



## Rentowność prowadzenia otwartych funduszy emerytalnych – jak to jest naprawdę? (09 września 2008r.)

- Wewnętrzna stopa zwrotu z kapitału dla całej branży PTE wynosi 16,3% rocznie.
- Wewnętrzna stopa zwrotu z kapitału dla wybranych 12 TFI wynosi 38,6% rocznie.
- W tym samym czasie średnioroczna stopa wolna od ryzyka wyniosła 8,4%.
- Ustalona rentowność PTE zależy, w odróżnieniu od rynku TFI, od uzyskania przy zbyciu PTE ceny przyjętej za podstawę szacunku (PTE Skarbiec-Emerytura).
- Dywidendy wypłacone akcjonariuszom PTE zrekompensowały poniesione nakłady tylko w trzech towarzystwach.

Prowadzenie otwartych funduszy emerytalnych jest dla powszechnych towarzystw emerytalnych przedsięwzięciem niebywale rentownym – tak brzmi powtarzana przez część mediów i co gorsza, niektórych ekspertów, opinia.

Pytanie czy jest prawdziwa i czy opiera się na rzetelnych dowodach? Otóż, nikt nie próbował tego sprawdzić – opinia opiera się na stwierdzeniu, że przychody powszechnych towarzystw emerytalnych, pochodzące niemal w całości z opłat pobieranych od składki i za zarządzanie aktywami, zsumowane razem stanowią dużą kwotę. I tyle.

Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych wykazała w ostatnim czasie, że w porównaniu z innymi kapitałowymi systemami emerytalnymi w Europie środkowej i wschodniej, w których określono wysokość opłat, opłaty w Polsce stosunkowo najmniej obciążają gromadzony kapitał. Każdego roku Izba porównuje pod względem opłat fundusze emerytalne i fundusze inwestycyjne stabilnego wzrostu (ze względu na podobieństwo portfeli), stwierdzając, że OFE są znacznie tańsze od funduszy inwestycyjnych. Izba wykazała również, że wpływ tych opłat na wysokość gromadzonego przez kilka dziesięcioleci kapitału jest minimalny i dużo większe znaczenie ma poszerzenie możliwości inwestycyjnych funduszy emerytalnych. Wszystkie te argumenty, przytoczone tu dla porządku, wskazują, że opłaty w II filarze nie są wygórowane.

Jednak aby odpowiedzieć na pytanie, jaka jest rentowność udziału w II filarze systemu emerytalnego dla akcjonariuszy PTE, należy odłożyć na bok sumy pobranych opłat, a określić stopę zwrotu z zainwestowanego w towarzystwa kapitału i porównać z alternatywnymi możliwościami inwestycyjnymi na rynku finansowym.

### Ile wart jest rynek PTE?

Przed wszystkim trzeba ustalić dzisiejszą wartość rynkową powszechnych towarzystw emerytalnych, opierając się na cenie, jaką nabywca jest skłonny zapłacić za członka funduszu emerytalnego przy przejściu lub fuzji na rynku PTE/OFE. W historii II filaru takich transakcji było 15, przy czym ceny ostatnich trzech wyraźnie się ustabilizowały.



Źródło: Analizy Online

Ceny płacone przy przejęciach PTE i OFE:

Przy przejęciu PTE Skarbiec-Emerytura przez Aegon PTE w połowie 2007 r. cena za jednego członka funduszu wyniosła 673 zł (przy transakcji cena PTE Skarbiec-Emerytura została pomniejszona o wartość aktywów obrotowych towarzystwa).

Biorąc pod uwagę ok. 13 477 338 członków wszystkich funduszy i uwzględniając aktywa obrotowe wszystkich towarzystw (1 590 860 085,64 zł w końcu marca 2008 r.), wartość całego rynku można szacować na 10,66 mld zł w końcu maja 2008 r.

Jaka jest stopa zwrotu z zaangażowanego kapitału?

W ciągu 9 lat istnienia II filaru nakłady poniesione na stworzenie i funkcjonowanie wszystkich powszechnych towarzystw emerytalnych wyniosły ponad 3,5 mld zł. Część towarzystw już nie istnieje, ale zainwestowane w nie środki trzeba uwzględnić w analizie, gdyż wpływają na bieżącą wartość tych PTE, które je przejęły. Natomiast suma dywidend wypłaconych do roku 2007 wyniosła nieco ponad 1,3 mld zł. Jeśli założyć, że na dywidendy do wypłaty w 2008 przeznaczony zostanie cały zysk powszechnych towarzystw emerytalnych wypracowany w 2007, po pokryciu strat z lat wcześniejszych, to wartość dywidend wypłaconych przez 9 lat wzrasta do niespełna 2 mld zł. Dodatni bilans poniesionych w tym czasie nakładów i dywidend uzyskują jedynie 3 Towarzystwa: Commercial Union PTE , ING PTE i Pocztylion-Arka PTE.

Dla oceny rzeczywistej rentowności inwestycji, a więc stopy zwrotu z kapitału, jaki został zaangażowany w rynek PTE, właściwa jest metoda oparta na obliczeniu wewnętrznej stopy zwrotu z kapitału IRR (Internal Rate of Return), która pozwala uwzględnić nie tylko nakłady i dywidendy, ale również zmianę wartości pieniądza w czasie. Średnia wewnętrzna stopa zwrotu z kapitału dla całego rynku PTE wynosi wg tej metody 16,3% rocznie.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*
Commercial Union PTE BPH CU WBK S.A.	-210				20	150	111	121	150	187
ING PTE S.A.	-222					25	113	123	183	208
PTE PZU S.A.	-272		-48					67	84	103
AIG PTE S.A.	-223					21	50	27	48	48
Pocztylion-Arka PTE S.A.	-28		-7				6	9	11	13
AEGON PTE S.A.	-222						12			20

AXA PTE S.A.	-127		-121		3	8				4
Pekao Pioneer PTE S.A.	-18		-88		-3			9		14
PTE Skarbiec-Emerytura S.A.	-109		-41	-66			3			17
PTE Allianz Polska S.A.	-92									
PTE WARTA S.A.	-175		-15	-39	-4					
Nordea PTE S.A.	-278									
PTE BANKOWY S.A.	-200		-60							
PTE POLSAT S.A.	-102		-6			-25				
Generali PTE S.A.	-141		-5							16
<hr/>										
PTE Kredyt Banku S.A.	-97			-6						
Pioneer PTE S.A.	-49									
Arka-Invesco PTE S.A.	-60									
Epoka PTE S.A.	-77									
PTE H-M-C S.A.	-90									
PTE BIG BG S.A.	-237									
<hr/>										
szacowana dzisiejsza wartość rynkowa PTE										10 661
przepływ w wartościach rzeczywistych	-3	0	-269	-233	16	172	302	347	485	11 291
	039									
										<b>IRR 16,3%</b>

\* przyjęto scenariusz najbardziej korzystny – wypłatę całego zysku z 2007 r. dla tych PTE, które w całości pokryły straty z lat ubiegłych

Źródło: *Analizy Online*

W tym miejscu konieczne jest zastrzeżenie: warunkiem uzyskania wewnętrznej stopy zwrotu z kapitału w wysokości 16,3% rocznie, jest przyjęty dla wyliczenia szacunek wartości rynku PTE, oparty na cenie sprzedaży w transakcji przejęcia PTE Skarbiec-Emerytura przez Aegon PTE. Inna cena sprzedaży zmienia wartość rynku i wewnętrzną stopę zwrotu z kapitału.

Czy stopa zwrotu z kapitału 16,3% to dużo?

Odpowiedź na pytanie, na ile korzystnie akcjonariusze towarzystw zainwestowali swój kapitał na rynku PTE, wymaga porównania stopy zwrotu z tego kapitału, ze stopami, jakie można uzyskać inwestując w inne przedsięwzięcia rynku finansowego. Można porównać ją ze stopą zwrotu uzyskiwaną z rocznych bonów skarbowych, emitowanych przez Skarb Państwa, traktując tę inwestycję jako stosunkowo mało rentową, ale za to pozbawioną ryzyka. W zestawieniu poniżej przyjęto, że transakcje były zawierane w kolejnych latach na ostatnim przetargu grudnia, po cenach wynikających ze średnich rentowności uzyskiwanych na poszczególnych aukcjach.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
średnia rentowność bonów									
skarbowych na ostatnim przetargu	15,83%	17,26%	10,84%	5,69%	6,00%	6,37%	4,32%	4,21%	5,74%
w kolejnych latach									

Źródło: *Narodowy Bank Polski*

Średnioroczna stopa zwrotu z inwestycji bez ryzyka wynosi 8,4%. Oznacza to, że premia za ryzyko jaką w tym samym czasie uzyskiwali akcjonariusze PTE to niecałe 8% rocznie.

Porównanie ze stopą zwrotu z inwestycji o wyższym poziomie ryzyka – inwestycji na rynku TFI – wymaga przede wszystkim oszacowania wartości tego rynku. Można to ustalić, analizując ceny transakcji zakupu/sprzedaży całości lub części akcji towarzystw funduszy inwestycyjnych, w relacji do wartości aktywów zarządzanych przez te TFI. Pod uwagę brano trzy transakcje: sprzedaży we wrześniu 2005 r. całości akcji TFI Banku Handlowego i spółki Handlowy Zarządzanie Aktywami, sprzedaży w styczniu 2006 r. części akcji PKO/Credit Suisse TFI oraz sprzedaży we wrześniu 2006 r. całości akcji Skarbiec Asset Management Holding, co spowodowało sprzedaż 100% akcji Skarbiec TFI. Średnia cena płacona w tych trzech transakcjach stanowiła 4,5% wartości aktywów jakimi zarządzały nabywane instytucje. Na tej podstawie obecną wartość całego rynku towarzystw funduszy inwestycyjnych można oszacować na 4,7 mld zł.

Postępując dalej analogicznie jak w przypadku PTE, można obliczyć wewnętrzną stopę zwrotu z kapitału IRR, uwzględniając nakłady, dywidendy oraz zmianę wartości pieniądza w czasie. Do tej części analizy wykorzystano dane dotyczące 12 TFI, działających na rynku przynajmniej od 1999 r. W końcu maja 2008 r. zarządzały one aktywami ok. 85,3 mld zł. Zastosowanie mnożnika 4,5%, ustalonego dla trzech wyżej wspomnianych transakcji kupna/sprzedaży, pozwala obliczyć ich wartość na ok. 3,8 mld zł. Wewnętrzna stopa zwrotu z kapitału IRR dla tych 12 TFI wynosi 36,8% rocznie.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*
BPH TFI S.A.	-8	-2	-7	-3	-5	0	-9	-9	55	86
BZ WBK AIB TFI S.A.	-8	0	-2	0	-2	4	19	39	112	214
DWS Polska TFI S.A.	-25	0	0	0	0	2	2	2	2	6
IDEA TFI S.A.	-11	0	0	0	-3	0	0	0	0	0
ING TFI S.A.	-10	-3	-5	0	0	0	0	0	45	55
Pioneer Pekao TFI S.A.	-10	0	-28	0	0	11	43	56	112	185
PKO TFI S.A.	-22	-6	0	0	14	38	25	30	63	122
SEB TFI S.A.	-21	-8	-6	-4	0	0	0	0	14	19
Skarbiec TFI S.A.	-33	-33	0	0	0	0	0	0	0	31
TFI Legg Mason S.A.	-19	-10	-6	-7	0	0	0	0	13	21
TFI PZU S.A.	-10	-7	0	0	0	-13	0	0	0	0
Union Investment TFI S.A.	-41	-14	0	0	-2	0	0	0	45	60
szacowana dzisiejsza wartość rynkowa TFI										3 839
przepływ w wartościach rzeczywistych	-218	-83	-53	-13	2	42	80	118	462	4 635
										IRR 38,6%

\* przyjęto scenariusz wypłaty części zysku wynikającej z relacji dywidendy i zysku za 2006 rok

Źródło: *Analizy Online*

Podsumujmy: dodatni bilans poniesionych od 1999 r. nakładów i dywidend uzyskały tylko 3 powszechne towarzystwa emerytalne na 15 obecnie działających. Wewnętrzna stopa zwrotu z kapitału, pozwalająca ocenić rentowność inwestycji akcjonariuszy PTE w II filarze systemu emerytalnego wynosi 16,3% rocznie i to przy założeniu wartości całego rynku powszechnych towarzystw emerytalnych opartej na wartości transakcji przejęcia PTE Skarbiec-Emerytura przez Aegon PTE. Jest to niecałe 8% więcej, niż wynosi wewnętrzna stopa zwrotu z kapitału, uzyskana z pozbawionej ryzyka inwestycji w roczne bony skarbowe, emitowane przez Skarb Państwa (8,4% rocznie). I jest to ponad dwa razy mniej niż wynosi wewnętrzna stopa zwrotu z kapitału uzyskiwana na rynku TFI (38,6% rocznie). Gdzie więc są te niebywałe korzyści dla akcjonariuszy PTE?

*Tekst opracowany na podstawie: „Ocena rentowności inwestycji w Powszechne Towarzystwa Emerytalne na tle efektywności inwestycji na rynku Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych przygotowanej przez Analizy Online Sp. z o. o.*