

## **Recenzja książki „Fundusze emerytalne. Jak efektywnie pomnażać majątek ich członków” Keith’a Ambachtsheer’a i D. Don Ezra**

*Radosław Winiarski*

Osoby związane ze środowiskiem drugiego filara zabezpieczenia emerytalnego w Polsce odebrały „Fundusze emerytalne” jako fascynującą i pouczającą lekturę. Struktura pozycji, jak również sposób przedstawienia starannie zebranego materiału oraz jasno sformułowane wskazówki i zalecenia dla czytelników zbliżają ją do podręcznika. Rozczaruje się jednak ten, kto szuka w tej pozycji recepty na szybki i pewny sukces w zarządzaniu aktywami instytucji pośrednictwa finansowego. Autorzy trafnie i precyzyjnie definiują ów „sukces”, którym jest w sytuacji zarządzania funduszem emerytalnym maksymalizacja wartości dodanej dla jego członków.

Punktem wyjścia i inspiracją dla autorów były niepokojące obserwacje, skłaniające do wniosku, iż przepisy rządzące rynkiem funduszy emerytalnych nie zostały przyswojone w dostatecznym stopniu nie tylko przez osoby piastujące stanowiska w instytucjach zajmujących się nadzorem tego rynku, lecz przede wszystkim przez samych zarządzających funduszami. Słabo rozwinięte są również kanały dystrybucji informacji do samych zainteresowanych, jakimi są członkowie funduszy emerytalnych. Wreszcie prawdziwą barierą dla odpowiedniego zrozumienia działalności i wyników funduszy jest szum informacyjny, jaki powstaje w wyniku dowolnej i często nieumiejętnej interpretacji tematyki przez szeroko pojęte media.

Choć próbę badawczą stanowiły fundusze z Ameryki Północnej, wszystkie zarzuty można odnieść także do, będącego dopiero w początkowej fazie rozwoju, polskiego rynku funduszy emerytalnych. Problemy z definicją właściciela zgromadzonych w ramach drugiego filara środków, słabo nakreślone wizje nie mające oparcia w misji funduszu, problemy decyzyjne wynikające z mało elastycznych polityk alokacji aktywów – to bolączki także naszego rodzimego rynku funduszy, które zostały zdiagnozowane i poddane analizie przez autorów.

W trakcie lektury czytelnik przekonuje się, iż udane przedsięwzięcie pod postacią funduszu realizującego z powodzeniem założenia przyjęte przez wszystkie strony umowy emerytalnej jest wynikiem długiej i ciężkiej pracy. Dotyczy to zarówno osób kierujących funduszem na szczeblu nadzorczym, zarządczym, jak i operacyjnym. Na konkurencyjnym rynku zarządzania powierzonymi środkami, w warunkach wzrastającej efektywności poszczególnych jego segmentów, osiągnięcie zadowalających wyników w długim terminie wymaga czegoś więcej niż pasywnego inwestowania. W związku z tym czynnikami zyskującymi na znaczeniu, stającymi się niemalże standardem w planie wzorowego funduszu emerytalnego, są: alokacja aktywów, pomiar wyników, jawność procesu decyzyjnego, przejrzystość procedur

wewnętrznych. Niezbędne jest również trafne określenie misji, celu, polityki oraz strategii funduszu jako pojęć spójnych oraz poddawanych weryfikacji w zależności od fazy cyklu życia funduszu.

Zwieńczeniem sukcesu według autorów nie jest zadowolająca stopa zwrotu z aktywów funduszu sama w sobie, lecz przede wszystkim umiejętny sposób dystrybucji wygenerowanej nadwyżki między uczestników programu emerytalnego. W pierwszej kolejności beneficjentami przedsięwzięcia powinni być przyszli emeryci, w przypadku których dobre wyniki funduszy przełożą się na niższą składkę emerytalną (w programach o zdefiniowanym świadczeniu) bądź wyższe świadczenie (programy o zdefiniowanej składce).

Układ książki został dobrze przemyślany, o czym świadczy, ujęte we wprowadzeniu, przedstawienie metodologii oraz podejścia do pracy nad zebrany materiałem. Słowo wstępne „o metodzie” uzasadnia czytelnikowi ostateczną formę przekazu. Autorzy, mając świadomość obszerności poruszonej tematyki, zdecydowali się na zwięzłe ujęcie najistotniejszych aspektów funkcjonowania funduszy emerytalnych, nierzadko odsyłając czytelnika do innych publikacji. Każdy z siedemnastu rozdziałów, na jakie podzielona jest ta pozycja, zawiera motto ujmujące często w sposób zabawny poważną i zawiłą materię funkcjonowania tych przedsiębiorstw finansowych.

Aby czytelnik nie zagubił się w gąszczu dygresji i przypisów, rozdziały pogrupowane zostały w pięć części. Pierwsza z nich uświadamia, iż globalizacja oraz inne zachodzące współcześnie na rynkach finansowych procesy nieuchronnie prowadzą do zjawiska kapitalizmu funduszy emerytalnych. Następne dwie części odnoszą się do ścisłych zasad zarządzania funduszem emerytalnym. Na uwagę zasługują liczne wskazówki o charakterze praktycznym w obszarach dotyczących działalności operacyjnej funduszu. To właśnie one pracują na popularność książki. Jak finansować działalność bieżącą funduszu? Jakie decyzje powinny zostać podjęte w obszarze polityki inwestycyjnej? Jaki przyjąć styl zarządzania aktywami i czy powinien on zmieniać się w zależności od zmiany sytuacji rynkowej? Czy wszystkie czynności powinny być realizowane przez osoby zatrudnione w funduszu, czy może bardziej efektywne jest skorzystanie z usług outsourcingu? Bez względu na to, czy jest to Ameryka Północna, Europa czy Australia, menedżer zarządzający funduszem musi odpowiedzieć na te wszystkie pytania. Autorzy przypominają, że wybory te pociągają za sobą odpowiedzialność, dlatego proces decyzyjny powinien być odpowiednio udokumentowany.

Szczególnie interesująca wydaje się przedstawiona w rozdziale 11 koncepcja przeniesienia na grunt funduszy emerytalnych zagadnienia wartości dodanej netto, dzięki czemu można oceniać sytuację finansową funduszy. W tym celu autorzy posługują się stworzonym na własne potrzeby wskaźnikiem RANVA (*risk adjusted net value added*). Rozdział traktujący o systemach motywacyjnych dla zarządzających funduszami odpowiada twierdząco na pytanie, czy może istnieć zbieżność interesów kierujących tą organizacją oraz jej klientów. Przedostatnia, IV część prezentuje praktyczne podejście do skutecznego zarządzania tymi podmiotami na przykładzie opisu przypadków z życia gospodarczego USA i Kanady. Natomiast w ostatnich trzech rozdziałach autorzy porównują modele systemów emerytalnych, jakie wykształciły się w różnych częściach świata.

Podczas lektury tej pozycji czytelnikowi towarzyszy nieustanne wrażenie, iż jest ona ciągiem pozornie niezwiązanych i wyrwanych z kontekstu informacji ze

świata inwestycji i funduszy emerytalnych. Jednakże układ pracy jest zamierzony i wynika z oryginalnego podejścia do tematu, będącego wypadkową długoletniej pracy w tej branży, kontaktów z ekspertami oraz studiów literatury przedmiotu. Autorzy przypominają, iż fundusz emerytalny to także rodzaj biznesu o charakterze finansowym, którym zarządzają prywatne podmioty i jako taki podlega takim samym prawom, jak każde inne przedsiębiorstwo założone w celach zarobkowych. Dlatego też w interesie wszystkich udziałowców powinno być prowadzone zgodnie z zasadami ekonomii.

Książka ta inspiruje i zachęca także do zgłębienia problemów jedynie w niej zasygnalizowanych, stanowiących nierzadko przedmiot ciekawych badań osób zajmujących się rynkiem kapitałowym. Sukces tej książki polega również na tym, iż traktuje w sposób możliwie prosty o świecie inwestycji, co jest rzadką cechą pozycji z tej dziedziny.

Zalecenia sformułowane przez autorów to, według nich, warunki konieczne dla zbudowania solidnych fundamentów dobrego funduszu, które jednak nie zawsze muszą okazać się wystarczające. Taki pogląd wynika ze świadomości, iż rynki finansowe są nieprzewidywalne i, prędzej czy później, nadejdą czasy, w których dwucyfrowa stopa zwrotu będzie dla funduszy emerytalnych prawdziwym wyzwaniem.

Można się z autorami nie zgadzać, nie można natomiast zaprzeczyć, iż problemy przez nich poruszane oraz zadawane pytania są ważne i dotyczą wszystkich zaangażowanych w funkcjonowanie rynku funduszy emerytalnych, w tym także ich członków, czyli każdego z nas.

*Ambachtsheer, K. i D. Don Ezra. 2001. Fundusze emerytalne. Jak efektywnie pomnażać majątek ich członków, Kraków: Oficyna Ekonomiczna.*