

WOJCIECH NAGEL

## Koncepcja funduszy emerytalnych o profilowanym ryzyku: w poszukiwaniu optimum konstrukcji

*Doświadczenia funkcjonowania kapitałowego rynku emerytalnego w Polsce, w okresie minionej dekady, skłaniają m.in. ku potrzebie dostosowania istniejących standardów do rozwiązań międzynarodowych. Dotyczy to zarówno działalności funduszy emerytalnych, jak też narzędzi powiększania ich aktywów oraz doskonalenia polityki lokacyjnej. Autor przedstawia koncepcję funduszy emerytalnych o profilowanym ryzyku, której wdrożenie ma na celu lepszą ochronę ich uczestników. Jej istotą jest dostosowanie typu ryzyka lokacyjnego do charakterystyki uczestnika (wiek, okres aktywności zawodowej i ubezpieczenia).*

Przebudowa polskiego systemu zabezpieczenia emerytalnego, wprowadzenie segmentu kapitałowego, zarządzanego przez prywatne instytucje emerytalne jest obecnie oceniana z perspektywy dekady doświadczeń, także w zakresie efektów polityki lokacyjnej. W działalności powszechnych towarzystw emerytalnych występują zbliżone do ubezpieczeniowych kategorie ryzyka systematycznego. Można do nich zaliczyć ryzyka związane ze stabilnością rynku takie jak: polityka, prawo, stopy procentowe, asymilacja standardów międzynarodowych. Do kategorii ryzyk wewnętrznych należą te, które powiązane są z organizacją firmy, jakością gospodarki finansowej, poziomem audytu wewnętrznego oraz zarządzaniem lokatami kapitałowymi.<sup>1</sup> Ostatnie z wymienionych dotyczy oceny i pomiaru ryzyka inwestycyjnego, polityki lokacyjnej funduszu emerytalnego. Różnorodność i złożoność oferowanych instrumentów finansowych spowodowały także erupcję zagrożeń, które ujawnił ostatni finansowy kryzys instytucjonalny. Ich analiza stała się elementem debaty na temat możliwych zmian na rynku OFE, które dotyczyłyby zarówno spraw lokacyjnych, jak też wprowadzenia nowych kategorii funduszy. Uchwalenie istotnych ustaw domykających reformę emerytalną, uruchomiło wejście na ścieżkę szybkich zmian w ustawie o organizacji i funkcjonowaniu funduszy

---

1. W. Ronka-Chmielowiec, *Ryzyko zakładu ubezpieczeń a ryzyko ubezpieczeniowe*, w: M. Kuchlewska (red): *Szkice o ubezpieczeniach*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, 2006, s.166

emerytalnych (dalej – ustawy o OFE). Ich dokonanie poprzedziło nasilenie dyskusji oraz prezentację poglądów uczestników rynku, przedstawioną w zarysie w dalszej części materiału.

Warto przywołać, iż koncepcja multifunduszy miała zostać wprowadzona w 2005 roku, od którego fundusze emerytalne prowadziły tzw. fundusz typu B, bardziej bezpieczny, dla osób powyżej 50 roku życia<sup>2</sup>. Ponieważ nie uchwalono na czas przepisów wykonawczych do ustawy, przepis ogólny został uchylony. W marcu 2008 r. Komisja Nadzoru Finansowego przedstawiła stosowne rekomendacje i koncepcję czterech typów funduszy: A, B, C, D.<sup>3</sup> Zróżnicowanie pomiędzy nimi polegać miałyby na różnej ekspozycji na ryzyko, w przypadku A i B większej, – aniżeli w dotychczasowym OFE. Fundusze o największej ekspozycji na ryzyko – miałyby minimum od 80 proc. do 60 proc. instrumentów o zmiennej stopie dochodu, a konstrukcja minimalnej wymaganej stopy zwrotu byłaby inna dla każdego z typu funduszy. Fundusze o mniejszej ekspozycji na ryzyko (C – odpowiednik obecnego OFE i D – najbardziej bezpieczny), byłyby gwarantowane kapitałowo, z *benchmarkiem* skorelowanym z instrumentami dłużnymi.

Tabela 1. Rodzaje i charakterystyka funduszy o profilowanym ryzyku

Typ funduszu	Profil ryzyka	Ograniczenia inwestycyjne	Gwarancje	Wynagrodzenie PTE
A	Fundusz o największej ekspozycji na ryzyko	Minimum 80% instrumenty o zmiennej stopie dochodu	Konstrukcja MWSZ zróżnicowana	
B	Fundusz o podwyższonym poziomie ryzyka	Minimum 60% instrumenty o zmiennej stopie	dla poszczególnych	Oplata od składki, tak jak w chwili
C	Odpowiednik dotychczasowego OFE	Zrewidowane dotychczasowe ograniczenia	typów funduszy	obecnej
D	Fundusz o najniższej ekspozycji na ryzyko	Minimum 80% instrumenty o stałej stopie dochodu	Gwarancja kapitału / benchmark powiązany z instrumentami dłużnymi	Oplata za zarządzanie w zależności od typu funduszu

Ten sam limit na lokaty poza granicami kraju.  
Zróżnicowany wymóg zabezpieczenia ryzyka kursu walutowego

Źródło: Rekomendacje zmian w zakresie ograniczeń inwestycyjnych OFE z uwzględnieniem zwiększenia możliwości ekspozycji na ryzyka rynków zagranicznych, KNF, marzec 2008.

Zaproponowana konstrukcja zmiennoprofilowanego ryzyka odzwierciedla przekonanie o potrzebie realizowania odmiennego typu gwarancji dla różnych grup wiekowych uczest-

2. Rozwiązania te zostały zawarte w przepisie art.229 ustawy o ofe, uchylonym zmianą ustawy z 1 lipca 2005 roku, z uzasadnieniem potrzeby kompleksowej jej nowelizacji oraz ustanowienia instytucji wypłacających świadczenia z nowego systemu.
3. Rekomendacje zmian w zakresie ograniczeń inwestycyjnych OFE z uwzględnieniem zwiększenia możliwości ekspozycji na ryzyka rynków zagranicznych, KNF, 7.03. 2008, s.5

ników funduszy emerytalnych. Problem dopasowania pozostaje otwarty, można sobie wyobrazić, iż przynależność do ostatniego typu funduszy miałyby miejsce w okresie od 55 do 60 roku życia w zależności od płci uczestnika. Jeśli chodzi o fundusze o najwyższym potencjalnie poziomie rentowności (A i B), można założyć obecność w nich uczestników o 15 – 25 letnim okresie zatrudnienia. Wraz z jego podwyższaniem się, następowałyby selekcja do funduszy bezpiecznych, w których nachylenie na ryzyko i opłaty za zarządzanie byłyby najniższe. Zaprezentowana poniżej tabela obrazuje typy funduszy, różnice w ograniczeniach inwestycyjnych oraz gwarancjach i opłatach za zarządzanie.

Przedstawione powyżej propozycje wydawały się być solidnym fundamentem dla ukierunkowania rozwiązań o charakterze prawnym. Istotą koncepcji multifunduszy jest dywersyfikacja rodzajów polityki inwestycyjnej oraz ryzyka ponoszonego przez uczestników<sup>4</sup> w zależności od określonego typu funduszu. W chwili obecnej takiego zróżnicowania nie ma i ekspozycja na ryzyko jest większa. Pamiętać należy także o występujących w szacowaniu i zarządzaniu ryzykiem elementach subiektywnych i obiektywnych. Subiektywizm wynika z założeń *a priori* parametrów rozkładu oraz ze sposobu szacowania zjawisk w rzeczywistości. Obiektywizm modelowo powinien odnosić się do przyjętych standardów rynku wdrażanych w wewnętrzne algorytmy decyzyjne w instytucjach finansowych. Kompozycja wymienionych elementów pozostawała zapewne w długim okresie czasu we wzajemnej nierównowadze, tworząc silne przesłanki dla wybuchu obecnego kryzysu.

Perturbacje na rynku finansowym w minionym roku, spowodowały znaczny spadek wartości aktywów OFE pomimo przekazania do funduszy przez ZUS w tym czasie ponad 15,7 mld zł składek członków. Ujemne stopy zwrotu – średnia ważona stopa zwrotu wyniosła minus 16,2 proc., wpłynęły na finansowy wynik ujemny funduszy, który w omawianym okresie wyniósł –24,2 mld zł.<sup>5</sup> Niestabilna sytuacja na rynku finansowym spowodowała m.in. odwrót od lokacji w papiery spółek na rzecz papierów dłużnych (zaangażowanie w omawianym okresie wynosiło blisko 72 proc.)<sup>6</sup>. Jednakże sygnalizowany wówczas przez krajowy nadzór brak ryzyka niewypłacalności funduszy wynikał z faktu, iż rzeczywiste wypłaty świadczeń z nowego systemu rozpoczną się po 1 stycznia 2014 roku. Wówczas to w wiek emerytalny wejdą pierwsze kohorty mężczyzn i powinny zostać uruchomione instytucje płatnika świadczeń – zakłady emerytalne<sup>7</sup>. Ponadto wyniki funduszy należy rozpatrywać w okresach dłuższych – 30-40-letnich, w celu eliminacji wahań o charakterze krótkookresowym i nadzwyczajnym.

Istotnym elementem dyskusji o zmianach prawnych w funkcjonowaniu OFE stał się problem opłat pobieranych przez fundusze za zarządzanie powierzonymi aktywami. Budzi on emocje uczestników funduszy od początku funkcjonowania systemu, w szcze-

---

4. A. Barczak, *Ryzyko: kategoria obiektywna czy subiektywna*, w: *Ryzyko w działalności banków komercyjnych*, red. J. Stacharska-Targosz WSB w Poznaniu, Chorzów 2000, s. 32

5. *Informacja o sytuacji sektora finansowego i działaniach Komisji Nadzoru Finansowego*, 22.10.2008, KNF Warszawa, s. 2

6. *Tamże*

7. Ustawa o FDEK, normująca funkcjonowanie tzw. zakładów emerytalnych, instytucji wypłat świadczeń z nowego systemu nie została ponownie uchwalona przez Sejm w dniu 4 marca 2009 roku, po odmowie podpisania przez prezydenta RP.

gólności eksponowany jest pogląd o zbyt wysokich kosztach ponoszonych opłat na rzecz instytucji zarządzających funduszami. Warto zatem przypomnieć, iż w polskich uwarunkowaniach występują obecnie dwa rodzaje opłat: za zarządzanie oraz opłata od składki. Pierwsza z nich wynosi maximum 0,54 proc. aktywów netto oraz do 0,06 proc. aktywów netto od uzyskanych wyników inwestycyjnych. Opłata od składki wynosi 7 proc. i miała osiągnąć w 2014 roku poziom maksymalny 3,5 proc.<sup>8</sup> Warto zatem wskazać, jak podane wielkości konfrontują się z istniejącym w krajach naszego regionu poziomem opłat w warunkach doprowadzenia do porównywalności przeprowadzonej symulacji.<sup>9</sup> Zakłada ona, iż miesięczna składka w pierwszym roku wynosi 100 zł, nominalny wzrost płac 3,5 proc., a stopa zwrotu 5 proc., oraz, że realizowany poziom opłat ma charakter maksymalny. W zaprezentowanym poniżej zestawieniu wzięto pod uwagę systemy opłat z ośmiu krajów dla dwóch przypadków: wysokości aktywów zgromadzonych po 30- i 40-letnim okresie gromadzenia. Analiza przeprowadzonych wyliczeń wskazuje na najwyższą wysokość aktywów (w obu okresach) w Polsce oraz kolejno na Słowacji i na Węgrzech. Po 30 letnim okresie oszczędzania wysokość aktywów w Polsce powinna wynieść blisko 109 tys. zł, w wymienionych krajach odpowiednio: 107,7 tys. zł i 104,6 tys. zł. Po 40 letnim okresie gromadzenia aktywów – odpowiednio: 214,8; 209,0; 203,3 tys. zł. Najśłabsze wyniki osiągnęły w obu perspektywach czasowych Estonia i Chorwacja (odpowiednio: 91,4; 167,3 oraz 91,7; 168,6 tys. zł).

Z dużym prawdopodobieństwem można stwierdzić, iż powyższe wyniki zaskakują, zarówno w odniesieniu do wpływu kosztów na wysokość aktywów, jak też co do poszczególnych krajów występujących na początku oraz na końcu rankingu. Wydają się one przeczyć potocznemu przekonaniu i mogą wzbogacić dyskusję o kosztach funkcjonowania funduszy emerytalnych w Polsce. Zmiany prawne ich działalności powinny ograniczać ryzyko uczestnika systemu oraz uelastyczyć politykę inwestycyjną, także w zgodzie z zasadami przyjętymi w otoczeniu zewnętrznym. Powstanie funduszy bezpiecznych, (oznaczonych w opisanej rekomendacji KNF symboliką C i D), służyć może w szczególności osobom o krótkim okresie aktywności zawodowej, pozostałym do emerytury. Osoby młode, o potencjalnie oczekiwanym długim stażu pracy, będą mogły uczestniczyć w funduszach o bardziej dynamicznej polityce inwestycyjnej. Przejście pomiędzy multifunduszami w ramach towarzystwa powinno być automatyczne, jednakże z możliwością podjęcia indywidualnej decyzji o pozostaniu w dotychczasowej strategii lokacyjnej.

Wspominając uprzednio o czynnikach, wpływających na proces zarządzania ryzykiem (subiektywne, obiektywne), warto odnieść się do aspektów ryzyka istniejącego w przypadku kapitałowego produktu emerytalnego. Wysokość przyszłej wypłaty jest zależna od wielu czynników z przyszłości, obecnie zaledwie szacowanych: nieznanej stopie inflacji, stopie zwrotu z aktywów, wysokości zakumulowanych oszczędności oraz ryzyka politycznego (prawo, podatki).<sup>10</sup> Czynniki te mogą zasadniczo odmiennie

8. Przed zmianami ustawowymi z 2009 roku, obowiązującymi od 1 stycznia 2010 r.

9. „Porównanie opłat i ich wpływu na wysokość aktywów członka funduszu po 30/40-letnim okresie gromadzenia w systemach emerytalnych krajów Europy Środkowo-Wschodniej”, IGTE, Warszawa 2008.

10. P. A. Diamond, *Social Security Reform*, Oxford University Press, 2002, s.66-67

ukształtować się w perspektywie 30-40-letniej, aniżeli wynika to z obecnych ekstrapolacji. Chociaż system kapitałowy powszechnie uważa się za bardziej odporny na ryzyko polityczne i demograficzne niż system repartycyjny, nie może być on uważany za *panaceum* w rozwiązywaniu problemów dożycia starzejących się społeczeństw. Ubezpieczenie kapitałowe oparte o metodę aktuarialną nie jest odporne na ryzyko nieprzewidzianej inflacji a prawdopodobieństwo wystąpienia tego ryzyka „nie jest możliwe do oszacowania”.<sup>11</sup> Istotną jest zatem rola regulacyjna państwa, w szczególności poprzez właściwy nadzór nad instytucjami zarządzającymi aktywami emerytalnymi oraz wypłacającymi świadczenia. Liczy się, jakość tworzonego prawa, umożliwienie bezpiecznego pomnażania aktywów oraz dopuszczenie możliwości stosowania rozmaitych strategii inwestycyjnych, w zależności od statusu uczestnika funduszy.

Przedstawienie przez resort pracy założeń kolejnej nowelizacji ustawy o ofe zostało powiązane z prezentacją stanowisk instytucji uczestniczących w konsultacjach pozostałych – poza problemami opłat i prowizji – zagadnień, w tym wielofunduszowości<sup>12</sup>. Rozbieżne opinie wywołały sposób wprowadzenia wielofunduszowości (subfundusz czy fundusz z odrębną osobowością prawną) oraz sposób przenoszenia środków przez uczestników OFE. Organ nadzoru wskazał na możliwość zastosowania obu typów konstruowania przy wprowadzaniu funduszy o zróżnicowanych profilach ryzyka (FOZP).<sup>13</sup> Forma konstrukcji powinna przy tym zależeć od analizy porównawczej kosztów systemowych, kosztów i ryzyk implementacyjnych funduszy wyodrębnionych oraz potencjalnych ryzyk w działalności subfunduszy.<sup>14</sup> Odmienne stanowisko w tej sprawie zaprezentowała Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych, która opowiedziała się za wprowadzeniem subfunduszy (nie więcej niż 3), w ramach jednego PTE. Poziom opłat byłby zachowany na dotychczasowym, a uczestnik należałby do jednego z nich, o ryzyku dostosowanym do posiadanego wieku. Koncepcja odrębnych funduszy nie uzyskała poparcia Izby z uwagi na wskazane przez nią liczne problemy natury operacyjnej.<sup>15</sup> Tymczasem w stanowisku zaprezentowanym przez Ministerstwo Finansów wskazano, iż wyodrębnienie w ramach istniejących funduszy – subfunduszy bez osobowości prawnej – jawi się jako prostsze, ale trudniejsze regulacyjnie. Wynika to choćby z dobrowolności akcesu do funkcjonujących funduszy inwestycyjnych z wyodrębnionymi subfunduszami, wobec obligatoryjności członkostwa w OFE.<sup>16</sup> Zestawiając zalety i wady poszczególnych typów funduszy wedle wszystkich przedstawionych opinii, opracowanie resortu pracy wskazuje na 6 zalet i 3 wady funduszy odrębnych (odpowiednio 3,3 – dla subfunduszy). Wskazuje ono także, iż wielofunduszowość w wersji odrębnych funduszy posiada w początkowym okresie więcej zalet (informatyka, wdrożenie), forma subfunduszu zyskuje zaś w dłuższym okresie czasu (operacje, obsługa klientów).<sup>17</sup> Za klu-

---

11. M. Żukowski, *Wielostopniowe systemy zabezpieczenia emerytalnego w Unii Europejskiej i w Polsce*. Wydawnictwo AE w Poznaniu, 1997, s.56

12. *Założenia nowelizacji ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych*, MPiPS, sierpień 2009

13. Stanowisko UKNF z dnia 14 maja 2009 roku, DNI/WWNA/078/22/25/09

14. *Założenia nowelizacji...*, *op.cit.*, s.11

15. *Tamże*, s.14

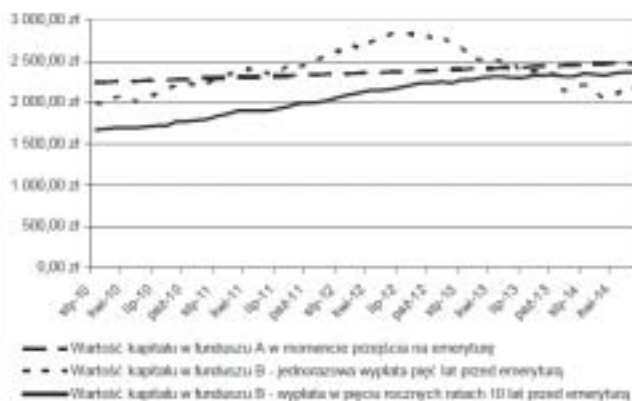
16. *Założenia nowelizacji...* *op.cit.*, s.15

17. *Tamże*, s.18

czowe w prezentowanych przez resort założeniach przyjąć można stwierdzenie konkluzywne, iż „za uzasadnione należy uznać podjęcie próby wprowadzenia wielofunduszowości w formie wydzielonych funduszy w każdym otwartym funduszu emerytalnym”. Należy zatem spodziewać się, iż zmiany te zostaną przeprowadzone w horyzoncie średnim, do 2011 roku, z uwagi na potrzebę zmian wielu przepisów prawnych zarówno w ustawach jak i przepisach wykonawczych. W dyskusji nad ostatecznymi rozwiązaniami należy wziąć pod uwagę także problem dotyczący sposobu przenoszenia środków pomiędzy funduszami. Rozstrzygnąć trzeba – czy „migracja” aktywów uczestnika powinna być przymusowa czy dobrowolna?

Autor prezentuje pogląd, iż należy zastąpić koncepcję przymusowej migracji do funduszu typu B migracją fakultatywną, na podstawie oświadczenia woli ubezpieczonego, poczynionego według trybu, który zostanie przyjęty w ustawie. Należy zapewne umożliwić pozostanie w funduszu zrównoważonym typu A ubezpieczonym (zarówno kobietom jak i mężczyznom) do końca ich aktywności zawodowej (obecnie 60/65) jeśli taka byłaby decyzja uczestnika. Jeśli ubezpieczeni nie złożąliby oświadczeń woli, o których mowa powyżej, w określonym w ustawie terminie i trybie, migrowaliby pomiędzy funduszami automatycznie, bez konieczności dokonywania żadnych formalności.

Wykres 1. Kształtowane się średniej wartości kapitału w zależności od metody jego alokacji.



Alokacja (wycofanie) kapitału z funduszu A następuje w ostatnim dniu roboczym miesiąca hipotetycznego przejścia na emeryturę. Realna stopa zwrotu OFE wynosi 2,5 proc., od lipca 2009 r. Fundusz B osiąga stopę zwrotu na poziomie inflacji.

Źródło: dane MPIPS

Na wykresie została zaprezentowana symulacja, która przedstawia porównanie wartości 1000 zł kapitału, w zależności od decyzji ubezpieczonego odnośnie jego alokacji. Zaprezentowane wyliczenia oparte zostały na trzech wariantach: w pierwszym kapitał jest zainwestowany w funduszu A pięć lat przed emeryturą, w drugim – przeniesiony jednorazowo do funduszu B pięć lat przed emeryturą a w ostatnim – jest wycofany z funduszu A do funduszu B w pięciu ratach rocznych (pierwsza na 10 lat przed emery-

tura).<sup>18</sup> W obecnym stanie prawnym uczestnik OFE nie jest asekurowany w przypadku wystąpienia dekoniunktury lub szoków finansowych. Sytuacja ta mogłaby ulec złagodzeniu, w przypadku zaistnienia możliwości (ale nie obowiązku) migracji środków.

Przedstawione powyżej wyliczenia wskazują, iż możliwość przeniesienia jednorazowego środków w szczycie hossy stwarza możliwość uzyskania wyższej emerytury, zakładając późniejsze załamanie się koniunktury<sup>19</sup>.

Naszycowana koncepcja wielofunduszowości, niezależnie od tego jakie rozwiązania zostaną ostatecznie przyjęte – powinna służyć lepszemu zabezpieczeniu interesów uczestników funduszy. Usuwanie istniejących ograniczeń w funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz zasadach realizowanej przez nie polityki lokacyjnej, powinno uwzględniać także zastrzeżenia płynące z otoczenia zewnętrznego (Komisja Wspólnot Europejskich).

Jeśli chodzi o sprawy związane z akwizycją i przechodzeniem zewnętrznym, czyli obejmujące zmiany funduszu emerytalnego, uporządkowania wymaga pozyskiwanie przez towarzystwa nowych klientów. Należy zadbać o wprowadzenie dobrych praktyk wykonywania pracy przez akwizytorów. Sprzyjać temu będzie przejrzystość oferty, coraz bardziej powszechny dostęp do informacji o ofercie, także w Internecie, a w przyszłości być może elektroniczna rejestracja. Zarysowane kierunki zmian powinny także uwzględniać doświadczenia, które płyną z trudności przeżywanych ostatnio przez międzynarodowy rynek finansowy. Niewykluczona jest zatem szersza przebudowa jego podstaw, w tym także obowiązujących dotychczas i ukształtowanych za granicą standardów ryzyka. Wydaje się, iż siłą polskiego rynku kapitałowego okazała się paradoksalnie jego słaba ekspozycja na powiązania z międzynarodowym rynkiem finansowym, w szczególności na implementację złożonych instrumentów finansowych.

## Podsumowanie

Zmiany w segmencie kapitałowym ubezpieczeń emerytalnych, które nastąpią w najbliższych latach, staną się fragmentem oczekującej przyszłe pokolenia permanentnej konserwacji systemu, także w części repartycyjnej. Kryzys systemów zabezpieczenia społecznego w świecie został spowodowany zmianami w stopach urodzeń, wydłużeniu się przeciętnej oczekiwanej długości życia, a także zróżnicowaniami w zakresie aktywności zawodowej współczesnych społeczeństw<sup>20</sup>. W odpowiedzi na pojawiające się trudności i napięcia w funkcjonowaniu systemów, większość państw europejskich, w tym Polska, podjęła wysiłki modernizacyjne. Należy się spodziewać, iż będą one stałym fragmentem przyszłej rzeczywistości społecznej.

*Dr WOJCIECH NAGEL jest pracownikiem naukowym w Zakładzie Socjologii Organizacji i Instytucji Uniwersytetu w Białymstoku.*

*Recenzenci: prof. dr hab. Wanda Ronka-Chmielowiec, prof. dr hab. Tadeusz Szumlicz.*

---

18. *Założenia nowelizacji ... op. cit.*, s. 39

19. *Tamże*

20. J. Stiglitz, *Ekonomia sektora publicznego*, PWN, Warszawa 2004, s.459



## Wykaz literatury

- Barczak A., *Ryzyko: kategoria obiektywna czy subiektywna* w: Stacharska-Targosz J. red. *Ryzyko w działalności banków komercyjnych*, WSB w Poznaniu, Chorzów 2000.
- Ronka-Chmielowiec W.: *Ryzyko zakładu ubezpieczeń a ryzyko ubezpieczeniowe*, w: Kuchlewska M. (red): *Szkice o ubezpieczeniach*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, 2006.
- Diamond A. P.: *Social Security Reform*, Oxford University Press, 2002.
- Gajek L., Ostaszewski K.: *Plany emerytalne, zarządzanie aktywami i zobowiązaniami*, WNT Warszawa 2002.
- Stiglitz J.: *Ekonomia sektora publicznego*, PWN Warszawa, 2004.
- Uemura D.G., Deventer D.R., *Zarządzanie ryzykiem finansowym w bankach*, ZBP, Warszawa 1997.
- Żukowski M.: *Wielostopniowe systemy zabezpieczenia emerytalnego w Unii Europejskiej i w Polsce*. Wydawnictwo AE w Poznaniu, 1997.
- Aktywa OFE, dane za wrzesień 2008 r.*, Komisja Nadzoru Finansowego
- Informacja rządu w sprawie postępów prac w realizacji zadań związanych z zakończeniem reformy emerytalnej*, KPRM, Warszawa czerwiec 2008.
- Porównanie opłat i ich wpływu na wysokość aktywów członka funduszu po 30/40 letnim okresie gromadzenia w systemach emerytalnych krajów Europy Środkowo-Wschodniej*, IGTE, Warszawa 2008.
- Projekt budżetu państwa na 2009 rok*, (w części plan finansowy ZUS i FUS).
- Rekomendacje zmian w zakresie ograniczeń inwestycyjnych OFE z uwzględnieniem zwiększenia możliwości ekspozycji na ryzyka rynków zagranicznych*, KNF, 7.03. 2008
- Uzasadniona opinia, naruszenie nr 2007/2262*, Komisja Wspólnot Europejskich, Bruksela 18.09.2008.

## Concept of profiled risk pension funds: in search for the optimum design – Summary

*Experience related to the functioning of capital pension market in Poland during the period of the past decade, makes it necessary to match the existing standards in this respect to the international solutions. It refers to both the functioning of pension funds and the tools of increasing their assets and the improvement of investment policy. The author has shown the concept of profiled-risk pension funds, whose introduction is aimed at a better protection for their participants to be ensured. Its essence is to match the type of investment risk to the characteristics of a participant (age, period of occupational activity and insurance).*