

Elżbieta Ociepa-Kicińska

Dywersyfikacja ryzyka, a ograniczenia w polityce inwestycyjnej Otwartych Funduszy Emerytalnych

Diversification of the risk and reducing Open Pension Funds in the investment policy

Reforma systemu emerytalnego przeprowadzona w 1999 roku w Polsce miała na celu poprawę bezpieczeństwa środków gromadzonych na wypłatę świadczeń emerytalnych. W jej wyniku wprowadzono dwa obowiązkowe filary systemu emerytalnego. Filar I zarządzany przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych, filar II w formie Otwartych Funduszy Emerytalnych jest natomiast zarządzany przez Powszechne Towarzystwa Emerytalne w formie Otwartych Funduszy Emerytalnych. W związku z faktem, że środki zgromadzone w II filarze są zarządzane przez prywatne instytucje, wprowadzono szereg regulacji, które miały na celu maksymalne zabezpieczenie gromadzonych w nich środków.

Sytuacja na rynku pokazuje, że regulacje te dywersyfikując ryzyko, jednocześnie wpływają negatywnie na konkurencję na rynku OFE, a tym samym na osiągnięte przez OFE wyniki inwestycyjne. Niniejsze opracowanie ma na celu przybliżenie tej tematyki.

Wstęp

Otwarte Fundusze Emerytalne (OFE) w Polsce funkcjonują od 1999 roku, powstały w wyniku reformy systemu emerytalnego w Polsce. Składki emerytalne osób objętych nowym – repartycyjno - kapitałowym systemem emerytalnym zasilają zarówno repartycyjną część systemu, jak i indywidualne rachunki w OFE przyszłych emerytów. Takie rozwiązanie miało zapewnić wywiązanie się ze zobowiązań wobec emerytów objętych poprzednim (tradycyjnym) systemem, umożliwiając jednocześnie wdrożenie nowych rozwiązań. System oparty jest na trzech filarach, które instytucyjnie stanowią Zakład Ubezpieczeń Społecznych (ZUS), OFE zarządzane przez Powszechne Towarzystwa Emerytalne (PTE) oraz Indywidualne Konta Emerytalne (w tym Pracownicze Programy Emerytalne) zarządzane głównie przez banki i firmy ubezpieczeniowe. PTE są prywatnymi instytucjami realizującymi założenia Ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych¹.

Państwo zdecydowało się powierzyć kapitał emerytalny przyszłych emerytów w zarządzanie prywatnym instytucjom, jednakże w związku z faktem, że opłacanie składek emerytalnych jest obowiązkowe (obligatoryjne jest odprowadzanie składek do 2 filarów – ZUS i OFE), aby zapewnić bezpieczeństwo środków wprowadzono szereg ograniczeń, które miały na celu zwiększenie bezpieczeństwa środków zarządzanych przez PTE. Dywersyfikacja szeroko pojętego ryzyka była jedną z podstawowych idei, jaką posługiwali się twórcy reformy emerytalnej. Celem opracowania jest analiza

¹ Ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z dnia 28 sierpnia 1997r.

wpływu ograniczeń systemowych na politykę inwestycyjną OFE, a tym samym na finanse przyszłych emerytów.

Dywersyfikacja ryzyka jako jedna z podstawowych zasad reformy emerytalnej

Według Krzysztofa i Teresy Jajuga wielość definicji ryzyka powoduje, że w praktyce funkcjonują dwa podejścia. Pierwsze definiuje ryzyko jako możliwość poniesienia szkody lub straty, czyli zagrożenie. Drugie, równie popularne określa ryzyko, jako możliwość wystąpienia efektu działania niezgodnego z oczekiwaniami, przy czym efekt ten może stanowić zarówno szansę, jak i zagrożenie (może być lepszy lub gorszy niż oczekiwany)².

Według jednego z twórców reformy emerytalnej w Polsce, Marka Góry, każde przedsięwzięcie ekonomiczne związane jest z ponoszeniem ryzyka. Żaden rodzaj konstrukcji systemu emerytalnego nie zabezpiecza w pełni przed ryzykiem. „Odpowiednio je dywersyfikując, można jedynie ograniczyć jego koszt. Najbardziej zdywersyfikowanym portfelem, jaki można utworzyć, jest portfel związany z całą gospodarką”³. Takie podejście sugerowałoby inwestowanie środków przede wszystkim w obligacje rządowe, które z punktu widzenia spłaty zobowiązań wydają się być instytucjami pewniejszymi niż instytucje prywatne. Z drugiej jednak strony, inwestycje w inne instrumenty finansowe, jak choćby akcje przynosić mogą zdecydowanie większe zyski, przy jednocześnie większym ryzyku co będzie tematem dalszych rozważań. Istotnym jest, świadomość, że „każda decyzja wiąże się z ryzykiem, zaś działanie w warunkach ryzyka jest nieodłącznym atrybutem każdej gospodarki”⁴.

Obecny system emerytalny ma zdywersyfikować ryzyko inwestycyjne. Po pierwsze poprzez odprowadzanie obowiązkowych składek emerytalnych do dwóch różnych filarów, po drugie poprzez nałożenie na OFE ograniczeń inwestycyjnych. Nowy system emerytalny był wprowadzony pod hasłem „Bezpieczeństwo dzięki różnorodności”, na skutek czego powstały dwa obowiązkowe elementy systemu, które, choć są inaczej zarządzane, stanowią dwa typy indywidualnych kont emerytalnych. ZUS czerpie bezpośrednio z realnej gospodarki, a PTE za pośrednictwem rynków finansowych. Dobrowolne Indywidualne Konta Emerytalne w trzecim filarze są związane bezpośrednio z rykami finansowymi. W efekcie wszystkie trzy filary zależą od gospodarki⁵.

Podział obowiązkowej składki emerytalnej, która wynosi 19,52% wynagrodzenia brutto kształtuje się następująco: do ZUS trafia 12,22%, natomiast do OFE 7,3% wynagrodzenia. OFE zarządzają zatem 37,4% składki emerytalnej, zdecydowanie większa część składki - 62,6% trafia do ZUS. Taki sposób podziału ma zapewnić zróżnicowanie ryzyka pomiędzy realną gospodarką i rynkami finansowymi.

² Dybał M., *Efektywność inwestycyjna funduszy emerytalnych*, CeDeWu Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2008.

³ Góra M., *System emerytalny*, PWE, Warszawa 2003, str. 144.

⁴ Tarczyński W., Luniewska M., *Dywersyfikacja ryzyka na polskim rynku kapitałowym*, Placet, Warszawa 2004, str. 32.

⁵ Strzelecka M., Polska reforma emerytalna – czas na wnioski, *Ubezpieczenia społeczne. Teoria i praktyka* 4/2009.

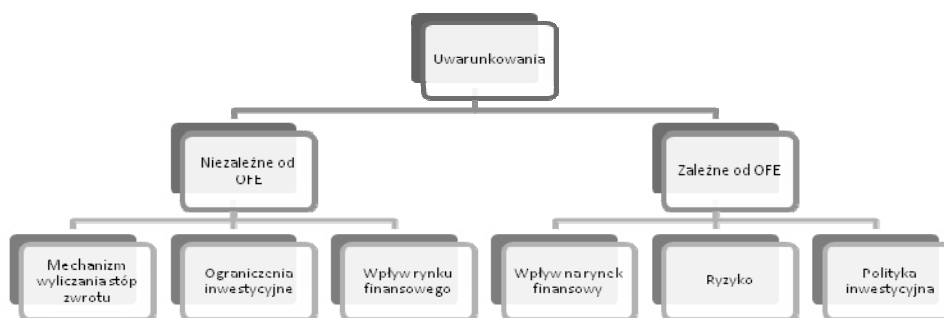
Należy sobie zdawać sprawę, że naturalnym jest, iż w pewnych okresach szybciej będzie rósł stan pierwszego, w innych drugiego konta. W obu częściach średnie wieloletnie tempo przyrostu stanu kont będzie podobne, bardzo zbliżone do tempa wzrostu gospodarczego”⁶.

Działalność inwestycyjna OFE

Z punktu widzenia przeciętnego obywatela ważniejsze niż fakt do jakiej instytucji trafia jego składka emerytalna, jest jakie korzyści przyniesie mu dany sposób alokacji dochodu w wieku emerytalnym. „Wyniki inwestycyjne są najistotniejszą kwestią dla osiągnięcia sukcesu przez obowiązkowy, kapitałowy system emerytalny, szczególnie o zdefiniowanej składce, a właśnie taki system wystawia pracowników na ryzyko inwestycyjne i ryzyko inflacji i ma mniejszą zdolność gwarantowania minimalnego wskaźnika zastąpienia”⁷.

Analizując sytuację w Polsce uwarunkowania działalności inwestycyjnej OFE można podzielić na zależne i niezależne od tych podmiotów. Podział ten obrazuje rysunek nr 1. Ograniczenia zależne od OFE to stosowana przez nie polityka inwestycyjna, akceptowalny poziom ryzyka oraz ich wpływ na rynek finansowy. Na rynku tym zauważyć bowiem można dynamiczny wzrost środków finansowych będących w dyspozycji funduszy emerytalnych. Wśród uwarunkowań niezależnych od OFE znajdują się: mechanizm wyliczania stóp zwrotu, ograniczenia inwestycyjne, wpływ rynku finansowego. Mechanizm wyliczania stóp zwrotu polegający na obliczaniu 36-miesięcznych stóp zwrotu funduszy oraz minimalnej i średniej ważonej stopy zwrotu, na podstawie której ocenia się jakość inwestycyjną funduszu powoduje, że OFE stosują podobną taktykę inwestycyjną. Ich działania skupiają się na osiągnięciu jak najlepszych wyników w okresie 36 miesięcy. Skutkujący w ten sposób benchmark wewnętrzny budzi wiele kontrowersji w związku z czym coraz częściej mówi się o konieczności wprowadzenia benchmarku zewnętrznego, na podstawie którego byłyby rozliczane fundusze.

Rysunek 1. Uwarunkowania działalności inwestycyjnej OFE



Źródło: M. Dybał, *Analiza portfeli inwestycyjnych OFE, Otwarte fundusze emerytalne w Polsce*, C.H. Beck, Warszawa 2009 str. 85.

⁶ Góra M., *Pora zrozumieć polski system emerytalny*, www.parkiet.com, dostęp 2010-05-16.

⁷ Marska N., *Obowiązkowe fundusze emerytalne. Świat i Polska*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2004, str. 87.

Ograniczenia w polityce inwestycyjnej OFE występujące w Polsce

Ograniczenia inwestycyjne dotyczą zarówno kategorii lokat, w jakie mogą być inwestowane środki zgromadzone na rachunkach w OFE, jak również maksymalnego ich udziału w portfelu. Podstawowe kategorie lokat, w jakie mogą być inwestowane środki zgromadzone na rachunkach w OFE, to⁸:

- 1) obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski, oraz pożyczki i kredyty udzielane tym podmiotom;
- 2) obligacje i inne dłużne papiery wartościowe opiewające na świadczenia pieniężne, gwarantowane lub poręczane przez Skarb Państwa albo Narodowy Bank Polski oraz depozyty, kredyty i pożyczki gwarantowane lub poręczane przez te podmioty;
- 3) depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe w walucie polskiej;
- 4) depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe w walutach państw będących członkami OECD oraz innych państw, z którymi Rzeczpospolita Polska zawarła umowy o popieraniu i wzajemnej ochronie inwestycji;
- 5) akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, a także notowane na regulowanym rynku giełdowym prawa poboru, prawa do akcji oraz obligacje zamiennych na akcje tych spółek;
- 6) akcje spółek notowanych na regulowanym rynku pozagiełdowym lub spółek nienotowanych na regulowanym rynku giełdowym i na regulowanym rynku pozagiełdowym, lecz dopuszczonych do publicznego obrotu, a także notowane na regulowanym rynku pozagiełdowym lub nienotowanych na rynku regulowanym, lecz dopuszczone do publicznego obrotu prawa poboru, prawa do akcji oraz obligacje zamiennych na akcje tych spółek;
- 7) akcje narodowych funduszy inwestycyjnych;
- 8) certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte, specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte lub fundusze inwestycyjne mieszane;
- 9) jednostki uczestnictwa zbywane przez fundusze inwestycyjne otwarte lub specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte;
- 10) obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, ich związki lub miasto stołeczne Warszawa, które zostały lub nie są dopuszczone do publicznego obrotu,
- 11) obligacje przychodowe, o których mowa w ustawie z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz. U. z 2001 r. Nr 120, poz. 1300 oraz z 2002 r. Nr 216, poz. 1824);
- 12) obligacje emitowane przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego, ich związki, miasto stołeczne Warszawa, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej pełnej wartości nominalnej i ewentualnemu oprocentowaniu oraz które zostały dopuszczone do publicznego obrotu;
- 13) obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego, ich związki, miasto stołeczne Warszawa, które zostały zabezpieczone w wysokości odpowiadającej wartości nominalnej

⁸ Ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z dnia 28 sierpnia 1997r.

wraz z ewentualnym oprocentowaniem i które nie zostały dopuszczone do publicznego obrotu;

- 14) obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki publiczne;
- 15) obligacje i inne dłużne papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu;
- 16) listy zastawne;
- 17) kwity depozytowe, w rozumieniu Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi, dopuszczone do publicznego obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

Ograniczenia dotyczące kategorii lokat mogą być modyfikowane na mocy rozporządzeń, nie mniej jednak portfele inwestycyjne OFE ograniczają się do wymienionych wyżej.

Każdy rodzaj kategorii lokat dodatkowo ma przypisany maksymalny procentowy udział w portfelu inwestycyjnym. Tabela 1 zawiera informacje dotyczące najważniejszych limitów inwestycyjnych dotyczących grup poszczególnych kategorii lokat. Najbardziej dyskusyjny jest limit dotyczący udziału akcji w portfelu OFE w Polsce wynoszący 40%, zaś w większości krajów OECD zdecydowanie na wyższym poziomie na przykład 70% w Danii, 50% w Austrii, 76% w Turcji, zaś w Australii, Kanadzie, Irlandii, we Włoszech czy Japonii bez limitów⁹. W Polsce jak w większości krajów OECD nie występują limity dotyczące inwestycji w obligacje. Spośród 30 krajów, tylko Niemcy, Węgry, Islandia, Meksyk i Szwecja wprowadziły limity inwestycyjne dotyczące inwestycji w obligacje. Polska wprowadziła bardzo duże ograniczenie dotyczące inwestycji zagranicznych – maksymalnie 5% portfela OFE. Jedynie Szwecja, Korea i Luksemburg spośród krajów OECD wprowadziły ograniczenia na poziomie 10% udziału inwestycji zagranicznych w portfelu OFE, w pozostałych krajach jest to 20, 30, 50% portfela lub limitu nie ma wcale (jak na przykład w Australii, Irlandii, Japonii).

Tabela 1. Ograniczenia inwestycyjne dotyczące wybranych kategorii lokat w portfelu OFE

Kategoria lokat	Dopuszczalny udział aktywów w portfelu OFE [%]
Akcje	40
Obligacje emitowane przez Skarb Państwa	brak limitów
Fundusze inwestycyjne zamknięte	10
Fundusze inwestycyjne otwarte	15
Pożyczki	do limitu wysokości inwestycji w udziały dłużnika
Depozyty bankowe	20
Inwestycje OFE za granicą	5

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Survey of investment regulations of pension funds, July 2007, OECD, www.oecd.org

⁹ Survey of investment regulations of pension funds, July 2007, OECD, www.oecd.org

Ryzyko, a ograniczenia w polityce inwestycyjnej OFE

OFE funkcjonujące w Polsce posiadają jednej z bardziej restrykcyjnych ograniczeń spośród krajów OECD, w efekcie czego portfele inwestycyjne OFE posiadają podobny skład. Ten fakt potwierdza analiza rynku zawarta w tabeli 2.

Tabela 2. Skład portfeli inwestycyjnych poszczególnych OFE w I kwartale 2010 roku

Otwarty fundusz emerytalny	Akcje [%]	Bony skarbowe [%]	Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe [%]	Obligacje [%]	Inne lokaty [%]
AEGON OFE	31,6	0,0	2,4	65,3	0,6
OFE Allianz Polska	32,9	0,0	1,2	65,7	0,2
Amplico OFE	32,1	0,0	3,9	62,8	1,2
Aviva OFE Aviva BZ WBK	32,4	0,2	1,8	65,3	0,3
AXA OFE	30,2	0,0	1,2	68,4	0,3
Generali OFE	29,7	0,8	5,3	63,6	0,6
ING OFE	34,1	0,0	2,4	62,9	0,5
Nordea OFE	32,2	0,5	2,2	65,1	0,0
Pekao OFE	32,6	0,0	2,1	64,6	0,7
PKO BP Bankowy OFE	30,1	0,1	2,7	66,2	1,0
OFE Pocztylion	32,1	2,2	1,0	64,3	0,5
OFE POLSAT	40,0	4,5	0,7	54,8	0,0
OFE PZU "Złota Jesień"	33,4	0,0	0,9	65,3	0,4
OFE WARTA	34,8	0,4	0,5	63,6	0,7
Średnia	32,7	0,6	2,0	64,1	0,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.knf.gov.pl, dostęp 2010-06-08.

Sposób rozliczania funduszy wg benchmarku wewnętrznego polegającego na obliczaniu średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich OFE powoduje, że nie tylko części składowe portfeli ale również określone proporcje są zbliżone. W tym miejscu przypomnieć należy o obowiązku ujawniania portfela inwestycyjnego przez OFE. Z tabeli 2 jasno wynika, że skład procentowy portfeli poszczególnych OFE niewiele odbiega od wartości uśrednionych. Fundusze inwestują asekuracyjnie, działając w grupie, eliminują tym samym ryzyko powstania niedoboru na skutek wypracowania stopy zwrotu niższej niż minimalna. Minimalna stopa zwrotu, to stopa niższa o 50% od średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich otwartych funduszy w okresie 3 lat lub o 4 punkty procentowe od tej średniej, w zależności od tego, która z tych wielkości jest niższa¹⁰. Skutek takich działań jest widoczny również w analizie średnich ważonych stóp zwrotu poszczególnych OFE, co przedstawia tabela 3.

¹⁰ Słownik rynku finansowego, www.knf.gov.pl, dostęp 2010-06-08.

Tabela 3. Stopy zwrotu OFE w latach 2000 – 2010

okres rozliczeniowy	średnia ważona stopa zwrotu [%]	maksymalna stopa zwrotu [%]	minimalna stopa zwrotu [%]	różnica między maksymalną, a minimalną stopą zwrotu
30.06.2000 - 29.06.2002	19,78	23,98	11,46	12,52
29.09.2000 - 30.09.2002	23,13	28,41	13,64	14,77
29.12.2000 - 31.12.2002	21,97	26,65	11,64	15,01
30.03.2001 - 31.03.2003	26,29	35,6	16,52	19,08
29.06.2001 - 30.06.2003	32,9	37,83	22,8	15,03
28.09.2001 - 30.09.2003	38,83	53,58	29,65	23,93
31.12.2001 - 31.12.2003	26,05	30,28	18,22	12,06
29.03.2002 - 31.03.2004	25,97	31,93	22,13	9,8
28.01.2001 - 01.09.2004	53,82	74,75	45,45	29,3
29.03.2002 - 31.03.2005	41,48	45,75	37,05	8,7
30.09.2002 - 30.09.2005	52,47	56,31	43,97	12,34
31.03.2003 - 31.03.2006	53,44	59,97	44,19	15,78
30.09.2003 - 29.09.2006	45,83	50,25	39,64	10,61
31.03.2004 - 30.03.2007	53,65	61,21	46,3	14,91
30.09.2004 - 28.09.2007	52,49	59,22	43,81	15,41
31.03.2005 - 30.03.2008	31,48	35,24	25,91	9,33
30.09.2005 - 30.09.2008	12,6	17,94	8,19	9,75
31.03.2006 - 31.03.2009	-2,93	-0,04	-5,54	5,5
31.09.2006 - 31.09.2009	7,91	10,39	5,37	5,02
31.03.2007 - 31.03.2010	2,9	4,82	0	4,82

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.knf.gov.pl, dostęp 2010-06-08.

Różnice między maksymalną, a minimalną stopą zwrotu wypracowaną w poszczególnych okresach rozliczeniowych wykazują tendencję malejącą szczególnie w latach 2005-2010. Potwierdza to teorię, że OFE naśladowując swoje działania inwestycyjne osiągają bezpieczny dla siebie wynik zbliżony do pozostałych uczestników rynku. Z punktu widzenia bezpieczeństwa środków zgromadzonych w powszechnym systemie emerytalnym praktyki takie pozwalają na osiągnięcie relatywnie dużego bezpieczeństwa środków zgromadzonych na rachunkach w kapitałowej części systemu. Przeważająca część środków inwestowana jest w obligacje, które wydają się być relatywnie bezpiecznymi instrumentami finansowymi. Z drugiej jednak strony pojawia się pytanie, czy opłaty, jakie OFE pobierają od swoich członków są uzasadnione, skoro średnio 2/3 portfela to inwestycje w obligacje.

Analiza rynku OFE jasno pokazuje, że obowiązujące regulacje prowadzą do sytuacji, kiedy środki gromadzone na przyszłe emerytury są inwestowane, nie ma jednak możliwości wykorzystania w pełni mechanizmu rynkowego. Obecna sytuacja skutkuje

krytyką obecnego systemu emerytalnego, krytyką w pełni uzasadnioną, która najczęściej dotyczy podmiotów rynku jakimi są PTE i OFE. Zapomina się w niej jednak, że stosowane przez te podmioty praktyki jasno wynikają z regulacji prawnych narzuconych tym podmiotom.

Podsumowanie

Z przeprowadzonych rozważań wynika, że idea dywersyfikacji ryzyka, która była podstawową ideą reformy systemu emerytalnego w Polsce w 1999 roku nie spełnia swoich zadań. Podział obowiązkowej składki emerytalnej na dwa filary zarządzane przez różne instytucje (ZUS i PTE) pozwala co prawda na zrównoważenie ryzyka niestabilności rynków, nie zapewnia natomiast osiągnięcia przez OFE możliwie najlepszych wyników inwestycyjnych. Niepokojący jest fakt, że w ostatnich latach fundusze i ich wyniki inwestycyjne w zasadzie nie różnią się od siebie. Różnica między maksymalną, a minimalną stopą zwrotu na poziomie 29,93% w latach 2001-2004, a 4,82% w latach 2007 – 2010 oraz wyraźna tendencja malejąca tych wskaźników powodują, że sposób inwestowania środków przez OFE zaczyna budzić coraz więcej wątpliwości. Już w 2008 roku Komisja Nadzoru Finansowego opublikowała raport „Konkurencja na rynku OFE”, który sygnalizował problem braku konkurencji na rynku OFE, w ostatnich latach ten problem nasila się coraz bardziej.

Ograniczenia inwestycyjne miały zapewnić bezpieczeństwo środków zgromadzonych na rachunkach w OFE, tymczasem okazuje się, że mogą one stanowić istotną barierę w ich pomnażaniu. Zmiany w obowiązującym systemie emerytalnym powinny dotyczyć limitów inwestycyjnych oraz sposobu rozliczania funduszy z osiągniętych przez nie wyników inwestycyjnych w taki sposób, aby podmioty rynku OFE zaczęły ze sobą konkurować.

Literatura

1. Dybał M., *Efektywność inwestycyjna funduszy emerytalnych*, CeDeWu Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2008.
2. Góra M., *System emerytalny*, PWE, Warszawa 2003.
3. Góra M., *Pora zrozumieć polski system emerytalny*, www.parkiet.com, dostęp 2010-05-16.
4. Marska N., *Obowiązkowe fundusze emerytalne*. Świat i Polska, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2004, str. 87.
5. *Słownik rynku finansowego*, www.knf.gov.pl.
6. Strzelecka M., Polska reforma emerytalna – czas na wnioski, *Ubezpieczenia społeczne. Teoria i praktyka* 4/2009.
7. Survey of investment regulations of pension funds, July 2007, OECD, www.oecd.org
8. Tarczyński W., Łuniewska M., *Dywersyfikacja ryzyka na polskim rynku kapitałowym, Placet, Warszawa 2004*.
9. Ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z dnia 28 sierpnia 1997r.

Summary

The reform of the pension scheme in 1999 in Poland was to increase the security of funds deposited for the payment of retirement benefits. As a result, subject to two mandatory pillars of the pension system. 1st managed by the Social Insurance Institution, 2nd managed by the Universal Pension Fund Society in the form of Open Pension Funds. Due to the fact that funds

collected in the second pillar are managed by private institutions, introduces a number of regulations that were designed to provide maximum protection of collected therein.

The market situation shows that these regulations diversifying risk, while a negative impact on competition in the This study is aimed at moving this subject matter closer.

Informacja o autorze

mgr inż. Elżbieta Ociepa-Kicińska

Uniwersytet Szczeciński

e-mail: elzbieta.ociepa@gmail.com