

Łukasz Dopierała, „Indywidualne konta emerytalne prowadzone przez zakłady ubezpieczeń. Efektywność inwestycyjna i zasady funkcjonowania”, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2018, 188 s. – artykuł recenzyjny

Joanna RUTECKA-GÓRA¹
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Złożono: 12 czerwca 2019; Zaakceptowano do druku: 15 czerwca 2019; Opublikowano: 28 czerwca 2019

W 2018 r. nakładem Wydawnictwa Uniwersytetu Gdańskiego ukazała się książka autorstwa Łukasza Dopierały zatytułowana *Indywidualne konta emerytalne prowadzone przez zakłady ubezpieczeń. Efektywność inwestycyjna i zasady funkcjonowania*. Publikacja ta powstała na podstawie rozprawy doktorskiej autora oraz zawiera wyniki czterech projektów badawczych zrealizowanych w latach 2014–2017, finansowanych z dotacji Ministerstwa Nauki i Szkolnictwa Wyższego dla Uniwersytetu Gdańskiego przeznaczonej na badania i rozwój młodych naukowców. Autor jest przedstawicielem młodego pokolenia pracowników naukowych, a jego zainteresowania badawcze, znajdujące odzwierciedlenie w publikacjach, ewoluowały od zagadnień związanych z funkcjonowaniem miast i ekonomią turystyki do dziedziny zabezpieczenia emerytalnego i funduszy emerytalnych. Aktualnie Ł. Dopierała specjalizuje się w tematyce finansowej, w szczególności związanej z zabezpieczeniem dochodów na okres starości, czego potwierdzeniem jest recenzowana publikacja dotycząca funkcjonowania indywidualnych kont emerytalnych w Polsce oferowanych przez zakłady ubezpieczeń na życie. Książka ta doskonale wpisuje się w prowadzoną od kilkunastu lat, intensywną ekspercką dyskusję nad funkcjonowaniem bazowych i dodatkowych systemów emerytalnych nie tylko w Polsce, ale także na całym świecie.

Systemy zabezpieczenia emerytalnego są w ostatnich dziesięcioleciach przedmiotem gorącej debaty publicznej oraz intensywnych działań reformatorskich, głównie z uwagi na rosnące wydatki emerytalne będące konsekwencją również idących w górę wskaźników obciążenia demograficznego i ekonomicznego tych systemów. Reformy parametryczne i systemowe mają zapewnić długo- lub przynajmniej średniookresową stabilność finansową wprowadzanych rozwiązań. Ich konsekwencją jest jednak ograniczanie hojności dotychczas bardzo rozbudowanych publicznych systemów emerytalnych. Wykorzystuje się w tym celu następujące narzędzia: podwyższanie wieku emerytalnego, obniżanie wysokości świadczeń poprzez zmiany w formule ich obliczania oraz uzależnianie poziomu emerytur od szeregu wskaźników demograficznych i ekonomicznych, takich jak poziom wpływów do systemu emerytalnego, wiek zakończenia aktywności zawodowej czy przeciętne

¹ Kontakt z autorką: Joanna Rutecka-Góra (ORCID: 0000-0002-2509-8599), Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Instytut Statystyki i Demografii, Zakład Demografii, ul. Madalińskiego 6/8 pok. 221, 02-513 Warszawa, e-mail: jrutec@sgh.waw.pl.

dalsze trwanie życia. Zredukowana hojność bazowych systemów emerytalnych oraz obniżenie stóp zastąpienia z tej części systemów otwiera pole dla indywidualnej zapobiegliwości emerytalnej, tj. gromadzenia środków w grupowych bądź indywidualnych dodatkowych planach emerytalnych.

Dodatkowe zabezpieczenie emerytalne jest już stosunkowo dobrze rozwinięte w państwach Europy Zachodniej, krajach nordyckich oraz w Ameryce Północnej. Reformy emerytalne przyjmują tam zwykle charakter reform parametrycznych i stosunkowo łagodnej korekty dotychczasowych zasad funkcjonowania systemów emerytalnych. Natomiast w pozostałych krajach reformy powodują zmiany systemowe – dochodzi do zastępowania dotychczas funkcjonujących rozwiązań instytucjonalnych systemami zupełnie nowymi, zarówno w sferze metod ich finansowania, jak i kalkulacji uprawnień oraz świadczeń emerytalnych. W krajach, które dokonały fundamentalnej przebudowy systemów emerytalnych, dodatkowe zabezpieczenie emerytalne pojawiło się jako nowy, mało znany element zabezpieczenia. W rezultacie potrzeba wielu dziesięcioleci na osiągnięcie dojrzałości i znacznego poziomu partycypacji w nowo powstałych, dodatkowych systemach emerytalnych. Przykładem jest tu chociażby Polska, która dokonała systemowej reformy systemu emerytalnego w 1999 r., zmieniając jednoelementowy repartycyjny system ubezpieczeń społecznych o zdefiniowanym świadczeniu i wydzielając z niego wielofilarowy system emerytalny o zdefiniowanej składce, finansowany w sposób mieszany.

Niezależnie od genezy, poziomu powszechności oraz szczegółowych rozwiązań w zakresie funkcjonowania dodatkowych systemów emerytalnych temat ten jest stosunkowo rzadko obecny w analizach i badaniach naukowych. Dotychczasowe publikacje koncentrują się zwykle na prezentacji i ocenie architektury oraz zasad funkcjonowania dodatkowego zabezpieczenia emerytalnego, w szczególności analizowane są liczba uczestników, wartość aktywów i prognozowana wysokość świadczeń finansowanych z dodatkowych planów emerytalnych [m.in. Adamska-Mieruszewska, Mosionek-Schweda 2015; Jedynak 2017]. Wybrane badania zawierają także ocenę efektywności funkcjonowania zachęt podatkowych w dodatkowym systemie emerytalnym w Polsce [Rutecka 2014a i 2015]. Efektywność oferowanych w tym zakresie rozwiązań jest badana niezwykle rzadko [Rutecka 2014b; Marcinkiewicz 2015; Szczepański, Brzęczek 2016; Rutecka-Góra 2018; Sołdek, Stachnio 2018], głównie z uwagi na różnorodność i trudną porównywalność rozwiązań produktowych oraz brak dostępu do danych o portfelach inwestycyjnych i stopach zwrotu w przypadku poszczególnych funduszy i planów. Sytuacja ta ma miejsce nie tylko w krajach o stosunkowo młodych i nowych systemach emerytalnych, ale także w krajach o długiej historii dodatkowego oszczędzania na starość [Berthon *et al.* 2014; Klages, Viver 2015; Allgayer, Klages, Toscano 2016, 2017; Klages, Toscano 2017; Šebo, Voicu 2018].

1. Ocena ogólna

Tematyka podjęta przez autora publikacji jest niezwykle ważna i oryginalna. Wypełnia istotną lukę badawczą nie tylko z perspektywy oceny efektywności funk-

cjonowania dodatkowego systemu emerytalnego w Polsce, ale także sposobów i możliwości pomiaru oraz porównania efektywności systemów emerytalnych w wielu krajach, w których występują plany i programy emerytalne finansowane w sposób kapitałowy.

W odniesieniu do Polski, jak słusznie zaznaczył autor, istnieje ogromny deficyt badań nad funkcjonowaniem dodatkowego systemu emerytalnego. W zabezpieczeniu tym – oferowanym jako indywidualne konta emerytalne (IKE), indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE) oraz pracownicze programy emerytalne (PPE) – najważniejszą rolę, jeśli wziąć pod uwagę liczbę oszczędzających i poziom uczestnictwa, odgrywają obecnie indywidualne konta emerytalne, w których oszczędza niemal 1 mln Polaków (5,8% osób aktywnych zawodowo, stan na koniec 2018 r.). Wśród podmiotów zarządzających kontami i programami dominujący udział mają natomiast zakłady ubezpieczeń na życie, wyprzedzając towarzystwa funduszy inwestycyjnych, banki, pracownicze i dobrowolne fundusze emerytalne oraz domy maklerskie.

Autor postawił sobie za cel ocenę efektywności inwestycyjnej i zasad funkcjonowania indywidualnych kont emerytalnych prowadzonych przez zakłady ubezpieczeń oraz weryfikację hipotezy badawczej, że „formy zabezpieczenia emerytalnego łączące ochronę ubezpieczeniową i gromadzenie kapitału dostępne w Polsce w ramach IKE są mało efektywnym narzędziem gromadzenia oraz pomnażania oszczędności emerytalnych”.

Warto zaznaczyć, że jest to pierwsza tak kompleksowa analiza efektywności funkcjonowania IKE oferowanych w formie ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (UFK). Ponadto w publikacji przeanalizowano także znaczenie ubezpieczeniowych IKE w polskim systemie emerytalnym oraz scharakteryzowano sposób funkcjonowania tych produktów, z uwzględnieniem zarówno funkcji ochronnej, jak i inwestycyjnej.

Bardzo wysoko ocenić należy formę prezentacji informacji i danych, a także sposób wykorzystania przez autora metod matematyki finansowej oraz metod ekonometrycznych, które umożliwiły wskazanie czynników wpływających na wyniki inwestycyjne zarządzających ubezpieczeniowymi funduszami kapitałowymi. Na szczególne wyróżnienie zasługuje fakt, iż autor zaproponował syntetyczną metodę oceny relatywnej efektywności inwestycyjnej, co potwierdza jego wysokie kompetencje w omawianej dziedzinie.

2. Ocena układu

Monografia składa się ze wstępu, czterech głównych rozdziałów i zakończenia. Biorąc pod uwagę tematykę i cel publikacji, układ treści nie budzi zastrzeżeń. Stanowi logiczny ciąg rozważań o efektywności dodatkowych planów emerytalnych oferowanych w polskim systemie emerytalnym w formie ubezpieczeniowych indywidualnych kont emerytalnych. Rozpoczynając od ogólnej charakterystyki systemu emerytalnego i instrumentów dodatkowego oszczędzania na starość oferowanych

w Polsce, autor przedstawił następnie charakterystykę ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym oraz szczegółowo przeanalizował i porównał ofertę indywidualnych kont emerytalnych oferowanych przez instytucje ubezpieczeniowe. Druga część monografii poświęcona jest natomiast przeglądowi teorii pomiaru efektywności inwestycyjnej i rozległym badaniom empirycznym dotyczącym wyników inwestycyjnych UFK, ze szczególnym uwzględnieniem sposobu zarządzania, profilu ryzyka i struktury geograficznej inwestycji.

Tekst jest bardzo dobrze i starannie zredagowany. Tylko w nielicznych miejscach występują literówki i błędy interpunkcyjne. Być może w przypadku cytowania aktów prawnych warto byłoby również podawać dokładniejsze źródło, tj. ze wskazaniem konkretnych artykułów bądź paragrafów aktów prawnych. Te drobne uchybienia nie wpływają jednak na bardzo wysoką ocenę struktury i języka publikacji.

3. Zawartość monografii

Pierwsza część monografii, odnosząca się do charakterystyki dodatkowego systemu emerytalnego i jego miejsca w kompleksowym systemie emerytalnym jest bardzo dojrzałą analizą dziedziny zabezpieczenia społecznego. Autor wykazał się doskonałą znajomością tematyki zabezpieczenia społecznego oraz literatury przedmiotu. Z zadania przedstawienia bardzo syntetycznej (z uwagi na cel pracy) genezy i analizy funkcjonowania systemu zabezpieczenia emerytalnego autor wywiązał się bez zarzutu, płynnie przedstawiając główne uwarunkowania i najważniejsze zmiany wprowadzone w polskim systemie emerytalnym po transformacji ustrojowej. Szczególne miejsce zajmuje w tym rozdziale dokładne omówienie zasad funkcjonowania dodatkowych form zinstytucjonalizowanego zabezpieczenia na starość, które zostały objęte zachętami podatkowymi (IKE, IKZE, PPE), oraz ich ewolucja. Chociaż sposób przedstawienia rodzajów instytucji finansowych uprawnionych do prowadzenia PPE i IKE (s. 29 i 33) można uznać za niespójny z uwagi zamienne posługiwanie się kryterium podmiotu zarządzającego i rodzaju funduszu, w którym gromadzone są aktywa (na liście podmiotów uprawnionych pojawiają się czasem same fundusze, a nie podmioty nimi zarządzające, np. towarzystwa funduszy inwestycyjnych, powszechne towarzystwa emerytalne czy pracownicze towarzystwa emerytalne), nie wpływa to znacząco na obniżenie walorów poznawczych przedstawianych treści oraz jakość przekazu informacji naukowych. Na szczególne wyróżnienie zasługuje natomiast doskonała analiza poziomu korzyści podatkowych oferowanych w dobrowolnych formach oszczędzania na starość, przy założeniu określonego poziomu wpłat i stóp zwrotu z inwestowania kapitału.

Kolejna część poświęcona została charakterystyce ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym oraz analizie i porównaniu oferty rynkowej IKE zakładów ubezpieczeń na życie. Uwzględniono przy tym charakter produktów, sposób ustalania wysokości świadczenia oraz rodzaje i poziom potrącanych kosztów. Ta część pracy wydaje się być najmniej dojrzałą częścią publikacji, choć zawiera sporo ciekawych spostrzeżeń oraz stosunkowo oryginalną analizę porównawczą.

Autor cytuje literaturę dotyczącą funkcjonowania ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym, nie komentując jednak pewnych różnic, które występują w IKE w stosunku do standardowej oferty, a wynikają z ograniczeń nałożonych ustawą regulującą działanie IKE i IKZE (takich jak traktowanie jako wpłata na IKE jedynie alokowanej części składki czy zakaz potrącania kosztów ochrony ubezpieczeniowej z rachunku UFK). Za niefortunne uznają ponadto posługiwanie się sformułowaniem „przebieg ubezpieczenia”, gdy autor ma na myśli (co wynika z dalszych wyjaśnień) sposób ustalania wysokości świadczenia na wypadek śmierci w umowie ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym. Niezbyt przekonujący oraz niekompletny jest także fragment dotyczący podziału i sposobu ustalania składki ubezpieczeniowej, zwłaszcza brak szerszego opisu dotyczącego poziomu alokacji składki brutto i ograniczeń, który występują w tym zakresie w IKE. Natomiast prezentując różne warianty sposobu wyznaczania świadczeń i zmianę ich wysokości w czasie, autor błędnie oznaczył w prezentacji graficznej (rys. 2.1, 2.2, 2.3) poziom wartości polisy (stan rachunku UFK), podczas gdy na wykresie faktycznie pokazany jest poziom świadczenia przysługującego uposażonemu. Druga część tego rozdziału stanowi bardzo ciekawą analizę polityki inwestycyjnej, jej uwarunkowań, sposobów zarządzania aktywami, profili ryzyka oraz składu portfeli inwestycyjnych. Ta część publikacji dostarcza nowych informacji o funkcjonowaniu rynku UFK oferowanych w ramach IKE, pomimo że bazuje na danych opublikowanych przez inne instytucje finansowe. Nowatorski charakter ujęcia polega na wyselekcjonowaniu z ogółu publikowanych informacji, a następnie poddaniu szczegółowej analizie i dokonaniu syntetycznej oceny danych odnoszących się do ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych oferowanych jako IKE, a tym samym przedstawieniu kompletnego obrazu strategii inwestycyjnych oraz sposobów zarządzania zastosowanych w tej części dodatkowego systemu emerytalnego w Polsce.

Pozostałe dwa rozdziały odnoszą się do teorii pomiaru efektywności inwestycyjnej oraz kluczowych, z punktu widzenia celu publikacji, badań empirycznych autora w obszarze efektywności inwestycyjnej ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych oferowanych jako IKE. Autor wykazał się w tej części doskonałą znajomością teorii oraz klasycznych i nieklasycznych miar efektywności inwestycyjnej. Wszystkie wskaźniki opisane zostały bardzo szczegółowo, co powoduje, że ta część może być wykorzystywana jako uniwersalny materiał dydaktyczny. Autor przedstawił ponadto własne refleksje dotyczące wykorzystania opisanych miar w odniesieniu do analizy efektywności polskiego rynku emerytalnego oraz dokonał podsumowującej klasyfikacji metod.

Ostatni, empiryczny rozdział jest szczegółową i bardzo oryginalną analizą efektywności funkcjonowania ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych oferowanych w ramach IKE w planach średnio- i długoterminowych. Wykorzystano w tym celu dziewięć miar efektywności (klasycznych oraz nieklasycznych) oraz miarę syntetyczną opracowaną przez autora specjalnie na potrzeby badania. Na szczególnie pozytywną ocenę zasługuje stosowany warsztat badawczy, jego dokładny

opis i interpretacja uzyskanych wyników. Jak zauważa autor, „wykorzystanie różnych wskaźników efektywności inwestycyjnej do tworzenia rankingów UFK oraz ich grup dało niejednorodne wyniki, co pokazało, że zastosowane wskaźniki mogą uwzględniać różne rodzaje informacji istotnych z punktu widzenia inwestora chcącego gromadzić oszczędności długoterminowe”. Ten rozdział ocenić należy bardzo wysoko ze względu na dostarczenie czytelnikom zupełnie nowej i kompleksowej wiedzy w obszarze efektywności dodatkowego zabezpieczenia emerytalnego w Polsce. Stosowane metody i zaawansowany warsztat badawczy mogą zostać z powodzeniem wykorzystane także w ramach badań nad efektywnością oszczędzania w innych formach indywidualnych kont emerytalnych czy indywidualnych kont zabezpieczenia emerytalnego.

4. Konkluzja

Publikacja Łukasza Dopierały jest pozycją niezwykle wartościową. Wypełnia ona istotną lukę badawczą w dziedzinie badań nad skutecznością dodatkowych systemów emerytalnych w dostarczaniu adekwatnych świadczeń w okresie starości. Praca jest oryginalnym ujęciem zagadnienia efektywności inwestycyjnej ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych i prezentuje dotychczas niezbadane aspekty funkcjonowania dodatkowego systemu emerytalnego w Polsce. Autor, posługując się zaawansowaną analizą ilościową, poprzedzoną dojrzałą analizą omawianej tematyki, wykazał niską efektywność inwestycyjną większości ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych oferowanych w ramach indywidualnych kont emerytalnych. Rodzi to pytanie o celowość funkcjonowania tych rozwiązań w obrębie dodatkowego systemu emerytalnego, wspieranego zachętami podatkowymi finansowanymi przez ogół społeczeństwa. Zasadne stają się także pytania o zakres i kierunek niezbędnych zmian, aby produkty oferowane w ramach trzeciego filara systemu emerytalnego w Polsce umożliwiały efektywne pomnażanie oszczędności emerytalnych, zwłaszcza w społeczeństwie o stosunkowo niskiej wiedzy emerytalnej i słabych kompetencjach finansowych.

Poza niewątpliwymi walorami naukowymi publikacja ma także istotne zalety dydaktyczne i praktyczne. Niemal cała praca może być wykorzystywana w procesie dydaktycznym, w szczególności w ramach zajęć z ekonomii emerytalnej, metod finansowania zabezpieczenia społecznego, dodatkowych systemów emerytalnych, konstrukcji i efektywności portfeli inwestycyjnych. Istnieje również szansa jej wykorzystania w praktyce gromadzenia i inwestowania kapitału emerytalnego oraz oceny i porównywania efektywności funduszy o charakterze emerytalnym (i szerzej funduszy inwestycyjnych), z uwzględnieniem całości dostępnych miar, a także zaproponowanego przez autora syntetycznego wskaźnika efektywności. Zaproponowany warsztat badawczy może zostać także wykorzystany w badaniach kolejnych elementów dodatkowego systemu emerytalnego w Polsce, a także szerzej – w badaniu efektywności funduszy emerytalnych funkcjonujących w innych krajach.

Uzyskane wyniki mogą ponadto (i niewątpliwie powinny) stanowić podstawę do odpowiedniego skorygowania polityki społecznej w zakresie dopuszczalnych form i zasad funkcjonowania dodatkowych funduszy emerytalnych oferowanych przez różnego typu instytucje finansowe. Ich głównym celem powinno być ograniczenie zjawiska wyboru nieodpowiedniego (w tym przypadku nieefektywnego) produktu emerytalnego przez indywidualne osoby oszczędzające na okres starości.

Bibliografia

- Adamska-Mieruszewska J., Mosionek-Schweda M., 2015, *Rozwój indywidualnych oszczędności emerytalnych w kontekście skłonności Polaków do oszczędzania*, „Praca i Zabezpieczenie Społeczne” nr 8.
- Allgayer S., Klages M., Toscano A.R. (eds.), 2016, *Pension Savings: The Real Return. 2016 Edition*, Better Finance, Brussels.
- Berthon J., Davydoff D., Gabaut L., Klages M., Prache G., Rossi M., Rutecka J., Struwe K., Viver J.M., 2014, *Pension Savings: The Real Return. 2014 Edition*, Better Finance, Brussels.
- Dopierała Ł., 2017, *Efektywność produktów emerytalnych oferowanych przez zakłady ubezpieczeń na życie na przykładzie IKE*, „Finanse i Prawo Finansowe” vol. 2 (14), <http://dx.doi.org/10.18778/2391-6478.2.14.03>.
- Jedynak T., 2017, *The Role of Supplementary Retirement Savings in Reducing the Pension Gap in Poland*, „Economic and Environmental Studies” vol. 17, No. 1 (41/2017).
- Klages M., Viver J.M. (eds.), 2015, *Pension Savings: The Real Return. 2015 Edition*, Better Finance, Brussels.
- Marcinkiewicz E., 2015, *Dobrowolne fundusze emerytalne w Polsce – analiza działalności i wyników inwestycyjnych*, [w:] Chybalski F., Marcinkiewicz E. (red.), *Współczesne problemy systemów emerytalnych. Wybrane zagadnienia*, Wyd. Politechniki Łódzkiej, Łódź.
- Rutecka J. (red.), 2014a, *Dodatkowy system emerytalny w Polsce – diagnoza i rekomendacje zmian*, Towarzystwo Ekonomistów Polskich, Warszawa.
- Rutecka J., 2014b, *Country Case: Poland*, [w:] Berthon J., Davydoff D., Gabaut L., Klages M., Prache G., Rossi M., Rutecka J., Struwe K., Viver J.M., *Pension Savings: The Real Return. 2014 Edition*, Better Finance, Brussels.
- Rutecka J., 2015, *Realokacja czy nowe oszczędności? – O efektach zachęt podatkowych w dodatkowym oszczędzaniu na starość w Polsce*, „Rozprawy Ubezpieczeniowe” nr 18 (1/2015).
- Rutecka-Góra J., 2018, *Country Case: Poland*, [w:] Šebo J., Voicu Ș.D. (eds.), *Pension Savings: The Real Return. 2018 Edition*, Better Finance, Brussels.
- Šebo J., Voicu Ș.D. (eds.), 2018, *Pension Savings: The Real Return. 2018 Edition*, Better Finance, Brussels.
- Sołdek A., Stachnio M., 2018, *Sequence-of-returns risk in the management of retirement savings*, „Rozprawy Ubezpieczeniowe” nr 28 (2/2018).
- Szczepański M., Brzęczek T., 2016, *Zarządzanie ryzykiem w pracowniczych programach emerytalnych. Uwarunkowania instytucjonalne, ekonomiczno-fiskalne i demograficzne*, PTE, Poznań 2016.