

Warszawa, 25.10.2013

**Opinia i rekomendacje**  
**instytucji rynku kapitałowego zrzeszonych w Koalicji na Rzecz Rynku**  
**Kapitałowego dotyczące projektu zmian w kapitałowym filarze systemu**  
**emerytalnego**

Instytucje rynku kapitałowego zrzeszone w Koalicji na Rzecz Rynku Kapitałowego – Izba Domów Maklerskich, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, Związek Maklerów i Doradców, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych oraz Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, odnosząc się do projektu Ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych (dalej: „OFE”) z dnia 10 października 2013 r. (dalej: „Ustawa”), stwierdzają co następuje:

**Uważamy, że proponowane zmiany będą skutkować marginalizacją filaru kapitałowego systemu emerytalnego oraz istotnie zwiększają ryzyko jego likwidacji w przyszłości.** Marginalizacja filaru kapitałowego istotnie ograniczy wielkość kapitałów dostępnych na inwestycje rozwojowe w Polsce, a przez to zmniejszy potencjał wzrostu gospodarczego Polski oraz wielkość zatrudnienia. W rezultacie stopa oszczędności w Polsce, obecnie i tak relatywnie niska, może ulec dalszemu obniżeniu, czego skutków dla tempa przyszłego wzrostu gospodarczego i jego stabilności nie przeanalizowano dostatecznie w ocenie skutków regulacji. Co więcej, wywołana tym dekonstrukcja giełdowa może sprawić, że strumień prywatnych oszczędności będzie w większym stopniu trafiać na rynki zagraniczne.

1. Rekomendacje przekazane przez instytucje rynku kapitałowego zrzeszone w Koalicji na Rzecz Rynku Kapitałowego w oświadczeniu z dnia 13 sierpnia br. zostały uwzględnione jedynie w obszarze dotyczącym pozostawienia w OFE akcji znajdujących się obecnie w ich portfelu inwestycyjnym, jednak przygotowany projekt ustawy zawiera zapisy deprecjonujące znaczenie filara kapitałowego, odwracając mechanizm akumulacji kapitału i skutkując powolnym wygaszaniem działalności OFE w wyniku odpływu środków z ich portfeli do ZUS.
2. W szczególności zwracamy uwagę, że nie zostały uwzględnione rekomendacje środowiska rynku kapitałowego dotyczące:

i) **Kompleksowego charakteru rozwiązań dotyczących wielofilarowego systemu emerytalnego.** Rozwiązania zaproponowane w ustawie naruszają zasadę powszechności systemu, radykalnie ograniczają rolę filara kapitałowego i zaburzają równowagę między poszczególnymi filarami systemu emerytalnego, obniżając jego bezpieczeństwo. Propozycje dotyczące III filaru, choć kierunkowo właściwe, są jedynie korektą obecnych rozwiązań, nie oferując szansy na istotny wzrost środków zgromadzonych w ramach III filaru. Propozycje te naruszają zatem fundamenty systemu, nie zabezpieczając w dostatecznym stopniu interesu ubezpieczonych.

**Rekomendujemy:** wypracowanie propozycji pozwalających na zachowanie funkcji akumulacji kapitału w II filarze oraz rozwiązań w większym stopniu stymulujących rozwój III filaru, np. zniesienie tzw. podatku Belki dotyczącego wszelkich oszczędności długoterminowych, które zostaną utrzymane do momentu przejścia oszczędzającego na emeryturę.

**ii) Powszechności uczestnictwa w OFE a nie „dobrowolności”.**

Zgodnie z naszymi obawami, „dobrowolność” została w projekcie ustawy zdefiniowana w sposób, który zwiększa prawdopodobieństwo zmarginalizowania OFE. Wskazujemy, że tak zdefiniowana „dobrowolność” jest też w sprzeczności z jednym z głównych kryteriów zmian wymienionych w „Przeglądzie Funkcjonowania Systemu Emerytalnego”, jakim jest „zachowanie powszechności obecnego systemu”. Dodatkowo, wprowadzenie przymusu stopniowego transferu środków do ZUS na 10 lat przed emeryturą (tzw. suwak) stanowi zaprzeczenie istoty filaru kapitałowego systemu emerytalnego, gdyż wypłaty emerytur nie będą zabezpieczone jakimikolwiek realnymi aktywami. Zwracamy uwagę, że ryzyko „złej daty”, o którym mowa w „Przeglądzie Funkcjonowania Systemu Emerytalnego” zostanie w ogromnym stopniu ograniczone poprzez transfer 51,5% aktywów OFE do ZUS. W wyniku tego przyszły emeryt będzie przeznaczał tylko ok. 15% składek na inwestycje na rynkach kapitałowych. Z tego względu, nie widzimy żadnego uzasadnienia dla propozycji 10-letniego „suwaka” w kształcie zaproponowanym w projekcie ustawy.

**Rekomendujemy:** 1) zdefiniowanie „dobrowolności” w taki sposób, aby to przejście do ZUS wymagało deklaracji ze strony członka OFE; 2) zamiast „suwaka” wprowadzenie możliwości dobrowolnego transferu środków do bezpiecznego subfunduszu zarządzanego przez OFE na 5 lat przed emeryturą (co byłoby zbieżne z propozycjami przedstawionymi w 2010 r. w raporcie „Bezpieczeństwo dzięki różnorodności” przygotowanym przez tzw. zespół Boniego); 3) proponujemy uzupełnienie projektu o analizę statystyczną wartości środków zgromadzonych w momencie przejścia na emeryturę w zależności od okresu przesuwania środków do ZUS, przy uwzględnieniu historycznej zmienności indeksów na GPW; taka analiza powinna odpowiedzieć na pytanie, czy optymalizacja poziomu kapitału emerytalnego jest możliwa przy krótszym okresie przesuwania środków. Ponadto istotne jest porównanie oczekiwanych kosztów i korzyści związanych z przesuwaniem środków do ZUS.

**iii) Pozostawienia w OFE instrumentów dłużnych odpowiadających w swojej strukturze dzisiejszym obligacjom Skarbu Państwa.**

Powtarzamy nasze stanowisko, że elementem portfeli inwestycyjnych OFE powinny pozostać (pomimo ewentualnego fizycznego transferu tych aktywów do ZUS) instrumenty dłużne odpowiadające swojej strukturze dzisiejszym obligacjom Skarbu Państwa – dla uzyskania odpowiedniej stabilności wartości portfeli OFE. Forma tych instrumentów dłużnych (np. obligacje emerytalne, lokata w ZUS) i sposób rozliczeń powinny stać się przedmiotem prac ekspertów. Pozostawienie w portfelach OFE jedynie akcji wystawi wartość tych portfeli na ogromne ryzyko wynikające z wahań kursów na rynku giełdowym. Nie ma pewności, czy ryzyko to zostanie zrozumiane i zaakceptowane przez ubezpieczonych – członków funduszy. Duża zmienność wyników OFE może dać w przyszłości pretekst do całkowitej likwidacji OFE jako elementu systemu emerytalnego.

3. Odnosząc się do propozycji zawartych w ustawie, zwracamy uwagę na szereg technicznych aspektów proponowanych zapisów, które mają istotne skutki dla rynków kapitałowych i

zasadnicze znaczenie dla rozwoju danego segmentu rynku kapitałowego. Zwracamy się z apelem, aby zgodnie z jednym z celów zmian w systemie emerytalnym przedstawionym w „Przeglądzie Funkcjonowania Systemu Emerytalnego”, projekt Ustawy w jak największym stopniu liberalizował politykę inwestycyjną OFE, a nie narzucał nowych limitów i ograniczeń, w stopniu większym niż w obecnie obowiązującym stanie prawnym.

W tym kontekście zwracamy uwagę m.in. na takie kwestie jak:

- i) **Skorygowanie limitów inwestycyjnych** (uchylone art. 142-143 w zw. z art. 141 ust. 9 Ustawy), które zostaną automatycznie przekroczone w wyniku transferu 51,5% aktywów z OFE do ZUS z dniem 3 lutego 2014 r.;
- ii) **Inwestycje w instrumenty pochodne** (art. 141 ust. 5 Ustawy) – powinna zostać wprowadzona wprost ustawowo możliwość inwestycji w instrumenty pochodne celem zabezpieczenia części portfela inwestycyjnego, tj. należy obligatoryjnie zobowiązać Radę Ministrów do wprowadzenia odpowiednich przepisów wykonawczych;
- iii) **Obligacje korporacyjne spółek niepublicznych** (art. 141 ust. 1 pkt 21 – 28 Ustawy) – propozycja wyłączenia obligacji spółek niepublicznych z katalogu inwestycji, w które będą mogły inwestować środki pieniężne OFE, stanowi nową barierę dla pozyskiwania finansowania zewnętrznego przez przedsiębiorstwa. Taka propozycja wydaje się być sprzeczna z celami zmian w systemie emerytalnym przedstawionymi w „Przeglądzie Funkcjonowania Systemu Emerytalnego”;
- iv) **Listy zastawne** (art. 141 ust. 1 pkt 29 Ustawy) – emisje listów zastawnych nie powinny wchodzić w limit maksymalnego zaangażowania w instrumenty finansowe na poziomie danego emitenta (podobnie jak w ustawie o funduszach inwestycyjnych);
- v) **Certyfikaty funduszy inwestycyjnych zamkniętych** (art. 141 ust. 1 pkt 11 w zw. z art. 136 ust. 3 Ustawy) – propozycja wyłączenia lokat w fundusze zamknięte z podstawy, od której naliczane jest wynagrodzenie OFE, będzie nową barierą dla rozwoju dla podmiotów prowadzących działalność w formie *venture capital*, *private equity*, funduszy nieruchomościowych czy funduszy inwestujących w projekty infrastrukturalne. Jest to kolejna propozycja, która wydaje się sprzeczna z celami zmian w systemie emerytalnym przedstawionymi w „Przeglądzie Funkcjonowania Systemu Emerytalnego”;
- vi) **NewConnect** (art. 141 ust. 1 pkt 7-10 Ustawy) – projekt ustawy zakazuje inwestycji OFE poza rynkiem regulowanym, czyli także na rynku NewConnect, który jest rynkiem zorganizowanym, ale nie jest rynkiem regulowanym według właściwych przepisów. Proponujemy odpowiednią modyfikację umożliwiającą OFE inwestowanie na rynkach zorganizowanych w krajach OECD;
- vii) **Pożyczki papierów wartościowych** (art. 151 ust. 3 Ustawy) – powinna zostać wprowadzona ustawowo możliwość udzielania pożyczek papierów wartościowych przez OFE, tj. obligatoryjne zobowiązanie Rady Ministrów do wydania odpowiedniego rozporządzenia zamiast dotychczasowej fakultatywności w tym zakresie;
- viii) **Powierzenie zarządzania przez zagraniczne podmioty** (art. 153 Ustawy) – propozycja powierzenia zarządzania aktywami OFE podmiotom zagranicznym budzi kontrowersje polskich instytucji rynku kapitałowego. W interesie członków funduszu jest zachowanie spójnej polityki inwestycyjnej i właściwego nadzoru nad działalnością OFE. Nie ma gwarancji, że oba warunki będą spełnione po przekazaniu zarządzania częścią portfela podmiotom zewnętrznym, w szczególności zagranicznym.
- ix) **Fundusze ETF** (art. 141 ust. 1 pkt 12-14 w zw. z art. 136 ust. 3 Ustawy) – OFE powinny móc inwestować w polskie i zagraniczne fundusze ETF (inwestujące w klasy aktywów

mieszczące się w limitach inwestycyjnych OFE). Fundusze ETF stanowią najpłynniejszy i najtańszy sposób inwestowania na globalnych rynkach kapitałowych. Proponujemy włączenie funduszy ETF (opartych na indeksach w klasy aktywów mieszczących się w limitach inwestycyjnych OFE) w katalog inwestycji wliczanych do aktywów netto OFE;

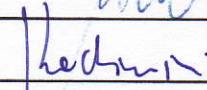
- x) **Okresowa porównawcza stopa zwrotu (benchmark indykatorywny)** – (art. 19 Ustawy) proponujemy usunięcie benchmarku indykatorywnego, który nie wsparty opartym na nim mechanizmem premii inwestycyjnej, nie będzie miał istotnego znaczenia dla działalności OFE. Uważamy, że wprowadzenie benchmarku zewnętrznego, powinno iść w parze z systemem nagradzania za wyniki inwestycyjne wyższe niż benchmark, np. podobnie jak istniejący mechanizm „rachunku premiowego”. W przypadku wprowadzenia okresowej porównawczej stopy zwrotu, uważamy że udział indeksu WIG powinien być na takim poziomie, który nie powinien drastycznie ograniczać inwestycji OFE w inne instrumenty niż akcje.
- xi) **Zakaz reklamy OFE** (art. 197 ust. 1a Ustawy) – apelujemy o wycofanie zakazu promowania OFE. Zakaz reklamy ma jedynie uzasadnienie w odniesieniu do produktów czy usług potencjalnie szkodliwych i w odniesieniu do OFE jest niezwykle kontrowersyjny. Obecne przepisy dostatecznie chronią konsumenta przed nieuczciwą reklamą. Nie widzimy żadnych powodów, aby rozwiązania dotyczące reklamy OFE różniły się zasadniczo od rozwiązań dotyczących funduszy inwestycyjnych.

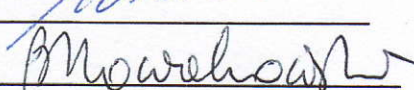
4. Odnosząc się do propozycji zawartych w ustawie, jak i do ogólnych celów zmian w systemie emerytalnym przedstawionym uprzednio w „Przeglądzie Funkcjonowania Systemu Emerytalnego”, proponujemy dodatkowo:

i) **Wprowadzenie premii za ponadprzeciętne wyniki inwestycyjne.** W projekcie ustawy brak jest propozycji dotyczącej premiowania ponadprzeciętnych wyników inwestycyjnych osiąganych przez OFE, co może stanowić brak jakiegokolwiek zachęty do aktywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym. Pasywne zarządzanie portfelem inwestycyjnym ze strony OFE jeszcze bardziej zmniejszy płynność instrumentów finansowych notowanych na rynku regulowanym oraz ograniczy chęć jakiegokolwiek angażowania się w finansowanie rozwoju mniejszych przedsiębiorstw, co ograniczy potencjał wzrostu gospodarczego Polski i wysokość przyszłych emerytur.

**Rekomendujemy:** pozostawienie dotychczasowego mechanizmu premii inwestycyjnej uzależnionej od wyników inwestycyjnych w stosunku do średniej ważonej stopy zwrotu lub wprowadzenie alternatywnego nowego mechanizmu np. w postaci tzw. *opłaty solidarnościowej*, zaproponowanej w raporcie „Bezpieczeństwo dzięki różnorodności” przygotowanym przez tzw. zespół Boniego w 2010 r. Opłata ta byłaby pobierana w sytuacji, kiedy skumulowany wzrost jednostki uczestnictwa przekroczy skumulowaną stopę waloryzacji na subkoncie w ZUS w danym okresie.

Podpisy:

  
\_\_\_\_\_  
  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

  
\_\_\_\_\_  
  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_