

Warszawa, dn. 15 marca 2018 r.

**Szanowny Pan
Piotr Nowak
Podsekretarz Stanu
Ministerstwo Finansów**

Dotyczy: *Projektu ustawy o pracowniczych planach kapitałowych*

Szanowny Panie Ministrze,

Pragniemy włączyć się w prace nad projektem programu pracowniczych planów kapitałowych. Jest to pod wieloma względami przełomowa dla dalszego rozwoju polskiego rynku kapitałowego, regulująca powołanie powszechnego programu inwestycji emerytalnych, który uznajemy za absolutnie kluczowy zarówno dla polskiego rynku kapitałowego, jak i dla długoterminowego zabezpieczenia emerytalnego Polaków.

Jesteśmy zainteresowani rozwijaniem i usprawnianiem sytuacji prawnej na rynku kapitałowym. W celu zabezpieczenia jego dalszego rozwoju istotne jest budowanie zaufania inwestorów do tego rynku, a to możemy osiągnąć poprzez wzmacnianie jego fundamentów i zasad funkcjonowania.

Wszelkie kwestie dotyczące funkcjonowania rynku kapitałowego są nam szczególnie bliskie - CFA Society Poland jest polskim stowarzyszeniem, zrzeszającym i reprezentującym interesy prawie 600 posiadaczy desygnacji CFA i blisko 2000 osób będących w procesie jej zdobywania. Jako organizacja działająca w obrębie rynku finansowego i reprezentująca jego uczestników pragniemy brać czynny udział w kształtowaniu realiów polskiej gospodarki, rynku finansowego i właściwych regulacji prawnych. Organem odpowiedzialnym w Stowarzyszeniu za wyżej wymienione cele jest Advocacy Committee.

Mając na uwadze istotę funkcjonowania CFA Society Poland oraz przyjęty nadrzędny cel powołania w ramach Stowarzyszenia Advocacy Committee, będącego przejawem społecznej odpowiedzialności i woli angażowania się w działania wspierające tworzenie prawa, oraz zmierzające do usprawnienia funkcjonowania i rozwoju rynku finansowego w Polsce, doceniamy wkład wniesiony przez Ministerstwo Finansów w tworzenie projektów adresujących zagadnienia istotne dla rozwoju rynku kapitałowego.

Poniższy dokument prezentuje stanowisko CFA Society Poland w sprawie *Projektu ustawy o pracowniczych programach kapitałowych wypracowane przez Advocacy Committee (załącznik nr 1)*. Stowarzyszenie CFA Society Poland docenia i popiera wysiłki mająca na celu zwiększenie stopy oszczędności gospodarstw domowych, uporządkowanie i usprawnienie systemu emerytalnego w Polsce w zakresie drugiego filaru oraz związane z powyższymi wspieranie rozwoju polskiego rynku kapitałowego i wzrost stopy inwestycji. Popieramy też co za tym idzie powołanie programu pracowniczych programów kapitałowych, którego niezbędnym aspektem jest ww. ustawa. Mamy jednak szereg uwag do projektu ustawy.

Wyrażamy gotowość uczestniczenia w dalszych pracach nad tą ustawą i wszelkimi innymi regulacjami których przedmiotem jest usprawnienie funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego.

CFA Society Poland

Załącznik nr 1

CFA Society Poland popiera program pracowniczych planów emerytalnych i przyjęcie projektu ustawy o pracowniczych planach emerytalnych. Pragniemy jednak zwrócić uwagę na następujące kwestie ogólne:

1. Polityka inwestycyjna funduszy/subfunduszy inwestycyjnych i wybór portfela wzorcowego

Ustawa w wyczerpujący sposób reguluje szereg zagadnień związanych z przystąpieniem do PPK, wystąpieniem z PPK, wypłatami środków i ewidencją uczestników. Ustawa w bardzo ograniczonym stopniu reguluje politykę inwestycyjną funduszy/subfunduszy inwestycyjnych będących podstawą programu (fundusze zdefiniowanej daty).

W ramach rozdziału 6 projektu („Fundusze inwestycyjne, w których gromadzone są środki w PPK”) ustawy zostały określone tylko:

- Zastosowanie zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego określonych w ustawie o funduszach inwestycyjnych
- Ograniczenie inwestycji do walut krajów UE oraz OECD
- Ograniczenie inwestycji denominowanych w walutach innych niż polski złoty do 30% wartości aktywów funduszu inwestycyjnego.

Polityka inwestycyjna tych funduszy w oczywisty sposób musi być ustawowo uregulowana. Regulacja dotycząca zarówno polityki i inwestycyjnej jak i systemu oceny wyników inwestycyjnych w szczególności w zakresie obiektywnych wskaźników, będących podstawą oceny i naliczania opłaty za sukces (benchmarking) jest absolutnie kluczowa i stanowi czynnik konstytuujący program PPK.

Od tych regulacji zależeć będzie przyszły kształt programu, wysokość stóp zwrotu i ryzyko lokowanych środków. Należy zwrócić uwagę na krytyczny wpływ systemu oceny wyników inwestycyjnych na profil działalności inwestycyjnej, poprzez motywowanie podmiotów zarządzających do określonych zachowań. Było to szczególnie widoczne w przypadku otwartych funduszy emerytalnych, których system oceny wyników inwestycyjnych poprzez mechanizm minimalnej stopy zwrotu, miał pierwotnie ograniczyć ryzyko inwestycyjne uczestników. Faktycznie mechanizm ten powodował pasywną politykę inwestycyjną u większości funduszy i zachęcał do skupiania się głównie na historycznym składzie portfeli dużych funduszy, zamiast na perspektywach na przyszłość nowych inwestycji. Ograniczał on też głównie ryzyko ... powszechnych towarzystw emerytalnych, jeżeli tylko dobrze kopiowały portfele inwestycyjne większych funduszy, nie chroniąc

w żaden sposób środków klientów przed błędnymi decyzjami inwestycyjnymi podjętymi przez zarządzających dużymi funduszami.

Postulujemy podjęcie szerokiej dyskusji na temat regulacji działalności inwestycyjnej funduszy będących podstawą programu, równoległe do dyskusji na temat samego programu, jako absolutnie kluczowej jego części. Taka regulacja powinna być zawarta w tej lub innej ustawie i być przedmiotem szerokich konsultacji instytucji, organizacji i środowisk związanych z rynkiem kapitałowym w celu optymalnego ich ukształtowania.

W tym kontekście należy zauważyć, że projekt ustawy nie określa wymogów, jakie powinien spełniać portfel wzorcowy, bardzo ograniczone zasady jego wyznaczania zostały opisane w art. 42 ust. 11. Wg dobrych praktyk rynku finansowego portfel wzorcowy dobrej jakości powinien charakteryzować się następującymi minimalnymi wymogami:

- **Adekwatność** – odpowiednio dobrany do danej strategii inwestycyjnej i zgodny z profilem danego funduszu
- **Inwestowalność** – powinna istnieć możliwość zainwestowania w portfel wzorcowy, dzięki czemu jest on realną alternatywą. W przeciwnym przypadku zawsze będzie różnica między wynikiem portfela wzorcowego a funduszu nie będąca wynikiem decyzji inwestycyjnych i co za tym idzie poza kontrolą zarządzającego
- **Dostępność** – dostępność wycen i stóp zwrotu portfela wzorcowego i jego składników jest warunkiem jego weryfikowalności dla uczestników
- **Niezależność** – wycena portfela wzorcowego powinna być poza kontrolą podmiotu wykorzystującego go jako punkt odniesienia
- **Jednoznaczność definicji** – portfel wzorcowy powinien być jednoznacznie określony i niezmienny (przy zmianie portfela wzorcowego w związku ze zmianą strategii inwestycyjnej dobrą praktyką jest łączenie nowego portfela wzorcowego ze starym w celu wyliczenia stóp zwrotu)
- **Mierzalność** – można wyliczyć stopę zwrotu benchmarku w regularnych interwałach czasowych o wystarczającej częstotliwości
- **Określoność z góry** – portfel wzorcowy do pomiaru wskaźnika referencyjnego powinien być określony przed badanym okresem pomiaru tego wskaźnika
- **Zintegrowanie** – zarządzający funduszem powinien być świadom i akceptować ustalony portfel wzorcowy i portfel ten powinien być wpisany w proces inwestycyjny i procedury/polityki inwestycyjne obowiązujące dla funduszu

W związku z powyższym chcieliśmy poddać pod rozważenie uwzględnienie powyższych wymogów wobec portfela wzorcowego w planowanej legislacji. Brak tego typu wymogów może prowadzić do wyboru portfela wzorcowego nieweryfikowalnego dla uczestników funduszy i prowadzić do sytuacji, w której wybór takiego portfela może być motywowany tylko chęcią osiągnięcia dodatniego wynagrodzenia za osiągnięty wynik.

2. Warunki uczestnictwa w PPK

Art. 23 projektu ustawy reguluje warunki uczestnictwa w PPK bądź wystąpienia z niego. Naszym zdaniem regulacji tej brak jest spójności. Ustęp 1 stwierdza, że uczestnictwo w programie jest dobrowolne. Ustęp 2 wprowadza możliwość wyjścia z programu w formule opt-out sugerując, że zasadą programu nie jest jego dobrowolność, lecz powszechność, a wyjątkiem od tej zasady jest możliwość wystąpienia. Ustęp 5 i 6 mówią z kolei, że osoby, które skorzystają z klauzuli opt-out, będą i tak, w sposób przymusowy włączane do programu co 2 lata. Oczywistym wydaje się tu intencja uczynienia z PPK programu quasi-obowiązkowego, natomiast istniejąca postać projektu jest co najmniej myląca i naszym zdaniem nie sprzyja wzrostowi zaufania potencjalnych uczestników do wdrażanego programu. Dodatkowo obecna postać zapisu art. 23 ust. 5 może sugerować, że deklaracja o rezygnacji, o której mowa w ust. 2 jest jednorazowa i skuteczna tylko przez okres 2 lat, gdyż nie zaznaczono nigdzie w art. 23, że deklaracja ta może być składana wielokrotnie.

Naszym zdaniem dobrowolność programu powinna co najmniej wiązać się z możliwością jednorazowego wyjścia z systemu metodą opt-out, bez faktycznego powracania do niego po 2 latach i bez konieczności składania, przez osoby zainteresowane oświadczeń opt-out co 2 lata.

3. Prowadzenie rachunku uczestników

Art. 35 ust. 2 mówi o tym, że fundusz inwestycyjny prowadzi rachunki uczestników. Zastanawiamy się, czy z racji charakteru osobowości prawnej funduszu i jego działalności, fundusz może być podmiotem prowadzącym rachunki. Powstaje pytanie, czy podmiotem odpowiednim do tego nie powinno być TFI zarządzające funduszem i to w ramach szczegółowo określonych przepisami, gdyż do tej pory TFI nie zajmowały się prowadzeniem takich rachunków.

4. Działalność marketingowa i sprzedażowa

Art 40, 41, 98 i dalsze de facto zakazują działalności marketingowej i sprzedażowej/akwizycyjnej odnośnie PPK, a określone działania w tym zakresie zagrożone są wysokimi karami. Naszym zdaniem zakazywanie działalności w zakresie sprzedaży usług i ich reklamy wpływa niekorzystnie na rynek tych usług i prowadzi do ograniczenia dostępu do informacji, a co za tym idzie podejmowania przez klientów decyzji na podstawie błędnych lub niepełnych informacji. Dodatkowo tego rodzaju zakazy ograniczają konkurencję na rynku, który ze swej definicji powinien być konkurencyjny, w interesie wszystkich jego interesariuszy, z uczestnikami na czele. Jest oczywiście faktem, że na rynku finansowym często zdarzały się patologie związane z wprowadzającym w błąd marketingiem i sprzedażą opartą o wprowadzanie klientów w błąd (tzw. *mis-selling*). Miało to miejsce głównie na rynku transferowym OFE i na rynku ubezpieczeniowym przy sprzedaży poliso-lokat. Nie mniej jednak uważamy, że w związku z występującymi na rynku patologiami należy zwalczać te patologie, a nie sam rynek i wolną konkurencję na nim.

Naszym zdaniem działalność reklamowa, zarówno przemawiająca za przystąpieniem do PPK, jak i przeciw, oraz działalność akwizycyjna na rynku pierwotnym i wtórnym (transferowym) powinna być dozwolona. Zakazane powinno być robienie tego w sposób nierzetelny, wprowadzanie klientów w błąd i manipulowanie danymi w tej działalności, tak jak zostało to przewidziane w omawianym projekcie.

5. Sankcje i kary administracyjne

Art. 41 ust. 4 wprowadza sankcje kary administracyjnej za naruszenia związane z zapisami art 41. Sankcje te są nie tylko wysokie, jak na sankcje o charakterze administracyjnym (a nie prawnokarnym). Są one również dalekie od elastyczności. Poprzez użycie spójnika 'i' organ nadzoru, który stwierdzi nawet najmniejsze naruszenie w tym zakresie musi obok nakazania instytucji finansowej lub podmiotowi działającemu na jej rzecz (w tym: osobie fizycznej) zaprzestania tego naruszenia, nałożyć karę w minimalnej wysokości 1 mln zł. Biorąc pod uwagę, że sytuacja ta może dotyczyć zarówno osób fizycznych, jak i prawnych różnych rozmiarów, a zapisy mówią o jakimkolwiek naruszeniu, zapisy te powodują możliwość skrajnego naruszenia zasady proporcjonalności i potencjalne nałożenie kary w wysokości 1 mln zł, na osobę fizyczną za stwierdzone przez organ nadzoru naruszenie o charakterze minimalnym, najmniejszym jakie można sobie wyobrazić. Nałożenie takiej kary spowodowałoby bankructwo takiej osoby, co byłoby niewspółmierną karą za popełnienie naruszenia o stopni znikomym.

Postulujemy zamianę spójnika ‘i’ na spójnik ‘lub’ wprowadzając możliwość dla organu nadzoru ograniczenia się do wezwania do usunięcia naruszenia w sprawach niewielkiej wagi, jak również zmianę wymiaru kary administracyjnej z „od 1.000.000zł do 3.000.000 zł” na „do 3.000.000zł”. Dałoby to organowi nadzoru możliwość działania i stosowania kar proporcjonalnych do charakteru naruszenia i wielkości/zamożności podmiotu będącego ich przedmiotem.

Dodatkowo należy zwrócić uwagę, że w art. 96 ust. 2 oraz w art. 97 mowa jest o karze ograniczenia wolności jako potencjalnej karze dla podmiotu zatrudniającego lub osoby obowiązanej do działania w imieniu tego podmiotu. Z treści ww. artykułów wynikać może, że osoba prawna, jaką może być podmiot zatrudniający, może podlegać karze ograniczenia wolności. Wnosimy o doprecyzowanie ww. zapisów.

6. Opłaty za zarządzanie

Rozumiemy ograniczenie opłaty stałej jaka może być pobierana od aktywów, o której mowa w art 42. ust 1. Nie znajdujemy uzasadnienia dla zawartego w ust. 2 ograniczenia wysokości opłaty od wyniku, wynoszącej 20% nadwyżki wyniku nad wskaźnikiem referencyjnym. Mechanizm opłat powinien motywować podmiot zarządzający do jak najlepszego zarządzania powierzonymi środkami i generowania jak najlepszych wyników inwestycyjnych zgodnie z interesem uczestników. Mechanizm, o którym mowa w ust. 2 do takiego działania nie motywuje. Nie przyczynia się on również do ograniczania ryzyka inwestycyjnego. Oczywiście jest, że opłata ta powinna wynosić istotnie poniżej 100% nadwyżki wyniku nad wskaźnikiem referencyjnym, natomiast istotne ograniczenia poniżej tego progu wydają się być nadmiarowe.

Dodatkowo należy zwrócić uwagę, że obecny zapis art. 42 ust. 4 jest enigmatyczny z powodu braku jednoznacznego zdefiniowania pojęcia „wszystkich funduszy inwestycyjnych”. Po doprecyzowaniu ww. zwrotu intencja tej części projektu, jaką jest przeciwdziałanie zmonopolizowaniu lub uoligopolizowaniu rynku PPK powinna być bardziej klarowna.

Proponujemy zniesienie ograniczenia wysokości opłaty od wyniku zawartego w zdaniu drugim art. 42 ust. 2 oraz doprecyzowanie zapisów art. 42 ust. 4.

7. Ograniczenie dostępu do portalu PPK

Zastanawiające wydaje się ograniczenie dostępu do portalu PPK określone w art. 48. Wydaje się, że kryteria takie jak kapitał zakładowy TFI w wysokości min. 10.000.000 zł nie ma istotnego związku z tym, czy dane TFI może korzystać z portalu PPK. Dodatkowo TFI

zgodnie z obowiązującymi przepisami muszą spełniać wymogi minimalnych kapitałów własnych uzależnionych m.in. od wielkości zarządzanych aktywów. Dodatkowo nakładając taki wymóg tracimy zasadę proporcjonalności.

Jest to o tyle istotne, że zgodnie z zapisami art. 54 ust. 1 brak udziału w portalu PPK sugeruje brak możliwości zarządzania funduszami w ramach PPK. Udział w portalu PPK nie został określony jednoznacznie jako warunek zarządzania (co nie wynika w jednoznaczny sposób z pozostałej treści projektu).

Rekomendujemy uelastyczenie kryterium dot. kapitału zakładowego np. w postaci uzależnienia wielkości wymaganego kapitału od wielkości zarządzanych aktywów lub wielkości zarządzanych aktywów w ramach PPK i jednoznaczne podkreślenie wymogów, jakie musi spełniać instytucja finansowa, aby móc zarządzać funduszami w ramach PPK (tj. uczestnictwo w portalu PPK).

8. Wysokość opłat za udział w portalu PPK

Wysokość opłaty wstępnej za dopuszczenie do udziału w portalu PPK na poziomie do 1 mln zł, określona w art 52. ust 4 pkt 1 wydaje się bardzo wysoka.

Wydaje się, że opłata ta powinna być istotnie ograniczona.

9. Wyznaczona instytucja finansowa

Instytucja wyznaczonej instytucji finansowej określona w rozdziale 10 może budzić kontrowersje odnośnie jej roli w całym programie. Zdecydowanie zdziwienie może budzić brak sankcji dla tej instytucji, innych niż wyboru innej instytucji, nawet wtedy pomimo uporczywego naruszania przez nią przepisów ustawy i upomnień z tym związanych, nie zaprzestaje ona działalności sprzecznej z prawem. W kontekście wysokości kar i zakresu działań jakich dotyczą one innych instytucji wymienionych w ustawie, sposób traktowania tej instytucji znacząco odbiega od traktowania innych instytucji nią opisanych.

Dodatkowo warto zwrócić uwagę, że określony w art. 56 ust. 2 wymóg niezwłocznego wyboru innej instytucji jest poważnie utrudniony warunkiem określonym w art. 55 (PFR musi być akcjonariuszem większościowym takiego TFI).

W związku z tym proponujemy określenie w przepisach możliwość wyznaczenia przejściowego TFI, któremu PFR powierzy rolę wyznaczonej instytucji finansowej w przypadku zaistnienia okoliczności opisanych w art. 56 ust. 2, a przed spełnieniem kryterium określonym w art. 55.

10. Wypłata środków

Kontrowersyjne naszym zdaniem jest przekazywanie w momencie zwrotu środków 30% składek finansowanych przez podmiot zatrudniający na konto w ZUS oraz kwot odpowiadających sumie składki powitalnej i dopłat rocznych na rzecz Funduszu Pracy. Należy zwrócić uwagę, że wypłata ta ma następować w momencie planowanego przejścia na emeryturę lub przed tym momentem, a 30% środków ma być przekazane do ZUS, co w odczuciu uczestników może być równoznaczne z nieotrzymaniem tych środków przez uczestnika tylko przejściem ich przez ZUS. Składki w ramach PPK mają stanowić dodatkowe zabezpieczenie emerytalne względem I filaru, na który składki są już osobno odprowadzane z wynagrodzeń pracowników. Zachowanie obecnie proponowanego mechanizmu stanowi pomieszczenie I i II filaru i może naszym zdaniem istotnie podważyć zaufanie do PPK jako programu budującego oszczędności gospodarstw domowych. Rozumiemy przy tym oczywiście intencję zapobiegania wydania całych środków przez uczestników po ich wypłacie.

Dlatego proponujemy, aby mechanizm przekazywania 30% środków na konto indywidualne w ZUS zastąpić koniecznością wykupienia programu oszczędnościowego lub rachunku terminowej lokaty oszczędnościowej opisanej w art. 92 ust. 1 pkt 2, dzięki czemu uczestnicy będą otrzymywać przynajmniej część środków w sposób systematyczny.

Chcieliśmy również zwrócić uwagę na szczegóły aspekty niektórych zapisów zawartych w projekcie, do których odnosimy się poniżej:

- Art. 9 ust. 2 pkt 2 określa, że umowa o zarządzanie PPK w przypadku połączenia podmiotów prowadzących PPK powinna zostać zawarta z tą samą instytucją finansową, z którą zawarta została umowa o zarządzanie PPK. Nie określa natomiast z którą instytucją ma być zawarta spośród tych, które dla łączących się podmiotów PPK zarządzają. Obecny zapis sugeruje dowolność wyboru w tym zakresie, warto byłoby to naszym zdaniem doprecyzować.
- Jakiego rodzaju informacje ma zawierać wskazanie właściwych przepisów podatkowych dotyczących gromadzonych środków opisane w art. 22 ust. 2? Czy forma i szczegóły techniczne dot. informacji przekazywane uczestnikowi zgodnie z art. 22 zostaną opisane w formie rozporządzenia lub w inny sposób doprecyzowane?



- Art. 30 określa wybór sądu do rozstrzygnięcia sporów w zakresie obowiązków wynikających z ustawy wskazując, że rozstrzygają sądy powszechne właściwe dla miejsca zamieszkania uczestnika lub siedziby podmiotu zatrudniającego. Należy zwrócić uwagę, że miejsca te mogą istotnie się różnić i w przypadku potencjalnego sporu miejsce rozprawy może zostać wyznaczone w sposób niedogodny dla uczestnika i zmniejszać de facto jego możliwość do dochodzenia swoich praw.
- W art. 38 mowa jest o wyłączeniu spod obowiązku stosowania art. 36 ust. 1 w przypadku utworzenia czterech subfunduszy. Z kontekstu wynika, że chodzi o art. 37 ust. 1 (konieczność tworzenia czterech osobnych funduszy).
- Art. 43 ust. 1 pkt 2 wymienia jako dopuszczalny koszt do pokrywania z aktywów funduszu „prowizje i opłaty związane z umowami i transakcjami funduszu inwestycyjnego”. Warto byłoby doprecyzować pojęcie „umów funduszu inwestycyjnego” w tym kontekście, iż dotyczą one umów o charakterze transakcyjnym, a nie ogólnie wszystkich umów zawieranych przez taki fundusz.
- Art. 117 określa, że obowiązek informowania uczestników o odnawianiu składek po 2 latach wejdzie w życie w 2021 r. Czy dotyczy to również samego faktu odprowadzania tych składek po 2 latach? Tzn. czy te 2 lata zaczną naliczać się od 2021 czy od wejścia ustawy w życie?

Na koniec chcielibyśmy zaznaczyć, że zważywszy na obecną sytuację w polskim systemie emerytalnym, na którą składają się m.in.:

- „Kadłubkowy” kształt II filara w postaci otwartych funduszy emerytalnych o ograniczonym zakresie inwestycji i ograniczonym dopływie środków emerytalnych;
- Niska oczekiwana stopa zastępowalności dochodu świadczeniami emerytalnymi z tytułu I filara (ZUS);
- Niska stopa partycypacji w III filarze (dobrowolne oszczędności emerytalne);
- Niski stopień zrozumienia całości systemu emerytalnego;
- Obniżony stopień zaufania do rozwiązań w ramach II filaru w wyniku niedokończenia wprowadzenia reform OFE oraz przejęcia przez Skarb Państwa znacznej części oszczędności zgromadzonych w OFE;

zmiany w systemie emerytalnym powinny być całościowe, tzn. obejmować nie tylko propozycje w zakresie PPK, ale również uporządkowanie sytuacji otwartych funduszy emerytalnych i I filaru. Inaczej trudno będzie zbudować zaufanie do proponowanych zmian. W tym kontekście należy podkreślić, że obecnie istotna część wynagrodzenia jest już

odkładana na składki emerytalne w ramach indywidualnych kont w ZUS i otwartych funduszach emerytalnych, stąd brak ujednoczenia podejścia do systemu emerytalnego może spowodować mniejsze zainteresowanie programem, brak jego zrozumienia lub ewentualny opór przed korzystaniem z niego. Jest to szczególnie istotne zważywszy na konieczność efektywnego budowania oszczędności emerytalnych w naszym kraju oraz na fakt, że prognozy dot. wielkości zgromadzonych środków w ramach PPK wydają się być naszym zdaniem zbyt optymistyczne i sam ten program nie będzie wystarczającym czynnikiem do zapewnienia godnej stopy zastępowalności.