

UWARUNKOWANIA KONKURENCJI NA RYNKU FUNDUSZY EMERYTALNYCH NA PRZYKŁADZIE OFE

Filip Chybalski

Streszczenie

Celem artykułu jest analiza uwarunkowań konkurencji na rynku funduszy emerytalnych, ze szczególnym uwzględnieniem możliwych płaszczyzn tej konkurencji oraz determinujących je czynników na rynku OFE. W artykule omówiono kolejno: przesłanki oligopolistycznego charakteru rynku funduszy emerytalnych, uwarunkowania konkurencji na rynku funduszy emerytalnych oraz płaszczyzny konkurencji na rynku OFE.

1. Wprowadzenie

Zapoczątkowana w 1998 roku reforma emerytalna w Polsce skutkowałą między innymi wprowadzeniem II filaru, w ramach którego zaczęły funkcjonować otwarte fundusze emerytalne (OFE), zarządzane przez powszechne towarzystwa emerytalne (PTE). Zakładano wówczas, że podmioty te będą konkurować między sobą przede wszystkim osiąganymi wynikami inwestycyjnymi (stopami zwrotu), jednak wiele badań wskazuje, że tak się nie stało. Celem niniejszego artykułu jest analiza uwarunkowań konkurencji na rynku funduszy emerytalnych, ze szczególnym uwzględnieniem możliwych płaszczyzn tej konkurencji oraz determinujących je czynników na rynku otwartych funduszy emerytalnych w Polsce. W artykule omówiono kolejno: przesłanki oligopolistycznego charakteru rynku funduszy emerytalnych, uwarunkowania konkurencji na tym rynku oraz płaszczyzny konkurencji na rynku OFE.

2. Oligopolistyczny charakter rynku funduszy emerytalnych

Rynek funduszy emerytalnych może teoretycznie funkcjonować w jednej z następujących form: monopolu, doskonałej konkurencji, konkurencji monopolistycznej oraz oligopolu. Poszczególne rodzaje rynku charakteryzowane są w literaturze ekonomicznej w następujący sposób.¹ W przypadku monopolu na rynku występowałby jeden oferent produktów emerytalnych – monopolista. Przykładem takiego monopolisty jest Fundusz Ubezpieczeń Społecznych (FUS), zarządzany przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych (ZUS), działający w ramach I filaru powszechnego systemu emerytalnego w Polsce. Co więcej, jednostka ma

¹ Por. Begg D., Fischer S., Dornbusch R.: *Ekonomia*. Tom I, PWE, Warszawa 1993, s. 228-288; Samuelson P., Nordhaus W.: *Ekonomia*, Tom I, PWN, Warszawa 2003, s. 714-800.

obowiązek korzystać z usług takiego państwowego monopolisty. Pod tym względem Polska nie jest wyjątkiem. W większości krajów bowiem I filar ma charakter powszechnego ubezpieczenia emerytalnego, dostarczanego przez instytucję publiczną. Jak wspomniano, FUS jest monopolistą państwowym, a nie prywatnym. Monopol prywatny w systemie emerytalnym byłby o wiele bardziej niebezpieczny z punktu widzenia emerytów, ponieważ działający na rynku jeden prywatny fundusz emerytalny dążyłby do maksymalizacji swojego zysku, co odbywałoby się kosztem oszczędzających w nim jednostek. Monopolista państwowy podlega natomiast ścisłej kontroli ze strony rządu (władzy) i nie dąży do maksymalizacji zysku. Część obywateli uważa wręcz taki państwowy monopol na rynku powszechnych ubezpieczeń emerytalnych za dobrodziejstwo, ponieważ państwo jest 100-proc. gwarantem wypłaty przyszłych emerytur. Jednak faktycznie jest to tylko obietnica państwa, że osobom odprowadzającym dzisiaj składki, zostanie w przyszłości wypłacona emerytura według z góry określonych zasad², ponieważ na rynku zarządzanych prywatnie OFE działa 14 podmiotów emerytalnych (stan na maj 2012), rynek ten nie ma z pewnością charakteru monopolistycznego.

Monopol jest skrajną formą rynku, na której brak jest konkurencji. Na drugim biegunie jest inna skrajna forma rynku – doskonała konkurencja. W jej przypadku wszyscy oferenci jak i konsumenci są świadomi tego, że ich decyzje nie mają wpływu na wysokość ceny rynkowej. Odnosząc to do rynku emerytalnego, musiałoby na nim działać bardzo dużo funduszy emerytalnych, z których usług korzystałoby bardzo wiele jednostek. Ceną za członkostwo w funduszu emerytalnym są pobierane przez niego opłaty (na rzecz zarządzającego nim towarzystwa emerytalnego). Na rynku doskonałej konkurencji krzywa popytu jest pozioma, bez względu na wielkość sprzedaży (liczbę członków), cena jest stała i równa cenie rynkowej. Po wyższej cenie fundusz nie sprzedałby swojej usługi, natomiast sprzedaż po cenie niższej nie ma sensu, skoro dowolną ilość można sprzedać po cenie rynkowej.

O ile mnogość członków funduszy emerytalnych, czy też osób do nich przystępujących, jest założeniem powszechnie spełnionym, także w odniesieniu do OFE, o tyle założenie o mnogości oferentów w postaci funduszy emerytalnych jest już raczej abstrakcyjne. Wynika to z faktu, że istnieją bariery wejścia na rynek funduszy emerytalnych, zarówno o charakterze kapitałowym, jak i prawnym, a z założenia bariery takie nie powinny w ogóle występować na rynku doskonałej konkurencji. Rynek funduszy emerytalnych z pewnością nie można więc uznać za doskonale konkurencyjny.

Formami pośrednimi rynku, pomiędzy monopolem a doskonałą konkurencją, są konkurencja monopolistyczna oraz oligopol. Na rynku konkurencji monopolistycznej funkcjonuje bardzo wiele małych przedsiębiorstw zakładających, że ich decyzje nie determinują w żadnym stopniu decyzji pozostałych przedsiębiorstw. Dodatkowo zakłada się, że w długim okresie nie występują bariery wejścia i bariery wyjścia z rynku. Cechą odróżniającą rynek konkurencji monopolistycznej od konkurencji doskonałej jest malejąca krzywa popytu, co

² Por. Barr N., Diamond P.: *The Economics of Pensions*, „Oxford Review of Economic Policy” 2006, Vol. 22, No. 1, pp. 15-39.

oznacza, że obniżenie ceny wpływa pozytywnie na wielkość sprzedaży, podczas gdy na rynku konkurencji doskonałej obniżenie ceny poniżej ceny rynkowej nie ma uzasadnienia ekonomicznego. Opadająca krzywa popytu wynika z faktu, że na rynku konkurencji monopolistycznej można mówić o tzw. różnicowaniu produktów przez przedsiębiorstwa. Objawia się to tym, że oferowane na tym rynku dobro nie jest homogeniczne, lecz jest zróżnicowane pod względem wybranych jego cech. Cena nie jest więc jedynym czynnikiem determinującym decyzję konsumenta o zakupie tego dobra.

Rynek funduszy emerytalnych może do pewnego stopnia przypominać rynek konkurencji monopolistycznej. Oferowane na nim produkty emerytalne mogą się różnić nie tylko ceną (pobieranymi opłatami), ale także pod względem przynajmniej jednej innej cechy – stopy zwrotu. Nawet, jeśli te stopy w przekroju całego rynku nie są istotnie zróżnicowane, to z pewnością nie są jednakowe. Ponadto, może występować przywiązanie konsumenta (członka funduszu) do marki, np. wynikające z ubezpieczenia domu i samochodu w firmie ubezpieczeniowej należącej do tej samej grupy kapitałowej co fundusz emerytalny. Krzywa popytu pojedynczego funduszu emerytalnego może być opadająca, ponieważ jeśli nie małe, to znaczące podniesienie wysokości pobieranych opłat wywoła efekt odchodzenia członków tego funduszu do innych funduszy. Tym samym wzrost ceny spowoduje spadek sprzedaży. Są jednak istotne cechy odróżniające rynek funduszy emerytalnych od konkurencji monopolistycznej. Mianowicie, na rynku funduszy emerytalnych działa mocno ograniczona liczba oferentów (a nie bardzo duża ich liczba, jak na rynku konkurencji monopolistycznej) i występują istotne bariery wejścia (podczas gdy na rynku konkurencji monopolistycznej ich nie ma).

Cechą charakterystyczną rynku oligopolistycznego jest ograniczona liczba oferentów oraz ich współzależność wynikająca stąd, że każdy z nich musi uwzględniać w swoich działaniach decyzje konkurentów. Tym samym sukces realizacji strategii założonej przez danego oferenta zależy nie tylko od tego, jak dobra jest ta strategia, ale także od tego, jak na jej realizację zareagują pozostali „gracze” rynkowi. Podobnie, skuteczność zwiększenia przychodów jednego przedsiębiorstwa na skutek obniżenia ceny swoich wyrobów (usług) nie jest niezależna od tego, jak postąpią inni. Mogą oni bowiem pozostawić ceny bez zmian, obniżyć je, podobnie jak to przedsiębiorstwo, lub też obniżyć jeszcze bardziej. Użycie słowa „gracze” w odniesieniu do oferentów działających na rynku oligopolistycznym nie jest przypadkowe, ponieważ faktycznie rozgrywają oni między sobą grę. Podejmują bowiem decyzje w warunkach niepewności co do tego, jak zachowają się rywale. Ta niepewność wymusza na przedsiębiorstwach konieczność prognozowania zachowań rywali. Zakładając, że oferowane na rynku dobro jest homogeniczne, w przypadku obniżki ceny dane przedsiębiorstwo oczekuje, że rywale zareagują w podobny sposób i też dokonają podobnej obniżki. Podwyżka ceny nie wywoła raczej u rywali żadnych działań, co sprawi, że przedsiębiorstwo, które podniosło cenę, zmniejszy swój udział w rynku. Konkurencja cenowa na rynku oligopolistycznym sprawia, że obniżka ceny przez jedno przedsiębiorstwo, pociągająca za sobą lawinową obniżkę cen przez pozostałych graczy na rynku, jest niekorzystne dla wszystkich. Prowadzi bowiem do obniżenia zysków wszystkich przedsiębiorstw na rynku, chyba, że obniżka ceny

powoduje wzrost sprzedaży na całym rynku. Zakładając jednak, że tak nie jest i że obniżenie ceny nie może zostać zrekompensowane wzrostem sprzedaży, na rynku oligopolistycznym może dochodzić do zmów służących uniknięciu wzajemnej konkurencji, ponieważ ta jest kosztowna dla wszystkich przedsiębiorstw. Taka zмова powoduje, że wszyscy oferenci na rynku zachowują się jak wielozakładowy monopolista, gdyż wszyscy sprzedają produkt po wspólnie ustalonej cenie. Podmioty działające na rynku oligopolistycznym stoją więc przed dylematem: porozumieć się czy też konkurować między sobą. Jest to gra między rywalami i dlatego w odniesieniu do analizy oligopolów stosuje się teorię gier.

Rynki funduszy emerytalnych swoją strukturą zazwyczaj przypominają oligopol³, przede wszystkim ze względu na ograniczoną liczbę oferentów. Podobnie jest z rynkiem OFE w Polsce. O jego oligopolistycznym charakterze mogą świadczyć następujące przesłanki:

- liczba funduszy działających na rynku wynosi obecnie 14, a w całej historii funkcjonowania OFE nie przekroczyła 21,
- rynek charakteryzuje się znaczącą koncentracją, ponieważ udział w rynku trzech największych OFE mierzony liczbą ich członków wynosi 59,95% a pięciu największych 74,11% (wg danych KNF na dzień 30.03.2012)⁴,
- występują istotne bariery wejścia na rynek, szczególnie o charakterze prawnym i kapitałowym.

Ważną cechą analizowanego rynku OFE jest fakt, że popyt na oferowany przez fundusze produkt emerytalny w skali całego rynku nie zależy od ceny (pobieranych opłat), lecz przede wszystkim od poziomu zatrudnienia w gospodarce oraz od struktury wiekowej społeczeństwa. Popyt na produkt konkretnego funduszu emerytalnego może zależeć od cech tego produktu oraz jego ceny.

3. Uwarunkowania konkurencji na rynku funduszy emerytalnych

Jak wspomniano już wcześniej, twórcy reformy emerytalnej w Polsce zakładali, że rynek OFE będzie charakteryzował się przede wszystkim konkurencją na płaszczyźnie osiąganych wyników inwestycyjnych. Jednak takie założenie *a priori* jest nieuzasadnione. Wynika to z faktu, że płaszczyzny konkurencji na rynku funduszy emerytalnych mogą być determinowane przez wiele różnych czynników. Za najważniejsze należy uznać:

- dążenie towarzystw emerytalnych, zarządzających funduszami, do maksymalizacji własnych zysków,

³ Davis Ph.: *The European Pension Management Industry*, "Discussion Paper PI-0212", The Pensions Institute, University of London 2002.

⁴ Koncentrację jako główny argument za oligopolistycznym charakterem rynku OFE wskazano również w opracowaniu: Stańko D.: *Performance Evaluation of Public Pension Funds: The Reformed Pension System in Poland*, „Discussion Paper PI-0308”, The Pensions Institute, University of London 2003.

- racjonalność (lub nieracjonalność) decyzji emerytalnych związanych z wyborem przez jednostkę funduszu emerytalnego,
- regulacje prawne dotyczące działalności funduszy emerytalnych.

Poniżej zostaną szerzej scharakteryzowane wymienione uwarunkowania konkurencji na rynku funduszy emerytalnych.

Wychodząc od oczywistego założenia o dążeniu towarzystw emerytalnych do maksymalizacji swojego zysku, możemy dostrzec szerokie spektrum płaszczyzn konkurencji między funduszami emerytalnymi i zarządzającymi nimi towarzystwami. Spektrum to wykracza z pewnością poza osiąganą stopę zwrotu. Wynika to z tego, że przychody towarzystw emerytalnych pochodzą z różnego rodzaju opłat, pobieranych od członków funduszy emerytalnych. Mogą to być opłaty trojakiemu rodzaju⁵:

- opłata dystrybucyjna, pobierana od gromadzonych przez fundusz emerytalny składek. Wartość przychodów z tej opłaty zależy przede wszystkim od liczby członków funduszu, ale także od poziomu ich wynagrodzeń, od których naliczane są składki;
- opłata za zarządzanie aktywami, naliczana od wartości aktywów funduszu emerytalnego. Wartość przychodów z tytułu tej opłaty zależy od wielkości funduszu mierzonej aktywami, te znowu zależą od liczby członków funduszu oraz od przyrostu aktywów, czyli od stopy zwrotu;
- opłata premiowa, naliczana od zrealizowanych zysków z inwestycji. Jej wysokość zależy bezpośrednio od wartości aktywów funduszu oraz zrealizowanej w danym okresie stopy zwrotu.

Relacja między tymi trzema opłatami w dużym stopniu determinuje płaszczyznę konkurencji i między innymi od niej zależy, czy fundusze w większym stopniu skupiają się na osiągnięciu dobrych wyników inwestycyjnych czy też na pozyskiwaniu nowych członków. W funduszach emerytalnych, stanowiących element publicznego (obowiązkowego) systemu emerytalnego, maksymalne stawki tych opłat są zazwyczaj ograniczone prawem. Jednak w zależności od tego, która z tych opłat ma ważniejsze znaczenie dla przychodów towarzystw emerytalnych, różna jest waga przypisywana przez menedżerów do płaszczyzn konkurencji na rynku. W sytuacji, gdy najważniejsze znaczenie ma opłata dystrybucyjna, warto skupiać się na pozyskiwaniu nowych członków do funduszu. W przypadku gdy kluczowa jest opłata za zarządzanie, w zależności od fazy rozwoju rynku funduszy emerytalnych ważniejsze może być pozyskiwanie nowych członków lub dążenie do osiągnięcia wyższych stóp zwrotu. W początkowej fazie, gdy fundusze dysponują małymi aktywami, ich dynamika w większym stopniu jest determinowana przez

⁵ Wpływ struktury opłat pobieranych przez fundusze emerytalne na przychody towarzystw emerytalnych opisano szeroko w pracy: Chybalski F.: *Modele wynagradzania towarzystw emerytalnych na przykładzie krajów Europy Środkowowschodniej*, „Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia”, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 612, Szczecin 2010, s. 235-247.

napływ nowych składek a w mniejszym przez osiągnięte wyniki inwestycyjne. Wówczas warto skupić się przede wszystkim na pozyskiwaniu nowych klientów funduszu. W późniejszej fazie rozwoju rynku, gdy aktywa funduszy są większe, przychody z tytułu opłaty za zarządzanie mogą wzrastać w większym stopniu poprzez przyrost aktywów na skutek dodatnich stóp zwrotu, a w mniejszym stopniu na skutek napływu nowych członków do funduszu. Dodatkowo, zarówno we wcześniejszych fazach funkcjonowania rynku jak i w późniejszych, napływ nowych członków może odbywać się na tzw. rynku pierwotnym oraz na rynku wtórnym. Pozyskiwanie nowych członków funduszu na rynku pierwotnym dotyczy osób, które wchodzi na rynek pracy i dokonują wyboru funduszu po raz pierwszy. Wówczas rośnie cały rynek, ponieważ coraz więcej osób odprowadza składki emerytalne. Na skutek tego aktywa funduszy rosną. Pozyskiwanie nowych członków do funduszu na rynku wtórnym dotyczy osób, które już są na rynku pracy, lecz decydują się na zmianę dotychczasowego funduszu na inny. Zakładając, że na rynek pracy nie wchodzi nowe osoby, lecz pozyskanie członka do danego funduszu możliwe jest tylko na rynku wtórnym, oznacza ono, że inny fundusz traci klienta. W skali całego rynku jest to więc gra o sumie zerowej.

Napływ nowych członków do funduszy determinowany jest przez kilka czynników. Są to przede wszystkim struktura wiekowa społeczeństwa, zmiany w poziomie zatrudnienia w gospodarce oraz racjonalność decyzji emerytalnych obywateli. Ostatni z tych czynników jest również ważnym uwarunkowaniem konkurencji na rynku funduszy. Determinuje on bowiem w znacznym stopniu główną płaszczyznę, na której konkurują fundusze o nowych członków, zarówno na rynku pierwotnym jak i wtórnym. Przy czym, jeżeli możliwości pozyskiwania nowych klientów na rynku pierwotnym są mocno ograniczone z powodów demograficznych lub ekonomicznych, gra o klientów na rynku wtórnym staje się jeszcze bardziej zaostzona, ponieważ jest to wówczas jedyna forma zwiększania sumy składek emerytalnych, napływających do funduszu. Dodatkowo, pozyskanie klienta na rynku wtórnym oznacza, że przenosi on do danego funduszu wszystkie zgromadzone wcześniej aktywa w poprzednim funduszu.

W świetle teorii racjonalnych oczekiwań to, że ludzie dokonują racjonalnych wyborów oznacza, że podejmują decyzje w oparciu o najlepsze dostępne informacje.⁶ Jest to tzw. słaba wersja hipotezy racjonalnych oczekiwań. W mocnej wersji tej hipotezy dodatkowo zakłada się, że subiektywne oczekiwania jednostek są zbieżne z ich obiektywnymi, matematycznie uwarunkowanymi oczekiwaniami⁷. Zarówno w jednej jak i drugiej wersji hipotezy racjonalnych oczekiwań przyjmuje się, że antycypowanie przyszłości jest oparte na określonych przesłankach, sformułowanych w oparciu o dostępną informację. W przypadku słabej wersji hipotezy interpretacja tych informacji może mieć również charakter subiektywny, co oznacza, że jednostki mogą różnić się między sobą w podejmowanych decyzjach. W przypadku mocnej wersji hipotezy interpretacja tych informacji jest wyłącznie obiektywna. Często jednak decyzje emerytalne są oparte na informacjach

⁶ Samuelson P., Nordhaus W.: *Ekonomia*, Tom I, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 510.

⁷ Snowdon B., Vane H., Wynarczyk P.: *Współczesne nurty teorii makroekonomii*, PWN, Warszawa 1998, s. 200.

historycznych. Jednostki mogą bowiem mieć tendencję do prognozowania przyszłych stóp zwrotu funduszy emerytalnych w oparciu o historyczne stopy zwrotu. Uznają wówczas, że w przyszłości powtórzą się stopy zwrotu z przeszłości, fundusz lepszy od innych w przeszłości, będzie również lepszy od nich w przyszłości. W takiej sytuacji mówimy o hipotezie adaptacyjnych oczekiwań. Zgodnie z nią wartość danej zmiennej prognozuje się tylko w oparciu o historyczne dane o tej zmiennej⁸. W dalszych rozważaniach nie będziemy jednak próbowali odpowiedzieć na pytanie, czy zachowania jednostek są bliższe hipotezie o racjonalnych czy też hipotezie o adaptacyjnych oczekiwaniach. Ważne natomiast będzie, czy jednostka podejmując decyzję emerytalną dotyczącą wyboru funduszu w ogóle bierze pod uwagę zmienne charakteryzujące ten fundusz, wpływające na wysokość przyszłego świadczenia emerytalnego. Chodzi tu przede wszystkim o stopę zwrotu funduszu i pobierane przez niego opłaty. Jeżeli tak jest i te zmienne są analizowane przez klientów, można oczekiwać, że ważnymi płaszczyznami konkurencji są efektywność inwestycyjna funduszy oraz cena członkostwa w nich, wyrażona pobieranymi opłatami. Zarządzający funduszami, gdy dostrzegają, że te zmienne są ważne przy dokonywanych wyborach emerytalnych jednostek, dążą do osiągnięcia dobrych wyników inwestycyjnych oraz starają się mieć konkurencyjne ceny. Są to bowiem wówczas czynniki, wpływające na liczbę klientów funduszu (na popyt na oferowany przez fundusz produkt emerytalny). Jeżeli natomiast wyniki inwestycyjne i pobierane opłaty nie są ważną determinantą decyzji emerytalnych⁹, kluczową płaszczyzną konkurencji między funduszami może stać się działalność akwizycyjna i marketingowa (jeżeli jest dozwolona prawem).

Trzecim ważnym uwarunkowaniem konkurencji na rynku funduszy emerytalnych są regulacje prawne, w tym szczególnie te dotyczące działalności akwizycyjnej, wynagradzania oraz karania towarzystw emerytalnych w zakresie osiąganego stóp zwrotu. Jeżeli chodzi o działalność akwizycyjną, może ona być prawem niedozwolona na rynku funduszy emerytalnych lub też może być dozwolona w ograniczonym lub nieograniczonym zakresie. Skuteczność tej działalności tak czy inaczej zależy w dużym stopniu od racjonalności (lub adaptacyjności) decyzji emerytalnych jednostek. Jeżeli te decyzje są oparte na kryteriach merytorycznych, skuteczność działalności akwizycyjnej funduszu może być mocno ograniczona, nawet wtedy, gdy jest ona dozwolona prawem w dużym zakresie.

Jeżeli chodzi o system wynagradzania towarzystw emerytalnych, to wcześniej już go ogólnie omówiliśmy. W tym miejscu rozważymy, jak ważna dla konkurencji

⁸ Snowden B., Vane H., Wynarczyk P.: *Współczesne nurty teorii makroekonomii*, PWN, Warszawa 1998, s. 202.

⁹ Na problem nieracjonalności decyzji emerytalnych zwrócono uwagę między innymi w następujących publikacjach: Beshears J., Choi J., Laibson D., Madrian B.: *How are Preferences Revealed?*, "Journal of Public Economics", 2008, Vol. 92(8-9), s. 1787-1794; Blake D.: *Pension Economics*, Pension Institute, West Sussex 2006; Choi J., Laibson D., Madrian B., Metrick E.: *Defined Contribution Pensions: Plan Rules, Participant Decisions, and the Path of Least Resistance*, NBER Working Paper 8655, 2006; Arza C.: *The limits of pension privatization: Lessons from Argentina Experience*, "World Development" 2008, Vol. 36, No. 12, s. 2696-2712; Barr N., Diamond P.: *The economics of pensions*, "Oxford Review of Economics Policy" 2006, Vol. 22, No. 1, s. 15-39.

na rynku funduszy emerytalnych na płaszczyźnie osiąganych wyników inwestycyjnych jest relacja między systemem wynagradzania a systemem karania funduszy. Fundusze są wynagradzane za dobre wyniki inwestycyjne przede wszystkim w formie opłaty premiowej naliczanej od osiągniętych zysków z inwestycji oraz w formie opłaty za zarządzanie poprzez zwiększenie aktywów osiągniętymi zyskami, czyli zwiększeniem bazy naliczania tej opłaty. Dodatkowo, jeżeli jednostki podejmują racjonalne (adaptacyjne) decyzje o wyborze funduszu, dobre wyniki inwestycyjne mogą mieć również przełożenie w przychodach z opłaty dystrybucyjnej, ponieważ rosnąca liczba członków funduszu oznacza większy napływ składek. Relacje między trzema rodzajami opłat determinują w znacznym stopniu motywację funduszy do efektywnego zarządzania portfelem, a tym samym wpływają na znaczenie konkurencji inwestycyjnej między nimi. Jednak z drugiej strony ważnym czynnikiem jest również system karania funduszy za nieosiągnięcie minimalnej wymaganej stopy zwrotu. Stopa ta jest określona względem stopy referencyjnej, którą może być inflacja, stopa zwrotu z określonego portfela rynkowego lub też średnia stopa zwrotu wszystkich funduszy emerytalnych. To ostatnie rozwiązanie jest dość powszechnie stosowane w krajach Europy Środkowowschodniej, w tym w Polsce. W przypadku, gdy minimalna stopa zwrotu oparta jest na średniej stopie zwrotu wszystkich funduszy, co stanowi tzw. benchmark wewnętrzny, jest ona wyjątkowo trudno prognozowalna. Wówczas, chcąc zminimalizować ryzyko nieosiągnięcia minimalnej wymaganej stopy zwrotu, co skutkuje koniecznością wyrównania niedoboru aktywów funduszu, zarządzający powielają swoje portfele inwestycyjne. Jeżeli średnia stopa zwrotu, liczona dla całego rynku, jest stopą ważoną aktywami funduszy, powielane są przede wszystkim stopy zwrotu największych funduszy. W ten sposób, jeżeli nagroda za dobre wyniki nie jest w pełni satysfakcjonująca, szczególnie względem możliwej kary za złe wyniki, konkurencja na tle osiąganych wyników inwestycyjnych staje się mocno ograniczona. Zarządzający funduszami mogą bowiem uznać, że premia za ryzyko związane z odważną i odróżniającą się strategią inwestycyjną jest zbyt mała względem kary, jaką można ponieść, gdy to ryzyko się zrealizuje w postaci nieosiągnięcia minimalnej wymaganej stopy zwrotu.

4. Konkurencja na rynku OFE

W tym punkcie rozważymy, jakie z wyżej omówionych uwarunkowań konkurencji na rynku funduszy emerytalnych, są dominujące na rynku otwartych funduszy emerytalnych w Polsce, a tym samym jakie są główne płaszczyzny tej konkurencji. Rozpocznijmy od struktury opłat pobieranych przez OFE oraz od systemu karania za nieosiągnięcie minimalnej wymaganej stopy zwrotu, która na rynku OFE oparta jest na średniej ważonej stopie zwrotu wszystkich funduszy. Do niedawna głównym źródłem przychodów powszechnych towarzystw emerytalnych, zarządzających OFE, były przychody z tytułu opłaty dystrybucyjnej. Do końca 2009 roku stanowiły one ponad 60% przychodów PTE wynikających z zarządzania OFE. W tym okresie przychody z tytułu opłaty za zarządzanie kształtowały się na poziomie ok. 30% przychodów ogółem. Od roku 2010 relacja między tymi

głównymi źródłami przychodów istotnie się zmienia, co jest przede wszystkim efektem obniżenia maksymalnej stopy opłaty dystrybucyjnej z 7% do 3,5%. Poza tym, stale rosną aktywa OFE, czyli baza dla naliczania opłaty za zarządzanie oraz opłaty premiowej. Na koniec 2011 roku w przychodach PTE dominowały przychody z tytułu opłaty za zarządzanie i wyniosły one 58%, a przychody z tytułu opłaty dystrybucyjnej 33% ogółu przychodów. Stale rosną też przychody z tytułu opłaty premiowej, jednak ich udział pozostaje nadal nieistotny i na koniec 2011 roku wyniósł 4% przychodów PTE. System wynagradzania nie jest więc bardzo elastyczny względem uzyskiwanych wyników inwestycyjnych, ponieważ przychody z tytułu opłaty premiowej, najbardziej wrażliwe na bieżące wyniki OFE, nie są istotnym źródłem przychodów PTE. Bardzo wrażliwy na wyniki inwestycyjne OFE jest natomiast system karania, ponieważ w przypadku nieosiągnięcia minimalnej wymaganej stopy zwrotu, równej połowie średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich OFE lub średniej ważonej stopie pomniejszonej o 4 punkty procentowe (w zależności od tego, która z tych wartości jest niższa), pokryty musi zostać cały powstały niedobór aktywów. Z tego powodu zarządzający portfelami inwestycyjnymi OFE, dążąc do minimalizacji ryzyka wystąpienia niedoboru aktywów, powielają swoje strategie inwestycyjne, o czym świadczą badania podobieństwa struktur portfeli inwestycyjnych OFE.¹⁰ W ten sposób system pobieranych przez OFE opłat na rzecz PTE oraz regulacje prawne w zakresie działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych, mocno ograniczają płaszczyznę konkurencji na rynku, jaką jest efektywność inwestycyjna. Warto przypomnieć, że miała to być dominująca płaszczyzna konkurencji, założona *a priori* na początku reformy.

Pozostając przy opłatach pobieranych przez OFE, stanowiących cenę członkostwa w funduszu, należy ocenić, czy podmioty te konkurują tymi opłatami między sobą, czyli czy ważną płaszczyznę konkurencji stanowi cena. Do 2010 roku, kiedy to nowelizacja ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych spowodowała konieczność obniżenia przez OFE opłaty dystrybucyjnej do poziomu nie wyższego niż 3,5% wpłaconych do funduszu w danym okresie składek, wszystkie fundusze, poza OFE Allianz, pobierały tę opłatę w maksymalnej wysokości. Wynosiła ona wówczas 7% pobranych składek. Po obniżeniu maksymalnej stopy procentowej tej opłaty jej zróżnicowanie nie jest nieistotne w przekroju funduszy. Poza OFE Polsat (3,40%) oraz OFE Allianz (3,45%), wysokość tej opłaty w przypadku pozostałych OFE jest równa maksymalnej dopuszczonej w ustawie stawce i wynosi 3,50%. Jednak niższy poziom opłat w tych dwóch funduszach nie skutkował większą dynamiką liczby ich członków. Podobnie opłata za zarządzanie jest pobierana przez wszystkie fundusze w maksymalnej wysokości. Jednak ze względu na jej degresywny charakter (maksymalna stawka procentowa tej opłaty dla OFE o wyższych aktywach jest niższa) wysokość tej opłaty nie jest jednakowa i waha się od 0,028% wartości aktywów w przypadku największego funduszu do 0,045% w przypadku najmniejszych funduszy. Oznacza

¹⁰ Por. Chybalski F.: *Analiza podobieństwa struktur portfeli inwestycyjnych OFE* [w:] F. Chybalski (red.), *Otwarte fundusze emerytalne w Polsce. Analiza działalności inwestycyjnej, finansów oraz decyzji członków*, C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 121-134.

to, że mniej kosztowne jest członkostwo w dużym funduszu. Niemniej żaden z funduszy nie obniżył wysokości opłaty za zarządzanie poniżej maksymalnego dopuszczonego ustawą limitu. Generalnie należy uznać, że OFE nie konkurują pobieranymi opłatami. Oznacza to, że na rynku funduszy emerytalnych nie występuje konkurencja cenowa. Oligopolistyczny charakter tego rynku może sprzyjać brakowi konkurencji szczególnie właśnie na płaszczyźnie cenowej, ponieważ dla tego rodzaju rynku najbardziej charakterystyczne są formalne lub nieformalne zmony cenowe.

Na niezróżnicowany i maksymalny poziom cen mogą mieć wpływ decyzje emerytalne, podejmowane przez jednostki. Podobnie decyzje te mogą ograniczać negatywne skutki struktury opłat oraz systemu karania za nieosiągnięcie minimalnej wymaganej stopy zwrotu. Warunkiem, aby tak było, jest racjonalność (adaptacyjność) decyzji emerytalnych. Gdy te decyzje są uzależnione od wyników inwestycyjnych funduszy oraz pobieranych przez nie opłat, zarówno efektywność inwestycyjna, jak i cena, stają się ważnymi płaszczyznami konkurencji na rynku. Jednak badania wskazują, że członkowie OFE, wybierając fundusz po raz pierwszy lub decydując się na jego zmianę, nie sugerują się jego wynikami inwestycyjnymi.¹¹ Analizując zależność pomiędzy rzeczywistą stopą opłaty za zarządzanie (będącą relacją przychodów z tytułu tej opłaty oraz wartością aktywów OFE) a dynamiką liczby członków funduszu, dostrzec można umiarkowaną dodatnią zależność korelacyjną między tymi zmiennymi (współczynnik korelacji Pearsona, obliczony na podstawie danych KNF za 2011 rok, wynosi 0,49). Oznacza to, że im większa jest rzeczywista stopa opłaty za zarządzanie funduszem, tym bardziej wzrosła w 2011 roku liczba jego członków. Jednostki nie wybierają więc częściej większych i tańszych funduszy. Należy więc podkreślić, że nie tylko efektywność inwestycyjna, ale także opłaty (czyli cena), nie stanowią ważnej płaszczyzny konkurencji na rynku otwartych funduszy emerytalnych w Polsce.

Nieracjonalność (nieadaptacyjność) decyzji emerytalnych w zakresie wyboru OFE potwierdza również zależność pomiędzy wielkością wydatków towarzystw emerytalnych na reklamę i akwizycję a liczbą nowych członków, przystępujących do funduszy. Badania wskazują, że im wydatki danego PTE na reklamę i na akwizycję są większe, tym więcej osób wybiera zarządzany przez ten PTE fundusz emerytalny.¹² Zarządzający OFE (i PTE) dostrzegając nieracjonalność (nieadaptacyjność) decyzji emerytalnych i brak znaczenia dla wyborów dokonywanych przez jednostki osiąganych przez OFE stóp zwrotu oraz wysokości pobieranych opłat, postawili na bardzo aktywną działalność marketingową i akwizycyjną. Okazało się, że w ten sposób można najskuteczniej pozyskiwać klientów, zarówno na rynku pierwotnym jak i na rynku wtórnym. Dlatego też

¹¹ Por. Chybalski F.: *Analiza wyboru OFE przez Polaków* [w:] F. Chybalski (red.), *Otwarte fundusze emerytalne w Polsce. Analiza działalności inwestycyjnej, finansów oraz decyzji członków*, C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 248-254.

¹² Por. Stańko D.: *Transfery członków kapitałowych funduszy emerytalnych na świecie i w Polsce. Analiza racjonalności decyzji członków OFE*, „Rozprawy ubezpieczeniowe”, Zeszyt 8 (1/2010), s. 7-36; Chybalski F.: *Polish Citizen's Pension Decisions in the First Decade of the Open Pension Funds' Existence* [w:] R. Springer, P. Chadraba (red.), *Proceedings of the 18th Annual Conference on Marketing and Business Strategies for Central & Eastern Europe*, Wiedeń 2010, s. 95-108.

wydatki towarzystw emerytalnych na działalność akwizycyjną i reklamową stanowiły do końca 2011 roku 30-40% ogółu ich kosztów związanych z zarządzaniem OFE (według odpowiednich obliczeń na podstawie danych KNF). Aby przeciwdziałać tak wzmożonej działalności w zakresie pozyskiwania nowych członków do funduszy, od 2012 roku wprowadzono zakaz akwizycji na rynku otwartych funduszy emerytalnych. W ten sposób uwarunkowania prawne mogą sprawić, że dominująca na rynku OFE płaszczyzna konkurencji zostanie ograniczona.

5. Podsumowanie

W artykule dokonano charakterystyki rynków funduszy emerytalnych pod kątem ich rodzaju oraz struktury i rynek OFE uznano za najbardziej zbliżony do oligopolu. Cechą szczególnie o tym świadcząca jest mocno ograniczona liczba oferentów produktów emerytalnych. Podstawowymi cechami charakteryzującymi fundusze emerytalne, które powinny determinować główne płaszczyzny konkurencji na ich rynku, są wyniki inwestycyjne, stanowiące cechę różnicującą produkt emerytalny, oraz opłaty pobierane na rzecz towarzystw emerytalnych, będące odpowiednikiem ceny. Analiza rynku OFE sugeruje jednak, że te dwie płaszczyzny konkurencji nie są najważniejsze. O wiele istotniejszym czynnikiem konkurencyjności jest skuteczna polityka marketingowa i akwizycyjna towarzystw emerytalnych, o czym świadczą bardzo wysokie i dominujące w kosztach PTE wydatki na akwizycję i reklamę oraz dodatnia zależność pomiędzy wielkością tych wydatków a liczbą osób przystępujących do OFE. Za główne uwarunkowania konkurencji na rynku funduszy emerytalnych uznano: dążenie towarzystw emerytalnych do maksymalizacji zysku i związaną z tym strukturę pobieranych opłat, racjonalność decyzji emerytalnych jednostek oraz regulacje prawne działalności funduszy, w tym szczególnie regulacje dotyczące wynagradzania i karania za osiągnięte wyniki inwestycyjne. Właśnie te uwarunkowania sprawiają, że w Polsce główną płaszczyznę konkurencji między funduszami stanowiła dotychczas działalność marketingowa i akwizycyjna, a marginalne znaczenie miały efektywność inwestycyjna oraz wysokość pobieranych opłat.

DETERMINANTS OF COMPETITION ON THE MARKET OF PENSION FUNDS ON THE EXAMPLE OF OPFs

Abstract

The aim of the paper is to analyze the determinants of the competition on the market of pension funds paying special attention to open pension funds (OPFs) in Poland. In the paper selected factors are consecutively elaborated: presumptions of the oligopolistic character of the market of pension funds, the determinants and the fields of the competition between pension funds.

Bibliografia:

- Arza C.: *The limits of pension privatization: Lessons from Argentina Experience*, "World Development" 2008, Vol. 36, No. 12
- Barr N., Diamond P.: *The Economics of Pensions*, „Oxford Review of Economic Policy” 2006, Vol. 22, No. 1
- Begg D., Fischer S., Dornbusch R.: *Ekonomia*. Tom 1, PWE, Warszawa 1993
- Samuelson P., Nordhaus W.: *Ekonomia*, Tom 1, PWN, Warszawa 2003
- Beshcars J., Choi J., Laibson D., Madrian B.: *How are Preferences Revealed?*, "Journal of Public Economics", 2008, Vol. 92(8-9)
- Blake D.: *Pension Economics*, Pension Institute, West Sussex 2006
- Choi J., Laibson D., Madrian B., Metrick E.: *Defined Contribution Pensions: Plan Rules, Participant Decisions, and the Path of Least Resistance*, NBER Working Paper 8655, 2006
- Chybalski F.: *Analiza podobieństwa struktur portfeli inwestycyjnych OFE* [w:] F. Chybalski (red.), *Otwarte fundusze emerytalne w Polsce. Analiza działalności inwestycyjnej, finansów oraz decyzji członków*, C.H. Beck, Warszawa 2009
- Chybalski F.: *Analiza wyboru OFE przez Polaków* [w:] F. Chybalski (red.), *Otwarte fundusze emerytalne w Polsce. Analiza działalności inwestycyjnej, finansów oraz decyzji członków*, C.H. Beck, Warszawa 2009
- Chybalski F.: *Modele wynagradzania towarzystw emerytalnych na przykładzie krajów Europy Środkowowschodniej*, „Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia”, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 612, Szczecin 2010
- Chybalski F.: *Polish Citizen's Pension Decisions in the First Decade of the Open Pension Funds' Existence* [w:] R. Springer, P. Chadraba (red.), *Proceedings of the 18th Annual Conference on Marketing and Business Strategies for Central & Eastern Europe*, Wiedeń 2010
- Davis Ph.: *The European Pension Management Industry*, "Discussion Paper PI-0212", The Pensions Institute, University of London 2002
- Snowdon B., Vane H., Wynarczyk P.: *Współczesne nurty teorii makroekonomii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998
- Stańko D.: *Performance Evaluation of Public Pension Funds: The Reformed Pension System in Poland*, „Discussion Paper PI-0308”, The Pensions Institute, University of London 2003
- Stańko D.: *Transfery członków kapitałowych funduszy emerytalnych na świecie i w Polsce. Analiza racjonalności decyzji członków OFE*, „Rozprawy ubezpieczeniowe”, Zeszyt 8 (1/2010)