

---

A N N A L E S  
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA  
LUBLIN – POLONIA

VOL. XLVIII, 3

SECTIO H

2014

---

Społeczna Akademia Nauk w Łodzi, Wydział Zarządzania, Katedra Finansów

PAWEŁ TRIPPNER

*Ocena kondycji finansowej oraz strategii finansowania  
powszechnych towarzystw emerytalnych w latach 2008–2012*

Assessment of the financial condition and financing strategies of Common Pension Companies  
in the years 2008–2012

**Słowa kluczowe:** powszechne towarzystwa emerytalne, zysk netto, rentowność, strategię finansowania

**Key words:** Common Pension Company, net profit, profitability, financing strategies

## **Wstęp**

Od 1999 roku w Polsce funkcjonują powszechne towarzystwa emerytalne. Ich zadaniem jest obsługa obowiązkowego, kapitałowego filaru emerytalnego poprzez inwestowanie środków, które są im powierzane przez przyszłych emerytów w postaci płaconych składek. PTE zarządzają otwartymi funduszami emerytalnymi, są podmiotami gospodarczymi nastawionymi na osiągnięcie zysku z działalności, czyli ich funkcjonowanie ma charakter komercyjny.

Celem artykułu jest prezentacja ewolucji obowiązującego w Polsce systemu emerytalnego, zadań stawianych PTE, charakterystyka metod wykorzystywanych w zakresie oceny ich kondycji finansowej oraz stosowanych strategii finansowania, a także przeprowadzenie analizy poziomu rentowności oraz stopnia zadłużenia rynku PTE w latach 2008–2012.

Została sformułowana hipoteza badawcza, zgodnie z którą na skutek zmniejszania się wysokości przychodów PTE poziom rentowności ulega regularnemu obniżeniu, a w zakresie strategii finansowania wszystkie PTE, jako pośrednicy finansowi niezgłaszający nadmiernego zapotrzebowania na kapitał obcy, stosują konserwatywną strategię w zakresie finansowania swojej działalności.

## 1. Aktualny kształt systemu emerytalnego w Polsce

1 stycznia 1999 roku w Polsce zaczął obowiązywać zreformowany system emerytalno-rentowy.

Punkt wyjścia reformy systemu zabezpieczeń społecznych w Polsce stanowiło podzielenie społeczeństwa na trzy grupy, zaś kryterium był wiek [Olszewski, 1999, s. 24]:

- osoby urodzone przed 1 stycznia 1949 roku nie zostały objęte reformą. Ich świadczenia będą wypłacane na dotychczasowych zasadach, pozostały one w systemie repartycyjnym;
- osoby urodzone po 31 grudnia 1948 roku, a przed 1 stycznia 1969 roku same zdecydowały, czy pozostać w starym systemie, czy przystąpić do zreformowanego;
- osoby urodzone po 31 grudnia 1968 roku obligatoryjnie muszą stać się członkami zreformowanego systemu.

Fundamentalnym założeniem reformy było wypłacanie przyszłego świadczenia emerytalnego z trzech niezależnych źródeł. System oparto na trzech filarach emerytalnych [Sas-Kulczycka (red), 1999, s. 35–36]:

I filar – zreformowany ZUS. Ma on charakter repartycyjny. Każdy ubezpieczony ma własne konto emerytalne, na którym gromadzone są środki finansowe wpływające do zakładu w formie składek. Na indywidualnym koncie ubezpieczonego został zapisany kapitał początkowy na dzień 1 stycznia 1999 roku, będący prawem nabytym.

II filar – obowiązkowy system emerytalny o charakterze kapitałowym. Podstawą jego funkcjonowania było powołanie do życia powszechnych towarzystw emerytalnych, które rozpoczęły zarządzanie OFE. Środki trafiające do funduszy pochodzą z części składki emerytalnej płaconej do ZUS, który dokonuje ich transferu do OFE.

III filar – dobrowolne ubezpieczenie o charakterze kapitałowym, finansowane indywidualnie przez osoby uważające, że uzyskiwane przez nie świadczenia z filarów obowiązkowych będą zbyt niskie w stosunku do ich oczekiwań.

Pierwszym aktem prawnym, który regulował działalność PTE oraz OFE, była Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych [Dz.U. 1997 nr 139, poz. 934]. Część jej zapisów w zakresie poziomu składek przekazywanych do OFE została zmieniona, w wyniku czego od 1 maja 2011 roku obowiązywał nowy porządek prawny. W życie weszła Ustawa z dnia 25 marca 2011 roku o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych [Dz.U. z 2011 r. nr 75, poz. 398]. Najważniejsza modyfikacja dotyczyła wysokości przekazywanych do OFE składek. Do 30 kwietnia było to 7,3%, zaś od 1 maja 2,3%. Pozostała część jest zapisywana na subkontach przyszłych emerytów w Zakładzie Ubezpieczeń Społecznych. Ten stan obowiązywał do 31 stycznia 2014 roku. Ostatnia zmiana regulacji prawnych miała miejsce 1 lutego 2014 roku. W tym dniu zaczęła obowiązywać Ustawa z dnia 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw

w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych [Dz.U. 2013, poz. 1717]. W efekcie dłużno-skarbowa część aktywów OFE została przekazana do ZUS, co oznaczało przetransferowanie około 51,5% środków z rachunków członków OFE na rachunki w ZUS. Dodatkowo każdy członek OFE w okresie 1 kwietnia–31 lipca 2014 roku miał obowiązek złożyć w ZUS deklarację o dalszej przynależności do OFE. Jeśli tego nie uczynił, całość składki jest ewidencjonowana na koncie w ZUS.

Szczegóły zmian są zawarte w poniższej tabeli.

Tabela 1. Podział składki pomiędzy OFE a subkonto w ZUS do 2011 roku

Okres	OFE	Subkonto w ZUS
01.01.2011–30.04.2011	7,30%	—
01.05.2011–31.12.2011	2,30%	5,00%
01.01.2012–31.12.2012	2,30%	5,00%
01.01.2013–31.12.2013	2,80%	4,50%
01.01.2014–docelowo	2,92%	4,38%

Źródło: [Ustawa z dnia 25 marca 2011 r.... oraz Ustawa z dnia 6 grudnia 2013 r....].

## 2. Metody oceny kondycji oraz strategii finansowych PTE

Do oceny poziomu rentowności PTE wykorzystano wskaźniki rentowności, których konstrukcja stanowi relację osiągniętych przez PTE zysków do rozmiarów prowadzonej przez nie działalności. Informacje do analizy pochodzą ze sprawozdań finansowych obowiązkowo publikowanych przez towarzystwa emerytalne na koniec roku obrachunkowego. Najistotniejsze z perspektywy niniejszej analizy są bilans (pochodzą z niego informacje na temat kapitałów własnych oraz aktywów PTE) oraz rachunek zysków i strat (dostarcza danych na temat poziomu przychodów z działalności podstawowej oraz zysku netto).

Pierwszym ze wskaźników jest wskaźnik rentowności sprzedaży ROS. Jego poziom oblicza się za pomocą następującej formuły [Marcinkowska, 2007, s. 266]:

$$ROS = \frac{ZN}{PZS} \times 100\%, \text{ gdzie:}$$

ZN – zysk netto roku obrachunkowego,

PZS – przychody ze sprzedaży roku obrachunkowego.

Im wyższy poziom tego wskaźnika, tym relacja pomiędzy zyskiem netto a przychodami ze sprzedaży badanego podmiotu korzystniejsza.

Następny jest wskaźnik rentowności kapitału własnego ROE. Oblicza się go na bazie poniższego wzoru [Wypych (red.), 2007, s. 180]:

$$\text{ROE} = \frac{\text{ZN}}{\text{KW}} \times 100\%, \text{ gdzie:}$$

KW – poziom kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec roku obrachunkowego. Im wyższy poziom tego wskaźnika, tym udział zysku netto w kapitale własnym spółki jest istotniejszy i tym wyższa jej rentowność.

Ostatni jest wskaźnik rentowności aktywów ROA. Jego poziom ustala się z wykorzystaniem następującej formuły [Sierpińska, Jachna, 2006, s. 179]:

$$\text{ROA} = \frac{\text{ZN}}{\text{A}} \times 100\%, \text{ gdzie:}$$

A – wartość majątku towarzystwa emerytalnego.

Im wyższy poziom tego wskaźnika, tym istotniejszy jest udział zysku netto w majątku, a zależność pomiędzy analizowanymi wielkościami korzystniejsza.

Należy jednak wyraźnie podkreślić, iż wskaźniki zaproponowane przez autora do analizy mają wady. W literaturze coraz częściej są one krytykowane za to, że ich konstrukcja opiera się na wartościach księgowych oraz nie uwzględniają dynamiki zmian i w sposób oczywisty preferują fundusze silne kapitałowo [Dudycz, 2002, s. 177].

W literaturze fachowej można zaobserwować wzrost znaczenia mierników oceniających rentowność podmiotów opartych na koncepcji zysku rezydualnego (*Residual income*), takich jak EVA (*Economic Value Added*) oraz CVA (*Cash Value Added*) [Helfert, 2004, s. 505].

Strategię finansową można określić jako zbiór kryteriów i reguł postępowania podporządkowanych realizacji strategicznego celu rozwoju przedsiębiorstwa, które określają zarządzający przy podejmowaniu decyzji dotyczących pozyskiwania środków na działalność bieżącą i rozwojową oraz określaniu kierunków i sposobów wykorzystania tych środków z uwzględnieniem istniejących szans, ograniczeń i związków z otoczeniem [Wilimowska, Wilimowski, 2001, s. 712].

Do podstawowych obszarów strategii finansowej, według literatury przedmiotu, należy zaliczyć [Wilimowska, Wilimowski, 2001, s. 712]:

- strategię inwestowania w majątek,
- strategię pozyskiwania kapitałów,
- strategię redystrybucji zysku.

Strategia finansowania jest zatem jednym z elementów strategii finansowej podmiotu gospodarczego. Polega ona na przyjęciu odpowiedniej struktury źródeł finansowania majątku, która umożliwi osiągnięcie strategicznych celów przez przedsiębiorstwo [Kołosowska (red.), 2014, s. 14].

Dzięki wskaźnikowi ogólnego zadłużenia możliwa jest ocena strategii finansowania stosowanej w danym przedsiębiorstwie. Oblicza się go za pomocą następującej formuły [Wypych (red.), 2007, s. 183]:

$$WZ = \frac{KO \times 100}{A}$$

gdzie:

WZ – wskaźnik ogólnego zadłużenia,

KO – kapitał obcy przedsiębiorstwa.

W literaturze przedmiotu wyróżnia się trzy strategie finansowania działalności przedsiębiorstwa [Brigham, Houston, 2000, s. 747]:

- agresywną (ofensywną),
- umiarkowaną (zrównoważoną),
- konserwatywną (defensywną).

W literaturze przedmiotu uznaje się, że strategię konserwatywną stosują przedsiębiorstwa, w których poziom wskaźnika zadłużenia nie przekracza 30%, czyli w jednej złotówce majątku kapitały obce stanowią maksymalnie 30 groszy. Takie podmioty charakteryzują niskie ryzyko finansowe, wysoki poziom zdolności kredytowej, ale jednocześnie małe możliwości wykorzystania efektu dźwigni finansowej oraz tarczy podatkowej [Wypych (red.), 2007, s. 183].

Poziom wskaźnika zadłużenia wynoszący 30–70% informuje, że przedsiębiorstwo w zakresie finansowania swojej działalności stosuje umiarkowaną strategię. W większym stopniu może ono korzystać z efektu dźwigni finansowej oraz tarczy podatkowej, jednak jego zdolność kredytowa jest niższa, a koszty finansowe w większym stopniu obciążają wynik finansowy [Wypych (red.), 2007, s. 184].

Gdy poziom wskaźnika zadłużenia jest wyższy niż 70%, oznacza to, że przedsiębiorstwo stosuje agresywną strategię finansowania swojej działalności. W takiej sytuacji znajdują się najczęściej firmy niebędące w stanie wygenerować zysków, które powiększyłyby ich kapitały własne, bądź też takie, które stosują tę strategię świadomie, przeznaczając cały zysk na dywidendy i korzystając z kapitału obcego, którego koszt pozyskania jest niższy niż w przypadku kapitału własnego [Wypych (red.), 2007, s. 184].

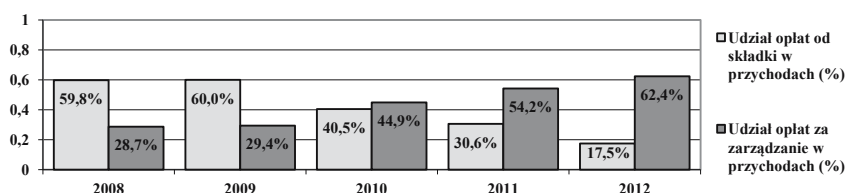
### **3. Ocena sytuacji finansowej PTE oraz ich strategii finansowania w latach 2008–2012**

Pierwszym obszarem analizy jest ocena ewolucji struktury przychodów towarzystw emerytalnych. Dwoma najważniejszymi źródłami są przychody z wpłacanych przez członków składek oraz pobierane opłaty za zarządzanie.

Tabela 2. Wybrane dane z rachunku zysków i strat rynku PTE w latach 2008–2012 (mln PLN)

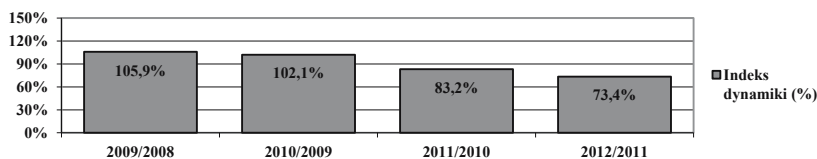
Pozycja	2008	2009	2010	2011	2012
Całkowite przychody	2 074,4	2 172,2	1 989,0	1 809,1	1 653,6
Przychody z opłat od składek	1 240,9	1 302,2	806,3	553,5	289,8
Przychody z opłat za zarządzanie	595,0	639,7	893,7	981,2	1 032,4
Koszty całkowite	1 157,2	1 225,4	1 251,1	1 041,5	764,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl).



Rysunek 1. Struktura przychodów rynku PTE w latach 2008–2012

Źródło: obliczenia własne na podstawie [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl).



Rysunek 2. Dynamika kosztów całkowitych rynku PTE w latach 2008–2012

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z tabeli 3.

Analizując powyższe zestawienie, można zaobserwować bardzo czytelną tendencję w zakresie poziomu oraz struktury przychodów PTE w badanym okresie. Począwszy od roku 2009 poziom przychodów stale spada, co skutkowało obniżeniem przychodów w 2012 roku o ponad 500 mln PLN w stosunku do roku 2009 (blisko 24%). W strukturze przychodów PTE wyraźnie widać następującą tendencję: począwszy od 2009 roku przychody ze składek maleją, rosną zaś przychody z opłat za zarządzanie. Jest to efekt obniżenia stawki prowizji od składki oraz posiadania przez PTE coraz większych aktywów netto, od których pobierana jest opłata za zarządzanie. Udział opłat od składki w całkowitych przychodach w okresie 2008–2012 zmniejszył się o ponad 42 punkty procentowe, zaś kwota przychodów z tytułu opłat od składki w analogicznym okresie spadła o ponad 76%. Dokładnie odwrotna tendencja ma miejsce w zakresie przychodów z tytułu zarządzania, udział tej kategorii opłat w całkowitych przychodach w analizowanym okresie zwiększył się o ponad 33

punkty procentowe, zaś kwota przychodów z opłat za zarządzanie wzrosła o ponad 430 mln PLN, czyli o blisko 75%.

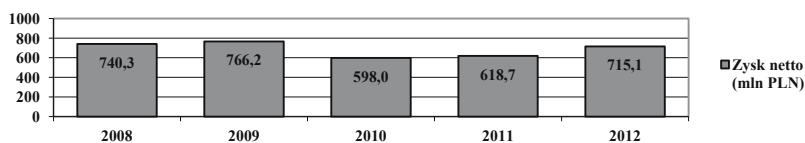
W wyniku ustawowych zmian obowiązujących od początku 2014 roku należy się spodziewać dalszego obniżania przychodów PTE oraz zmian w ich strukturze.

Kolejny obszar analizy dotyczy poziomu zysków rynku PTE oraz rentowności poszczególnych towarzystw.

Tabela 3. Wybrane dane bilansowe rynku PTE w latach 2008–2012 (mln PLN)

Pozycja	2008	2009	2010	2011	2012
Aktywa	3 476,3	3 636,9	3 886,0	3 603,7	3 969,0
Kapitał własny	3 053,6	3 220,9	3 447,8	3 182,4	3 663,4
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	422,7	416,0	438,2	421,3	335,6

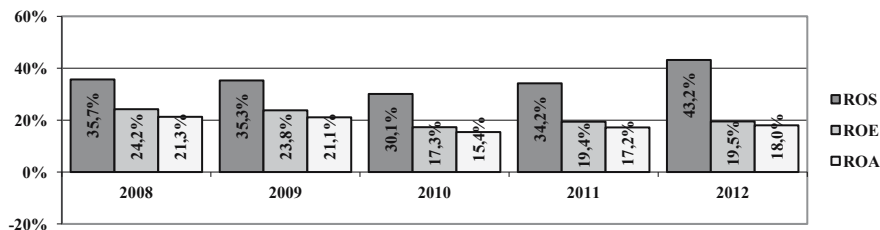
Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl).



Rysunek 3. Zysk netto rynku PTE w latach 2008–2012

Źródło: obliczenia własne na podstawie [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl).

Dokonując oceny danych na rysunku 3, należy zauważyć, iż od 2010 roku obserwowany jest ponowny wzrost zysku netto powszechnych towarzystw emerytalnych. W okresie 2010–2012 zwiększył się on o ponad 115 milionów PLN, czyli o blisko 20%. Działo się tak mimo regularnie spadających w tym okresie przychodów PTE (tabela 2). Oznacza to, że powodem takiego stanu rzeczy jest stałe obniżanie przez towarzystwa kosztów, dzięki czemu możliwe było zwiększanie zysku netto (tabela 2).

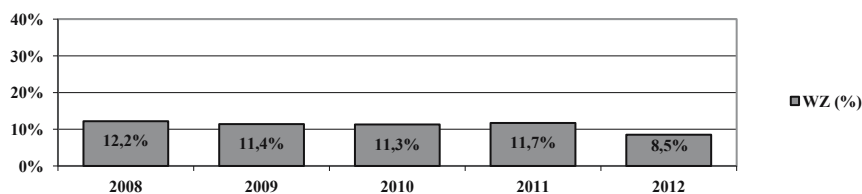


Rysunek 4. Wskaźniki ROS, ROE i ROA dla rynku PTE w latach 2008–2012

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z tabeli 2 i rysunku 3.

Analizując dane na powyższym rysunku, łatwo zauważyć tendencję, która dotyczy wszystkich wskaźników rentowności. W okresie 2008–2010 rentowność PTE stale się obniżała, odpowiednio o 5,6 p.p. dla ROS, 6,9 p.p. dla ROE oraz 5,9 p.p. w przypadku ROA. Od roku 2010 poziom rentowności PTE mierzony trzema wcześniej wymienionymi wskaźnikami zwiększał się, co w latach 2010–2012 skutkowało wzrostem wskaźnika ROS o 13,1 p.p., ROE o 2,2 p.p., ROA zaś o 2,6 p.p.

W okresie 2010–2012, mimo spadających przychodów PTE, rentowność się poprawiła, dzięki obniżeniu kosztów towarzystw.



Rysunek 5. Wskaźnik ogólnego zadłużenia dla rynku PTE w latach 2008–2012

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z tabeli 3.

Zadłużenie PTE kształtuje się na niskim poziomie. W badanym okresie jego wskaźnik utrzymywał się na poziomie 11–12%, a w ostatnim analizowanym roku spadł do 8,5%.

Oznacza to, że rynek PTE w niewielkim stopniu korzysta z obcych źródeł finansowania, co uprawnia do stwierdzenia, iż powszechne towarzystwa emerytalne stosują konserwatywną (zachowawczą) strategię w zakresie finansowania swojej działalności.

## Zakończenie

Sformułowana hipoteza badawcza została w pierwszej części zweryfikowana negatywnie, zaś w drugiej pozytywnie.

Ustawowe regulacje wprowadzane w 2011 roku istotnie ograniczyły napływ kapitału do portfeli funduszy emerytalnych, na skutek obniżenia poziomu płaconych składek. Znalazło to odzwierciedlenie w zmniejszających się przychodach PTE, szczególnie z opłat od składek. Nie wpłynęło jednak na obniżenie zysków PTE oraz jego rentowności dzięki zredukowaniu przez towarzystwa swoich kosztów. Należy zakładać, że w przyszłości będą występować coraz większe trudności z utrzymywaniem takiego stanu, ze względu na obowiązujące od 2014 regulacje, które spowodują zmniejszenie się liczby klientów funduszy, co wpłynie na dalsze obniżanie przychodów.

W zakresie stosowanych przez PTE strategii finansowania hipoteza badawcza została zweryfikowana pozytywnie. PTE, jako instytucje finansowe i pośrednicy finansowi, w zdecydowanej większości wykorzystują kapitały własne, a zobowiązania nie stanowią istotnego źródła finansowania.

**Bibliografia**

1. Brigham E.F., Houston J.F., *Fundamentals of Financial Management*, Harcourt College Publishers, 2000.
2. Dudycz T., *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław 2002.
3. Helfert E.A., *Techniki analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2004.
4. Kołosowska B. (red.), *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw*, Wolters Kluwer, Warszawa 2014.
5. Marcinkowska M., *Ocena działalności instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2007.
6. Olszewski J., *Fundusze emerytalne filar II i III*, INFOR, Warszawa 1999.
7. Sas Kulczycka K. (red), *Instytucje wspólnego inwestowania w Polsce. Fundusze inwestycyjne i emerytalne*, WIG-Press, Warszawa 1999.
8. Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 2006.
9. Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. 1997 nr 139 poz. 934).
10. Ustawa z dnia 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych (Dz.U. 2013 poz. 1717).
11. Ustawa z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych (Dz.U. 2011 nr 75 poz. 398).
12. Wilimowska Z., Wilimowski M., *Sztuka zarządzania finansami*, Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego, Bydgoszcz 2001.
13. [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl).
14. Wypych M. (red.), *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Absolwent, Łódź, 2007.

**Assessment of the financial condition and financing strategies  
of Common Pension Companies in the years 2008–2012**

Since 1999 Common Pension Companies (CPC) are operating in Poland. Their goal is to support mandatory pension pillar capital, through investing funds entrusted to them by future pensioners in the form of paid premiums. In the second pillar, CPC conduct the activities and manage Open Pension Funds. They are commercial entities, which are oriented towards gaining profits.

The purpose of the submitted article is to present the evolution of the current pension system in Poland, the tasks given to CPC, the characteristics of the methods used in the evaluation of their financial condition and the strategies of financing and carrying out an analysis of the level of profitability and the degree of CPC market debt in the years 2008–2012.

The research hypothesis was formulated, according to which as a result of decreasing the amount of CPC revenue the level of profitability is regularly decreasing, and in terms of financing strategies, all CPC apply a conservative strategy.