

Dariusz Stanko
Katedra Ubezpieczenia Społecznego

FUNDUSZE EMERYTALNE - NADZÓR I GWARANCJE

Warszawa
październik 1997

SPIS TRESCI:

ENGLISH SUMMARY	3
1. FUNDUSZE INWESTYCYJNE A EMERYTALNE	5
1.1 Fundusze inwestycyjne a fundusze emerytalne na rynku europejskim	5
1.2 Podobienstwa i różnice. Mozliwosci współpracy	7
1.3 Rodzaje funduszy inwestycyjnych w Europie. Polskie prawo	8
2. MIEJSCE FUNDUSZY EMERYTALNYCH W SYSTEMIE FINANSÓW W POLSCE	10
2.1 Ekonomiczna rola funduszy emerytalnych	10
2.2 Społeczna rola funduszy emerytalnych	13
2.3 Konsekwencje dla instytucji gwarancji i nadzoru	13
3. POJECIA PODSTAWOWE	14
4. PRZEGLAD ROZWIAZAN W ZAKRESIE NADZORU I GWARANCJI NAD FUNDUSZAMI EMERYTALNYMI- SWIAT	26
4.1 Przykladowe rozwiazania na swiecie	27
4.2 Podsumowanie	33
5. PROPONOWANE ROZWIAZANIA W POLSCE. OCENA	35
5.1 Reforma systemu zabezpieczenia społecznego a fundusze emerytalne	35
5.2 Gwarancje w stosunku do funduszy emerytalnych	37
5.3 Nadzór nad funduszami emerytalnymi	39
5.4 Podstawowe elementy ustawy regulujace bezpieczenstwo uczestników programów emerytalnych	40
5.5 Próba oceny systemu nadzoru i gwarancji nad funduszami emerytalnymi w Polsce	43
6. AKTUALNA BIBLIOGRAFIA PRZEDMIOTU	44

ENGLISH SUMMARY

The paper presents issues related to

- creating a system of supervision of capital founded pension funds and,
- solvency guarantees for the system and its pension benefits.

Chapter 1 shows the relation between pension funds and investment funds. The former ones are, to a great extent, clients of the investment funds. The main reasons for being so are: size of the pension fund's assets, investment specialization, creation of passive (indexed) financial instruments, tax reasons or a desire to create basic infrastructure for investment activity at a particular financial market. I present here fundamental similarities (asset allocation) and differences (time structure of liabilities). Moreover, the chapter describes solutions foreseen by bill on pension funds in Poland to be introduced in the future.

Chapter 2 discusses the potential role of pension funds in Poland. Beside the social function (system of pension funds as an element of social security system), they can also play an important economic role (development of capital market, economic growth financing, creation of savings, particularly the long-time ones, more effective usage of funding, speeding the privatization processes, financing of industrial restructuring and budgetary deficit).

Chapter 3 contains the basic glossary of terms related to pension funds.

Chapter 4 distinguishes the notion of guarantees for two cases. The first, relates to the guarantees of pension fund solvency, while the second guarantee assures the benefits to be paid out for members of the system. Next, based on the information obtained during the research process, it depicts the examples of system solutions used in other countries. The characteristic feature of those solutions is that there is no system that would grant state's 100% guarantee for pension funds solvency. Usually, the state provides only a limited guarantee for benefits obtained from funded pension systems, either via participation in liability ladder (as a institution of last resort) or by a decision of bailing out a bankrupt fund made at state's discretion. The second type of decision is frequently related to the state's level of responsibility for the system. Many countries gives out guarantees for the minimum pension related to the value that would have been obtained in the case of participation in the pay-as-you-go system.

The results of the research show popularity of the Chilean solution that has been used to a great extent while creating the version of Polish capital-based pension fund pillar. The chapter concludes with the supposition that the degree of guarantees depends heavily on the state's socio-economic situation and on the society's mentality (for instance, the degree of liberty in economic activity). However, the need of institutions that would supervise the financial sector seems to be undoubted.

The last chapter discusses the solutions proposed for Poland. I shortly discuss here the social security reform and tasks awaiting the pension funds. Next, I present the system of guarantees and control based on the Bill of 28 August, 1997 (On the functions and organisation of pension funds). Furthermore, I describe the safety measures built in the system. Finally, the assessment of the system is being made. Apart from the generally positive grade concerning the system, I suggest also that in the case of Poland, the idea of no guarantees from the state seems to be infeasible. There are several reasons for that (poverty of society, lack of experience in individual saving for retirement, insufficient knowledge of capital market mechanisms).

1. FUNDUSZE INWESTYCYJNE A EMERYTALNE

1.1 Fundusze inwestycyjne a fundusze emerytalne na rynku europejskim

Fundusze inwestycyjne to jedna z trzech głównych grup inwestorów instytucjonalnych, szczególnie w Europie (pozostałe to fundusze emerytalne oraz firmy ubezpieczeniowe). Wg danych z roku 1995, aktywa zachodnioeuropejskich¹ funduszy inwestycyjnych wynosiły ponad 1 100 mld Ecu (ok. 1.4 bln USD)². Dla porównania, w latach 1994-1995, wielkość aktywów funduszy emerytalnych oraz firm ubezpieczeniowych w Europie kształtowała się na poziomie 646 mld Ecu (ok. 822 mld USD) dla funduszy emerytalnych oraz 1 554 mld Ecu dla firm ubezpieczeniowych (ok. 1 978 mld USD)³. Wszystkie te grupy inwestorów mają kilka wspólnych obszarów współpracy, częściowo zaś ich działalność nakłada się.

W przypadku funduszy inwestycyjnych mamy do czynienia z dwoma rodzajami inwestorów - bezpośrednich i pośrednich. Ci pierwsi, inwestujący własne aktywa to właśnie fundusze emerytalne oraz firmy ubezpieczeniowe (oraz w mniejszym zakresie - przedsiębiorstwa oraz fundacje dobroczynne). Pośredni inwestorzy to ci, którzy działają w imieniu swoich klientów.

Fundusze emerytalne inwestują w fundusze inwestycyjne z kilku powodów. Są to m.in.: wielkość aktywów (gdy aktywa danego funduszu emerytalnego są zbyt małe na to, by opłacało się rozdzielać), łatwość oraz wygodę kolektywnego podejścia do niektórych typów inwestycji⁴. Największą pozycją funduszy emerytalnych w funduszach inwestycyjnych są akcje, stąd też fundusze emerytalne poszukują u swoich partnerów wysokiej jakości ekspertyz oraz wykwalifikowanej kadry zarządzającej.

¹ Definiowane jako członkowie Wspólnoty Europejskiej w roku 1995 minus Wielka Brytania, z uwzględnieniem zaś Szwajcarii oraz Norwegii.

² Farrow P., *The Future of European Institutional Mutual Funds*, FT Financial Publishing, Pearson Professional Limited 1986, str. 1

³ Obliczenia własne na podstawie: *ibidem*, str.1 oraz 43.

⁴ *Ibidem*, str. 2

Innym powodem dokonywania inwestycji za pomocą funduszy inwestycyjnych jest chęć stworzenia taniego i łatwego indeksowanego instrumentu inwestycyjnego. Chodzi tutaj o stworzenie takiego portfela inwestycyjnego, który swą strukturą odpowiadałby strukturze danego indeksu giełdowego. Fundusze emerytalne mogą efekt ten uzyskać, albo poprzez odpowiednie skonstruowanie struktury inwestycji własnego portfela, albo - co jest znacznie tańsze i wygodniejsze - zakup pewnej ilości jednostek uczestnictwa w specjalnym funduszu inwestycyjnym - tzw. index fund. Jest to fundusz, którego struktura inwestycji jest identyczna co do struktury z aktualną strukturą papierów wartościowych wchodzących w skład danego indeksu giełdowego.

Kolejnym powodem skłaniającym do korzystania z usług funduszy inwestycyjnych jest chęć dokonania wyspecjalizowanych inwestycji. Zajmują się tym specjalne fundusze inwestycyjne, posiadające znaczne doświadczenie oraz skoncentrowane na danym, wyspecjalizowanym rynku. Fundusze takie mogą specjalizować się zarówno pod względem kategorii rynku (np. nieruchomości), jak i obszaru geograficznego (np. rozwijające się rynki Europy Wschodniej).

Logiczne jest, iż fundusze emerytalne są największymi klientami funduszy inwestycyjnych wszędzie tam, gdzie fundusze emerytalne dysponują odpowiednio dużymi aktywami oraz gdzie taka aktywność jest przewidziana (a czasem pobudzana) przez prawo oraz przepisy podatkowe. W Europie jest to przede wszystkim rynek holenderski oraz w mniejszym stopniu - Szwajcaria i Belgia.

Lokowanie przez fundusze emerytalne środków w funduszach inwestycyjnych może mieć szereg innych przyczyn. Przykładowo, inwestycja taka może być widziana jako jedynie wstępny, „rozpoznawczy” etap, pozwalający uzyskać dodatkową wiedzę oraz zebrać po pewnym czasie wystarczająco wysokie aktywa, by następnie inwestować je samodzielnie na danym rodzaju rynku. W niektórych przypadkach, stosowanie podziału aktywów mijają się z celem (przykład - tzw. emerging markets), bądź też istnieje duża konkurencja na rynku lokalnym skutecznie eliminująca inwestorów niedostatecznie skoncentrowanych na tym rynku (np. rynki Dalekiego Wschodu)⁵.

⁵ Ibidem, str. 2

1.2 Podobienstwa i różnice. Możliwości współpracy

Z punktu widzenia budowy i struktury, fundusz emerytalny może być określony jako specyficzna forma funduszu inwestycyjnego. W obu przypadkach bowiem, gromadza one środki, które następnie inwestują na rynku kapitałowym i pieniężnym. Podstawowa różnica jest jednak cel lokowania, albo innymi słowy - struktura pasywów. Fundusze emerytalne bowiem inwestują pieniądze otrzymane od swoich klientów po to, by uzyskać za kilkadziesiąt lat odpowiednią ilość środków na to, by zapewnić im wykup dożywotniej emerytury. Są to więc oszczędności **dlugoterminowe**, stąd też - charakter inwestowania funduszy emerytalnych ma też charakter długoterminowy. W dużej ilości przypadków, oszczędności mają charakter **przymusowy**. Uczestnicy funduszu emerytalnego nie mogą zatem „wyjść” z funduszu emerytalnego⁶, korzystanie ze zgromadzonych środków może nastąpić tylko po osiągnięciu przez danego uczestnika określonego wieku emerytalnego. Oprócz przymusu natury administracyjnej, może to być przymus o charakterze ekonomicznym (wycofanie środków przed upływem jakiegoś czasu może się po prostu nie opłacać). Stąd też można powiedzieć, iż - po wzięciu pod uwagę losowego charakteru niektórych zdarzeń⁷ - pasywa funduszu emerytalnego są dość **stabilne**.

Fundusz inwestycyjny jest instytucją, gdzie generalnie - czas inwestowania przez danego uczestnika nie jest ograniczony. W przypadku funduszu otwartego, może on w praktycznie dowolnym momencie sprzedać swoje udziały. Jeśli chodzi o fundusz zamknięty - operacja taka jest możliwa raz na jakiś czas. Pasywa takiego funduszu niekoniecznie muszą być więc stabilne co do wielkości, jak i czasu. Mogą mieć one naturę spekulacyjną.

Fundusze emerytalne z racji wielkości swoich aktywów oraz struktury pasywów są zatem interesującym rodzajem inwestorów instytucjonalnych. Zakres i charakter współpracy

⁶ Dokładnie rzecz biorąc, mogą oni wyjść z danego funduszu emerytalnego, muszą jednak przejść do innego.

⁷ Chodzi tutaj przede wszystkim o takie przypadki jak: zgon uczestnika przed uzyskaniem wieku emerytalnego bądź rozwód. W pierwszym przypadku środki uczestnika zostają przebrane na konto spadkobierców (mogą to być konta w innych funduszach emerytalnych). W drugim przypadku - następuje rozdział środków (konto eks-malzonka może być ulokowane w innym funduszu).

dotyczący funduszy inwestycyjnych został nakreślony w poprzednim punkcie. Tutaj można zasygnalizować możliwość ciekawej symbiozy z innymi instytucjami finansowymi. Podstawowym rodzajem współpracy jest **wymiana** pasywów i aktywów. Przykładowo, banki są rodzajem instytucji, których pasywa są narażone na znaczne ryzyko wycofania wkładów. Stąd też, istnieje duże pole do współpracy - fundusze emerytalne dostarczają im środków (jako długoterminowy wierzyciel), wyspecjalizowane zaś banki - inwestują je w postaci długoterminowych aktywów, bądź innych - wyżej oprocentowanych niż instrumenty rynku pieniężnego - projektów.

Inny rodzaj instytucji z którymi możliwa jest współpraca funduszy emerytalnych to instytucje hipoteczne (banki, hipoteczne fundusze inwestycyjne, spółki itd.).

1.3 Rodzaje funduszy inwestycyjnych w Europie. Polskie prawo

Podstawowe rodzaje funduszy inwestycyjnych⁸ to:

1. Otwarte fundusze inwestycyjne (open-ended funds)

- spółka inwestycyjna o zmiennym kapitale tzw. SICAV (variable capital corporation, societe d'investissement a capital variable)
- trust inwestycyjny o nieograniczonej wysokości emisji (unit trust)
- firma zarządzająca z zależnymi funduszami wspólnymi (management companies with dependent common funds)
- inne

2. Zamknięte fundusze inwestycyjne (close-ended funds)

- fundusz inwestycyjny (investment trust)
- fundusz inwestujący w nieruchomości tzw. SICAF (societe d'investissements a capital fixe)
- nie notowany na giełdzie fundusze wspólne (unquoted pooled arrangement)
- fundusz wspólny inwestujący w papiery wartościowe danego kraju (country specific investment pool)
- nie notowana spółka z ograniczoną odpowiedzialnością (limited partnership)
- fundusz inwestycyjny dla jednego inwestora (mutual fund for one investor)

⁸ Farrow P., The Future of ..., str. 19

Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych w pełni wprowadza na rynek polski te instytucje finansowa. Nowa ustawa przewiduje tworzenie trzech rodzajów funduszy inwestycyjnych⁹. Sa to:

1. Fundusz otwarty - bedacy nieco poprawiona wersja obecnych funduszy powierniczych. Jest to najbezpieczniejszy typ funduszy, totez ograniczenia nalozone na jego polityke inwestycyjna sa najostrzejsze.
Wśród funduszy otwartych wyróżnic mozna specjalistyczny fundusz otwarty, o zawezonym gronie inwestorów.
2. Fundusz zamkniety - o szerokim profilu inwestycyjnym, a zatem takze - najwyzszym ryzyku inwestycyjnym i najbardziej liberalnych ograniczeniach dotyczacych sposobu lokowania srodków.
3. Fundusz mieszany - laczaczy cechy dwóch poprzednich.

Generalnie, mozna stwierdzic, iz rozwiazania dotyczace polskich funduszy inwestycyjnych sa w swej idei bardzo podobne do rozwiazan przyjetych w ustawie o funduszach emerytalnych.

Takze w przypadku funduszy inwestycyjnych jak bylo to w przypadku funduszy powierniczych oraz przewiduje sie w stosunku do funduszy emerytalnych, majatek funduszu jest rozdzielony od majatku towarzystwa funduszy inwestycyjnych (czyli towarzystwa zarzadzajacego danym funduszem). Stworzona bedzie instytucja banku powiernika. Nadzór nad dzialalnoscia funduszy inwestycyjnych bedzie sprawowala Komisja Papierów Wartosciowych.

Tylko towarzystwo funduszy inwestycyjnych bedzie mialo prawo tworzenia, zarzadzania oraz reprezentowania funduszy inwestycyjnych. Jedyna mozliwa forma prawna dla towarzystwa jest postac spółki akcyjnej o minimalnym kapitale akcyjnym 3 mln zł. Kapital ten musi byc wniesiony gotówka, miec udokumentowane pochodzenia, jak również nie pochodzic z kredytu badz pozyczki. Jesli towarzystwo bedzie chcialo zarzadzac wiecej niz jednym funduszem, musi dysponowac kapitałem akcyjnym w wysokosci co najmniej 1 mln zł na kazdy dodatkowy fundusz.

⁹ Balcerzyk L, Fundusze w transformacji, Asekuracja&Reasekuracja 1997, pazdziernik, s. 30-33

Kapitał własny towarzystwa musi utrzymywać się stale na poziomie co najmniej 50% minimalnego wymaganego kapitału akcyjnego.

Polityka inwestycyjna przewiduje zakaz zaciągania pożyczek, kredytów czy emisji obligacji powyżej 10% kapitału własnego, jak również udzielania pożyczek, gwarancji czy poręczeń powyżej 10% (nie obejmuje się tutaj takowych wynikających z zakładowego funduszu socjalnego).

Bankiem depozytariuszem funduszu może być Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych lub bank z siedzibą w Polsce o funduszach własnych wynoszących przynajmniej 100 mln zł. Zadaniem banku jest - oprócz obsługi funduszu - nadzorowanie prawidłowości działań funduszu jak również kontrola i obowiązek natychmiastowego informowania nadzoru, w przypadku stwierdzenia nieprawidłowości w działalności funduszu inwestycyjnego (identyczna rola jak w przypadku banku depozytariusza funduszu emerytalnego).

2. MIEJSCE FUNDUSZY EMERYTALNYCH W SYSTEMIE FINANSÓW W POLSCE

Fundusze emerytalne odgrywają znaczącą rolę w systemie finansowym każdego państwa. Rola ta jest tym większa, im bardziej rozwinięte są rynki kapitałowe danego kraju, jak również im większe zadania społeczne mają realizować fundusze.

Jak widać, rolę funduszy emerytalnych można rozpatrywać przede wszystkim z dwóch punktów widzenia: ekonomicznego oraz społecznego.

2.1 Ekonomiczna rola funduszy emerytalnych

Ekonomiczna rola funduszy emerytalnych wynika z faktu, iż są to instytucje dysponujące z reguły olbrzymimi środkami finansowymi. Z racji swojego charakteru, fundusze emerytalne odgrywają rolę długoterminowych inwestorów instytucjonalnych i przyczyniają się do stabilizacji i rozwoju rynków kapitałowych. Z makroekonomicznego punktu

widzenia, fundusze inwestują zagregowane oszczędności krajowe na rynkach kapitałowych. Relacja, jaka część tych środków trafia bezpośrednio na krajowy rynek kapitałowy, a jaka na rynki zagraniczne zależy od stopnia globalizacji danej gospodarki oraz rozwoju jej lokalnych rynków finansowych, uwarunkowań prawnych, geopolitycznych i innych.

W Polsce, fundusze emerytalne mogą odegrać szczególnie istotną rolę. Powstanie tak znaczących inwestorów instytucjonalnych może **wspomóc i przyspieszyć rozwój naszego rynku kapitałowego a także wpłynąć na jego stabilizację**. Najważniejszymi z lokat funduszy emerytalnych będą bowiem akcje przedsiębiorstw oraz różnorodne długoterminowe aktywa lokaty finansowe.

Fundusze emerytalne mogą stać się instytucjami **wspomagającymi i finansującymi wzrost gospodarczy**. Będą one dysponowały środkami przed opodatkowaniem¹⁰ powstałymi jako efekt obowiązkowego oszczędzania ludności pracującej. Spowoduje to istotny wzrost oszczędności, a z czasem także zmianę ich struktury na oszczędności bardziej długofalowe, co z kolei pozwala na emisję długoterminowych papierów wartościowych. Pomocze to z pewnością w finansowaniu wzrostu gospodarczego kraju. Możliwe są także pośrednie efekty finansowe spowodowane malejącym udziałem wydatków budżetowych, a przez to **bardziej efektywnym wykorzystaniem pieniądza**. Fakt ten może przyczynić się do wzrostu konkurencji na rodzimym rynku finansowym, a przez to - do obniżenia kosztu kapitału¹¹. Efektem może być wzrost taki, jaki zanotowano w Chile po wprowadzeniu reformy, bądź taki, jaki obserwuje się w krajach azjatyckich o wysokiej stopie oszczędności krajowych.

Fundusze mogą przyczynić się znacznie do **przyspieszenia procesów prywatyzacyjnych**. Przy niewielkiej chłonności rynku (dużo drobnych inwestorów nie dysponujących odpowiednimi kapitałami) pojawienie się tak dużych instytucji zapewni popyt na papiery wartościowe prywatyzowanych spółek¹². Wśród potencjalnych zadań,

¹⁰ Wzmocni to znacznie efekt akumulacji kapitału.

¹¹ Bezpieczeństwo dzięki różnorodności. Reforma systemu emerytalno-rentowego w Polsce, Pełnomocnik Rządu do spraw reformy systemu zabezpieczenia społecznego, Warszawa, maj 1997 - s. 78

¹² Osobną kwestią jest rozwiązanie problemu jak stworzyć odpowiednie źródła finansowania kosztów reformy (deficyt budżetowy spowodowany niedoborem składek zbieranych przez ZUS i wypłacanych natychmiast dzisiejszym emerytom).

jakie mogą wypełnić fundusze na tym polu jest rola inwestora instytucjonalnego, który ustabilizuje rynek w chwili, gdy pracownicy będą mogli obracać akcjami otrzymanymi bezpłatnie w ramach prywatyzowania ich zakładów. Istnieją obawy, iż po okresie 2-letniej karencji, akcje te w dużej ilości trafią na rynek, co - przy braku odpowiedniego popytu - może spowodować bardzo poważny kryzys na giełdzie papierów wartościowych. Stąd istotnym jest czynnik czasu - czy fundusze na skutek opóźnienia reformy nie pojawią się po kulminacyjnym momencie „post-prywatyzacyjnym”.

Środki funduszy przeznaczone będą także na inwestycje rozwojowe (nowe technologie, restrukturyzacja i dokapitalizowanie przedsiębiorstw krajowych). Fundusze emerytalne, jako krajowi inwestorzy instytucjonalni mogą zatem stać się istotnym czynnikiem wspomagającym przedsiębiorstwa w stawianiu czoła konkurencji zagranicznej.

W miarę rozwoju rynku kapitałowego oraz spadku stopy inflacji, fundusze mogą - z racji swojego długoterminowego charakteru inwestycji - przyczynić się znacznie do rozwoju rynku hipotecznego, a co za tym idzie - finansowania budownictwa w Polsce. W krajach rozwiniętych fundusze emerytalne są jednym ze znaczących uczestników rynków nieruchomości.

Doświadczenia chilijskie wskazują na to, iż fundusze emerytalne mogą w przyszłości stać się poważnymi inwestorami dokonującymi lokat kapitałowych w krajach sąsiednich regionu¹³.

W najbliższym czasie i z największym prawdopodobieństwem można stwierdzić, iż fundusze emerytalne odgrywać będą niebagatelną rolę w **finansowaniu deficytu budżetowego**. Fundusze emerytalne zgłaszają będą znaczny popyt na papiery wartościowe o zerowym bądź niskim stopniu ryzyka takie jak: bony skarbowe, obligacje Skarbu Państwa, inne papiery wartościowe emitowane lub gwarantowane przez Skarb Państwa bądź Narodowy Bank Polski¹⁴. W ten sposób, zapewniony będzie popyt na

¹³ Aczkolwiek, rola funduszy będzie bardzo silnie zależała od ogólnej sytuacji gospodarczej kraju oraz koniunktury światowej. Zatem, przy rozważaniu ewentualnych efektów reformy nie należy popadać w bezkrytyczny entuzjazm.

¹⁴ Popyt ten wynika z jednej strony z konieczności dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, z drugiej zaś - jest pobudzony przez ustawowe ograniczenia i nakazy co do poszczególnych kategorii inwestycji.

papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa. Zgromadzone przez fundusze oszczędności gospodarstw domowych stanowią wygodne - i w miarę tanie - bezinflacyjne źródło finansowania deficytu budżetowego oraz kosztów obsługi długu publicznego. (Należy jedynie podkreślić, iż możliwości finansowania deficytu są, z samej swej natury, ograniczone).

2.2 Społeczna rola funduszy emerytalnych

Rola społeczna funduszy emerytalnych jest zapewnienie emerytury w przyszłości dla każdego uczestnika programu, który spełnił wyznaczone kryteria. Dysponując środkami generacji pracującej, fundusze mają za zadanie takie ich pomnożenie, by w momencie przejścia na emeryturę, członek funduszu dysponował odpowiednią wielkością środków potrzebnych na wykupienie dożywotniej emerytury w firmie ubezpieczeń emerytalnych.

W Polsce, fundusze emerytalne będą podstawowym elementem pozwalającym na uzyskanie w miarę realnej wartości oszczędzanej składki. Fundusze mają przyczynić się do racjonalizacji systemu emerytalnego w Polsce, który - będąc w całości oparty na systemie PAYG (pay-as-you-go, system repartycyjny) w obecnych warunkach demograficznych staje przed groźbą całkowitej niewydolności.

Dodatkowo, stworzenie systemu emerytalnego opartego na trzech podsystemach: repartycyjnym, kapitałowym oraz indywidualnej przezorności daje znacznie większe bezpieczeństwo uczestników, dzięki dywersyfikacji źródeł finansowania emerytur a zatem - uniknięciu pojedynczego, dużego ryzyka.

Społeczna rola funduszy jest więc niebagatelna - od jakości ich funkcjonowania zależy jakość życia osób, które za kilkadziesiąt lat będą przechodziły na emeryturę.

2.3 Konsekwencje dla instytucji gwarancji i nadzoru

Rola społeczna i finansowa funduszy emerytalnych stwarza **konieczność skonstruowania systemu gwarancji i nadzoru** w stosunku do tych instytucji.

Rola państwa w tym zakresie staje się tym większa, jeśli dany system posługuje się przymusem ubezpieczeniowym, jak ma to miejsce w przypadku Polski.

Oprócz instytucji państwowych nadzorujących rynek funduszy emerytalnych można zastanowić się jeszcze nad tym, czy w przyszłości, przy odpowiednim rozwoju gospodarczym oraz wykształceniu dojrzałego rynku kapitałowego możliwe będzie powierzenie dużej części nadzoru instytucjom „samoregulującym się”, jak ma to miejsce w przypadku brytyjskiego rynku finansowego.

3. POJECIA PODSTAWOWE

- 1. Aktuariusz (ang. Actuary)** [L. RACHUNKOWOSCI, str. 9] - specjalista z dziedziny zwanej matematyka aktuarialna, na którą składa się matematyka finansowa, statystyka ubezpieczeniowa, demografia i teoria ryzyka. Aktuariusz wykonuje potrzebne obliczenia służące do kalkulacji składek, bada szkodliwość, oszacowuje wielkość ryzyka. Obliczenia te oparte na materiale empirycznym są podstawą ustalenia wysokości składek taryfowych i funduszy rezerwowych niezbędnych do zapewnienia równowagi finansowej towarzystwa ubezpieczeniowego. (Pod koniec XIX w. Powstało międzynarodowe stowarzyszenie aktuariuszy pod nazwą Comité Permanent des Congrès Internationaux d' Actuaire oraz odbył się pierwszy międzynarodowy kongres aktuariuszy w Brukseli w 1895)
- 2. Aktywa netto (ang. Net asset value)** [GLOSSARY] - aktywa ogółem pomniejszone o zobowiązania. Są to więc aktywa sfinansowane pasywami własnymi (kapitałem i zyskiem niepodzielonym).
- 3. Aktywne zarządzanie funduszem (ang. Active fund management)** [Por. GLOSSARY oraz PULAWSKI]- styl zarządzania inwestycyjnego, mający na celu osiągnięcie wyższej stopy zwrotu, niż przeciętna na danym rynku. Ta ostatnia jest zazwyczaj wyrażona zmianą indeksu (np. indeksu giełdowego). Stosowane techniki to: alokacja aktywów (asset allocation), market timing lub stock selection. (wybór akcji do portfela).

- 4. Alokacja aktywów (ang. Asset allocation)** [GLOSSARY] - dywersyfikacja aktywów funduszu emerytalnego pomiędzy różnorodne klasy aktywów i/lub rynków, takie jak: akcje spółek krajowych i zagranicznych, papiery wartościowe o stałej lub zmiennej stopie procentowej, papiery wartościowe indeksowane, papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa, nieruchomości, gotówkę itd. Długoterminowa, strategiczna alokacja aktywów funduszu emerytalnego odzwierciedla wytyczne naznaczone przez Spółkę Zarządzającą funduszem w stosunku do jej celów inwestycyjnych. W krótkim horyzoncie czasowym, manager inwestycyjny funduszu dążyć będzie - za pomocą decyzji o charakterze taktycznym - do uzyskania dodatkowych (ponad strategicznie ustalone wytyczne) przychodów.
- 5. Baza (ang. Benchmark)** [GLOSSARY] - jest to punkt odniesienia, wykorzystywany do porównań. W przypadku funduszy emerytalnych, bazy używa się do porównania efektywności inwestycji dokonywanych przez managerów inwestycyjnych. Takim punktem odniesienia może być albo zmiana odpowiedniego indeksu rynkowego (np. WIG-u dla akcji polskich spółek giełdowych), albo średnia rentowność w branży funduszy emerytalnych o zbliżonej polityce inwestycyjnej.
- 6. Benchmarking** [GLOSSARY] - technika polegająca na porównaniu efektywności inwestycji funduszu w stosunku do pewnego wskaźnika, stanowiącego punkt odniesienia dla danego rynku (tzw. baza, ang. Benchmark).
- 7. Bony skarbowe (ang. Treasury bills)** [OWSIĄK, str. 228, 400] - krótkoterminowe papiery wartościowe emitowane przez państwo w celu pokrycia bieżących potrzeb płatniczych. Są one emitowane z reguły w dużych nominalach i przeznaczone do transakcji na tzw. rynku blokowym (hurtowym). Sprzedaje się je z dyskontem od wartości nominalnej. W Polsce bony skarbowe emitowane są na okres: 4, 8, 13, 26, 39 i 52 tygodni.
- 8. Członek funduszu emerytalnego** [Ustawa o FE, art. 8] - oznacza osobę fizyczną, która zawarła umowę z funduszem lub na której nazwisko, w przypadkach określonych w ustawie, został otwarty rachunek w funduszu.
- 9. Depozytariusz (ang. Custodian)** [GLOSSARY] - organizacja odpowiedzialna za bezpieczne fizyczne przechowanie papierów wartościowych, jakkolwiek zazwyczaj jej usługi obejmują ponadto obsługę i rozliczenia obrotu papierami wartościowymi,

przyjmowanie dywidend, dochodzenie zwrotu podatków oraz monitorowanie i prowadzenie księgowości operacji dokonywanych w imieniu klienta.

10.Dług publiczny (ang. Public debt) [OWSIĄK str. 217, 218] - finansowe zobowiązanie władz publicznych (państwowych i samorządowych) z tytułu zaciągniętych pożyczek. Dług publiczny można dzielić na dobrowolny i przymusowy, krajowy i zagraniczny, krótkoterminowy i długoterminowy.

11.Dopasowywanie aktywów do pasywów funduszu emerytalnego (ang. Asset liability matching) [GLOSSARY] - technika takiego inwestowania w dany papier wartościowy (lub portfel papierów wartościowych), by uzyskany zwrot był równy wielkości przyszłych zobowiązań wynikających z danej pozycji pasywów funduszu emerytalnego oraz, by był z nią skorelowany w czasie.

Poprzez te techniki, fundusz emerytalny unika ryzyka niedopasowania pozycji aktywów do pasywów i odwrotnie. Pasywa fundusze emerytalnego mają bowiem naturę zobowiązań długoterminowych. Stąd też, fundusze dążą do inwestowania na bieżąco uzyskiwanych składek w aktywa o charakterze długoterminowym, zapewniającym odpowiedni poziom zysku. Im dłuższy horyzont czasowy inwestycji, tym wyższa powinna być jej rentowność.

12.Dywersyfikacja (ang. Diversification) [GLOSSARY] - skuteczne zróżnicowanie posiadanych aktywów finansowych w celu zminimalizowania prawdopodobieństwa, iż negatywna zmiana rentowności pojedynczego papieru wartościowego lub jednej klasy aktywów odbije się w sposób znaczący na dochodowości całego portfela.

13.Dywersyfikacja portfela inwestycyjnego (ang. Investment portfolio diversification) [L. PRYWATYZACJI, str. 32] - Działanie inwestora polegające na tworzeniu portfela papierów wartościowych przez uwzględnienie akcji o ujemnej (bądź niskiej) korelacji oraz zakupie rozmaitych instrumentów finansowych w celu zmniejszenia ryzyka, a jednocześnie uzyskania pozadanej stopy zysku.

Zasadnicza dywersyfikacja przebiega według podstawowych typów papierów wartościowych przy zróżnicowaniu przede wszystkim między gotówką, papierami o stałym oprocentowaniu oraz aktywami. Ponadto, jest stosowana dywersyfikacja według krajów, działów gospodarki narodowej i branż przemysłu (dywersyfikacja przestrzenna), oraz w przypadku obligacji - według terminu ich wykupu przez

emitenta. Dywersyfikacja portfela inwestycyjnego stanowi podstawę działania funduszy otwartych oraz funduszy zamkniętych.

14. Fundusz emerytalny (ang. Pension fund) [L. PRYWATYZACJI, str. 39 oraz L. BUSINESSMANA, str. 74] - zasoby finansowe pochodzące z regularnych składek płaconych przez pracodawców oraz ich pracowników na poczet przyszłych rent i emerytur. Gromadzone są one z reguły przez państwo, związki zawodowe, bądź też przez sektor przedsiębiorstw. Zasadniczym zadaniem funduszy emerytalnych jest zabezpieczenie zgromadzonych środków przed spadkiem ich wartości, a także ich powiększenie. Ze względu na znaczne zasoby oraz związane z nimi zobowiązania długoterminowe, fundusz emerytalny może inwestować na rynku kapitałowym. Fundusz emerytalny to ważne źródło finansowania rynku kapitałowego i inwestycji. Fundusze emerytalne mogą wywierać znaczny wpływ na rynek papierów wartościowych (akcji i udziałów), jak również na działalność gospodarczą.

15. Fundusz inwestycyjny (ang. Investment fund, Mutual fund) [L. PRYWATYZACJI, str. 39] - instytucja finansowa zajmująca się zbiorowym lokowaniem środków pieniężnych (najczęściej w papiery wartościowe), która spełnia rolę inwestora pasywnego.

Można wyróżnić fundusze inwestycyjne typu zamkniętego lub otwartego. Fundusze inwestycyjne są zwykle organizowane przez firmy doradcze, których zadaniem jest proponowanie określonego celu inwestycyjnego. Udziałowcy spółki wybierają zarząd, który nadzoruje działalność funduszu oraz portfel lokat. Każdy fundusz ma obowiązek udostępniania do publicznej wiadomości swojego prospektu, w którym przedstawia cele oraz ryzyko inwestycyjne.

Korzyści płynące z inwestowania w akcje / udziały funduszy inwestycyjnych są następujące:

- 1) dywersyfikacja portfela inwestycyjnego
- 2) zarządzanie portfelem przez profesjonalnego menedżera
- 3) oszczędność czasu i środków potrzebnych na śledzenie cen poszczególnych papierów wartościowych

Parametrami określającymi wiarygodność funduszu (zdolność do pomnożenia zainwestowanego kapitału) są kwalifikacje menedżerów, struktura portfela

inwestycyjnego, strategia inwestycyjna, perspektywy rynkowe, a także doświadczenie w danym środowisku (sektor gospodarki)

16. Fundusz otwarty (ang. Open-ended (mutual) fund, Open-ended investment trust, Mutual investment fund, Open-ended management company) [L.

PRYWATYZACJI, str. 40] - fundusz inwestujący środki pieniężne pochodzące ze sprzedaży jednostek uczestnictwa (ich liczba, w odróżnieniu od akcji funduszy zamkniętych, nie jest ograniczona - stąd nazwa funduszu) na otwartym rynku papierów wartościowych. Wpłacanie pieniędzy do funduszu otwartego wiąże się z utworzeniem nowych jednostek uczestnictwa (ich liczba odpowiada wysokości wpłaty, z dokładnością do ułamkowych części jednostki). Umorzenie jednostki uczestnictwa polega na odkupieniu jej przez fundusz.

17. Fundusz powierniczy (ang. Mutual fund, istnieją problemy z dokładnym tłumaczeniem) [L. PRYWATYZACJI, str. 40] - instytucja finansowa, której działanie

polega na gromadzeniu środków pieniężnych, uzyskanych od inwestorów, a następnie zbiorowym lokowaniem ich w odpowiednio dobrane pakiety papierów wartościowych. Fundusz powierniczy stanowi formę inwestowania pośredniego. Może przyjmować formę zamkniętą lub otwartą.

Zob.: Fundusz inwestycyjny, fundusz otwarty, fundusz zamknięty

18. Fundusz powierniczy otwarty (ang. Mutual open-ended fund) [L.

RACHUNKOWOSCI, str. 51] - typ funduszu powierniczego, w którym inwestowanie polega na wykupieniu jednostki uczestnictwa. Wartość tej jednostki równa jest wartości aktywów netto funduszu podzielonej przez liczbę jednostek. Fundusze pochodzące ze sprzedaży jednostek uczestnictwa są następnie inwestowane w instrumenty finansowe. W Polsce pierwszym funduszem powierniczym otwartym był Pioneer Pierwszy Polski Fundusz Powierniczy.

19. Fundusz powierniczy zamknięty (ang. Mutual close-ended fund) [L.

RACHUNKOWOSCI, str. 51] - typ funduszu powierniczego będący spółką akcyjną, której podstawowym zadaniem jest inwestowanie w instrumenty finansowe. Uczestnik funduszu zakupuje jego akcje.

20. Fundusz zamknięty (ang. Closed-end investment trust, Closed-end (mutual fund) [Leksykon L. PRYWATYZACJI, str. 42] - fundusz inwestycyjny w formie spółki o

określonym (zamkniętym) kapitale, którego celem jest lokowanie środków

pieniężnych w papiery wartościowe. Inwestycje w akcje funduszu odbywają się poprzez zakup jego akcji na rynku pierwotnym oraz między emisjami na rynku wtórnym. Wycofywanie zainwestowanych środków polega na sprzedaży akcji. W celu zapewnienia maksymalnej płynności, akcje funduszy są zazwyczaj notowane na giełdzie.

21.Fundusz zarządzany (ang. Managed fund) [GLOSSARY] - fundusz emerytalny wspólny o jednostkach uczestnictwa zarządzany przez firmę ubezpieczeniową.

22.Indeks giełdowy (ang. Market index) [L. RACHUNKOWOSCI, str. 64 i GLOSSARY] - liczba indeks zazwyczaj skonstruowany z reprezentatywnych dla danego rynku akcji przedsiębiorstw, używany jako wzorzec (baza) odpowiednich rynków, do którego porównuje się efektywność z inwestowania zarówno w indywidualne akcje, jak i portfele akcji. Indeks charakteryzuje w sposób syntetyczny sytuację na giełdzie (rynku) w danym momencie. Najczęściej indeksy giełdowe konstruowane dla akcji odzwierciedlają zmiany cen akcji lub zmiany wartości rynkowej (określonej jako iloczyn cen akcji i liczby wyemitowanych akcji) spółek emitujących akcje

23.Indeksowanie (ang. Indexation, Index-tracking) [Glossary] - podejście związane z pasywnym typem zarządzania inwestycyjnego, którego zadaniem jest naśladowanie efektywności inwestycyjnej jakiegoś indeksu rynkowego. Utworzony portfel może być oparty na indeksie poprzez zakup każdego papieru wartościowego w tej samej proporcji, w jakiej składa się on na indeks (technika znana jako replikacja, ang. Replication) lub poprzez wybór mniejszej ilości papierów wartościowych, które razem powinny odzwierciedlać cechy naśladowanego indeksu (technika zwana próbkowaniem, ang. Sampling).

24.Inwestor instytucjonalny (ang. Institutional investor) [Por. L. BUSINESSMENA, str. 91] - termin używany w odniesieniu do instytucji takich jak: fundusze emerytalne, inwestycyjne instytucje powiernicze, tzw. trusty inwestycyjne oraz przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe lokujące środki powierzone przez swoich klientów w różnorodne instrumenty finansowe

25.Minimalna wymagana stopa zwrotu [Ustawa o FE, art. 175 p. 2] - jest to stopa zwrotu niższa o 50% od średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich funduszy

emerytalnych w tym okresie lub o więcej niż 4 punkty procentowe od tej średniej, w zależności od tego, która z tych wielkości jest niższa.

26. Modelowanie aktywów i pasywów funduszu emerytalnego (ang. Asset liability modelling) [GLOSSARY] - technika wykorzystująca projekcje przyszłej pozycji finansowej funduszu emerytalnego, wynikającej z jego przyszłych aktywów i pasywów w celu ustalenia użyteczności poszczególnych polityk inwestycyjnych.

27. Narodowy Fundusz Inwestycyjny (Por. L. PRYWATYZACJI, str. 82) - spółka akcyjna, utworzona i działająca na podstawie ustawy o Narodowych Funduszach Inwestycyjnych oraz Kodeksu handlowego funkcjonująca jako fundusz inwestycyjny typu zamkniętego.

Na majątek NFI składają się głównie akcje / udziały spółek parterowych (czyli tych przedsiębiorstw państwowych, które biora udział w Programie Powszechniej Prywatyzacji). NFI jest inwestorem aktywnym w stosunku do spółek w których posiada wiodące (33%) pakiety akcji oraz inwestorem pasywnym w stosunku do spółek, w których posiada pakiety mniejszosciovne. Zadaniem NFI jest zwiększanie wartości akcji znajdujących się w portfelu inwestycyjnym.

85% akcji NFI przydzielono bezpośrednio obywatelom; 15% zostało wyodrębnione jako specjalny pakiet akcji, pozostający początkowo w gestii Skarbu Państwa z przeznaczeniem na wynagrodzenia za wyniki finansowe dla firmy zarządzającej. Akcje NFI były wydawane za świadectwa udziałowe Programu Narodowych Funduszy Inwestycyjnych (pakiet zawierający po jednej akcji każdego z funduszy, przeznaczonych do takiej wymiany przez d. Ministra Przekształcen Własnościowych (czyli obecnie Ministerstwa Skarbu) po dopuszczeniu ich do obrotu publicznego.

28. Niedobór [Ustawa o FE, art. 175 p.1] - występuje w otwartym funduszu emerytalnym w przypadku, gdy stopa zwrotu tego funduszu za okres 24 miesięcy, przyjmowania składek jest niższa od minimalnej wymaganej stopy zwrotu.

29. Otwarty fundusz emerytalny [Ustawa o FE, art. 8] - otwarty fundusz - oznacza otwarty fundusz emerytalny, który został utworzony i jest zarządzany przez powszechne towarzystwo.

30. Pasywne zarządzanie funduszem (ang. Passive fund management) [GLOSSARY] - określenie generalnie stosowane przy technice indeksowania, jakkolwiek może być ono zastosowane do dowolnego portfela, który nie jest

zarządzany w sposób aktywny i który charakteryzuje się zawieraniem niewielkich ilości transakcji giełdowych

31.Portfel inwestycyjny [GLOSSARY] - zestaw papierów wartościowych oraz innych instrumentów finansowych, który znajduje się w posiadaniu inwestora.

W praktyce istnieją różne sposoby tworzenia portfeli inwestycyjnych. Klasyczna teoria wyboru portfela inwestycyjnego opiera się na zasadzie maksymalizowania stopy zysku i minimalizowania ryzyka portfela. Zasada ta jest realizowana poprzez wyznaczenie portfeli efektywnych (to jest takich, dla których nie istnieją inne portfele o tej samej stopie zysku i mniejszym ryzyku oraz dla których nie istnieją inne portfele o tym samym ryzyku i większej stopie zysku) i wybór jednego spośród nich

32.Powszechne towarzystwo emerytalne - towarzystwo emerytalne będące organem otwartego funduszu emerytalnego

33.Pracownicze towarzystwo emerytalne - towarzystwo emerytalne będące organem pracowniczego funduszu emerytalnego.

34.Pracowniczy fundusz emerytalny [Ustawa o FE, art. 8] - pracowniczy fundusz - oznacza pracowniczy fundusz emerytalny, który został utworzony i jest zarządzany przez pracownicze towarzystwo.

35.Stopa zwrotu funduszu emerytalnego [Ustawa o FE, art. 172] - jest to wyrażony procentowo iloraz różnicy wartości jednostki rachunkowej w ostatnim dniu roboczym miesiąca kończącego kwartał i wartości tej jednostki w ostatnim dniu roboczym miesiąca przypadającego przed 24 miesiącami oraz wartości tej jednostki w ostatnim dniu roboczym miesiąca przypadającego przed 24 miesiącami.

36.Stopa zwrotu wazona czasem (ang. Time-weighted rate of return) [BLAKE: str. 63-4, str. 343-5] - procentowa zmiana wartości inwestycji na przestrzeni określonego czasu, dostosowana do minimalizacji potencjalnego zniekształcenia efektu wynikającego z pojawiania się w określonych momentach czasu zewnętrznie wywołanych wpływów i wypływów finansowych z funduszu. Precyzyjna definicja to skumulowana kapitalizowana stopa zwrotu z portfela, wyliczana w każdym dniu, kiedy pojawia się wpływ lub wypływ środków finansowych z funduszu na przestrzeni rozpatrywanego okresu czasu. Ponieważ managerowie inwestycyjni nie mają zazwyczaj kontroli nad tym, kiedy pojawi się przepływ środków finansowych, metoda ta jest uważana za znacznie dokładniejszą miarę ich kompetencji i stanowi znacznie

lepsza baza do porównan z innymi managerami, niz jest to w przypadku stopy zwrotu wazonej pieniadzem

37.Stopa zwrotu wazona pieniadzem (ang. Money-weighted rate of return, Internal rate of return) [Por. GLOSSARY oraz BLAKE str. 62, str. 343-5] -

procentowa zmiana wartosci inwestycji po okreslonym czasie, obejmujaca efekt wielkosci i czasu zaistnienia przeplywu strumieni pienieznych w badanym okresie. Jest to innymi slowy wewnetrzna stopa zwrotu

38.Srednia stopa zwrotu funduszy emerytalnych [Ustawa o FE, art. 173 p.1] - za

okres 24 miesiecy jest suma iloczynów stopy zwrotu kazdego z otwartych funduszy emerytalnych i wskaźnika przecietnego udzialu w rynku danego otwartego funduszu. Wskaźnikiem przecietnego udzialu w rynku danego otwartego funduszu jest srednia arytmetyczna wskaźnika udzialu w rynku w ostatnim dniu roboczym miesiaca roboczym miesiaca poprzedzajacego okres 24 miesiecy i wskaźnika udzialu w rynku w ostatnim dniu roboczym miesiaca przypadajacego na koniec okresu 24 miesiecy. Wskaźnikiem udzialu w rynku otwartego funduszu, w okreslonym dniu jest iloraz wartosci aktywów netto tego funduszu i wartosci aktywów netto wszystkich otwartych funduszy, wedlug stanu na dzien obliczenia wskaźnika.

39.Techniki worzenia portfela inwestycyjnego - rodzaje: [GLOSSARY]

alokacja aktywów (ang. Asset allocation) - dywersyfikacja aktywów funduszu emerytalnego pomiedzy różnorodne klasy aktywów i/lub rynków, takie jak: akcje spółek krajowych i zagranicznych, papiery wartosciowe o stalej lub zmiennej stopie procentowej, papiery wartosciowe indeksowane, papiery wartosciowe emitowane przez Skarb Panstwa, nieruchomosci, gotówke itd. Dlugoterminowa, strategiczna alokacja aktywów funduszu emerytalnego odzwierciedla wytyczne naznaczone przez Spólke Zarzadzajaca funduszem w stosunku do jej celów inwestycyjnych. W krótkim horyzoncie czasowym, manager inwestycyjny funduszu dazyc bedzie - za pomoca decyzji o charakterze taktycznym - do uzyskania dodatkowych (ponad strategicznie ustalone wytyczne) przychodów.

wybór akcji do portfela inwestycyjnego (ang. Stock selection) - proces zarzadzania portfelem pewnej klasy aktywów, zazwyczaj nakierowany na uzyskanie lepszych od bazy (benchmark) wyników finansowych poprzez udane transakcje zakupu i sprzedazy papierów wartosciowych nalezacych do tej klasy aktywów

performance attribution - identyfikacja źródeł zysków z danego portfela lub papieru wartościowego uzyskiwanych na przestrzeni określonego czasu

technika bottom-up („z dołu do góry”) - określenie używane do wyjaśnienia techniki wyboru akcji na danym rynku polegającej na skupianiu się przede wszystkim na samej akcji i standingu firmy a nie na sektorze rynku, do którego ta firma należy. Przykład: wybieramy akcje „Wedla” kierując się pozycją i renomą firmy a nie dlatego, że należy ona do branży cukierniczej

technika top-down („z góry do dołu”) - technika odwrotna do techniki bottom-up, nacisk kładzie się przede wszystkim na wyborze sektora lub państwa do inwestycji, a dopiero następnie - na wyborze określonej akcji. Przykład (DS): najpierw wybieramy branżę, w którą chcemy zainwestować (np. banki) a dopiero później - określony papier (np. akcje Polskiego Banku Rozwoju S.A.)

technika top-slicing - technika polegająca na sprzedaży części inwestycji w momencie wzrostu jej wartości rynkowej w celu realizacji części zysku kapitałowego i zmniejszenia całkowitego ryzyka portfela związanego z tą inwestycją

technika core/satellite approach - portfel stanowiący trzon aktywów funduszu emerytalnego (ang. Core) jest inwestowany w wysoce kontrolowany i konserwatywny sposób w celu uzyskania stabilnego i przewidywalnego zysku odpowiadającego tzw. bazie (ang. Benchmark), czyli normalnej stopie zysku dla danego rynku czy branży. Pozostałe aktywa funduszu (tzw. portfolio satelickie, ang. Satellite portfolio) mogą być wtedy zarządzane (inwestowane) na sposób znacznie bardziej agresywny w poszukiwaniu wyższych zysków, tak, by całość aktywów funduszu emerytalnego przyniosła w końcowym efekcie wyższy zysk w porównaniu z bazą

technika market selection - wybór momentu dokonania transakcji zakupu i sprzedaży papierów wartościowych oparty na krótkookresowych oczekiwaniach cenowych

technika market timing - wybór momentu dokonania inwestycji oraz czasu jej trwania w oparciu o krótkoterminowe oczekiwania cenowe (TO JEST TEŻ w makro timing)

40. Towarzystwo [Ustawa o FE, art. 8] - towarzystwo - oznacza spółkę akcyjną będącą organem funduszu.

41. Wyplata transferowa wyplata transferowa [Ustawa o FE, art. 8] - oznacza przeniesienie srodków znajdujacych sie na rachunku czlonka z jednego funduszu do innego funduszu lub przeniesienie tych srodków dokonywane miedzy rachunkami tego samego funduszu.

42. Zaklad ubezpieczen emerytalnych [Ustawa o FE, art. 8] - zaklad ubezpieczen emerytalnych - oznacza spólke akcyjna prowadzaca dzialalnosc ubezpieczeniowa polegajaca na oferowaniu i wyplacaniu emerytur dozywotnich czlonkom otwartych funduszy, którzy osiagneli wiek emerytalny, ze srodków zgromadzonych w tych funduszach, na zasadach okreslonych w odrebnych ustawach.

43. Zarzadzanie funduszem nie polaczonym (ang. Segregated fund management) [GLOSSARY] - bezposrednie inwestowanie srodków na rynkach papierów wartosciowych oraz ogólne kategorie aktywów zamiast laczenia ich z aktywami innych inwestorów w ramach funduszu polaczonego.

Jest to zatem dokonywanie inwestycji samodzielnie poprzez bezposrednie inwestowanie w poszczególne typy aktywów i rynków. Moze tez oznaczac zarzadzanie funduszem inwestycyjnym, gdzie aktywa kazdego z klientów sa zarzadzane w sposób indywidualny i nie sa polaczone z aktywami innych klientów. Kazdy portfel charakteryzuje sie wiec specyficznym profilem inwestycji w celu zaspokojenia indywidualnych potrzeb i preferencji klienta

Zob. tez: zarzadzanie funduszem, zarzadzenie funduszem polaczonym

44. Zarzadzanie funduszem polaczonym (ang. Pooled fund management, Unitised fund management) [GLOSSARY] - inwestowanie wraz z innymi inwestorami o podobnych celach za pomoca /w ramach wspólnego, polaczonego portfela aktywów w celu uzyskania dodatkowych korzysci wynikajacych z wielkosci zaangażowanych srodków (tzw. ekonomia skali - gl. chodzi o zmniejszenie jednostkowych kosztów transakcyjnych, kosztów stalych - DS) oraz mozliwosc pelniejszej dywersyfikacji inwestycji niz byloby to mozliwe w sytuacji inwestowania bezposrednio w okreslone akcje i obligacje (jak ma to miejsce w przypadku zarzadzania funduszem nie polaczonym (segregated fund management). Udzial inwestora w ogólnym portfelu funduszu polaczonego jest zazwyczaj okreslany (denominowany w) jednostkami uczestnictwa, gdzie cena jednostki odzwierciedla

zmiany cen poszczególnych aktywów, w które zainwestowane zostały środki funduszu polaczonego

45.Zarządzanie funduszem w sposób zrównowazony (ang. *Balanced fund management*) [GLOSSARY] - styl zarządzania inwestycyjnego, polegający na zbudowaniu zdywersyfikowanego portfela składającego się z aktywów finansowych należących do różnych kategorii (np. akcje, obligacje, bony komercyjne, bony skarbowe itp.). W ten sposób efekt zróżnicowania uzyskuje się poprzez inwestycje w różne klasy aktywów, a nie poprzez koncentracje na wyborze zróżnicowanych instrumentów tej samej kategorii.

46.Zarządzanie funduszem wyspecjalizowanym (ang. *Specialist fund management*) [GLOSSARY] - styl zarządzania inwestycyjnego koncentrujący się na poszczególnych, wybranych kategoriach aktywów, np. akcji przedsiębiorstw brytyjskich niż na ich szerokim zakresie (jak ma to miejsce w zarządzaniu funduszem w sposób zrównowazony). Zatem manager funduszu wyspecjalizowanego zajmuje się przede wszystkim wyborem akcji (ang. *Stock selection*) do swojego portfela inwestycyjnego spośród specjalnej klasy aktywów, niż procesem alokacji aktywów (ang. *Asset allocation*)

47.Zarządzanie funduszem za pomocą metod ilościowych (ang. *Quantitative fund management*) [GLOSSARY] - podejście do zarządzania inwestycyjnego, koncentrujące się przy wyszukiwaniu celów inwestycyjnych (firm) oraz zarządzaniu funduszem bardziej na analizach statystycznych i ilościowych niż na analizach o charakterze jakościowym.

Literatura do hasel:

1. *GLOSSARY* - „Pension fund investment, glossary of terms”, Watsons Investment Consultancy
2. *PULAWSKI* - Woytowicz-Neymann Monika, Kozierekiewicz Roman, Pulawski Mieczysław, „Słownik handlowy angielsko-polski”, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1991
3. *BIEN* - Bien Witold, „Rynek papierów wartościowych” , Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 1992

4. *OWSIAK* - Owsiak Stanislaw, „Finanse publiczne - teoria i praktyka”, Wydawnictwo Naukowe PWN , Warszawa 1997
5. *BLAKE* - Blake David, „Financial Market Analysis”
6. *PRYWATYZACJI* - Leksykon prywatyzacji. Warszawa, PWE 1996
7. *BUSINESSMANA* - Leksykon businessmena. Red. Michal B. Borkowski, Warszawa, SORBOG, 1991
8. *RACHUNKOWOSCI* - Leksykon rachunkowosci. Red. Edward Nowak, Warszawa Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996
9. Ustawa o FE - Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych

4. PRZEGLAD ROZWIAZAN W ZAKRESIE NADZORU I GWARANCJI NAD FUNDUSZAMI EMERYTALNYMI- SWIAT

Ponizej zaprezentowane sa rozwiazania stosowane w tym zakresie w niektórych krajach europejskich i na swiecie. Na skutek trudnosci w uzyskaniu pelnych informacji, lista ta jest niepelna i ma charakter jedynie informacyjny. Duza czesc krajów nie posiada jeszcze funduszy emerytalnych typu kapitalowego, stad tez nie sa one tutaj przedstawione (np. Tajwan, Slowacja, Lotwa).

W przypadku gwarancji udzielanych systemowi funduszy emerytalnych opartych na indywidualnej kapitalizacji skladki mozna mówic o dwóch kategoriach gwarancji. Pierwsza z nich jest gwarantowanie przez panstwo wypłacalnosci kapitalowych funduszy emerytalnych, a tym zapewnienie, iz zgromadzone w funduszu srodki (skladki) nie przepadna w sytuacji bankructwa danego funduszu emerytalnego. Jest to wiec **gwarancja wypłacalnosci** funduszu na wypadek problemów finansowych. Druga kategoria gwarantowania przez panstwo moze byc gwarantowanie, iz zgromadzone srodki w momencie przejscia czlonka funduszu na emeryture beda wystarczajace do wykupienia swiadczenia emerytalnego o okreslonej wysokosci. Jest to zatem **gwarancja dotyczaca wysokosci przyszlego swiadczenia emerytalnego**. Jak wiadomo, nawet, jesli dany fundusz emerytalny nie zanotuje powazniejszych problemów

finansowych, trudno jest stwierdzić, jaka będzie realna wysokość świadczenia emerytalnego na koniec okresu oszczędzania. Kapitałowe systemy emerytalne są bowiem w przeważającej części systemami o tzw. zdefiniowanej składce, lecz nie zdefiniowanym świadczeniu. Wysokość przyszłej emerytury zależy od bardzo dużej ilości czynników na który uczestnik nie ma wpływu. Istnieje zależność wysokości emerytury od wielkości zarobków, zaś uczestnik programu ma wpływ na poziom emerytury poprzez długość okresu oszczędzania. Jednakże o ostatecznym poziomie przyszłej emerytury tworzonej na drodze kapitalizacji składki decydują przede wszystkim czynniki gospodarcze: makroekonomiczne (stan gospodarki krajowej, koniunktura ogólnoswiatowa, poziom zatrudnienia, stopa inflacji, stopa procentowa, polityka pieniężna banku centralnego) oraz mikroekonomiczne (efektywność inwestycji funduszu emerytalnego, wykształcenie i doświadczenie kadry zarządzającej, ogólny poziom kosztów).

4.1 Przykładowe rozwiązania na świecie

Argentyna

- Nadzór

Instytucja nadzorująca działalność funduszy emerytalnych w Argentynie jest tzw. Cámara de Administradores de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (Izba Administratorów Funduszy Emerytalnych i Rentowych)

- Gwarancje

Nie ma określonej minimalnej gwarancji emerytury w indywidualnym systemie kapitalizacyjnym.

Australia

- Nadzór

Sprawowany jest przez Komisje Ubezpieczen oraz Funduszy Emerytalnych utworzona w 1987 r. Sprawy funduszy sa nadzorowane przez Grupe d/s Funduszy Emerytalnych.

Główne zadania Komisji to:

- ochrona, lecz nie gwarantowanie bezpieczeństwa świadczeń uczestników,
- promowanie odpowiedzialności administratorów funduszy za zdolność wykonywania statutowych zadań oraz rozwazne zarządzanie funduszu emerytalnego,
- udzielenie administratorom funduszy maksymalnej swobody ekonomicznej w zakresie podejmowania decyzji w stosunku do swoich funduszy emerytalnych

Z racji olbrzymiej ilości jednostek zaliczanych do kategorii funduszy emerytalnych (140 000 podmiotów, z całkowitą wielkością aktywów w wysokości 244 mld dolarów, włączając w to ok. 93 mld w aktywach zakładów ubezpieczeń na życie) kontrola sektora jest praktycznie niewielka i ogranicza się generalnie do największych i publicznych funduszy emerytalnych.

Podstawa prawna do nadzoru jest tzw. The Superannuation Industry (Supervision) Act 1993 (SIS), który wszedł w życie 1 lipca 1994r. SIS narzuca obowiązki na zarządzających funduszami emerytalnymi, audytorów oraz aktuariuszów. Jak tylko pozwalają na to prawne uregulowania, SIS nakłada odpowiedzialność za prawidłową zdolność wykonywania statutowych zadań oraz rozwazne zarządzanie funduszem **wylacznie na zarządzających**. Na mocy tego aktu prawnego, Komisja jest upoważniona do podejmowania akcji przeciwko zarządzającym, aktuariuszom oraz audytorom narazającym dany fundusz emerytalny na ryzyko.

- Gwarancje

Brak jakichkolwiek gwarancji ze strony państwa.

Czechy

- Nadzór

Ogólnie nadzór jest sprawowany przez Ministerstwo Finansów Republiki Czeskiej.

- Gwarancje

Brak

Chile

- Nadzór

Fundusze emerytalne są zarządzane przez prywatnych administratorów. Kontrole nad spełnieniem przez nich zasad określonych przez rząd sprawują: Urząd Nadzoru nad Administratorami Funduszy Emerytalnych oraz Komisja Nadzoru nad Rynkiem Kapitałowym i Ubezpieczeniami.

- Gwarancje¹⁵

Gwarancje rządowe obejmują wpłaty na rzecz funduszy emerytalnych w przypadku bankructwa instytucji zarządzającej takim funduszem. Ponadto, rząd udziela pomocy pracownikom, którzy nie są w stanie sfinansować swoich emerytur.

Ponieważ system emerytalny w Chile składa się w całości z rozwiązania kapitałowego, państwo udziela gwarancji na minimalną emeryturę.

Umowa z towarzystwem ubezpieczeń na życie nie może przewidywać dożywotniej renty niższej niż przeciętny dochód uzyskiwany w ciągu 10 ostatnich lat oraz wyższa niż 110% minimalnego świadczenia emerytalnego.

Dania

- Nadzór

Nadzór nad firmami ubezpieczeń gospodarczych oraz ubezpieczeń na życie, a także nad funduszami emerytalnymi sprawowany jest przez Dąński Urząd Nadzoru Finansowego (The Danish Financial Supervisory Authority).

- Gwarancje

Nie ma natomiast systemu gwarancji, który chroniłby posiadacza polisy ubezpieczeniowej ani w przypadku polisy ubezpieczeń na życie, ani także - polisy ubezpieczenia niezyciowego.

Estonia

W Estonii na razie nie istnieją fundusze emerytalne. Możliwe są ubezpieczenia dobrowolne. Organem nadzorującym działalność firm ubezpieczeniowych jest Estoński Urząd Nadzoru nad Ubezpieczeniami (The Estonian Insurance Supervisory Authority) podlegające Ministerstwu Finansów.

¹⁵ Tulinska A., (oprac.): Systemy ubezpieczeń emerytalnych w krajach Ameryki Południowej, Prawo Asekuracyjne 1997 nr 1, s. 75-82 (na podstawie Employee Benefit Manual).

Finlandia

- Nadzór

Wszystkie instytucje ubezpieczeniowe sa nadzorowane przez Departament Ubezpieczen w Ministerstwie Zdrowia i Spraw Socjalnych (The Insurance Department in the Ministry of Social Affairs and Health). Urzedem w ramach tego Departamentu, który zajmuje sie kontrola funduszy emerytalnych jest VAT/ Elakelaitosten vavontaryhma.

- Gwarancje

Brak dokladnych informacji. Jednakze, finski system emerytalny sklada sie z dwóch czesci: emerytury pracowniczej (employment pension) zaleznej od wielkosc zarobków oraz emerytury narodowej (national pension). Emerytura narodowa dostarcza minimum egzystencji dla tych emerytów, którzy nie otrzymuja emerytury panstwowej. Im wyzsza jest emerytura pracownicza, tym nizsza jest emerytura narodowa. Stad tez mozna wyprowadzic wniosek, iz panstwo gwarantuje wszystkim obywatelom minimalna emeryture narodowa.

Grecja

- Nadzór

Nadzór nad wszystkimi funduszami emerytalnym oferujacymi obowiazkowe ubezpieczenie w Grecji nalezy do Ministerstwa Pracy i Zabezpieczenia Spoolecznego (The Ministry of Labour and Social Security).

- Gwarancje

W przypadku trudnosc ekonomicznych tych funduszy, panstwo pokrywa czesc ich deficytów, zabezpieczajac w ten sposob ich normalne funkcjonowanie. Na podstawie uzyskanych danych mozna wiec wysnuc wniosek, iz gwarancje panstwowe maja nature uznaniowa.

W stosunku do emerytur, panstwo gwarantuje tzw. emeryture minimalna odpowiadajaca 15-letniemu okresowi ubezpieczenia kalkulowanemu na bazie sredniego miesiecznego dochodu narodowego z roku 1991, który jest indeksowany w stosunku do podwyzek udzielanych emeryturom sektora publicznego.

Hiszpania

- Nadzór

Nadzór należy do Dyrekcji Generalnej d/s Ubezpieczeń przy ministerstwie Gospodarki i Finansów (Dirección General de Seguros del Ministerio de Economía y Hacienda).

- Gwarancje

Z drugiej strony, nie istnieje żadna instytucja, która gwarantowałaby składki wpłacane przez uczestników na wypadek niewypłacalności funduszu.

Kolumbia

- Nadzór

W opracowywaniu i kontrolowaniu funduszu uczestniczą następujące podmioty:

→ Urząd Nadzoru Bankowego - jego zadaniem jest zatwierdzanie programów i regulowanie ich działalności,

→ Komisja Kontroli Funduszy - składa się z osób wpłacających i ich sponsorów, których zadaniem jest weryfikacja zmian w planie, wyznaczanie aktuariuszy oraz spełnianie innych funkcji administracyjnych,

→ fundusze jako takie: beneficjenci (a więc w zasadzie wpłacający na taki fundusz), aktuariusz oraz administrator programu (towarzystwo ubezpieczeniowe, trust lub bank)

- Gwarancje

Niemcy

- Nadzór

Federalny Urząd d/s Ubezpieczeń prowadzi nadzór nad zakładowymi systemami emerytalnymi, funduszami emerytalnymi oraz kasami emerytalnymi. Wymieniony wyżej urząd federalny (Bundesamt für Versicherungswesen) jest organem podlegającym Federalnemu Ministerstwu Finansów i jako taki stanowi instytucję prawa publicznego. Czuwa on m.in. nad tym, by wpłacone do kas emerytalnych składki lokowane były w określony (bezpieczny) sposób.

- Gwarancje

Istnieją w sumie cztery możliwości utworzenia tego rodzaju zakładowego funduszu emerytalnego:

a) kasa emerytalna: zarządza nią prawnie samodzielne przedsiębiorstwo *spoza zakładu pracy*,

b) bezpośrednie ubezpieczenie na życie pracownika zawarte na przykład przez pracodawcę *poza zakładem pracy*,

Obydwie powyżej wymienione możliwości a) i b) realizowane są *na zewnątrz* zakładu pracy.

c) zapewnienie dodatkowych świadczeń bezpośrednio przez zakład pracy w postaci gromadzenia *środków finansowych na odpowiedni fundusz* (czyli tzw. rezerwy - odpisy w bilansie),

d) kasa zapomogowa w zakładzie pracy

Obydwie ostatnie wymienione możliwości c) i d) realizowane są *w ramach* zakładu pracy.

Jeżeli zakład pracy jest niewypłacalny, wtedy w wypadku c) i d) opowiada zrzeczenie wzajemnego zabezpieczenia emerytalnego w przemyśle "Pensionssicherungsverein auf Gegenseitigkeit". W przypadku niewypłacalności zrzeczenie to z mocy prawa zobowiązane jest do kontynuacji wypłacania nie przepadających roszczeń.

Jednak również w przypadku a) i b) niewypłacalność praktycznie nie istnieje, ponieważ obydwie te możliwości podlegają ściślemu nadzorowi wymienionego wyżej Federalnego Urzędu ds. Ubezpieczeń.

Norwegia

- Nadzór

Instytucja zajmująca się funduszami emerytalnymi w Norwegii jest Komisja ds. Bankowości, Ubezpieczeń i Papierów Wartościowych Norwegii (The Banking, Insurance and Securities Commission of Norway).

- Gwarancje

Brak danych.

4.2 Podsumowanie

Role funduszy ubezpieczeniowych w Europie prezentuje poniższa tabela. Jak widać najbardziej rozwiniętym rynkiem jest Holandia, a następnie Szwajcaria i Niemcy.

Tabela - Europejskie fundusze emerytalne (tzn. EU z roku 1995 bez Wielkiej Brytanii ale z włączeniem Szwajcarii) w roku 1994 posiadały aktywa wielkości ok. 646 mld Ecu (ok. 822 mld USD).

kraj	wielkość aktywów w mld USD(1994)
Austria	1,5
Belgia	7,1
Dania	27,6 (ponad100) ¹⁶
Francja	50,57
Niemcy	110,79
Włochy	22,62
Holandia	286,8
Portugalia	6,18
Hiszpania	11,38
Szwecja	51,03
Szwajcaria	214

Źródło: Na podstawie: Farrow P., The Future of ..., str. 46-55

Organizacja nadzorująca fundusze może mieć postać wydzielonej instytucji, bądź też wchodzić w ramy organizacji wyższego stopnia (bardzo często jako biuro, bądź departament ministerialny). Wydaje się, iż szczególnie w przypadku systemów emerytalnych opartych jedynie albo znacznie na kapitalizacyjnych funduszach emerytalnych, wskazane jest utworzenie oddzielnej instytucji badającej nie tylko spełnienie wymagań formalnych, ale także nadzorujących politykę inwestycyjną.

Rozwiązanie oparte na modelu chilijskim jest bardzo popularne w krajach Ameryki Łacińskiej. Jest to model atrakcyjny szczególnie dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej, czy krajów azjatyckich - tam, gdzie istnieje potrzeba stworzenia systemu emerytalnego prawie od podstaw.

¹⁶ W zależności od źródła oraz rodzaju aktywów. Pierwsza liczba (27,6 mld USD) jest najbardziej konserwatywna.

Jednocześnie wiele krajów rozwiniętych poszukiwać zaczyna rozwiązanie problemów finansowania emerytur związanych z niekorzystnymi zmianami demograficznymi. Tworzenie nowych segmentów systemu zabezpieczenia społecznego opartych na kapitałowym modelu funduszy emerytalnych stwarza konieczność rewizji dotychczasowych rozwiązań zarówno w zakresie instytucji nadzoru, jak i gwarancji udzielanych przez państwo. Współczesny rynek finansowy jest bowiem na tyle skomplikowany, iż trudno jest objąć przez jeden organ nadzorowanie instytucji bankowych, ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych i pozostałych instytucji finansowych.

Przykłady wskazują, iż generalnie nie istnieje instytucja 100% gwarancji ze strony państwa jeśli chodzi o zabezpieczanie wypłacalności funduszy emerytalnych inwestujących środki na rynku kapitałowym. Zatem ten pierwszy rodzaj gwarancji nie jest zbyt rozpowszechniony i o ile występuje, państwo nie angażuje się w 100% gwarantowanie zgromadzonych środków. Państwo udziela ograniczonej gwarancji na świadczenia uzyskiwane z kapitałowych funduszy emerytalnych, czy to poprzez udział w sekwencji odpowiedzialności (jako organ ostatniej instancji), czy też poprzez uznaniową odpowiedzialność (ustalana w sytuacji upadku funduszu). Wiele krajów gwarantuje świadczenia uzyskane z funduszy emerytalnych oparte na systemie repartycyjnym. Wtedy, obok nie zagwarantowanej przez państwo emerytury kapitałowej istnieje instytucja gwarantowanej emerytury typu ZUS-owskiego.

Interesującym przykładem państwa nie udzielającego gwarancji oraz o nadzorze ograniczonym do niezbędnego minimum jest Australia. Kraj ten w sposób modelowy reprezentuje liberalne podejście do kwestii emerytalnej, wyrażające się w zasadzie „ubezpieczaj się sam, odpowiadaj za swoje decyzje”.

Wydaje się więc zasada, że o ile kwestia gwarancji zależy w dużej mierze od sytuacji społeczno-gospodarczej państwa oraz mentalności, o tyle potrzeba i istnienie instytucji nadzoru nad tym ważnym sektorem finansowym jest bezdyskusyjna.

5. PROPONOWANE ROZWIĄZANIA W POLSCE. OCENA

5.1 Reforma systemu zabezpieczenia społecznego a fundusze emerytalne¹⁷

W Polsce fundusze emerytalne będą stanowiły jeden z podstawowych elementów składających się na reformę systemu zabezpieczenia społecznego. Nowy system składać się będzie z trzech zasadniczych filarów: powszechnego filaru repartycyjnego, powszechnego filaru kapitałowego oraz dobrowolnych ubezpieczeń dodatkowych. Powszechność zostanie zapewniona przymusem ubezpieczeniowym.

Filar pierwszy będzie zreformowana wersja dotychczasowego systemu ZUS-owskiego. Składka na jego rzecz będzie wynosić 80% dotychczasowej, tzn. 36% miesięcznego wynagrodzenia. Wielkość emerytury zależec będzie od wielkości zgromadzonych składek (czyli wielkości zarobków oraz długości wpłacania składek). W tej części występować będzie instytucja tzw. minimalnej emerytury wynoszącej 28% średniej płacy, indeksowana w stosunku do inflacji i przysługująca tym, którzy spełnili wymagania co do wieku oraz stazu pracy.

Filar drugi będzie kapitałowa część powszechnego systemu emerytalnego. 20% dotychczasowej składki, czyli 9% funduszu plac będzie - za pośrednictwem ZUS - przekazywane do funduszy emerytalnych. Fundusze emerytalne będą inwestować te środki na rynku kapitałowym i pieniężnym, tak by po odpowiednio długim okresie oszczędzania uzyskana kwota pozwalała (w przypadku otwartych funduszy emerytalnych) na wykupienie dożywotniej emerytury w wyspecjalizowanej firmie ubezpieczeń emerytalnych.

Jak już wspomniano wcześniej, wprowadzenie podsystemu kapitałowego ma zapewnić wydolność finansową systemu, który dotychczas był oparty tylko na zasadzie repartycyjności. Zasada ta, w miarę relatywnego starzenia się społeczeństwa nie jest w stanie zapewnić efektywnego finansowania emerytur (demograficzna struktura pracującej części społeczeństwa do niepracującej zmienia się coraz bardziej niekorzystnie).

Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych przewiduje tworzenie dwóch podstawowych rodzajów funduszy emerytalnych: otwarty fundusz emerytalny (zasadniczo dostępny dla wszystkich chetnych) oraz pracowniczy fundusz emerytalny (tworzony dla określonej grupy pracowników).

Działalność pracowniczych funduszy emerytalnych będzie bardzo podobna do działalności otwartych funduszy emerytalnych. Najważniejsze różnice to ¹⁸: mniej restrykcyjne zasady prowadzenia polityki inwestycyjnej, brak wymogu osiągnięcia minimalnej wymaganej stopy zwrotu (występujący tylko w funduszach otwartych), znaczny wpływ uczestników funduszu na jego działalność (przykład - Rada nadzoru Pracowniczego Towarzystwa Emerytalnego) oraz możliwość realizowania polityki inwestycyjnej poprzez wykupienie nawet za 100% środków funduszu jednostek uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym otwartym.

W późniejszym terminie, (od 1 stycznia 2005r.) zostanie wprowadzony podział na fundusz typu A oraz B - w celu zapewnienia większego bezpieczeństwa środkom tych osób, które w niedługim czasie będą chciały wykupić emeryturę. Środki takie będą mogły być inwestowane w funduszu B o mniejszym ryzyku inwestycyjnym, tak by nie narazić je na ewentualną dotkliwą stratę spowodowaną niekorzystną zmianą na rynku. Fundusz B będzie bowiem inwestował swoje środki wyłącznie w papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu, co powinno zapewnić większą stabilność wartości jego aktywów.

Tworzenie, zarządzanie, reprezentacja itp. danego rodzaju funduszu emerytalnego zarezerwowane będzie tylko dla towarzystwa emerytalnego. W przypadku otwartego funduszu emerytalnego jego organem jest więc powszechne towarzystwo emerytalne, w przypadku pracowniczego towarzystwa emerytalnego - jest to pracownicze towarzystwo emerytalne. W obu przypadkach jedyną dozwoloną formą prawną dla towarzystwa jest postać spółki akcyjnej.

¹⁷ Bezpieczeństwo..., op. cit., oraz Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych.

¹⁸ Uzasadnienie do projektu ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, część szczegółowa.

Zakłady ubezpieczeń emerytalnych będą „spółkami akcyjnymi stworzonymi wyłącznie dla prowadzenia działalności polegającej na oferowaniu i wypłacaniu emerytur dożywotnich członkom otwartych funduszy emerytalnych, którzy osiągneli wiek emerytalny, ze środków zgromadzonych w tych funduszach, na zasadach określonych w odrębnych przepisach”¹⁹.

Filar trzeci będzie podsystemem opartym na indywidualnej przezorności uczestników. W systemie tym dodatkowa emerytura wykupuje się w komercyjnych zakładach ubezpieczeń na życie. System ten jest dobrowolny, aczkolwiek udział w nim jest zdeterminowany wysokością zarobków.

5.2 Gwarancje w stosunku do funduszy emerytalnych

System gwarancji ma postać kilkustopniowej. W ten sposób wprowadzone są kilka poziomów bezpieczeństwa, oraz zminimalizowane ryzyko, iż państwo zmuszone będzie finansować 100% ewentualnych strat. Poniżej zaprezentowany jest sekwencyjny opis zabezpieczeń.

Państwo będzie gwarantować uczestnikom funduszy emerytalnych osiągnięcie tzw. **minimalnej wymaganej stopy zwrotu**. Stopę tę definiuje się jako stopę zwrotu niższą o 50% od średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich otwartych funduszy emerytalnych w danym okresie bądź też - tę średnią pomniejszoną o 4%. Spośród tak dwóch obliczonych stóp wybiera się mniejsza z tych wartości.

Na przykład: jeśli średnia ważona stopa zwrotu wszystkich funduszy emerytalnych wynosi 11%, wtedy minimalna wymagana stopa zwrotu obliczana jest jako:

$$11\% \cdot 0,5 = 5,5\%.$$

Gdyby średnia stopa zwrotu wszystkich funduszy emerytalnych wyniosła 7%, wtedy minimalna wymagana stopa zwrotu obliczona zostałaby jako:

$$7\% - 4\% = 3\%$$

¹⁹ Ustawa z dnia 28 sierpnia ..., op. cit, art.8

(algorytm pierwszy nie znalazłby zastosowania, gdyż wymagana stopa zwrotu wyniosłaby: $7\% \cdot 0,5 = 3,5$; byłaby zatem wyższa niż obliczona metodą drugą).

W przypadku, gdy dany otwarty fundusz emerytalny wykaze się stopa zwrotu niższa od minimalnej wymaganej stopy zwrotu, występuje tzw. niedobór. W tym wypadku, fundusz zobowiązany jest w ciągu 3 dni, licząc od chwili ogłoszenia przez Prezesa UNFE średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich otwartych funduszy emerytalnych, przeznaczyć na pokrycie niedoboru wszelkie środki dostępne na rachunku rezerwowym²⁰.

Rachunek rezerwowy jest tworzony z określonej w rozporządzeniu Rady Ministrów części aktywów otwartego funduszu emerytalnego. Nie może to być jednak mniej niż 1% oraz więcej niż 3% wspomnianej wartości.

W sytuacji, gdy środki nie wystarczają na pokrycie niedoboru, powszechne towarzystwo emerytalne dokonać musi jego pokrycia z własnych środków w terminie 14 dni od chwili ogłoszenia przez Prezesa UNFE średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich otwartych funduszy emerytalnych.²¹

Kolejną instytucją finansową zabezpieczającą niedobór jest Fundusz Gwarancyjny. Jeśli bowiem pokrycie niedoboru będzie niemożliwe w sposób opisany z powyższych, zarząd takiego towarzystwa musi ogłosić upadłość, zaś niedobór jest finansowany przez Fundusz Gwarancyjny, administrowany przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych.

Fundusz Gwarancyjny jest finansowany z wpłat wszystkich otwartych funduszy emerytalnych zgodnie z zasadami rozporządzenia Rady Ministrów. Jednakże, kwota zgromadzona w Funduszu nie może przekraczać 0,1% wartości wszystkich aktywów wszystkich otwartych funduszy emerytalnych²².

²⁰ Ibidem, art. 175, punkt. 1

²¹ Ibidem, art. 175, punkt. 2

²² Ibidem, art. 185 oraz 186

Czwarta i ostatnia instancja jest Skarb Państwa, który zobowiązany jest zaspokoic niesplacone zobowiazania funduszu emerytalnego (jest ich regwarantem).

5.3 Nadzór nad funduszami emerytalnymi

Nadzór nad działalnością funduszy emerytalnych będzie sprawował **Urząd Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi (UNFE)**. Prezesa UNFE mianować będzie premier na okres 5 lat. Finansowanie odbywać się będzie z budżetu, jednakże powszechne towarzystwa emerytalne będą - w ramach refundacji kosztów działalności - wpłacać na rzecz UNFE nie więcej niż 0,02% wartości składek wpłaconych do funduszy w danym miesiącu, pracownicze fundusze emerytalne zaś - do 0,2% wartości składek z danego kwartału²³.

Od pracodawców prowadzących pracownicze programy emerytalne pobierana będzie kwartalna opłata na rzecz UNFE nie przekraczająca 0,1% składek wpłaconych w danym kwartale na rzecz uczestników pracowniczych programów emerytalnych.

Doświadczenia wielu krajów²⁴ wskazują na to, iż nadzór nad funduszami jest efektywniej wykonywany przez wyodrębnioną, niezależną instytucję.

Dodatkowymi elementami nadzorującymi będzie instytucja banku-depozytariusza. **Bank-depozytariusz** zapewniac będzie prawną i fizyczną odrębność aktywów funduszu emerytalnego od aktywów Powszechnego Towarzystwa Emerytalnego. Oprócz tego, w przypadku, gdy bank stwierdzi, iż działalność Powszechnego Towarzystwa Emerytalnego narusza prawo, bądź postanowienia planu emerytalnego lub powoduje, że interesy członków funduszu nie są należycie uwzględnione, musi on niezwłocznie zawiadomic o tym UNFE²⁵.

Innym elementem nadzorującym działalność funduszy (szczególnie w zakresie przestrzegania zasad uczciwej konkurencji) będzie z pewnością organ samorządu gospodarczego funduszy emerytalnych (o ile powstanie).

²³ Ibidem, art. 203

²⁴ Model chilijski, ale także inne kraje - min. Argentyna, Australia, Chile, Kolumbia i Norwegia.

²⁵ Bezpieczeństwo dzięki ..., op. cit., str. 89-90

5.4 Podstawowe elementy ustawy regulujące bezpieczeństwo uczestników programów emerytalnych

Ustawa przewiduje szereg szczegółowych regulacji zapewniających bezpieczeństwo uczestników programu emerytalnego od samego początku, aż do momentu uzyskania emerytury. Poniżej zostaną zaprezentowane główne elementy systemu²⁶.

1. UNFE będzie udzielał licencji na działalność - dotyczy to Powszechnych Towarzystw Emerytalnych (firm prowadzących otwarte fundusze emerytalne), jak również firm ubezpieczeniowych oferujących emerytury w zamian za środki zgromadzone przez uczestnika funduszu emerytalnego
2. Powszechne Towarzystwa Emerytalne (PTE) będą musiały spełnić szereg kryteriów. Najważniejsze to:
 - jedyna dozwolona forma prawna - Spółka Akcyjna
 - kapitał akcyjny nie mniejszy niż 4 mln Ecu,
 - niekaralność akcjonariuszy PTE, w przypadku zaś osób prawnych - nie zaleganie z zobowiązaniami podatkowymi lub zobowiązaniami związanymi z ubezpieczeniami społecznymi,
 - zakaz posiadania przez akcjonariusza PTE (oraz podmiotu od niego zależnych) akcji więcej niż jednego PTE,
 - zakaz pełnienia przez członka władz Towarzystwa funkcji w szeregu instytucji działających na rynku kapitałowym (wymienionych w ustawie),
 - zakaz zmiany władz Towarzystwa, zmiany statutu, przenoszenia środków Funduszu do innego banku, sprzedaży akcji nowemu akcjonariuszowi bez zezwolenia UNFE.
3. UNFE będzie kontrolował bieżącą działalność Powszechnych Towarzystw Emerytalnych.
4. Bank-depozytariusz będzie zapewniał pełne odseparowanie aktywów otwartego funduszu emerytalnego od aktywów jego organu, tj. PTE. Wymagania stawiane wobec banku to przede wszystkim:
 - kapitał zakładowy co najmniej 100 mln Ecu,

²⁶ Twoja Emerytura - Bezpieczeństwo dzięki różnorodności, Pełnomocnik Rządu do Spraw Reformy Zabezpieczenia Społecznego, Warszawa maj 1997, s. 20-22

- brak powiazan kapitalowych z Powszechnym Towarzystwem Emerytalnym, a takze akcjonariuszami tego Towarzystwa.
 - obowiazki banku beda takie same, jak w przypadku banków przechowujacych fundusze inwestycyjne. „Bank odpowiada za wszelkie szkody wynikajace z niewykonania lub nienależytego wykonania ustawowych obowiazków, a odpowiedzialnosc ta nie moze byc w jakikolwiek sposób wyliczona lub ograniczona”²⁷.
5. Zmiana statutu (okreslajacego warunki uczestnictwa w FE oraz ogólne zasady jego dzialania) mozliwa bedzie tylko po uzyskaniu zgody przez UNFE oraz z co najmniej 5-miesiecznym wyprzedzeniem przed terminem wprowadzenia proponowanych zmian. Wyjatkiem jest sytuacja, gdy zbyt dlugi okres wyprzedzenia naruszalby interesy czlonków funduszu. Wtedy mozliwe jest skrócenie tego okresu za zgoda UNFE.
 6. Uczestnik funduszu emerytalnego bedzie mial prawo do zmiany funduszu po okresie minimalnych 12 miesiecy bez ponoszenia opłat z tego tytułu. W ten sposób tworzy sie swoistego rodzaju element kontroli (ze strony uczestników systemu) bez ryzyka zakłócenia równowagi finansowej funduszy spowodowanej niestabilnoscia uczestnictwa. Ponadto, waznym jest zapobiegniecie negatywnej akcji marketingowej polegajacej na „wykupywaniu” czlonków funduszu przez inny fundusz za pomoca nieuczciwej konkurencji (korzysci finansowe oferowane w zamian za przejście do innego funduszu).
 7. Ustanowione zostana wymagania dotyczace minimalnej stopy zwrotu, rachunku rezerwowego, Funduszu Gwarancyjnego. Zagadnienia te opisane zostaly w podrozdziale 5.2.
 8. Polityka inwestycyjna otwartego funduszu emerytalnego bedzie podlegala szeregowi ograniczen o charakterze ostroznosciowym. Najwazniejsze z nich to:
 - fundamentalna zasada dywersyfikacji portfela inwestycyjnego polegajaca na zakazie inwestowania wiecej niz 5% wartosci aktywów funduszu w papiery wartosciowe jednego emitenta. Wyjatkiem sa: krótkoterminowe lokaty bankowe, papiery wartosciowe emitowane lub gwarantowane przez Skarb Panstwa lub Narodowy Bank Polski, a takze - jednostki uczestnictwa otwartych funduszy inwestycyjnych,

²⁷ Bezpieczenstwo dzieki..., op. cit., str. 89

- unikanie mozliwosci wystapienia konfliktu interesów poprzez zakaz inwestowania funduszu w papiery wartosciowe emitowane przez Powszechne Towarzystwo Emerytalne lub jego akcjonariuszy oraz podmioty zalezne,
 - szczególowe zasady dywersyfikacji portfela inwestycyjnego (zestaw ograniczen co do maksymalnej wysokosci zaangażowania w dany rodzaj papieru wartosciowego) wraz z lista dozwolonych kategorii inwestycji,
9. Na fundusze nalozone zostanie szereg obowiazków informacyjnych. Powszechne Towarzystwa Emerytalne sa zobowiazane ustawa do przedstawiania szeregu informacji dotyczacych ich dzialalnosci w sposób publiczny oraz współpracy w tym zakresie z UNFE.
10. W ramach dzialalnosci akwizycyjnej prowadzonej przez otwarte fundusze emerytalne lub osoby trzecie nie bedzie dozwolone oferowanie dodatkowych korzyści materialnych z tytuluz członkostwa w otwartym funduszu emerytalnym, jezeli celem takiego dzialania mialoby byc sklonienie kogokolwiek, aby przystapil do funduszu, wplacal do niego skladki lub pozostawal jego członkiem. Jest to wiec *zakaz dzialalnosci „dumpingowej”* - nieuczciwa konkurencja moglaby spowodowac wzrost kosztów marketingowych, co odbiloby sie na wynikach finansowych funduszy, poza tym - mozliwosc nieuczciwego namawiania członków do uczestnictwa w funduszach zagrozonych upadkiem - vide przyklad dumpingowej dzialalnosci towarzystwa ubezpieczeniowego Gryf.
11. Zaklady ubezpieczeniowe, u których bedzie mozna wykupic emeryture beda musialy spelnic szereg wymagan. Najwazniejsze z nich to²⁸:
- wylaczna mozliwa postac spółki akcyjnej,
 - ich kapitaly beda musialy zostac oplacone przed rejestracja w formie pienieznej,
 - minimalny kapital akcyjny 25 mln Ecu, przy czym wymóg ten bedzie mógł byc podniesiony przez Rade Ministrów,
 - zaklady ubezpieczen emerytalnych nie beda mogly prowadzic zadnej innej dzialalnosci ubezpieczeniowej,
 - zezwolenie powinno byc wydane nie wczesniej niz rok przed osiagnieciem przez najmlodsze z uczestników funduszy wieku emerytalnego,

²⁸ Ibidem, str. 87

- niezależnie od norm ostrożnościowych w zakresie inwestycji, przewiduje się prawo Rady Ministra do wprowadzenia ograniczeń w tym zakresie w stosunku do działalności prowadzonej przez te zakłady ubezpieczeń,
- zakłady te będą wpłacać część składki do Ubezpieczeniowego Funduszu Gwarancyjnego, gwarantującego wypłatę świadczeń w pełnej wysokości w sytuacji, gdy dana firma ubezpieczeniowa upadnie,

12. Nad działalnością zakładów ubezpieczeń emerytalnych nadzór sprawować będzie Państwowy Urząd Nadzoru Ubezpieczeniowego (PUNU). W szczególności dbać on będzie o utrzymanie odpowiedniej wysokości kapitałów oraz prowadzenie bezpiecznej polityki inwestycyjnej.

5.5 Próba oceny systemu nadzoru i gwarancji nad funduszami emerytalnymi w Polsce

Zaprezentowany system wydaje się spełniać wymagania stworzenia odpowiedniego nadzoru. Stworzenie UNFE z szerokimi kompetencjami, jak również umożliwienie uczestnikom swobodnego wyboru funduszu emerytalnego przy odpowiedniej przejrzystości rynku (narzucone wymogi informacyjne) dają duże szanse na uzyskanie systemu w miarę bezpiecznego.

System gwarancji jest o tyle realny, iż nie opiera się w całości na budżecie państwa, lecz wprowadza sekwencje odpowiedzialności. Rokuje to duże prawdopodobieństwo, iż ewentualne koszty upadku funduszu emerytalnego poniesione bezpośrednio przez budżet zostaną zminimalizowane do minimum.

Z drugiej strony warto przytoczyć cytaty z raportu rocznego australijskiej Komisji ds. Ubezpieczeń oraz Funduszy Emerytalnych. Obrazuje ono zupełnie inne podejście do problematyki nadzorowania i gwarantowania systemu funduszy emerytalnych: „Poprzez swoje systemy regulacji [...], Komisja stara się minimalizować ryzyko straty jako efektu defraudacji lub inkompetencji, a także podtrzymywać ogólne publiczne zaufanie dla sektorów ubezpieczeń oraz funduszy emerytalnych.

Jednakże, jest rzeczą nieuniknioną, iż ludzie będą od czasu do czasu tracić pieniądze. Nadzór finansowy nie jest stworzony po to, by gwarantować, że dana firma

ubezpieczeniowa nigdy nie upadnie, że dany fundusz emerytalny nigdy nie straci pieniędzy na skutek defraudacji, niekompetencji czy nieszczęśliwego zbiegu okoliczności, lub że posiadacze polis ubezpieczeniowych bądź uczestnicy funduszu zawsze otrzymają pełną rekompensatę za straty, które zawsze powstają przy tego typu działalności. Powodem dla nie gwarantowania świadczeń jest chęć likwidacji bodźców dla menedżerów sektora prywatnego, którzy w przeciwnym wypadku wystawiliby się nadmierne ryzyka, wiedząc, iż Rząd weźmie za nich odpowiedzialność i zapłaci rachunek za ich błędy”²⁹.

Cytat ten podkreśla rolę indywidualnej przezorności uczestników oraz fakt, iż sytuacje negatywne zdarzają się będą zawsze. Należy zatem dążyć do edukacji społeczeństwa, by było ono w pełni świadome ryzyka występujących na rynku kapitałowym. Z drugiej strony, nie można zgodzić się na zupełny brak gwarancji ze strony państwa, szczególnie w sytuacji, gdy system emerytalny jest tworzony przez państwo na bazie starego i niewydolnego systemu, którego nie tylko działanie było przedmiotem krytyki, lecz również środki były wykorzystywane w celach niezgodnych społecznie.

Idea całkowitego braku gwarancji ze strony państwa jest trudna do realizacji w Polsce z co najmniej kilku powodów. Pierwszym, ekonomicznym jest ubóstwo większości społeczeństwa, którego nie stac na wynajmowanie prywatnych doradców inwestycyjnych oraz zakładanie polis emerytalnych w renomowanych firmach prywatnych. Drugim, jest argument psychologiczny - nie wydaje się, by nasze społeczeństwo było przygotowane na całkowitą samodzielność w planowaniu i dokonywaniu inwestycji dotyczących zabezpieczenia na starość. Powodem są nie tylko obciążenia mentalności (wynikające z 45 okresu dominacji gospodarczej państwa), lecz także niedostateczny jeszcze rozwój rodzimego rynku kapitałowego i związanej z tym wiedzy społeczeństwa o mechanizmach rynkowych.

6. AKTUALNA BIBLIOGRAFIA PRZEDMIOTU

²⁹ Insurance and Superannuation Commission, Annual Report 1995-1996, Australian Government Publishing

• **KSIAZKI I MATERIAŁY:**

Insurance and Superannuation Commission, Annual Report 1995-1996, Australian Government Publishing Service 1996, s. 192

Bazowe systemy emerytalno-rentowe w świecie, t. I i II, red. S. Golinowska, Studia i Materiały Instytutu Pracy i Spraw Socjalnych, z. 16 (389), Ubezpieczenia, Warszawa 1993, ss. 219 i 189

Twoja emerytura - *Bezpieczeństwo dzięki różnorodności*, Pełnomocnik Rządu do spraw reformy zabezpieczenia społecznego, Warszawa maj 1997, ss. 69

Bezpieczeństwo dzięki różnorodności. *Reforma systemu emerytalno-rentowego w Polsce*, Pełnomocnik Rządu do spraw reformy zabezpieczenia społecznego, Warszawa, maj 1997, ss.220

Dziawgo L., *Fundusze powiernicze*, TNOiK Torun 1994, s. 132-139

Eksperci Banku Światowego o reformach emerytalnych w Polsce i na świecie. *Propozycje. Wzory. Konfrontacje*, (praca w druku), IPISS, Bank Światowy 1996

El desarrollo de la seguridad social en America Latina, *Raport CEPAL 1995* (Comision Economico Para America Latina y el Caribe),

El sistema chileno de pensiones, Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, Division Estudios, Santiago de Chile, wrzesien 1994 (materiały informacyjne w jez. ang. i hiszpanskim)

Farrow P., *The Future of European Institutional Mutual Funds*, FT Financial Publishing, Pearson Professional Limited 1996

Lavine A., *Wszystko o funduszach powierniczych*, Warszawa 1996

Modele reformy systemu emerytalno-rentowego i sciezki dojścia, *Gospodarka i przyszłość* - wydanie specjalne 1996. IPISS, Nowe Życie Gospodarcze, Klub 500

Owsiak S., *Finanse publiczne, teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997

Pension fund investment - edited by A.G. Shepherd, Woodhead-Faulkner, Cambridge 1987, ss 203

Pension fund investment, *glossary of terms*, Watsons Investment Consultancy

Problemy ubezpieczeń społecznych, pod red. B. Wagner, Uniwersytet Jagiellński, Kraków 1996, ss. 254

Sangowski T., *Gospodarka finansowa zakładu ubezpieczeń*, AE Poznań 1995, s. 224

Tworzenie prywatnych funduszy emerytalnych w Polsce, pod red. J. de Fougerolles'a i S. Golinowskiej, *Studia i Materiały Instytutu Pracy i Spraw Socjalnych*, z. 1 (401), Ubezpieczenia, Warszawa 1995, ss. 339

Wala F., *Finanse zakładów ubezpieczeń*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Segment VI - Finanse, Warszawa 1995,

• **ARTYKULY:**

(IS), *Panstwowy Nadzór Ubezpieczeń po roku działalności*, *Prawo Asekuracyjne* 1997 nr 3, s. 87-89

(JOT), *Zycie chronione polisa. Ubezpieczenie zyciowe to tylko jedna z form oszczędzania*, *Gazeta Bankowa* 1994 nr 42, s. 36

Balcerzak L., *Fundusze w transformacji*, *Asekuracja&Reasekuracja* 1997 wrzesień, s. 30-33

Baran M., *Polisy na życie - nowa forma oszczędzania*, *Gazeta Bankowa* 1995 nr 32, dod. Polisa nr 2, s. IV

Gawlas C., *Ubezpieczenia emerytalno-rentowe w latach 1989-1995*, *Ruch Prawny, Ekonomiczny i Socjologiczny* 1995 nr 4, s. 3-18

Gawlik B., *Roszczenia regresowe Ubezpieczeniowego Funduszu Gwarancyjnego*, *Prawo Asekuracyjne* 1995 nr 2, s. 28-34

Gawlik B., *Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny (roszczenia regresowe)*, *Rzeczpospolita* 1994 nr 221, s. 11

Golinowska S., *Nowe funkcje instytucji ubezpieczeniowych w świetle reformy ubezpieczeń społecznych*, *Prawo Asekuracyjne* 1996 nr 4, s. 3-7

Golinowska S., *Nowe funkcje instytucji ubezpieczeniowych w świetle reformy ubezpieczeń społecznych*, *Prawo Asekuracyjne* 1996 nr 4, s. 3-7

Gruszecki T., *Mylenie pojec. Plany emerytalne - oszczędzanie, z którym wiąza się przywileje podatkowe*, *Gazeta Bankowa* 1996 nr 18, dod. Polisa nr 5, s. I, III-VIII

Inwestorzy instytucjonalni w: Nowik Z., *Nowe instrumenty finansowe i giełdy przyszłości*, Finanse Warszawa 1994, s. 69-70

Jamroz W., *Rola zakładu ubezpieczeń w reformie zabezpieczenia społecznego*, Prawo Ubezpieczenia Reasekuracja 1997 nr 1, s. 48-53

Jasinski A., *Nadzór ubezpieczeniowy*, Prawo Asekuracyjne 1995 nr 4, s. 33-40

Kaczanowski P., *Nowy Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny*, Wiadomości Ubezpieczeniowe 1997 nr 1-2, s. 4-6

Kaczanowski P., *Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny - kilka słów o "represji"*, Wiadomości Ubezpieczeniowe 1994 nr 7-9, s. 25-29

Kalicki K., *Rola ubezpieczeń w systemie finansowym państwa*, Wiadomości Ubezpieczeniowe 1996 nr 7-9, s. 4-7

Kalicki K., Wanat-Polec E., *Rola ubezpieczeń w systemie finansowym państwa*, Prawo Asekuracyjne 1996 nr 2, s. 5-10

Kandell J., *The Chilean model II*, Institutional Investor, październik 1995, p. 267-274

Kiedrowska M., *Wpływ rezerw na wynik finansowy przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego*, Wiadomości Ubezpieczeniowe 1994 nr 10-12, s. 17-22

Kochaniak M., *Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny - wierzyciel czy poborca nienależnych świadczeń*, Palestra 1994 nr 9/10

Kolesinski B., *Znaczenie rynku akcji dla branży ubezpieczeniowej (próba porównania dla Polski i RFN)*, Wiadomości Ubezpieczeniowe 1996 nr 7-9A, s. 19-22

Kuchlewska M., *Zarządzanie finansami ubezpieczyciela*, Leasing 1995 nr 7, s. 27-30

Kuchlewska M., *Zarządzanie lokatami ubezpieczeniowymi* w: *Ubezpieczenia gospodarcze*, pod red. T. Sangowskiego, Poltex, Warszawa 1995, s. 105-128

Kuchlewska M., *Zarządzanie lokatami ubezpieczeniowymi* w: *Ubezpieczenia w gospodarce rynkowej*. Pr. zbior. pod red. A. Wasiewicza, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz, t. 1, s. 190-212

Kwasniewski Z., *Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny. Nowelizacja z wątpliwościami*, Rzeczpospolita 1995, nr 257, s. 17

Lewandowski J., *Plac bez regresu. Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny*, Rzeczpospolita 1995 nr 39, s. 16

- Lancucki J.**, *Fundusze i rezerwy ubezpieczeniowe w swietle projektu nowelizacji ustawy o dzialalnosci ubezpieczeniowej*, Prawo Asekuracyjne 1994 nr 1, s. 14-20
- Lancucki J.**, *Gospodarka finansowa zakladu ubezpieczen*, Prawo Asekuracyjne 1995 nr 4, s. 23-32
- Lopuski J.**, *W sprawie nadzoru panstwa nad dzialalnoscia ubezpieczeniowa*, Wiadomosci Ubezpieczeniowe 1990 nr 9, s. 13-17
- Madejski G.**, *Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny*, Gazeta Prawna 1995 nr 16, s. 23
- Miziolek M.**, *Reformy ubezpieczen spolecznych i co z tego wynika*, Wiadomosci Ubezpieczeniowe 1997 nr 1-2, s. 7-10
- Myjak J. S.**, *Nowoczesny produkt ubezpieczen zyciowych w Polsce na tle reformy ubezpieczen spolecznych*, Wiadomosci Ubezpieczeniowe 1996 nr 7-9A, s. 9-13
- Nadzór w ubezpieczeniach**, Rzeczpospolita, 95.12.06
- NSA: Dzialalnosc ubezpieczeniowa (wyrok NSA z 20 stycznia 1993 III SA 1285/92 - dot. lokowania funduszu ubezpieczeniowego w wekslach)**, Monitor Prawniczy 1994 nr 5, s. 150-152
- Ofiarski Z.**, *Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny - status, zadania i podstawy finansowe dzialalnosci*, Wiadomosci Ubezpieczeniowe 1991 nr 1-3, s. 23-30
- Olearczak A.**, *Pioneer -Pierwszy Polski Fundusz Powierniczy - Nowa forma lokat na polskim rynku finansowym (takze dla firm ubezpieczeniowych)*, Wiadomosci Ubezpieczeniowe 1993 nr 1, s. 21-26
- Panstwowy Urzad Nadzoru Ubezpieczen**, Boss-Gospodarka, Informacja ekonomiczna PAP 1994 nr 20, s. 80-81
- Pawlak Z.**, *Normy prawne o charakterze ostroznosciowo -ochronnym w znowelizowanej ustawie o dzialalnosci ubezpieczeniowej*, Prawo Asekuracyjne 1995, nr 4, s. 45-48
- Rodziewicz H.**, *Fundusz Ochrony Ubezpieczonych*, Wiadomosci Ubezpieczeniowe 1993 nr 1, s. 49-50
- Sangowski T.**, *Gospodarka finansowa kapitalami i rezerwami ubezpieczyciela w: Ubezpieczenia w gospodarce rynkowej*. Pr. zbior. pod red. A. Wasiewicza, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz, t. 1, ss. 158-159

Sangowski T., *Gwarancje wypłacalności ubezpieczyciela* w: *Ubezpieczenia w gospodarce rynkowej*. Pr. zbior. pod red. A. Wasiewicza, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz, t. 1, s. 107-126

Sangowski T., *Gwarancje wypłacalności ubezpieczycieli*, *Ubezpieczenie w gospodarce rynkowej*, Branta Bydgoszcz 1994, t. II, s. 107-126

Sangowski T., *Margines wypłacalności oraz jego znaczenie dla określenia standingu finansowego zakładu ubezpieczeń*, *Prawo Asekuracyjne* 1996 nr 1, s. 23-24

Skipietrow N., *Trzy kroki do reformy*, *Asekuracja&Reasekuracja* 1997 wrzesień, s. 15-22

SN: *Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny*, *Monitor Prawniczy* 1996 nr 2, s. 54-56

Soczewsko A., *Nadzór ubezpieczeniowy*, *Zycie Gospodarcze* 1994 nr 48, dod. *Ubezpieczenia*, s. 9

Sroka T., *Omijanie ryzyka. Lokowanie funduszy towarzystw ubezpieczeniowych w bankach*, *Gazeta Bankowa* 1995 nr 23, s. 10

Stroinski E., *Niektóre zagadnienia związane z tworzeniem rezerw w towarzystwach ubezpieczeń na życie*, *Wiadomości Ubezpieczeniowe* 1991 nr 4-6, s. 9-21

Stroinski E., *Problematyka naukowa Międzynarodowej Konferencji Ubezpieczeniowej w Warszawie*, *Wiadomości Ubezpieczeniowe* 1992 nr 1-3, s. 3-14

Stroinski E., *Rola zakładów ubezpieczeń na życie w nowym systemie ubezpieczeń społecznych w Chile i niektórych krajach europejskich*, *Wiadomości Ubezpieczeniowe* 1996 nr 4-6, s. 5-12

Stroinski E., Stroinski K., *Kiedy raptowne lub długotrwałe pogorszenie wyników prowadzi nieuchronnie do ruiny firmy ubezpieczeniowej?*, *Wiadomości Ubezpieczeniowe* 1993 nr 2, s. 11-15

Stroinski E., Stroinski K., *Znaczenie reasekuracji dla nowo powstających zakładów ubezpieczeń*, *Wiadomości Ubezpieczeniowe* 1990 nr 5, s. 3-13

Tulinska A., (oprac.): *Systemy ubezpieczeń emerytalnych w krajach Ameryki Południowej*, *Prawo Asekuracyjne* 1997 nr 1, s. 75-82

Ubezpieczenia - raport, *Nowe Zycie Gospodarcze* 1996 nr 13, s. 18-21

Uthoff A., *Reforma a los sistemas de pensiones en America Latina*, Raport CEPAL (Comision Economico Para America Latina y el Caribe), Revista de la CEPAL, 1995 nr 56, s. 43-58

Walcerz D., *Wyplacalnosc zakladu ubezpieczen*, Prawo Asekuracyjne 1996 nr 3

Wanat S., *Statystyczne podstawy metod wyznaczania skladek netto, rezerw i ryzyka w ubezpieczeniach na zycie*, Zeszyty Naukowe AE Kraków nr 440 Kraków 1994, s. 55-66

Wasiewicz A., *Fundusz Gwarancyjny i inne instytucje zblizone do niego w swych zadaniach*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny 1968 nr 2, s. 47-48

Wasiewicz A., *W sprawie zmian w stanie prawnym regulujacym ubezpieczenia*, Prawo Asekuracyjne 1994 nr 1, s. 5-13

Wierzbicka E., *Powiazania sektora ubezpieczeniowego z sektorem bankowym*, Warszawa, Instytut Finansów 1995, s. 46

Wierzbicka E., *Przeslanki sojuszy strategicznych ubezpieczycieli i banków*, Prawo Asekuracyjne 1996 nr 4, s. 51-64

Witeska S., *Liczenie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych*, Wiadomosci Ubezpieczeniowe 1996 nr 1-3A, s. 41-45

• **AKTY PRAWNE:**

Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartosciowymi

Ustawa z dnia 22 sierpnia 1997 r. o pracowniczych programach emerytalnych Ustawa z dnia 4 wrzesnia 1997 r. o funduszach przemyslowych i ich prywatyzacji w zwiazku z reforma systemu ubezpieczen spolecznych

Ustawa z dnia 25 czerwca 1997 r. o wykorzystaniu wpływów z prywatyzacji czesci mienia Skarbu Panstwa na cele zwiazane z reforma systemu ubezpieczen spolecznych

Ustawa z dnia 28 lipca 1990 r. o dzialalnosci ubezpieczeniowej

Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych

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

Ustawa z dnia 30 lipca 1997 o zmianie ustawy o dzialalnosci ubezpieczeniowej