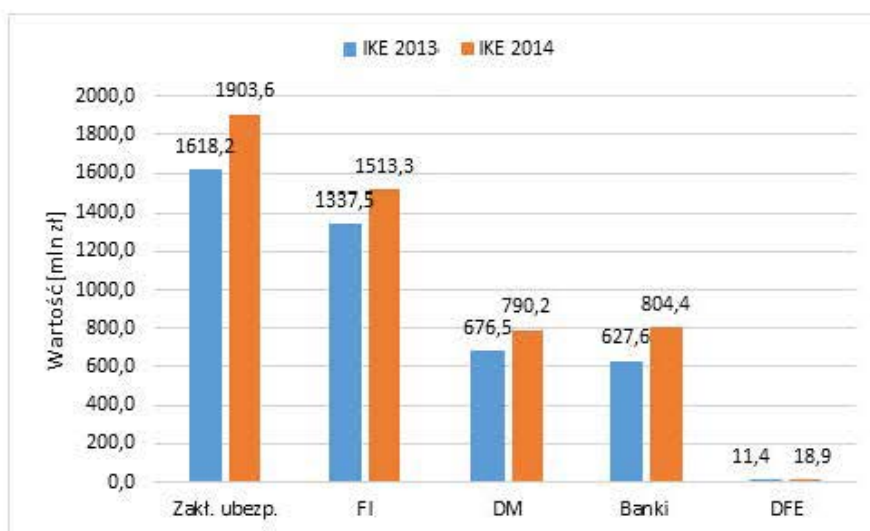


Rys. 3. Dynamika zmian aktywów DFE w 2014 r. (w stosunku do 2013 r.).

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF.

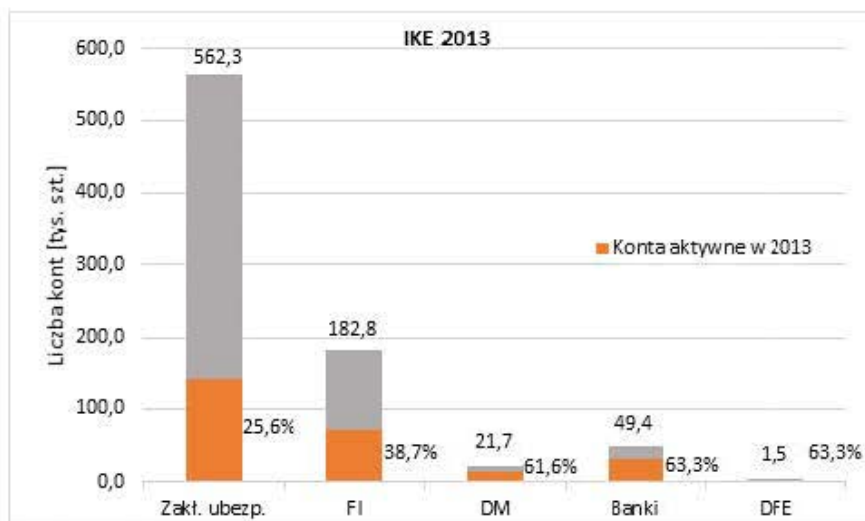
Na rys. 4 przedstawiono zestawienie wartości aktywów zgromadzonych przez poszczególne grupy podmiotów prowadzących konta IKE. W sektorze tym zdecydowanie dominującą pozycję zajmują zakłady ubezpieczeniowe, które zgromadziły środki w wysokości ponad 1,9 mld zł. Fundusze inwestycyjne, które ze względu na specyfikę działalności bezpośrednio konkurują z dobrowolnymi funduszami emerytalnymi w tym segmencie, zarządzają aktywami w wysokości 1,5 mld zł. Zatem biorąc pod uwagę środki zarządzane przez DFE

w wysokości 18,9 mln zł, udział DFE w rynku IKE jest symboliczny – wynosi on niecałe 0,4%. Dla porównania, domy maklerskie i banki mają udziały rynkowe w wysokości około 15%, fundusze inwestycyjne 30%, zaś zakłady ubezpieczeniowe 38%.



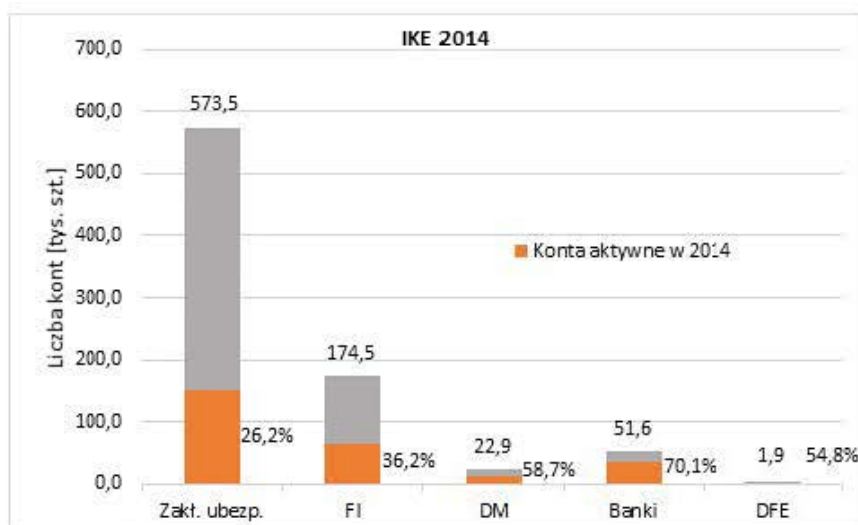
Rys. 4. Wartość aktywów zarządzanych przez podmioty w sektorze IKE

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF.



Rys. 5. Liczba kont prowadzonych w ramach IKE w 2013 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF.

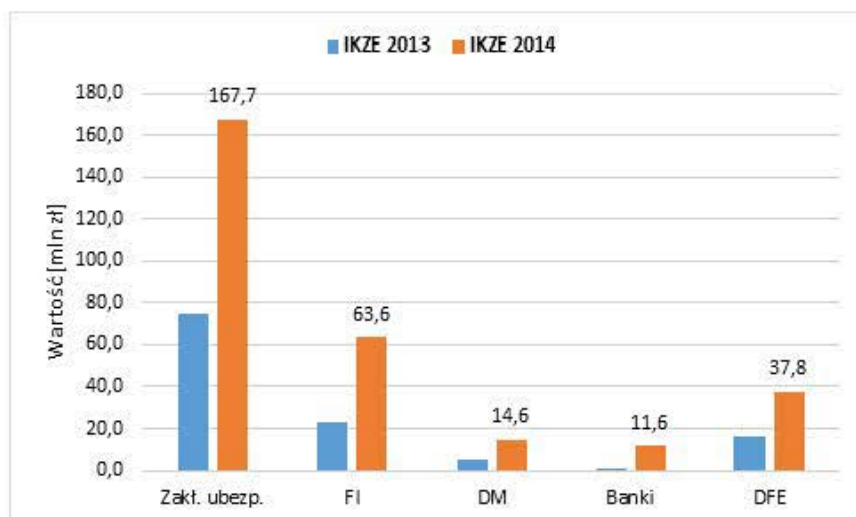


Rys. 6. Liczba kont prowadzonych w ramach IKE w 2014 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF.

Analizując liczbę kont w przypadku IKE w podziale na różne grupy prowadzących je podmiotów, można zauważyć zupełnie inne proporcje niż w przypadku wartości aktywów. Szczegółowe dane są przedstawione na rys. 5 i rys. 6. Osoby, które posiadają konto IKE w formie ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym stanowią aż 70% ogółu osób oszczędzających w ramach IKE. Ponad 20% osób przystępujących do IKE zdecydowała się prowadzić to konto w formie funduszu inwestycyjnego. Udział domów maklerskich i banków kształtują się na poziomie odpowiednio w przybliżeniu 3% i 6%, zaś DFE zaledwie 0,2%. Struktura ta pozostała w 2014 r. podobna jak w 2013 r. Różnice w strukturze udziałów rynkowych względem wartości zarządzanych środków i względem liczby otwartych kont wynikają z dwóch czynników. Po pierwsze znacząca część kont IKE jest nieaktywnych, tj. nie dokonano na nie żadnej wpłaty w ciągu okresu sprawozdawczego (roku). Zakłady ubezpieczeniowe mają procentowo najwięcej takich kont. Najbardziej aktywnymi posiadaczami kont IKE są osoby, które posiadają umowy z bankami. Aż 70% z nich zasililo konto wpłatą w roku 2014 (63% w roku 2013). Na tym tle członkowie dobrowolnych funduszy emerytalnych wydają się być dosyć aktywnymi uczestnikami III filaru. Zarówno w roku 2013, jak też w 2014 ponad 50% z nich dokonało wpłaty na swoje konto IKE. Drugim z wymienionych czynników wpływających na różnicę w strukturze kont IKE pod względem ich ilości i wartości jest różna wysokość średniej wpłaty na konta w zależności od podmiotu je prowadzącego. Według danych KNF w 2014 r. najwyższą średnią roczną wpłatą charakteryzowały się IKE w formie rachunków maklerskich (8,6 tys. zł). Członkowie DFE wpłacali średnio 5,2 tys. zł rocznie. Dla

porównania średnia wpłata na fundusze inwestycyjne w ramach IKE wyniosła 3,5 tys. zł, na rachunek bankowy – 4,0 tys. zł, a do zakładu ubezpieczeń 2,8 tys. zł. Zatem średnia wpłata na DFE osiągnęła poziom w przybliżeniu połowy określonego ustawowo limitu.



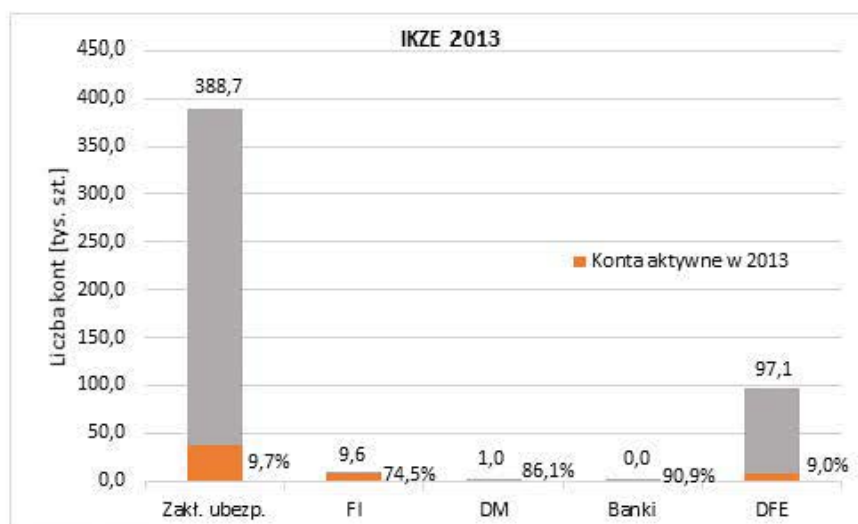
Rys. 7. Wartość aktywów zarządzanych przez podmioty w sektorze IKZE

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF.

Analizując wartość środków zgromadzonych przez dobrowolne fundusze emerytalne w ramach IKZE można zauważyć, że udział rynkowy DFE w tym segmencie jest znacznie wyższy niż w przypadku IKE (por. rys. 7). W 2014 r. DFE miały prawie 13% udziału w rynku IKZE pod względem wartości zgromadzonych środków. Jest to jednak wciąż w przybliżeniu o połowę mniej niż zgromadziły fundusze inwestycyjne – bezpośredni konkurent DFE. W segmencie IKZE wyraźnie widać też przewagę dobrowolnych funduszy emerytalnych nad bankami i domami maklerskimi pod względem wartości aktywów. Wynika to z faktu, że te dwie grupy instytucji są stosunkowo nieliczne. Pod koniec 2012 r. tylko jeden podmiot oferował konto w formie rachunku bankowego (Spółdzielcza Grupa Bankowa), a w formie rachunku papierów wartościowych – tylko trzy podmioty. W 2014 r. ich liczba wzrosła, jednak wciąż są to najmniej liczne grupy instytucji oferujących konta IKZE.

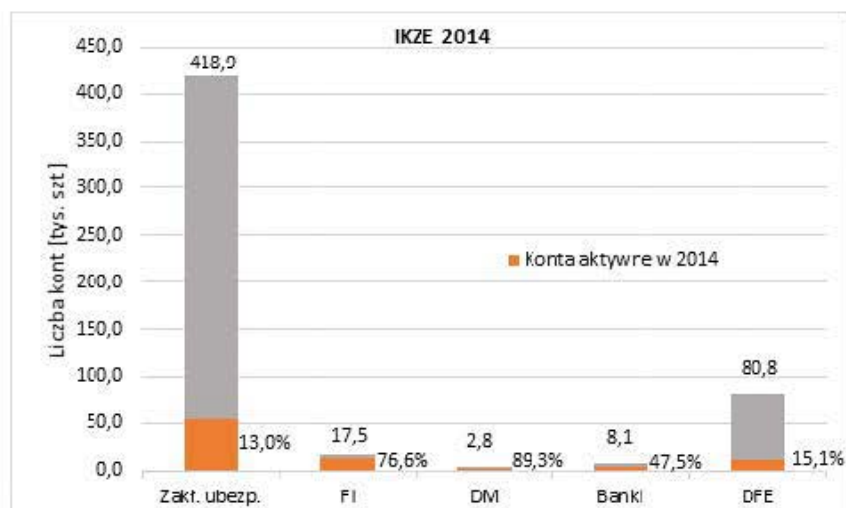
Struktura rynku IKZE pod względem liczby prowadzonych kont została przedstawiona na rys. 8 i rys. 9. Na koniec 2013 r. w formie DFE funkcjonowało 97,1 tys. kont IKZE. Pod koniec 2014 r. liczba kont zmniejszyła się do 80,8 tys. Spadek ten nastąpił głównie z powodu weryfikacji członkostwa prowadzonej przez DFE PZU [*Informacja o działalności...*, 2015]. Niekorzystny dla DFE jest jednakże bardzo niski odsetek kont aktywnych, czyli zasilonych

przynajmniej jedną wpłatą w okresie sprawozdawczym. Liczba takich kont w DFE była mniejsza niż w funduszach inwestycyjnych. Swoje konto w DFE zasiliło w 2014 r. przynajmniej jedną wpłatą ponad 12 tys. osób, podczas gdy konto w funduszu inwestycyjnym zasiliło ponad 13 tys. osób. Do funduszy trafiły też średnio większe wpłaty – 3,2 tys. zł rocznie, a do DFE 1,9 tys. zł rocznie.



Rys. 8. Liczba kont prowadzonych w ramach IKZE w 2013 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF.



Rys. 9. Liczba kont prowadzonych w ramach IKZE w 2014 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF.

4. Ocena znaczenia DFE – wnioski

Jak wynika z przedstawionej analizy, w 2014 r. DFE rozwijały się bardzo prężnie, przyrosty ich aktywów wyniosły od ponad 50% do ponad 330%, natomiast aktywa wszystkich DFE łącznie zwiększyły się o około 110%. W rozbiciu na wartość aktywów zapisanych na kontach IKE i IKZE przyrost ten wynosił odpowiednio 66% oraz 140%. Jest to wynik bardzo dobry i świadczący o intensywnym rozwoju. Takie stwierdzenie jest tym bardziej uzasadnione, że rok 2014 był okresem dekonjunktury na rynkach giełdowych. Indeks WIG wzrósł w tym okresie tylko o 0,26%, zaś indeks WIG20 spadł o 3,54%. Wszystkie DFE notowały bardzo niskie stopy zwrotu w porównaniu z rokiem 2013. Ten znaczący przyrost aktywów wynikał zatem głównie z napływu składek. Jednakże w zestawieniu z dynamiką wzrostu dla całego rynku produktów IKE i IKZE nie są to tak imponujące przyrosty. W tym samym czasie rynek produktów w ramach konta IKZE, które jest główną domeną DFE, mierzony wielkością zgromadzonego kapitału emerytalnego, zwiększył się o niemalże o 150%. Można więc stwierdzić, że DFE zaledwie nadążają za resztą konkurencji w segmencie IKZE. Nieco lepiej wypada wskaźnik dynamiki zmiany aktywów na tle segmentu IKE. Jednakże udział DFE w rynku IKE jest symboliczny. Wynika to ze znacznego opóźnienia w wejściu na rynek DFE względem innych podmiotów. Pozostałe instytucje gromadzą środki od 2004 r., a DFE zaledwie od 2012 r. Ponadto wiele DFE wciąż nie prowadzi kont IKE. Pomimo tego dynamika przyrostu aktywów DFE zarządzanych w ramach IKE również jest znacząca.

Biorąc pod uwagę dotychczasową pozycję DFE na tle konkurencji oraz uwarunkowania rozwoju rynku IKE i IKZE, można sformułować następujące wnioski:

- 1) Wydaje się, że IKE jako rodzaj planu indywidualnego będzie wciąż tracił na znaczeniu, ponieważ forma IKZE, która pojawiła się w 2012 r., jest korzystniejsza podatkowo. Zjawisko to jest już widoczne w zdecydowanie słabszej dynamice wzrostu IKE w stosunku do dynamiki rozwoju IKZE. W 2014 r. praktycznie nie nastąpił przyrost liczby kont IKE (wzrost o 0,8%), podczas gdy liczba kont IKZE wzrosła o 6,4%. Jednak największa różnica widoczna jest w dynamice przyrostu środków zgromadzonych na rachunkach IKE i IKZE. W pierwszym przypadku w 2014 r. zanotowany był przyrost zaledwie 18% w stosunku do roku poprzedniego, zaś w drugim aż 148%. Jako że zasadniczym polem konkurencji DFE jest IKZE, to dynamiczny rozwój tego sektora, o ile zostanie utrzymany w przyszłości, jest szansą na wzrost samych funduszy.
- 2) Czynnikiem niekorzystnie wpływającym na rozwój rynku IKZE jest brak systematyczności wpłat wśród osób, które już założyły konta. Wskaźnik nieaktywnych kont w przypadku DFE na tle konkurencji jest bardzo wysoki.

Potrzebne są zatem działania zachęcające członków funduszy do częstszych wpłat, np. poprzez większe zróżnicowanie pobieranych opłat i wzmocnienie programów lojalnościowych. Promowanie systematyczności wpłat jest istotne również ze względu na niski próg maksymalnej kwoty, która może być wpłacona rocznie na konto IKZE, która jest pewnym ograniczeniem potencjału rozwoju tego rynku, jeśli porównujemy z rynkiem IKE i określonym tam limitem wpłat.

- 3) Spośród podmiotów oferujących indywidualne plany emerytalne najbardziej zbliżone profilem działalności do dobrowolnych funduszy emerytalnych są fundusze inwestycyjne. Można stwierdzić, że na rynku IKZE, na którym DFE oraz FI zaczynały działalność w tym samym czasie, FI mają zdecydowanie lepszą pozycję konkurencyjną niż DFE. Fundusze inwestycyjne zarządzają znacznie większymi środkami, prowadząc jednocześnie znacząco mniejszą liczbę rachunków. Członkowie FI nie tylko zasilają swoje rachunki średnio większymi kwotami rocznie, ale też jako grupa są bardziej systematyczni. Brak skuteczności w pozyskaniu tego rodzaju klientów stanowi kolejną słabą stronę DFE.
- 4) Należy zauważyć, że obecny stan prawny nie pozwala DFE na równi konkurować z FI ze względu na zakaz prowadzenia wielu dobrowolnych funduszy emerytalnych przez jedno PTE. Według specjalistów jest to czynnik hamujący rozwój funduszy, gdyż uniemożliwia tworzenie bardziej rozbudowanej oferty i przenoszenie oszczędności pomiędzy różnymi funduszami o różnym profilu ryzyka w cyklu życia [Sołdek, 2013]. Odrębną kwestią jest również zakaz zabezpieczania portfeli inwestycyjnych na rynku instrumentów pochodnych. Wydaje się, że zwłaszcza zmiana legislacyjna dopuszczająca wielofunduszowość w ramach jednego powszechnego towarzystwa emerytalnego zwiększyłaby konkurencyjność DFE oraz przyczyniłaby się do dalszego ich rozwoju.

Literatura

- [1] *Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych w okresie 30.03.2012-31.03.2015*, KNF, 2015.
- [2] **Kawalec S., Błażuk K., Kurek M.:** *Jak mobilizować dodatkowe oszczędności emerytalne?* Raport Capital Strategy, Warszawa, 2014.
- [3] **Klimkiewicz A.:** *Poziom świadomości emerytalnej a rozwój pracowniczych programów emerytalnych*, Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica 259, t. 259, 2011, ss. 33-48.
- [4] **Małecka M.:** *Znaczenie produktu ubezpieczeń na życie z funduszem kapitałowym w zabezpieczeniu na cele emerytalne*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Nauki o Finansach, nr 75, 2009, ss. 44-54.
- [5] **Mosionek M.:** *Rola towarzystw ubezpieczeń na życie w kształtowaniu dobrowolnych form oszczędzania na cele emerytalne*, [w:] T. Michalski, Ubezpieczenia

- gospodarcze wobec wyzwań globalizacji rynków finansowych. Historia i perspektywy rozwoju, SGH, Warszawa, 2007.
- [6] **Mosionek M.:** *Perspektywy rozwoju dobrowolnych form oszczędzania w polskim systemie emerytalnym*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, nr 1197, 2008, ss. 286-293.
- [7] **Pieńkowska-Kamieniecka S.:** *Funkcjonowanie umów grupowego ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym w ramach pracowniczych programów emerytalnych*, Zeszyty Naukowe, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, nr 127, 2009, ss. 526-535.
- [8] **Rutecka J.:** *Ewolucja pracowniczych programów emerytalnych w reakcji na kryzys finansowy – tendencje zmian*, [w:] Chybalski F., Marcinkiewicz E., Współczesne zabezpieczenie emerytalne. Wybrane aspekty ekonomiczne, finansowe i demograficzne, Wydawnictwo Politechniki Łódzkiej, Łódź, 2013, ss. 114-125.
- [9] **Rutecka J. (red.):** *Dodatkowy System Emerytalny w Polsce – diagnoza i rekomendacje zmian*, Towarzystwo Ekonomistów Polskich, Warszawa, 2014.
- [10] **Rutkowska M., Kudłaszyk A., Kozyra P.:** *Pracownicze programy emerytalne na polskim rynku ubezpieczeniowym*, Prace Naukowe Instytutu Organizacji i Zarządzania Politechniki Wrocławskiej. Studia i Materiały 23, nr 81, 2006, ss. 39-50.
- [11] **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, ss. 222-235.
- [12] **Strzelecka K.:** *Grupowe oszczędzanie na cele emerytalne*, Wiadomości Statystyczne, nr 12, 2002, ss. 37-42.
- [13] **Szczepański M.:** *Stymulatory i bariery rozwoju zakładowych systemów emerytalnych na przykładzie Polski*, Rozprawy, nr 447, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań, 2010.