

# Polityka inwestycyjna zakładów ubezpieczeń w ramach indywidualnych kont emerytalnych

---

Niniejszy artykuł charakteryzuje politykę inwestycyjną zakładów ubezpieczeń w ramach ubezpieczeń na życie typu *unit-linked*, które oferowane są jako kwalifikowane programy emerytalne. Zagadnienie zostało zaprezentowane na przykładzie indywidualnych kont emerytalnych, które w Polsce są najpowszechniej wykorzystywaną formą dobrowolnego zabezpieczenia emerytalnego.

Przeprowadzone badania wskazują, że w przypadku takich kont zakłady ubezpieczeń prowadzą działalność inwestycyjną głównie poprzez tworzenie ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych zarządzanych zewnętrznymi. Umożliwia to przygotowanie szerokiej oferty inwestycyjnej dostępnej dla osób, które chcą gromadzić oszczędności emerytalne. Jednocześnie taka konstrukcja sprawia, iż oszczędzający ponoszą dwukrotną opłatę za zarządzanie aktywami.

Dochodowość inwestycji prowadzonych przez zakłady ubezpieczeń w ramach indywidualnych kont emerytalnych uzależniona jest jednak głównie od stylu i strategii inwestycyjnej ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych, natomiast organizacja procesu inwestycyjnego ma w tym przypadku mniejsze znaczenie.

**Słowa kluczowe:** indywidualne konta emerytalne, ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe, ubezpieczenia, emerytura, polityka inwestycyjna

Otrzymano: 26.04.2016

Zaakceptowano po recenzji: 2.08.2016

# 1. Wstęp

Postępujący w większości krajów rozwiniętych proces starzenia się społeczeństw sprawił, że zagadnienie zabezpieczenia przyszłych dochodów na czas starości stało się bardzo aktualnym, globalnym problemem badawczym. Również w Polsce problematyka zabezpieczenia emerytalnego stanowi przedmiot intensywnego dyskursu na forum naukowym. Polski system emerytalny w 1999 r. został przekształcony zgodnie z koncepcją zaproponowaną przez Bank Światowy w system trójfilarowy, który poza filarem repartycyjnym wprowadzał także dwa filary kapitałowe – obowiązkowy oraz dobrowolny.

W obowiązkowym systemie emerytalnym wysokość przyszłych świadczeń uzależniona jest od czasu pracy, wysokości odprowadzanych składek oraz oczekiwanej dalszej długości życia. Badania wskazują, że stopa zastąpienia z systemu obowiązkowego w przypadku przeciętnego emeryta przechodzącego na emeryturę w wieku 67 lat wyniesie ok. 37%<sup>1</sup>. Utrzymanie dochodów zbliżonych do osiągniętych w wieku produkcyjnym możliwe jest zatem wyłącznie poprzez późniejsze przechodzenie na emeryturę lub gromadzenie dodatkowych oszczędności emerytalnych<sup>2</sup>.

Druga z wymienionych możliwości może zostać zrealizowana dzięki dobrowolnemu-filarowi systemu emerytalnego. W jego ramach możliwe jest gromadzenie dodatkowych środków na emeryturę poprzez trzy instrumenty: indywidualne konta emerytalne (IKE), indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE) oraz pracownicze plany emerytalne (PPE).

IKE są pierwszym kwalifikowanym programem emerytalnym, z którego można korzystać w sposób indywidualny. Ich cechą charakterystyczną jest stosunkowo wysoki roczny limit wpłat (trzykrotność przeciętnego prognozowanego wynagrodzenia miesięcznego w gospodarce narodowej na dany rok – w 2016 r. jest to 12 165 zł<sup>3</sup>) oraz zwolnienie z podatku od zysków kapitałowych.

IKE mogą być prowadzone w formie rachunku bankowego, rachunku papierów wartościowych, funduszu inwestycyjnego, dobrowolnego funduszu emerytalnego oraz ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (UFK)<sup>4</sup>. W Polsce IKE są najpowszechniej wykorzystywaną formą indywidualnych kwalifikowanych programów emerytalnych. Na koniec 2015 r. funkcjonowało ogółem ponad 858 tys. IKE. Wśród nich ponad 573 tys. to konta działające w zakładach ubezpieczeń w formie ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym<sup>5</sup>.

1 G. Gołębiowski, P. Russel, *Zmiany w systemie emerytalnym a bezpieczeństwo finansowe Polaków* [w:] *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji*, red. J. Ostaszewski, E. Kosycarz, Warszawa 2014, s. 199.

2 J. Rutecka, *Dodatkowy system emerytalny w Polsce – diagnoza i rekomendacje zmian*, Warszawa 2014, s. 42.

3 Obwieszczenie Ministra Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej z dnia 8 grudnia 2015 r. w sprawie wysokości kwoty wpłat na indywidualne konto emerytalne w roku 2016, (M.P. z 2015 r. poz. 1266).

4 Ustawa z dnia 20 kwietnia 2004 r. o indywidualnych kontaktach emerytalnych oraz indywidualnych kontaktach zabezpieczenia emerytalnego (Dz.U. z 2014 r. poz. 1147, z 2015 r. poz. 978 i 1844, z 2016 r. poz. 615).

5 Dane Komisji Nadzoru Finansowego, [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl) (20.04.2016).

Głównym celem niniejszego opracowania jest charakterystyka polityki inwestycyjnej prowadzonej przez zakłady ubezpieczeń w ramach IKE oraz wskazanie jej szczególnych cech wpływających na dochodowość tej formy zabezpieczenia emerytalnego. Zagadnienie polityki inwestycyjnej jest istotnym problemem badawczym, gdyż determinuje ona w znacznym stopniu wyniki inwestycyjne instytucji zbiorowego lokowania<sup>6</sup>. T. Czerwińska zwraca uwagę, na to, że pojęcie polityki inwestycyjnej nie jest w literaturze finansowej jednoznaczne i ma różny zakres przedmiotowy. Częstość obejmuje ono analizę struktury portfeli inwestycyjnych lub charakterystykę ograniczeń prawnych nałożonych na instytucje prowadzące działalność inwestycyjną. Niekiedy jest rozumiane wąsko i utożsamiane z decyzjami inwestycyjnymi (lokacyjnymi)<sup>7</sup>. W niniejszym opracowaniu politykę inwestycyjną ujęto w szerszym zakresie, zatem poza aspektami prawnymi oraz analizą stylów i strategii inwestycyjnych ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych, poruszać będzie ono również kwestie organizacji procesu zarządzania aktywami.

Badania oparto na kwerendzie dokumentów udostępnianych przez zakłady ubezpieczeń: ogólnych warunków ubezpieczenia, kart produktów, prospektów informacyjnych oraz sprawozdań rocznych UFK. Zgromadzone dane zagregowano oraz poddano analizie, która stała się podstawą wnioskowania. Badanie dochodowości inwestycji UFK przeprowadzono na podstawie bazy danych dziennych wycen jednostek UFK dostępnych w zakładach ubezpieczeń w ramach IKE, zakupionej od Analizy Online S.A.<sup>8</sup>.

## 2. Ubezpieczenia na życie typu *unit-linked* jako forma zabezpieczenia emerytalnego

Zgodnie z polskim prawem przez umowę ubezpieczenia ubezpieczyciel zobowiązuje się, w zakresie działalności swego przedsiębiorstwa, spełnić określone świadczenie w razie zajścia przewidzianego w umowie wypadku, a ubezpieczający zobowiązuje się zapłacić składkę<sup>9</sup>. Ubezpieczenie na życie jest klasyfikowane jako ubezpieczenie gospodarcze osobowe. Cechą charakterystyczną ubezpieczeń osobowych jest zobowiązanie się ubezpieczyciela do wypłacenia umówionej sumy pieniężnej, renty lub innego świadczenia w razie zajścia przewidzianego w umowie wypadku w życiu osoby ubezpieczonej<sup>10</sup>.

6 Na przykład R.G. Ibbotson oraz P.D. Kaplan dowodzą, iż polityka inwestycyjna w 90% determinuje wyniki inwestycyjne. Źródło: R.G. Ibbotson, P.D. Kaplan, *Does asset allocation policy explain 40, 90, or 100 percent of performance?*, „Financial Analysts Journal” 2000, nr 56(1), s. 26–33.

7 T. Czerwińska, *Polityka inwestycyjna instytucji ubezpieczeniowych*, Wyd. Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk, 2009, s. 53–56.

8 Badania zostały sfinansowane ze środków Uniwersytetu Gdańskiego w ramach Projektów Służących Rozwojowi Młodych Naukowców nr 538-3300-B222-16.

9 Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (Dz.U. z 2016 r. poz. 380, 585).

10 *Ibidem*.

W przypadku ubezpieczeń na życie o charakterze oszczędnościowym część wpłaconej składki ubezpieczeniowej jest lokowana przez zakład ubezpieczeń na rynkach finansowych. W ten sposób zakłady zwiększają efektywność działalności oraz podnoszą atrakcyjność swojej oferty rynkowej, gdyż mogą oferować tańsze ubezpieczenia, dyskontując przy ustalaniu ich ceny przyszłe przepływy pieniężne z zysków z lokat. Wówczas działalność lokacyjna jest integralną częścią działalności techniczno-ubezpieczeniowej ubezpieczyciela i jest ona prowadzona na jego rachunek i ryzyko<sup>11</sup>.

Ewolucja rynków finansowych, a w szczególności rozwój rynków kapitałowych po drugiej wojnie światowej, spowodowała wzrost możliwości inwestycyjnych dla klientów sektora finansowego. Osoby korzystające z usług ubezpieczycieli także chciały partycypować w zyskach, jakie przynosiło inwestowanie na rynkach kapitałowych, a przy tym zachować możliwość ochrony ubezpieczeniowej. Doprowadziło to do powstania nowej umowy ubezpieczenia – ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (*unit-linked life insurance*). Instrument ten pełni funkcję mieszaną, jednak zdecydowanie większy nacisk jest w nim położony na aspekt oszczędnościowy, a nawet inwestycyjny. Istotne jest to, że w ubezpieczeniach tego typu ryzyko inwestycyjne zostało przeniesione na ubezpieczonego.

W Polsce pierwsze ubezpieczenia typu *unit-linked* pojawiły się w latach dziewięćdziesiątych XX w. W momencie wprowadzenia kwalifikowanych planów emerytalnych stały się one formą gromadzenia środków na zabezpieczenie dochodów na starość. Mimo że artykuł koncentruje się na ofercie zakładów ubezpieczeń dotyczącej IKE, należy zaznaczyć, że ta sama forma oszczędzania dostępna jest także poprzez pracownicze plany emerytalne (PPE) oraz indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE).

Według M. Szczepańskiej ubezpieczenie na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym wywodzi się od tzw. ubezpieczeń uniwersalnych (*universal live*), nazywanych także ubezpieczeniami drogi życia (*livetimecover plan*). W tego typu ubezpieczeniach suma ubezpieczenia, czyli świadczenie w przypadku zgonu, oblicza się według następującego wzoru<sup>12</sup>:

$$DB = CV + NAR,$$

gdzie:

*DB* – suma ubezpieczenia (*total policy death benefit*),

*CV* – wartość polisy (*cash value*) stanowiąca część oszczędnościową ubezpieczenia<sup>13</sup>,

*NAR* – suma ubezpieczenia na ryzyku netto (*net amount at risk*).

Wartość polisy uzależniona jest od części inwestycyjnej składki powiększonej o zysk inwestycyjny. Ulega ona zmianom w trakcie ubezpieczenia w następstwie dokonywanych wpłat i zysków inwestycyjnych oraz potrącania opłat na poczet kosztów związanych

<sup>11</sup> P. Kania, *Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte jako forma zewnętrznego zarządzania ubezpieczeniowymi funduszami kapitałowymi zakładów ubezpieczeń na życie*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2011, nr 228, s. 233.

<sup>12</sup> M. Szczepańska, *Ubezpieczenie na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym*, Warszawa 2011, s. 23.

<sup>13</sup> Mimo że w sensie prawnym polisa jest dokumentem potwierdzającym zawarcie umowy ubezpieczenia, w polskiej literaturze przedmiotu wartość środków zgromadzonych na UFK nazywana jest powszechnie wartością polisy. Por. E. Stroiński, *Ubezpieczenia na życie – teoria i praktyka*, Warszawa 2004, s. 161, M. Szczepańska, *Ubezpieczenie...op. cit.*, s. 23.

z funkcjonowaniem ubezpieczenia. Jednocześnie zmianom o taką samą wartość (jednak z odwrotnym znakiem) podlega suma ubezpieczenia na ryzyku<sup>14</sup>. Z czasem ubezpieczenia tego typu zaczęły być określane mianem ubezpieczeń *unit-linked*, gdyż ze względów technicznych (łatwość rozliczeń i prezentacji wyników klientowi) za wygodne rozwiązanie przyjęto powiązanie wartości polisy z funduszami wspólnego inwestowania. Opłacana przez ubezpieczonego na podstawie umowy składka ubezpieczeniowa ma szczególną konstrukcję. Charakterystyczne jest to, że tylko jej część jest przeznaczona na pokrycie ryzyka ubezpieczeniowego oraz na koszty zakładu ubezpieczeń z tytułu prowadzenia działalności ubezpieczeniowej. Pozostała część składki jest inwestowana w ramach UFK<sup>15</sup>.

W przypadku IKE funkcjonują dwa rodzaje produktów dostępnych jako ubezpieczenie na życie typu *unit-linked*. Pierwszy rodzaj to ubezpieczenie oferowane jako instrument w pełni oszczędnościowy. Oznacza to, że suma na ryzyku jest określona jako bardzo niska kwota w wysokości 1–1000 zł. Jednocześnie praktycznie 100% składki przekazywane jest na cele inwestycyjne. W drugim rodzaju IKE stanowi element dodatkowy ubezpieczenia na życie bądź całego pakietu ubezpieczeń, w którym suma na ryzyku jest dużo wyższa – ustalana zgodnie z potrzebami klienta. Należy zaznaczyć, że zakłady ubezpieczeń ustalają minimalną wysokość składki, która będzie inwestowana na cele emerytalne, na stosunkowo niskim poziomie. Są to kwoty 50–3600 zł w skali roku. Oczywiście klient może uiszczać składkę w wyższej wysokości, nawet przekraczającej limit wpłat na IKE (wówczas wydzielany jest osobny rachunek, dla którego zyski nie otrzymują preferencji podatkowych).

Należy podkreślić, że wydzielony UFK jest tym elementem umowy, który jest niedostępny w przypadku ubezpieczeń innego typu. Definiowany jest on jako wydzielony fundusz aktywów stanowiący rezerwę tworzoną ze składek ubezpieczeniowych, inwestowany w sposób określony w umowie ubezpieczenia<sup>16</sup>. Ubezpieczeniowy fundusz kapitałowy to określona masa majątkowa tworzona przez ubezpieczycieli. Nie jest on osobą prawną, zatem nie jest podmiotem samodzielnym. Aktywa zgromadzone w UFK stanowią własność ubezpieczyciela. Jest to jednak masa majątkowa wyodrębniona pod względem księgowym. To ubezpieczyciel decyduje o sposobie lokowania środków. Ubezpieczający, ubezpieczony, uposażony czy inne osoby nie mogą żądać wydzielenia poszczególnych aktywów przypisanych do danego funduszu. Ubezpieczający może jednak dokonać wyboru określonego funduszu i przez to mieć wpływ na sposób zarządzania powierzonymi aktywami. Ze względu na specyfikę funkcjonowania polis ubezpieczeń na życie UFK mają formę podobną do funduszy inwestycyjnych otwartych (FIO) oferowanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI). Mogą one wydawać dowolną liczbę jednostek uczestnictwa, a także umarzać je na żądanie klienta<sup>17</sup>.

Pomiędzy ubezpieczeniem na życie z UFK a FIO występują jednak pewne różnice. Ponieważ aktywa zgromadzone w UFK stanowią własność zakładu ubezpieczeń,

14 Ubezpieczenie to może przebiegać również w taki sposób, że suma ubezpieczenia na ryzyku jest stała (nie ulega zmniejszeniu) w całym okresie ubezpieczenia, co skutkuje tym że w razie śmierci uposażony otrzymuje świadczenie będące połączeniem dwóch składników: sumy na ryzyku oraz wartości polisy. E. Stroiński, *Ubezpieczenia...*, *op. cit.*, s. 164.

15 *Ibidem*.

16 Ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz.U. z 2015 r. poz. 1844).

17 P. Kania, *Specjalistyczne...*, *op. cit.*, s. 236.

w przypadku upadłości ubezpieczyciela mogłyby one wchodzić w skład masy upadłościowej bez żadnych preferencji dla osób posiadających polisy. Zgodnie z rozporządzeniem Ministra Finansów przychody i koszty oraz aktywa i pasywa danego UFK nie mogą jednak być kompensowane z innymi przychodami i kosztami oraz aktywami i pasywami zakładu ubezpieczeń<sup>18</sup>. Warto również dodać, że świadczenia z tytułu ubezpieczeń na życie gwarantowane są przez Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny w wysokości 50% wierzytelności, jednak do kwoty nie większej niż równowartość w złotych 30 tys. euro według średniego kursu ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski obowiązującego w dniu ogłoszenia upadłości<sup>19</sup>.

Należy także zwrócić uwagę na kwestie dotyczące egzekucji sądowej oraz opodatkowania. Ponieważ jednostki uczestnictwa UFK są własnością zakładu ubezpieczeń, nie podlegają egzekucji na poczet zobowiązań ubezpieczającego lub ubezpieczonego. Również wypłata świadczenia na rzecz uposażonego wyłączona jest spod egzekucji nawet do wysokości 75% wypłaconych środków<sup>20</sup>. Warto też podkreślić, że w przypadku śmierci ubezpieczonego osoba uposażona otrzyma środki bez konieczności postępowania spadkowego. Uniknie jednocześnie podatku od spadku i darowizn. Powyższe zalety ubezpieczenia z UFK nie występują w przypadku FIO.

### 3. Uwarunkowania prawne działalności inwestycyjnej

Działalność inwestycyjna zakładów ubezpieczeń ma charakter sformalizowany<sup>21</sup>. Regulacje europejskie i krajowe w ten sam sposób określają ogólne zasady prowadzenia działalności inwestycyjnej przez zakłady ubezpieczeń. Są one zatem zobowiązane w pierwszej kolejności do lokowania środków finansowych w taki sposób, aby z uwzględnieniem

<sup>18</sup> Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 kwietnia 2016 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji (Dz.U. z 2016 r. poz. 562).

<sup>19</sup> Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o ubezpieczeniach obowiązkowych, Ubezpieczeniowym Funduszu Gwarancyjnym i Polskim Biurze Ubezpieczycieli Komunikacyjnych (Dz.U. z 2013 r. poz. 392, z 2014 r. poz. 827, z 2015 r. poz. 1273, 1691, 1844, 2281).

<sup>20</sup> B. Kucharski wskazuje, że wierzyciele ubezpieczonego nie są całkowicie pozbawieni ochrony. Istnieje możliwość zaskarżenia przez wierzycieli ubezpieczonego (będącego jednocześnie ubezpieczającym) umowy ubezpieczenia na życie, która doprowadziła do tego, że składki w zakresie, w jakim były przeznaczone na zabezpieczenie ryzyka śmierci, wyszły z majątku ubezpieczonego. Możliwość taka jest jednak nikła z uwagi na trudność przypisania ubezpieczycielowi wiedzy dotyczącej świadomego pokrzywdzenia wierzycieli przez ubezpieczonego. B. Kucharski, *Ochrona spadkobierców, uprawnionych do zachowku oraz wierzycieli w razie wskazania uposażonego w umowie ubezpieczenia na życie*, „Prawo Asekuracyjne” 2015, nr 1(82), s. 61.

<sup>21</sup> W Polsce działalność inwestycyjna zakładów ubezpieczeń w ramach IKE jest regulowana przez akty prawne dotyczące działalności ubezpieczeniowej. Są to: dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz. Urz. UE, L 335), ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz.U. z 2015 r. poz. 1844), rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 kwietnia 2016 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji (Dz.U. z 2016 r. poz. 562).

rodzaju i struktury prowadzonych ubezpieczeń osiągnąć jak największy stopień bezpieczeństwa i rentowności przy jednoczesnym zachowaniu płynności środków. Ponadto zakłady ubezpieczeń mogą lokować środki finansowe wyłącznie w aktywa i instrumenty finansowe, których ryzyko mogą właściwie określić, mierzyć, monitorować. Jednocześnie powinny mieć możliwość właściwego zarządzania oraz kontrolowania tegoż ryzyka, a także prowadzenia sprawozdawczości w jego zakresie<sup>22</sup>.

W przypadku IKE zakład ubezpieczeń dokonuje inwestycji poprzez wydzielenie UFK, które z definicji są częścią rezerw techniczno-ubezpieczeniowych. Ponieważ polityka lokacyjna dotycząca rezerw stanowi gwarancję bezpieczeństwa funkcjonowania zakładów ubezpieczeń, akty prawne wskazują, jakiego rodzaju aktywa mogą stanowić ich pokrycie. Zgodnie z obowiązującym porządkiem prawnym aktywa, które stanowią pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, muszą uwzględniać rodzaj działalności wykonywanej przez zakład ubezpieczeń, w szczególności charakter i czas trwania zobowiązań z tytułu zawartych umów ubezpieczenia, oraz powinny być lokowane w sposób zgodny z interesami ubezpieczających, ubezpieczonych i uprawnionych z umów ubezpieczenia, z uwzględnieniem ujawnionych celów prowadzonej polityki lokacyjnej<sup>23</sup>. Do końca 2015 r. zakłady ubezpieczeń mogły wykorzystywać na pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych tylko ściśle określone rodzaje aktywów<sup>24</sup>:

- papiery wartościowe emitowane, poręczone lub gwarantowane przez Skarb Państwa oraz organizacje międzynarodowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska,
- obligacje emitowane lub poręczone przez jednostki samorządu terytorialnego lub związki jednostek samorządu terytorialnego,
- inne dłużne papiery wartościowe o stałej stopie dochodu,
- inne dłużne papiery wartościowe o zmiennej stopie dochodu,
- akcje, w tym dopuszczone do publicznego obrotu,
- jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne w funduszach inwestycyjnych,
- udziały,
- listy zastawne,
- pożyczki, w tym zabezpieczone hipotecznie lub przez instytucje finansowe, oraz pożyczki pod zastaw praw wynikających z umów ubezpieczenia na życie,
- nieruchomości lub ich części, z wyłączeniem nieruchomości lub ich części wykorzystywanych na własne potrzeby,
- środki pieniężne, w tym zgromadzone na rachunku bankowym,
- depozyty bankowe.

Ponadto zakłady ubezpieczeń mogły nabywać instrumenty pochodne, takie jak opcje, transakcje typu *futures* czy transakcje zamienne, o ile służyły zmniejszeniu

22 Ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej.

23 *Ibidem*.

24 Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej (Dz.U. z 2003 r. nr 124, poz. 115 z późn. zm.).

ryzyka związanego z innymi aktywami stanowiącymi pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych<sup>25</sup>.

Od 1 stycznia 2016 r. akty prawne nie narzucają zakładom ubezpieczeń określonych kategorii aktywów, które mogą stanowić przedmiot lokat. W przeciwieństwie do FIO czy OFE, w przypadku UFK brak jest także ścisłych ustawowych limitów inwestycyjnych. Ustawodawca określa bowiem, że aktywa zakładu ubezpieczeń muszą być zróżnicowane i odpowiednio rozproszone, tak aby umożliwiały właściwe reagowanie przez zakład na zmiany w otoczeniu gospodarczym, a także powinny być zróżnicowane w taki sposób, aby uniknąć nadmiernego uzależnienia od jednego określonego składnika, emitenta lub grupy emitentów powiązanych ze sobą lub określonego obszaru geograficznego oraz nadmiernej akumulacji ryzyka w całym portfelu. Jednocześnie ustawodawca stwierdza, że ograniczenia te nie dotyczą umów ubezpieczenia na życie z UFK<sup>26</sup>.

W przypadku oferowania ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych zakład ubezpieczeń jest obowiązany zatrudnić co najmniej jednego doradcę inwestycyjnego do zarządzania nimi lub zawrzeć umowę z podmiotem uprawnionym do zarządzania aktywami na zlecenie. Ubezpieczyciele mają także obowiązek określenia zasad funkcjonowania funduszy w regulaminach lub bezpośrednio w umowach ubezpieczenia. Regulacje te powinny dotyczyć przede wszystkim polityki inwestycyjnej, w tym celu inwestycyjnego, charakterystyki aktywów wchodzących w skład danego funduszu, kryteriów doboru aktywów, zasad ich dywersyfikacji oraz ograniczeń inwestycyjnych, zasad i terminów wyceny jednostek poszczególnych funduszy, zasad ustalania wysokości kosztów oraz wszelkich innych obciążeń potrącanych z aktywów funduszy, zasad alokacji składek w jednostki poszczególnych funduszy, w tym terminów zamiany składek na te jednostki, zasad umarzania jednostek funduszy i terminów ich zamiany na środki pieniężne<sup>27</sup>. UFK mogą wyceniać jednostki rzadziej niż FIO – minimum raz w miesiącu, jednak w praktyce zarówno jedne, jak i drugie najczęściej przeprowadzają wyceny w każdy dzień roboczy.

## 4. Organizacja procesu inwestycyjnego przez zakłady ubezpieczeń w ramach IKE

Organizacja procesu inwestycyjnego przez zakłady ubezpieczeń stanowi istotny aspekt badawczy z punktu widzenia klientów wykorzystujących ubezpieczenia z funduszem kapitałowym. Wpływa ona bowiem bezpośrednio na wielkość oferty dostępnych UFK, ich efektywność inwestycyjną oraz koszty zarządzania.

---

<sup>25</sup> *Ibidem*.

<sup>26</sup> Ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej.

<sup>27</sup> *Ibidem*.



Uregulowania prawne wskazane w poprzedniej części opracowania sprawiają, że w przypadku ubezpieczeń na życie z funduszem kapitałowym zakłady ubezpieczeń mogą prowadzić działalność inwestycyjną samodzielnie, zlecić ją podmiotom zewnętrznym lub wykorzystywać wymienione metody jednocześnie.

**Metoda zarządzania wewnętrznego** polega na wyodrębnieniu w zakładzie ubezpieczeń wewnętrznych struktur odpowiedzialnych za całkowicie samodzielną realizację procesu inwestycyjnego. W przypadku IKE metoda ta polega na oferowaniu klientom UFK, w których zakład ubezpieczeń samodzielnie tworzy zdywersyfikowany portfel inwestycyjny poprzez zakup odpowiednich instrumentów finansowych. Struktury odpowiedzialne za przeprowadzanie procesu inwestycyjnego w zakładzie ubezpieczeń samodzielnie zajmują się analizą potrzeb, ograniczeń i preferencji inwestorów, planują działania inwestycyjne, identyfikują trendy rynkowe, dokonują selekcji instrumentów do portfela inwestycyjnego oraz zarządzają tym portfelem, wykorzystując wybrane metody (analizę techniczną, analizę fundamentalną, metody wyceny instrumentów finansowych).

**Metoda zarządzania zewnętrznego** polega na powierzeniu działań związanych z procesem inwestycyjnym podmiotom zewnętrznym. Eksternalizacja zarządzania portfelem inwestycyjnym w zakładzie ubezpieczeń może dotyczyć umowy z podmiotem zewnętrznym, np. spółką *asset management*. Mówi się wówczas o eksternalizacji bezpośredniej. Instytucja ubezpieczeniowa wyodrębnia portfel inwestycji i przekazuje go do zarządzania podmiotowi zewnętrznemu. Podmiot ten, zgodnie z wymaganiami instytucji ubezpieczeniowej, wypracowuje strategię inwestycyjną i podejmuje decyzje w imieniu instytucji. Otrzymuje ona okresowe sprawozdania z realizowanej działalności. W przypadku IKE powszechnie stosowana jest jednak eksternalizacja pośrednia, która polega na zakupie przez zakład ubezpieczeń produktów inwestycyjnych – jednostek uczestnictwa FIO bądź certyfikatów inwestycyjnych funduszy inwestycyjnych zamkniętych (FIZ). Instytucja ubezpieczeniowa ma wówczas z reguły ograniczony wpływ na politykę inwestycyjną realizowaną przez zarządzających portfelem i dostosowuje swoje oczekiwania do oferty dostępnych na rynku produktów inwestycyjnych<sup>28</sup>. Wykorzystywane są trzy główne warianty tworzenia UFK przy zastosowaniu zarządzania zewnętrznego.

Wariant pierwszy opiera się na oferowaniu UFK, których aktywami stają się jednostki uczestnictwa FIO proponowanych przez TFI należące do tej samej grupy kapitałowej, do której należy zakład ubezpieczeń. Na portfel inwestycyjny ubezpieczeniowego funduszu kapitałowego składają się jednostki uczestnictwa wyłącznie jednego FIO (niekiedy jednego subfunduszu działającego w ramach parasolowego FIO). W tej sytuacji wartość jednostki uczestnictwa UFK jest uzależniona wyłącznie od wartości uczestnictwa jednostki FIO. Zakład ubezpieczeń staje się w praktyce dystrybutorem jednostek uczestnictwa FIO oferowanych przez TFI własnej grupy kapitałowej<sup>29</sup>. Zakłady ubezpieczeń nie-

28 T. Czerwińska, *Polityka inwestycyjna...*, op. cit., s. 151.

29 B. Kołosowska, *Charakterystyka ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu” 2009, nr 127, s. 473.

kiedy rezygnują z dodatkowej opłaty za zarządzanie aktywami, która jest już potrącana przez TFI.

Wariant drugi polega na oferowaniu UFK, których aktywami stają się jednostki uczestnictwa bądź certyfikaty inwestycyjne FIO proponowanych przez TFI obcych grup kapitałowych. W tym przypadku zakład ubezpieczeń może pełnić funkcję pośrednika w dystrybucji tytułów uczestnictwa FIO poprzez tworzenie ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych opartych na jednym FIO. Istnieją jednak także ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe, które nabywają tytuły uczestnictwa wielu funduszy inwestycyjnych – działają zatem w formule funduszu funduszy (*funds of funds, funds of mutual funds*)<sup>30</sup>. Taka sytuacja sprawia, iż zarządzający UFK mogą wywierać istotny wpływ na strukturę portfela, a co za tym idzie również na poziom ryzyka oraz dochodowość inwestycji.

Wariant trzeci stanowi połączenie dwóch poprzednich i polega na oferowaniu UFK inwestujących w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych własnej oraz obcych grup kapitałowych. W tym przypadku mogą funkcjonować zarówno ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe oparte na jednym FIO, jak i te działające w formule funduszu funduszy.

**Metoda zarządzania hybrydowego** (mieszanego) jest połączeniem dwóch poprzednich metod. W tym przypadku zakłady ubezpieczeń oferują jednocześnie UFK, których portfel inwestycyjny konstruowany jest przez instytucję ubezpieczeniową w pełni samodzielnie oraz UFK nabywające wyłącznie tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Sprawia to, że oferta zakładu ubezpieczeń jest bardzo zróżnicowana, gdyż UFK inwestujące wyłącznie w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych mogą być tworzone przy wykorzystaniu wszystkich uprzednio omówionych sposobów. W metodzie hybrydowej częściowa eksternalizacja zarządzania służy poszerzeniu istniejącej oferty ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych dostępnych w danym zakładzie ubezpieczeń, nie zwalnia go jednak z utrzymywania rozbudowanych struktur organizacyjnych odpowiedzialnych za proces inwestycyjny oraz nie niweluje kosztów samodzielnego prowadzenia procesu inwestycyjnego.

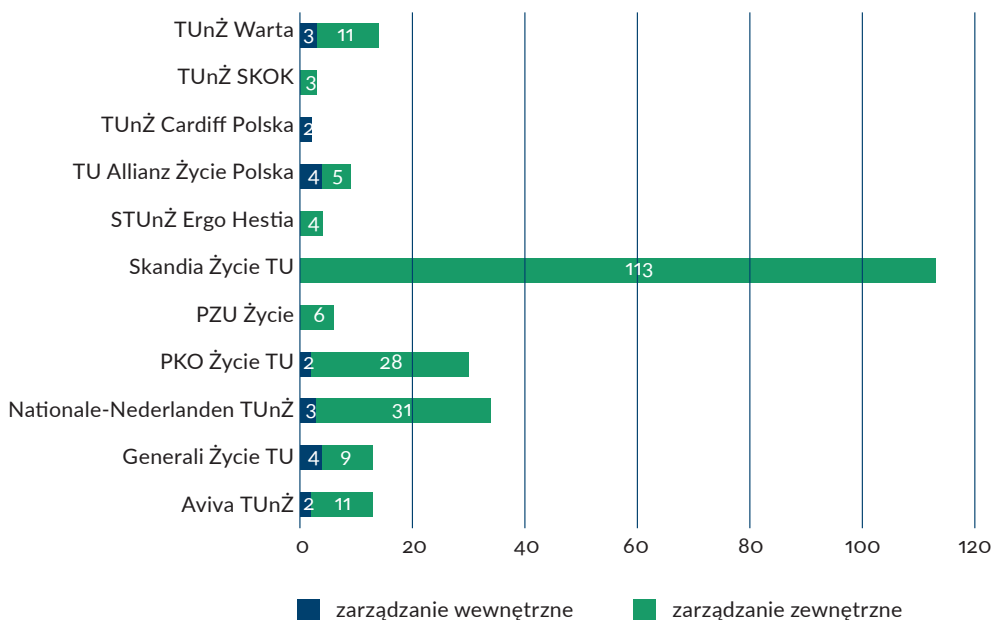
Analiza oferty zakładów ubezpieczeń wskazuje, że najpowszechniej stosowaną metodą zarządzania aktywami jest pełna eksternalizacja (wykres 1). Sześć spośród 11 zakładów ubezpieczeń oferujących IKE prowadziło wyłącznie UFK zarządzane zewnętrznymi. Cztery zakłady ubezpieczeń stosowały model mieszany, tzn. prowadziły UFK zarządzane zarówno wewnątrz, jak i zewnątrz. Tylko jeden zakład wykorzystywał wyłącznie zarządzanie wewnętrzne. Wśród zakładów ubezpieczeń posiadających na koniec 2015 r. produkt IKE w ofercie, najwięcej ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych oferowały Nationale-Nederlanden TUŃŻ (34 fundusze zarządzane zewnętrznymi) oraz PKO Życie TU

<sup>30</sup> Niekiedy UFK zarządzane wewnątrz nazywane są funduszami klasycznymi, zarządzane zewnątrz w formule funduszu funduszy – funduszami pośrednimi, zarządzane zewnątrz poprzez zakup jednostek tylko jednego FIO – funduszami *direct „1:1”*. Por. A. Ostrowska-Dankiewicz, S. Pieńkowska-Kamienicka, *Ubezpieczenie typu unit-linked jako forma zabezpieczenia emerytalnego*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Rzeszowskiej – Zarządzanie i Marketing” 2011, nr 280, s. 99.

(25 funduszy zarządzanych zewnętrznymi i 5 – wewnętrznymi). Aviva TUnŻ proponuje 11 funduszy zarządzanych zewnętrznymi oraz 2 – wewnętrznymi. Generali Życie oraz TU Allianz Polska mają w swojej ofercie po 9 funduszy, przy czym drugi z zakładów oferuje wyłącznie fundusze zarządzane zewnętrznymi. Najsłabszą ofertę w ramach IKE posiadają PZU Życie (6 funduszy zarządzanych zewnętrznymi) oraz TUnŻ SKOK (3 fundusze zarządzane zewnętrznymi).

Funkcjonują również fundusze, które nie są już dostępne, ponieważ wybrane zakłady ubezpieczeń wycofały się ze sprzedaży produktów związanych z IKE, ale osoby, które wcześniej zakupiły polisy w tych instytucjach, nadal mogą za ich pomocą oszczędzać na emeryturę. W tej grupie najliczniejszą ofertę posiadał zakład Skandia Życie TU, który prowadzi 113 funduszy. Wszystkie one są zarządzane zewnętrznymi. Kolejnym zakładem ubezpieczeń, który prowadzi IKE dla klientów posiadających dawniej zakupione polisy, jest TUnŻ Warta. Prowadzi on 14 funduszy, z czego 11 zarządzanych zewnętrznymi, a 3 – wewnętrznymi. W ramach STUnŻ Ergo Hestia funkcjonują 4 fundusze zarządzane zewnętrznymi. Jedynie TUnŻ Cardiff Polska prowadzi w formie IKE wyłącznie UFK zarządzane wewnętrznymi.

**Wykres 1.** Liczba zarządzanych wewnętrznymi oraz zewnętrznymi UFK funkcjonujących w ramach IKE – stan na 31 grudnia 2015 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy prospektów informacyjnych oraz sprawozdań rocznych UFK udostępnianych przez zakłady ubezpieczeń

Wśród UFK zarządzanych zewnętrznymi większość stanowią fundusze oparte na tytułach uczestnictwa tylko jednego FIO. Tego typu rozwiązanie dominuje w 7 zakładach ubezpieczeń. Istnieją jednak również takie zakłady, które prowadzą UFK wyłącznie

w formule funduszu funduszy (Generali Życie TU, Aviva TUnŻ oraz STUnŻ Ergo Hestia).

Zakłady ubezpieczeń działają często w ramach większej grupy kapitałowej. Istnieją takie, w których ofercie dominują UFK nabywające jednostki uczestnictwa proponowane przez FIO własnej grupy. Przykładem są UFK z oferty TUnŻ SKOK, PKO Życie Polska oraz Nationale-Nederlanden TUnŻ, które nabywają głównie jednostki uczestnictwa subfunduszy oferowanych przez parasolowe FIO grupy kapitałowej ubezpieczyciela. Większość zakładów ubezpieczeń w ramach IKE prowadzi UFK nabywające jednostki FIO należących do różnych TFI.

Analiza oferty inwestycyjnej zakładów ubezpieczeń skłania do zastanowienia się nad zasadnością stosowania zewnętrznego zarządzania procesem inwestycyjnym w tak szerokim zakresie. Jest to związane z wysokością opłat za zarządzanie aktywami, która z punktu widzenia osoby gromadzącej oszczędności emerytalne może mieć istotny wpływ na dochodowość inwestycji. W przypadku korzystania z zarządzania zewnętrznego pojawia się bowiem problem dwukrotnej opłaty. Gdy zakład ubezpieczeń wykorzystuje FIO własnej grupy kapitałowej, tylko w nielicznych przypadkach rezygnuje z potrącania opłaty za zarządzanie, generalnie jednak występuje zjawisko kumulacji kosztów.

Analiza prospektów informacyjnych funduszy znajdujących się w ofercie zakładów ubezpieczeń na koniec 2015 r. wskazuje, że nominalne opłaty za zarządzanie aktywami w przypadku UFK zarządzanych zewnętrznymi są średnio niższe niż w UFK zarządzanych wewnątrz. Prawdopodobnie ta zachodzi w przypadku funduszy akcyjnych (średnia opłata za zarządzanie w skali roku dla funduszy zarządzanych wewnątrz – 3,55%, dla zarządzanych zewnętrznymi – 2,86%) oraz mieszanych (zarządzane wewnątrz – 3,17%, zarządzane zewnętrznymi – 2,22%). Jedynie w grupie funduszy obligacyjnych sytuacja jest odwrotna (zarządzane wewnątrz – 1,64%, zarządzane zewnętrznymi – 2,16%)<sup>31</sup>. Jednocześnie porównanie wysokości opłat w poszczególnych grupach funduszy wskazuje, że są one wyższe w przypadku funduszy inwestujących w sposób bardziej ryzykowny<sup>32</sup>.

Należy jednak zauważyć, że opłaty za zarządzanie aktywami przez TFI są odzwierciedlane w wycenie jednostek FIO, zatem dla inwestora korzystającego z IKE w zakładzie ubezpieczeń, który lokuje środki poprzez fundusze zarządzane zewnętrznymi, nie są one bezpośrednio widoczne. Wpływają jednak na dochodowość inwestycji, gdyż wycena jednostek UFK jest uzależniona od wyceny jednostek FIO. Zakład ubezpieczeń pobiera

31 Fundusze rynku pieniężnego oraz pozostałe (surowcowe, nieruchomości) były zarządzane wyłącznie w sposób zewnętrzny.

32 Jest to zjawisko uzasadnione i powszechne również w przypadku innych form zbiorowego lokowania. Na wysokość opłat mają bowiem duży wpływ koszty działalności inwestycyjnej, na które składają się m.in. koszty transakcyjne (prowizje, różnice cenowe itp.), koszty transformacji (pojawiające się w przypadku istotnych zmian w portfelu inwestycyjnym związanych np. ze zmianą strategii inwestycyjnej), koszty doradztwa, ekspertyz, konsultacji oraz koszty związane z czasem poświęconym zarządzaniu portfelem (T.M. Hodgson i in. *The Concept of Investment Efficiency and Its Application to Investment Management Structures*, „British Actuarial Journal” 2000, nr 6, s. 476.). Wszystkie wymienione koszty są wyższe w przypadku funduszy inwestujących agresywnie, ze względu na konieczność aktywniejszego zarządzania niż w przypadku funduszy bezpiecznych, opartych na instrumentach dłużnych.

po raz drugi opłatę za zarządzanie aktywami, mimo że w praktyce proces ten jest przeprowadzany przez TFI, które już raz pobrało opłatę z tego tytułu.

Ponadto nawet analiza nominalnej wysokości opłat za zarządzanie uprawnia do stwierdzenia, że są one wysokie. Wystarczy porównać je z najwyższą opłatą za zarządzanie pobieraną przez powszechne towarzystwa emerytalne w przypadku OFE. Instytucje te zgodnie z polskim prawem mogą potrącać opłatę w skali roku w wysokości maksymalnie 0,54% aktywów<sup>33</sup>, czyli kilkakrotnie niższą od pobieranej przez zakłady ubezpieczeń w ramach IKE. Warto też zwrócić uwagę na obowiązek zakładu ubezpieczeń, gdy posiada on w swojej ofercie ubezpieczenia typu *unit-linked*, zatrudnienia doradcy inwestycyjnego. W przypadku stosowania modelu wewnętrznego oraz mieszanego zarządzania aktywami jest on jak najbardziej uzasadniony, posiadanie wykwalifikowanych ekspertów jest bowiem warunkiem koniecznym, by efektywnie prowadzić działalność inwestycyjną. Jednak w przypadku oferowania funduszy opartych wyłącznie na jednostkach jednego FIO proces budowy portfela praktycznie nie występuje, a zatrudnieni doradcy i podmioty zarządzające stanowią dla zakładów ubezpieczeń znaczne obciążenie finansowe, które w ostatecznym rozrachunku jest przenoszone na klientów<sup>34</sup>.

Ważnym czynnikiem wpływającym na rozpowszechnienie się eksternalizacji zarządzania aktywami jest chęć zakładów ubezpieczeń, by udostępnić jak najszerszą ofertę inwestycyjną. W tym celu zakłady te tworzą UFK o zróżnicowanych strategiach inwestycyjnych. W większości przypadków sprawia to jednak, że pojedyncze fundusze gromadzą stosunkowo niewielkie aktywa (wykres 2).

Najliczniejsza jest grupa funduszy o aktywach mniejszych niż 100 mln zł, przy czym należy zwrócić uwagę, że znaczną jej część stanowią fundusze o aktywach mniejszych niż 1 mln zł. Idea zbiorowego lokowania opiera się na kumulacji rozproszonego kapitału. Dzięki niemu uczestnicy zbiorowego lokowania mogą korzystać z instrumentów, które nie byłyby dostępne dla każdego z nich pojedynczo. Ponadto wykorzystywanie przez instytucje zbiorowego lokowania efektów skali pozwala zredukować jednostkowo wielkość kosztów transakcyjnych na rynku finansowym. W przypadku ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych zarządzających niewielkimi aktywami inwestycja w tytuły uczestnictwa FIO jest jedyną możliwością na stworzenie odpowiednio zdywersyfikowanego portfela.

Zdecydowanie mniejsza jest grupa funduszy dużych i bardzo dużych. Łącznie w ramach produktów dostępnych jako IKE funkcjonuje 18 funduszy o aktywach większych niż 100 mln zł<sup>35</sup>. Największe posiadają aktywa znacznie przekraczające 1 mld zł i wszystkie

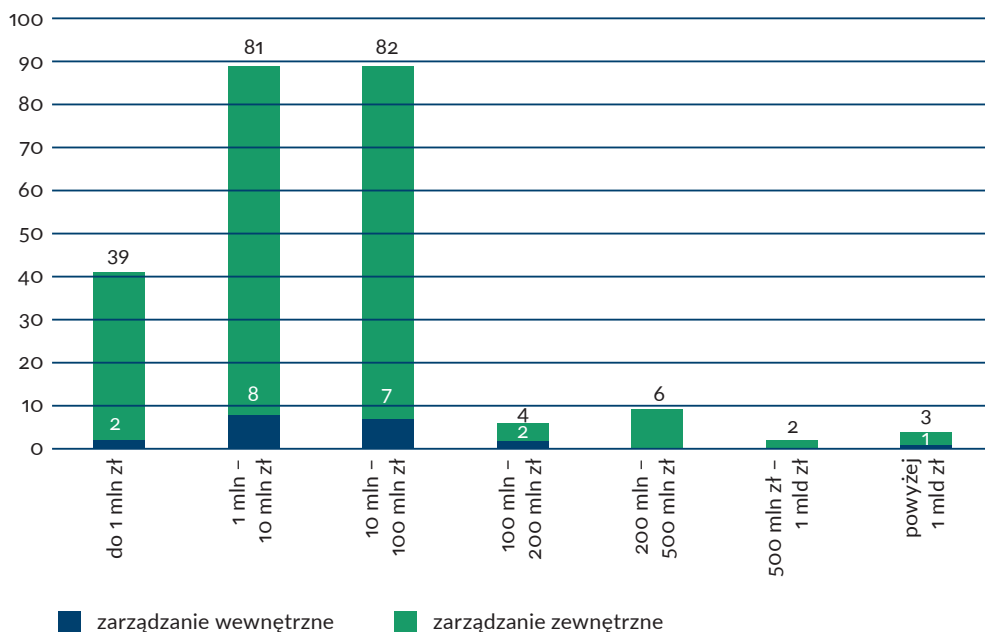
33 Wielkość opłaty potrącaniej przez powszechne towarzystwo emerytalne jest uzależniona od wielkości aktywów, którymi zarządza ono w ramach OFE. Źródło: Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. z 2013 r. poz. 989, 1289, 1717, z 2015 r. poz. 238, 1132, 1259, 1513, 1844, 1917).

34 P. Pisarewicz, *Modele ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych a obowiązki korzystania z doradztwa inwestycyjnego przez zakłady ubezpieczeń*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu” 2009, nr 127, s. 683–689.

35 Należy podkreślić, że wszystkie przeanalizowane fundusze gromadzą nie tylko środki klientów posiadających produkty emerytalne. Są one dostępne także dla klientów korzystających z innych ubezpieczeń na życie typu *unit-linked*.

należą do jednego zakładu ubezpieczeń – Aviva TUnŻ. W grupie funduszy dużych, udział UFK zarządzanych wewnątrznie również jest niewielki.

**Wykres 2.** Liczba UFK funkcjonujących w ramach IKE według wielkości zgromadzonych aktywów – stan na 31 grudnia 2015 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy sprawozdań rocznych UFK udostępnianych przez zakłady ubezpieczeń

Wydaje się zatem, że eksternalizacja zarządzania funduszami jest optymalnym rozwiązaniem z punktu widzenia zakładu ubezpieczeń. Konstruując nowy produkt, instytucja ubezpieczeniowa nie jest bowiem w stanie dokładnie stwierdzić, jak dużym zainteresowaniem klientów będzie się on cieszyć ani które z funduszy osiągną rozmiary wystarczające, by opłacało się nimi zarządzać samodzielnie. Wykorzystanie zarządzania zewnętrznego umożliwia szybkie utworzenie dużej liczby funduszy.

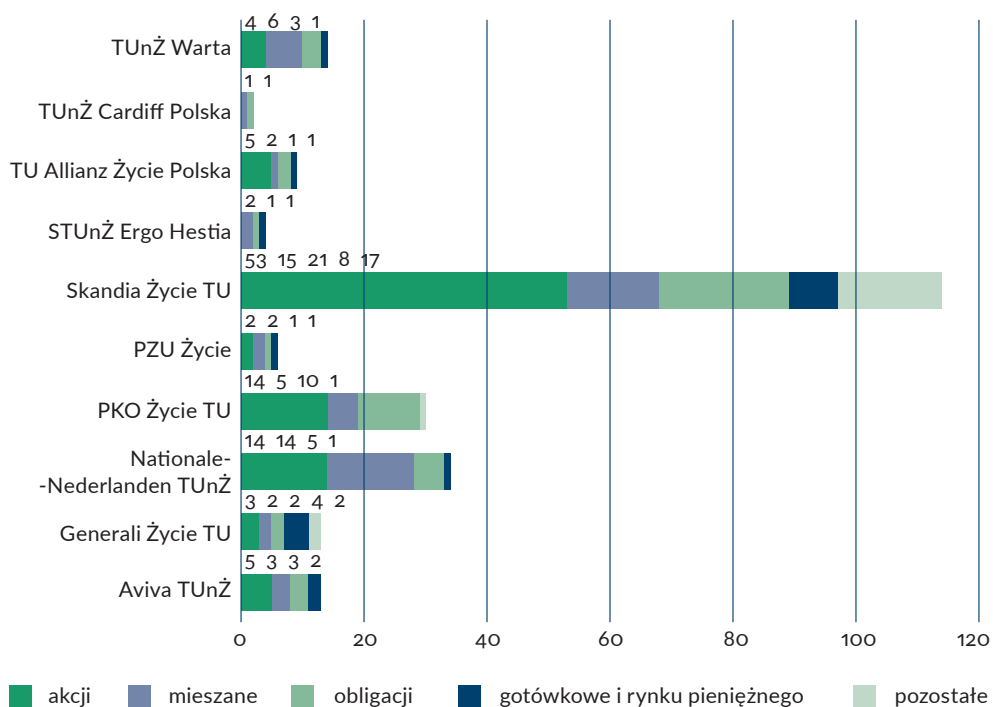
## 5. Style i strategie inwestycyjne ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych

Ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe opierają się na koncepcji zbiorowego lokowania, dlatego można w odniesieniu do nich zastosować pojęcie stylu inwestycyjnego. Jest to zbiór strategii inwestycyjnych, który łączy cel inwestycyjny i związane z nim założenia

dotyczące doboru lokat w portfelu, sposób zarządzania aktywami oraz filozofia inwestowania, wyznawana przez osoby zarządzające portfelem. Najistotniejszym elementem określającym styl danego funduszu jest poziom ryzyka związany z instrumentami finansowymi wchodzącymi w skład portfela. Realizując daną strategię, zarządzający wybiera rodzaj instrumentów finansowych będących przedmiotem inwestycji, ich horyzont czasowy, częstotliwość zmian w portfelu oraz poziom jego dywersyfikacji. Celem realizacji danego stylu i strategii inwestycyjnej jest osiągnięcie wyników inwestycyjnych zgodnych z oczekiwaniami, które odzwierciedlają założenia przyjętej polityki inwestycyjnej<sup>36</sup>.

Zgodnie z podziałem zaproponowanym przez Izbę Zarządzania Funduszami i Aktywami<sup>37</sup> dokonano rozróżnienia dostępnych w ramach IKE funduszy ze względu na styl inwestycyjny (wykres 3). Podstawą klasyfikacji jest poziom ryzyka oraz udział poszczególnych typów instrumentów finansowych w portfelu funduszu<sup>38</sup>.

**Wykres 3.** Liczba UFK funkcjonujących w ramach IKE według stosowanego stylu inwestycyjnego.



Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy prospektów informacyjnych UFK udostępnianych przez zakłady ubezpieczeń

<sup>36</sup> K. Perez, *Efektywność funduszy inwestycyjnych. Podejście techniczne i fundamentalne*, Warszawa 2012, s. 282–283.

<sup>37</sup> Izba Zarządzania Funduszami i Aktywami, <http://www.izfa.pl> (21.04.2016).

<sup>38</sup> W przypadku funduszy zarządzanych zewnętrznymi o włączeniu UFK do danej grupy decydował skład portfela oraz ryzyko FIO, którego jednostki nabywa fundusz ubezpieczeniowy.

Wśród działających w ramach IKE funduszy kapitałowych najliczniejsza jest grupa funduszy agresywnych (o wysokim ryzyku). Są to fundusze akcji, inwestujące poza akcjami także w inne instrumenty udziałowe (prawa do akcji, certyfikaty depozytowe), osiągające wysokie zyski w okresach sprzyjającej koniunktury oraz ponoszące z reguły wysokie straty w okresach dekoniunktury na giełdach. Należy zaznaczyć, że w tej grupie zróżnicowanie stosowanych strategii było bardzo duże. Do przykładowych strategii można zaliczyć UFK inwestujące w spółki małe i średnie o dużym potencjale wzrostu czy kontrastujące z nimi fundusze inwestujące w duże spółki wypłacające dywidendę. Występuje również znaczne zróżnicowanie geograficzne lokowania aktywów. W ofercie dominują co prawda UFK inwestujące środki w Polsce, jednak dostępna jest również cała gama funduszy dokonujących lokat za granicą. Wśród nich znajdują się zarówno takie, które inwestują na rynkach dojrzałych (UE, USA, Japonia), jak i te, które kierują swoją aktywność na rynki wschodzące (Azja, Afryka, Ameryka Południowa).

W ofercie zakładów ubezpieczeń dostępne są także fundusze mieszane (hybrydowe, o umiarkowanym ryzyku). Wśród nich znajdują się fundusze zrównoważone, inwestujące od 40% do 60% aktywów w papiery udziałowe, a pozostałą część w papiery dłużne, głównie obligacje. Ponadto można wyróżnić fundusze: stabilnego wzrostu, inwestujące do 40% aktywów w papiery udziałowe, a pozostałą część w papiery dłużne, fundusze ochrony kapitału, które lokują środki zarówno w instrumenty dłużne, jak i udziałowe, przy czym ich celem inwestycyjnym jest uniknięcie spadku wartości jednostki uczestnictwa, fundusze aktywnej alokacji, w których część aktywów inwestowana w instrumenty dłużne i udziałowe nie jest określona na stałym poziomie, lecz może się zmieniać w szerokich przedziałach (z reguły od 0% do 100%) w zależności od koniunktury panującej na rynkach.

Do funduszy o wysokim stopniu bezpieczeństwa zalicza się fundusze gotówkowe i rynku pieniężnego, lokujące posiadane środki w krótkoterminowe instrumenty dłużne: bony skarbowe i pieniężne, bankowe papiery wartościowe (np. certyfikaty depozytowe), krótkoterminowe weksle komercyjne, lokaty bankowe oraz instrumenty o podobnym charakterze, a także fundusze dłużne (obligacji), inwestujące zgromadzone środki pieniężne w średnio- i długoterminowe dłużne papiery wartościowe, przede wszystkim w obligacje skarbowe, komunalne oraz korporacyjne.

Dla oszczędzających dostępna jest także niewielka grupa funduszy surowcowych i nieruchomości, które stanowią ciekawą alternatywę dla klasycznych funduszy lokujących środki na rynkach papierów wartościowych.

Należy zaznaczyć, że mogą się pojawiać niewielkie odstępstwa od wskazanej powyżej relacji między poziomem ryzyka a rodzajem instrumentów dominujących w portfelu funduszu. Istnieją bowiem sytuacje, w których np. fundusze obligacji mogą przynosić straty<sup>39</sup>. Zdarza się zatem, że UFK obligacyjne deklarują umiarkowane, nie zaś niskie ryzyko inwestycyjne. Z kolei w przypadku funduszy aktywnej alokacji możliwe jest

---

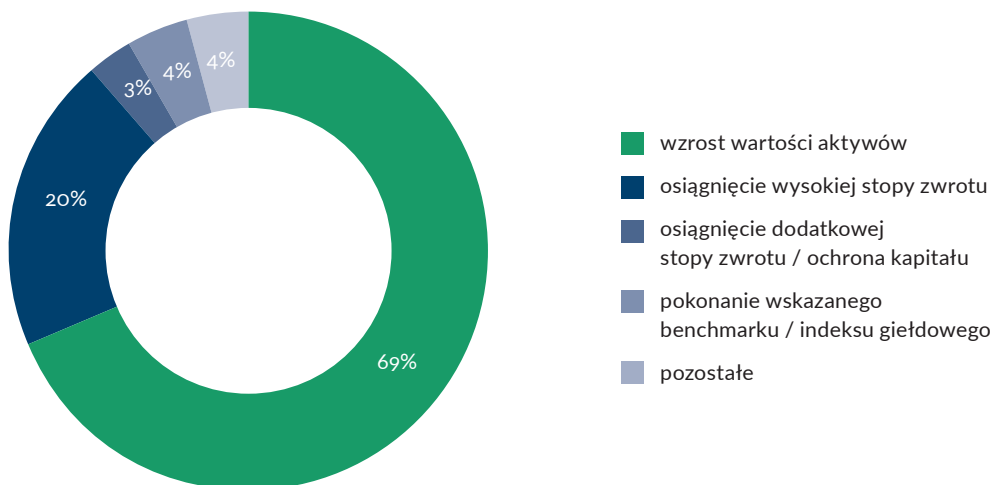
<sup>39</sup> Mogą one wystąpić np. w przypadku wzrostu ogólnych stóp procentowych na rynku, co wywołuje spadek cen obligacji o stałym oprocentowaniu.



skonstruowanie portfela wyłącznie w oparciu o akcje, co skutkuje bardzo wysokim ryzykiem inwestycyjnym.

Z punktu widzenia osoby chcącej gromadzić środki na przyszłą emeryturę istotny jest także cel inwestycyjny deklarowany przez fundusz (wykres 4). Mimo że większość zakładów ubezpieczeń zastrzega, iż nie gwarantują jego realizacji, cel funduszu informuje, jakich efektów inwestycyjnych może się spodziewać inwestor.

**Wykres 4.** Struktura UFK funkcjonujących w ramach IKE według deklarowanego celu inwestycyjnego.



Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy prospektów informacyjnych UFK udostępnianych przez zakłady ubezpieczeń

W przypadku UFK dostępnych w ramach IKE 69% funduszy deklaruje, że celem inwestycyjnym jest wzrost wartości aktywów (często podkreśla się, że ma on nastąpić w długim horyzoncie czasowym). Takie sformułowanie celu inwestycyjnego nie daje w praktyce możliwości rozliczenia zarządzających funduszem z jego realizacji. Podobnie sytuacja wygląda w przypadku określenia celu inwestycyjnego jako osiągnięcie wysokiej stopy zwrotu. W praktyce nie ma możliwości pomiaru stopnia zrealizowania tego typu celu. Spośród oferowanych w ramach kont UFK tylko 3% stanowiły fundusze deklarujące jako swój cel osiągnięcie dodatkowej stopy zwrotu lub ochronę kapitału. Nieliczną grupę tworzą również UFK, które określają swój cel inwestycyjny w sposób precyzyjny – tzn. deklarują pokonanie konkretnego indeksu giełdowego (niekiedy zwielokrotnienie stopy zwrotu danego indeksu) bądź też innego benchmarku. W tych przypadkach inwestor może zweryfikować, czy fundusz realizuje zadeklarowany cel, a w przypadku braku realizacji podjąć decyzję o zmianie funduszu. Organy nadzorcze powinny zwrócić uwagę na to, by podstawowa charakterystyka (np. celu inwestycyjnego) UFK dostępnych w ramach kwalifikowanych planów emerytalnych była formułowana w sposób precyzyjny.

## 6. Skuteczność polityki inwestycyjnej zakładów ubezpieczeń w ramach IKE

Celem dodatkowych form zabezpieczenia na emeryturę jest nie tylko gromadzenie oszczędności, ale również ich pomnażanie. Ważnym zagadnieniem badawczym jest zatem skuteczność polityki inwestycyjnej przejawiająca się m.in. osiągnięciem określonych dochodów z inwestycji.

Aby zbadać dochodowość inwestycji zakładów ubezpieczeń, obliczono skumulowane pięcioletnie logarytmiczne stopy zwrotu<sup>40</sup> osiągnięte przez 155 UFK w latach 2010–2015, a ich statystyki opisowe dla poszczególnych grup funduszy zaprezentowano w tabeli 1.

**Tabela 1.** Podstawowe statystyki opisowe skumulowanych logarytmicznych stóp zwrotu za lata 2010–2015 osiągniętych przez UFK funkcjonujące w ramach IKE

Rodzaj UFK	Akcyjne zarządzane wewnętrznie	Akcyjne zarządzane zewnętrznie	Mieszane zarządzane wewnętrznie	Mieszane zarządzane zewnętrznie	Obligatoryjne zarządzane wewnętrznie	Obligatoryjne zarządzane zewnętrznie	Gotówkowe i rynku pieniężnego zarządzane zewnętrznie	Pozostałe zarządzane zewnętrznie
Liczba UFK	2	69	3	30	6	23	13	9
Średnia	-8,60%	-6,56%	9,15%	3,19%	16,83%	19,87%	15,03%	1,50%
Odchylenie standardowe	7,13%	38,99%	5,48%	16,67%	2,96%	8,13%	4,41%	38,07%
Mediana	-8,60%	-5,28%	6,10%	5,34%	15,10%	22,85%	14,85%	19,66%
Wartość minimalna	-15,73%	-141,06%	4,50%	-36,57%	14,31%	2,53%	6,15%	-90,95%
Wartość maksymalna	-1,47%	55,48%	16,84%	37,86%	21,57%	37,67%	24,86%	28,56%

Źródło: obliczenia własne na podstawie bazy danych dziennych wycen jednostek UFK udostępnionej przez Analizy Online S.A.

<sup>40</sup> W literaturze finansowej podkreśla się argumenty uzasadniające stosowanie logarytmicznej stopy zwrotu w badaniach teoretycznych. Jednym z nich jest łatwość wyliczenia zwrotu za okres dłuższy przez prostą agregację zwrotów z podokresów. Należy zwrócić uwagę na to, że logarytmiczna stopa zwrotu może przyjmować wartości z całego zbioru liczb rzeczywistych. Źródło: M. Doman, R. Doman, *Modelowanie zmienności i ryzyka. Metody ekonometrii finansowej*, Kraków 2009, s. 20–22.

W badanym okresie najwyższe średnie dochody osiągały UFK obligacji zarządzane zewnętrznie (19,87%). Nieco gorsze wyniki inwestycyjne miały fundusze obligacji zarządzane wewnętrznie (16,83%) oraz gotówkowe i rynku pieniężnego (15,03%). Jeszcze słabiej wypadły fundusze mieszane, wśród których wyższe dochody przynosiły te, które były zarządzane wewnętrznie (9,15%). Najsłabsze wyniki inwestycyjne osiągały fundusze akcji, które w badanym okresie przyniosły stratę, przy czym była ona większa w przypadku UFK zarządzanych wewnętrznie (-8,60%). Warto zaznaczyć, że w grupie UFK akcji zarządzanych zewnętrznie występowało największe zróżnicowanie osiąganych stóp zwrotu. Mimo że przeciętny fundusz z tej grupy przynosił stratę, to zdarzały się również takie, które przynosiły wysokie zyski (maksymalna stopa zwrotu 55,48%). Badanie wskazuje, że dochodowość inwestycji prowadzonych przez zakłady ubezpieczeń w ramach IKE uzależniona jest głównie od stylu i strategii inwestycyjnej UFK w danej sytuacji rynkowej, organizacja procesu inwestycyjnego ma natomiast mniejsze znaczenie.

## 7. Wnioski

Ubezpieczenia na życie typu *unit-linked* oferowane w ramach kwalifikowanych programów emerytalnych to złożone produkty łączące w sobie funkcję ochronną i oszczędnościową. Jako ubezpieczeniowy produkt inwestycyjny mają unikalne zalety, takie jak np. brak konieczności przeprowadzania postępowania spadkowego w przypadku śmierci osoby ubezpieczonej czy częściowa ochrona przed egzekucją sądową.

Specyficzny jest także sposób prowadzenia polityki inwestycyjnej przez zakłady ubezpieczeń. Większość wydzielonych w zakładzie UFK jest zarządzana zewnętrznie, co oznacza, że inwestują, nabywając jednostki uczestnictwa FIO. Niesie to za sobą wiele konsekwencji. Taki sposób prowadzenia procesu inwestycyjnego umożliwia zakładom ubezpieczeń stworzenie w ramach produktów emerytalnych szerokiej oferty inwestycyjnej. Poprzez dostępne UFK osoby oszczędzające na emeryturę mogą pomnażać swoje środki przez korzystanie nie tylko z całej gamy funduszy papierów wartościowych, lecz także z funduszy surowcowych i nieruchomości.

Ponadto nawet niewielkie UFK mogą dzięki zarządzaniu zewnętrznemu odpowiednio zdywersyfikować swój portfel inwestycyjny. Zakład ubezpieczeń nie ponosi bowiem wówczas wysokich kosztów transakcyjnych związanych z zakupem i sprzedażą instrumentów finansowych.

Taki sposób organizacji procesu inwestycyjnego związany jest jednak z dwukrotnym ponoszeniem przez klientów opłaty za zarządzanie. Potrącana jest ona od wielkości aktywów z reguły zarówno przez zakład ubezpieczeń, jak i przez TFI, które oferuje jednostki swoich funduszy zakładowi. Ponieważ opłaty za zarządzanie pobierane przez TFI uwzględniane są w cenie jednostki uczestnictwa FIO, dla klientów zakładów ubezpieczeń

nie będą one bezpośrednio widoczne. Przeciętny klient nie będzie w stanie wychwytać wpływu kosztów na zmiany w wycenie jednostki uczestnictwa.

*mgr Łukasz Dopierala*  
*Zakład Międzynarodowych Rynków Finansowych,*  
*Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Gdański*

## ŹRÓDŁA

- Czerwińska T., *Polityka inwestycyjna instytucji ubezpieczeniowych*, Gdańsk 2009.
- Doman M., Doman R., *Modelowanie zmienności i ryzyka. Metody ekonometrii finansowej*, Kraków 2009.
- Gołębiowski G., Russel P., *Zmiany w systemie emerytalnym a bezpieczeństwo finansowe Polaków*, [w:] *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji*, red. J. Ostaszewski, E. Kosycarz, Warszawa 2014.
- Hodgson T.M. i in., *The Concept of Investment Efficiency and Its Application to Investment Management Structures*, „British Actuarial Journal” 2000, nr 6.
- Ibbotson R.G., Kaplan P.D., *Does asset allocation policy explain 40, 90, or 100 percent of performance?*, „Financial Analysts Journal” 2000, nr 56(1).
- Kania P., *Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte jako forma zewnętrznego zarządzania ubezpieczeniowymi funduszami kapitałowymi zakładów ubezpieczeń na życie*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2011, nr 228.
- Kołosowska B., *Charakterystyka ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu” 2009, nr 127.
- Kucharski B., *Ochrona spadkobierców, uprawnionych do zachowku oraz wierzycieli w razie wskazania uposażonego w umowie ubezpieczenia na życie*, „Prawo Asekuracyjne” 2015, nr 1(82).
- Ostrowska-Dankiewicz A., Pieńkowska-Kamienicka S., *Ubezpieczenie typu unit-linked jako forma zabezpieczenia emerytalnego*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Rzeszowskiej – Zarządzanie i Marketing” 2011, nr 280.
- Perez K., *Efektywność funduszy inwestycyjnych. Podejście techniczne i fundamentalne*, Warszawa 2012.
- Pisarewicz P., *Modele ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych a obowiązki korzystania z doradztwa inwestycyjnego przez zakłady ubezpieczeń*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu” 2009, nr 127.
- Rutecka I., *Dodatkowy system emerytalny w Polsce – diagnoza i rekomendacje zmian*, Warszawa 2014.
- Stroiński E., *Ubezpieczenia na życie – teoria i praktyka*, Warszawa 2004.
- Szczepańska M., *Ubezpieczenie na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym*, Warszawa 2011.

---

## The investment policy of insurance institutions within the framework of individual retirement accounts

The present article deals with the investment policy of insurance institutions within the framework of unit-linked life insurance as offered within eligible retirement programmes. The issue is presented on the example of individual retirement accounts which in Poland are widely used as a form of voluntary retirement insurance cover.

The research conducted shows that in the case of such accounts insurance institutions carry out investment activity chiefly through the creation of insured capital funds managed externally. This enables the preparation of a broad range of investment options for individuals eager to assemble retirement savings. At the same time such a construction means that the insured party pays twice over for the management of these financial instruments.

The profitability of investments conducted by insurance institutions within the framework of the IKE programme is chiefly dependent on the style and investment strategy of the UFK, while the organisation of the investment process is, in this case, of a lesser significance.

**Key words:** IKE, UFK, insurance, old-age pension, investment policy