24 (KWIECIEŃ) 2022

IGTE
Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych

# BIULETYN

FAKTY / LICZBY / OPINIE

## GAŁĄZKA

*Komisja przyznała, że rynek jest nadal podzielony i istnieje wiele barier, które sprawiają, że urzeczywistnienie CMU jest dalekie od spełnionego*

## JEDYNAK

*Badania pozwoliły stwierdzić, że istnieje pozytywny związek pomiędzy świadomością emerytalną i podejmowaniem decyzji dotyczących momentu przejścia na emeryturę*

## SZCZEPAŃSKI

*Brak możliwości wypłaty oszczędności z PPE, PPK, IKE czy IKZE w formie renty dożywotniej sprawia, że de facto nie są to produkty emerytalne, a co najwyżej oszczędnościowo-inwestycyjne*

# SPIS TREŚCI


2

Małgorzata Rusewicz
**Edukacja ekonomiczna**

4

Piotr Gałązka
**Unia rynków kapitałowych – do czterech razy sztuka**

7

prof. dr hab.
Marek Szczepański
**Propozycje zarządzania ryzykiem długowieczności**

13

dr Anna Wierzbicka
**Kodeksy dobrych praktyk na straży akcjonariuszy mniejszościowych**

19

dr Tomasz Sobierajski
**Oszczędzanie długoterminowe – psychospołeczne determinanty zjawiska**

23

dr Tomasz Jedynak
**Wpływ uwarunkowań behawioralnych na planowany wiek emerytalny**

OD WYDAWCY

Edukacja ekonomiczna

Małgorzata Rusewicz

Debata publiczna na temat edukacji finansowej w Polsce trwa wiele lat. Nie bez powodu, ale póki co bez specjalnych efektów. Od 1989 roku nie udaje nam się systemowo nauczać dzieci i młodzieży korzystania z pieniędzy. Kilka godzin zajęć w ramach „Podstaw przedsiębiorczości" w ciągu 12 lat nauki nie zmienia tego faktu. Warto zastanowić się, co z tego wynika.

W zależności od metodologii badań nasze finansowe kompetencje są lepsze lub gorsze – bywaliśmy na szarym końcu światowej listy, ale osiągaliśmy też rezultaty w okolicach średniej europejskiej. Ostatnio w badaniach wypadamy nieźle, ale z praktyką dalej nie jest za dobrze.

Moją opinię o tym, jak zarządzamy finansami, kształtują konkretne fakty. Oszczędności w ponad 50% trzymamy w gotówce i na lokatach, w programie oszczędzania z dopłatami pracodawcy i państwa uczestniczy 1/3 uprawnionych, kilkaset tysięcy Polaków zdecydowało się wziąć kredyt hipoteczny we franku szwajcarskim. Trudno powiedzieć, że *financial literacy* jest naszą mocną stroną. Robimy wiele przeciwko własnym interesom.

Gdyby tylko finanse osobiste były problemem to byłoby pół biedy. Ale jeśli nie potrafimy dbać o nasze pieniądze, to jak jako obywatele mamy zadbać o finanse państwa. Nie da się budować zasobności państwa bez obywateli rozumiejących własny interes i umiejących o niego zadbać oraz zdających sobie sprawę z uwarunkowań interesu wspólnotowego uosabianego przez państwo. To po prostu niemożliwe. A przecież chodzi o nic więcej, jak tylko o mądre gospodarowanie.

Zaniedbania ze strony państwa starają się naprawiać instytucje związane z rynkiem finansowym, NGO-sy, środowisko akademickie, podmioty prywatne. Istnieje wiele świetnych inicjatyw. Są bardzo potrzebne, ale nigdy nie będą w stanie zbudować odpowiedniej skali.

Pomimo faktu, że trudno znaleźć profesjonalne głosy, które byłyby przeciwne wprowadzeniu nauczania finansów osobistych do szkół, dotąd niewiele się wydarzyło. Jak gdyby nasze własne bezpieczeństwo, dobrostan, możliwości rozwoju nie były warunkowane umiejętnym korzystaniem z pieniędzy.

Na szczęście na horyzoncie widać nowe podejście. W ostatnim czasie niezależnie od siebie resorty finansów i edukacji podjęły działania w celu wprowadzenia zmian. Ministerstwo Finansów wspólnie z OECD prowadzi prace nad stworzeniem Krajowej Strategii Edukacji Finansowej. To bardzo potrzebna inicjatywa. W prace zaangażowane są instytucje rynku finansowego, w tym nasza izba. Strategia ma zostać sformułowana do marca 2023 roku.

Również w przyszłym roku w szkołach ruszy nowy przedmiot – „Biznes i zarządzanie", który zastąpi „Podstawy przedsiębiorczości". Bliższe szczegóły nie są póki co znane, wiadomo tylko, że w wersji rozszerzonej przedmiot będzie można zdawać na maturze. Za plus należy uznać zapowiedź, że nauczanie w ramach nowego przedmiotu ma objąć finanse osobiste i mieć charakter praktyczny.

Niezależnie od zmian w sferze publicznej w tym roku zamierzamy kontynuować, a nawet znacząco rozbudować nasze działania w obszarze edukacji finansowej. 2021 rok zamykaliśmy premierą „Przewodnika emerytalnego", bezpłatnego, ogólnodostępnego wydawnictwa, które w prosty sposób tłumaczy najistotniejsze kwestie związane z przygotowaniem do emerytury, zarówno w aspektach finansowych, jak i niefinansowych tego procesu. Jego dobre przyjęcie motywuje nas do jak najlepszej realizacji zadań zaplanowanych na najbliższy czas.

**Nie da się budować zasobności państwa bez obywateli rozumiejących własny interes i umiejących o niego zadbać**

W tym roku ruszamy z nowymi projektami skierowanymi do studentów i ludzi młodych. Chcemy wyposażyć ich w praktyczne umiejętności dotyczące zarządzania własnymi pieniędzmi, ze szczególnym uwzględnieniem oszczędzania i inwestowania długoterminowego. Będziemy korzystać z nowoczesnych form edukacyjnych, dopasowanych do oczekiwań młodego pokolenia. Mamy nadzieję, że w średnim okresie będziemy mogli zbudować taki zasięg naszego programu, że jego marka będzie nie tylko rozpoznawalna, ale i ceniona przez młodych ludzi.

***Małgorzata Rusewicz***
prezes IGTE, prezes zarządu IZFiA

KORESPON-
DENCJA

# Unia Rynków Kapitałowych – do czterech razy sztuka

Piotr Gałązka

Komisja Europejska pod koniec listopada 2021 roku postanowiła na nowo podnieść zainteresowanie Unią Rynków Kapitałowych, publikując nowy plan działań Komisji w tym zakresie. Oprócz nowych propozycji legislacyjnych, Komisja w dużej mierze sprawozdaje postępy w realizacji dotychczasowych planów związanych z CMU i zapowiadając „pobudzenie rynków kapitałowych", pobudza też dyskusję o samej Unii Rynków Kapitałowych.

Chyba mało już kto pamięta, że koncepcja Unii Rynków Kapitałowych (CMU) powstała de facto z inicjatywy i przy istotnym wsparciu zapomnianego już trochę komisarza Jonathana Hilla, który odpowiadał wówczas w Komisji Europejskiej za funkcjonowanie Dyrekcji Generalnej DG FISMA i zajmował się szeroko pojętymi usługami finansowymi oraz stabilnością finansową Unii Europejskiej. CMU to było jego „dziecko", o które walczył i zabiegał politycznie. W momencie gdy po referendum brexitowym w 2016 roku podał się do dymisji ze stanowiska komisarza, wielu wieściło koniec temu projektowi politycznemu, zwracając uwagę, że szanse jego powodzenia zależą przede wszystkim od jego lidera, a ten musi rozumieć rynki kapitałowe i pochodzić z państwa z tak dużym doświadczeniem w ich rozwijaniu jak Wielka Brytania. Po objęciu „teki" usług finansowych przez Valdisa Dombrovskisa zakładano, że temat CMU będzie wygaszany.

Stało się jednak inaczej, choć oczywiście powyższe turbulencje sprawiły, że CMU straciło trochę ze swojego pierwotnego impetu, który zdobyło przy starcie w 2015 roku. Pierwszy plan działań z tegoż roku (*Action Plan on Building a Capital Markets Union*) zakładał kilkanaście działań legislacyjnych, które zasadniczo łączył jeden cel – stworzenie alternatywy dla finansowania przedsiębiorstw kredytem bankowym. Miał on być realizowany z jednej strony poprzez ułatwienia dla przedsiębiorstwa w zakresie finansowania długiem, a z drugiej zachęcenie Europejczyków do inwestowania oszczędności w rynek kapitałowy poprzez stworzenie istotnych ram prawnych chroniących inwestorów detalicznych. Szereg propozycji legislacyjnych zostało uchwalonych – choćby rozporządzenie o prospekcie emisyjnym, o sekurytyzacji (STS) czy dotyczące finansowania społecznościowego.

Kolejny plan działań z 2017 roku nosił nazwę śródokresowego przeglądu (*Mid term review*), w którym Komisja oprócz prezentacji sukcesów, zapowiedziała przyjęcie rozporządzenia dot. PEPP (ogólnoeuropejskiego produktu z zakresu indywidualnego zabezpieczenia emerytalnego) – co do którego okaże się, czy stanie się kolejnym filarem systemu emerytalnego – oraz dyrektywy w sprawie listów zastawnych, której ustawa implementująca znajduje się właśnie w Sejmie. Szeregu z ówczesnych zapowiedzi – choćby dotyczących harmonizacji przepisów o obligacjach korporacyjnych (które obecnie całkowicie ochłonęły prace i dyskusje nad regulacją tzw. zielonych obligacji) – nie zrealizowano. Podkreślono ponadto potrzebę regulacji rynku wtórnego kredytów zagrożonych (NPL) i wzmocnienia pozycji wierzycieli kredytowych oraz przepisów o początkowych ofertach publicznych i transgranicznym oferowaniu funduszy inwestycyjnych. Po raz pierwszy też pojawiło się zagadnienie zrównoważonego finansowania jako samodzielnego celu inwestycji kapitałowych.

Trzeci plan działań z 2020 roku o nazwie *Unia rynków kapitałowych dla obywateli i przedsiębiorstw* zapowiadał szereg inicjatyw, których cel nadal pozostawał ten sam – stworzenie jednolitego rynku kapitałowego, który pozwoli na łatwiejsze i tańsze zdobywanie finansowania długiem dla przedsiębiorstw i transparentnych inwestycji dla inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych. Komisja przyznała, że rynek jest nadal podzielony i istnieje wiele barier, które sprawiają, że urzeczywistnienie CMU jest dalekie od spełnionego. Na marginesie warto odnotować, że Komisja uznała, że potrzebuje większego zaangażowania rynku w opracowywanie założeń dalszej legislacji i w tym celu powołała pod koniec 2019 roku *Forum wysokiego szczebla w sprawie Unii Rynków Kapitałowych*. To słuszny krok, pozwalający – przynajmniej w założeniu – na ocenę pomysłów na wczesnym etapie prac koncepcyjnych pod kątem ich sensowności i możliwości urzeczywistnienia przez przedstawicieli rynku. Można odnieść wrażenie, że

**Komisja przyznała, że rynek jest nadal podzielony i istnieje wiele barier, które sprawiają, że urzeczywistnienie CMU jest dalekie od spełnionego**

plan z 2020 roku był w wielu miejscach powtórzeniem wcześniejszych planów, a jego znaczenie polityczne to potwierdzenie schedy po poprzedniej kadencji Komisji i zapowiedź kontynuacji prac nad Unią Rynków Kapitałowych jako taką oraz skonkretyzowanie priorytetów.

Wreszcie czwarty plan działań z listopada ubiegłego roku już samą swoją nazwą wskazuje, że jest kontynuacją planu z 2020 roku (*Unia rynków kapitałowych – postępy w realizacji podjętych zobowiązań rok po przyjęciu planu działania*). Tak naprawdę stanowi on w dużej mierze wykonanie zapowiadanych rok wcześniej działań. Wśród nich warto wymienić europejski pojedynczy punkt dostępu, nowelizację rozporządzenia w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych oraz nowelizację MiFID/R w celu wzmocnienia ochrony interesów inwestorów indywidualnych.

Co do projektu legislacyjnego o europejskim pojedynczym punkcie dostępu (*ESAP – European Single Access Point*), to jego głównym zadaniem jest budowanie ram wymiany informacji między inwestorami a przedsiębiorstwami poszukującymi finansowania na poziomie transgranicznym w Unii Europejskiej. W konsekwencji ma to prowadzić rzecz jasna do zwiększenia dostępności finansowania, w szczególności w państwach członkowskich z niższą płynnością rynku kapitałowego. Projekt jest odpowiedzią Komisji Europejskiej na problem w postaci rozproszenia i niemożności łatwego porównywania kategorii danych, które są ujawniane przez przedsiębiorstwa na różnych rynkach krajowych – wspólny ESAP będzie platformą stanowiącą repozytorium danych, które będą dostępne publicznie i bezpłatnie w odniesieniu do przedsiębiorstw i produktów inwestycyjnych. Rzecz jasna wymaga to ujednolicenia z jednej strony standardów technicznych, a z drugiej kategorii danych.

Wątpliwości są co do zasady dwie – w pierwszej kolejności czy dane, które do tej pory są raportowane na poziomie krajowym, automatycznie i co ważniejsze prawidłowo będą transponowane na poziom centralnej unijnej bazy danych, tzn. czy przedsiębiorstwo sprawozdające będzie miało pewność, że nowe przepisy nie sprawią, że zakres, liczba i koszty obowiązków sprawozdawczych wzrośnie, a po drugie, czy zakres przedmiotowy bazy danych, którą opracować ma ESMA, będzie proporcjonalny, tzn. będzie w odpowiedni sposób pozwalał na porównywanie istotnych kategorii danych.

Wydaje się jednak, że mimo powyższych obaw, pomysł jest słuszny szczególnie z perspektywy państw członkowskich takich jak Polska – pozwoli to nam na budowanie wyższej wiarygodności i być może obniży próg wejścia dla szeregu inwestorów. Tak jak w przypadku listów zastawnych, które uzyskawszy zgodność z dyrektywą unijną, będą zapewne mogły być łatwiej i taniej sprzedawane inwestorom zagranicznym.

W tym kontekście warto też zwrócić uwagę na projekt zmian w rozporządzeniu o centralnych depozytach papierów wartościowych, zapowiedziany w planie działań, a ogłoszony w połowie marca 2022 roku, dotyczący przede wszystkim ułatwień w transakcjach transgranicznych.

Odnośnie do nowelizacji rozporządzenia o europejskich długoterminowych funduszach inwestycyjnych, teza, którą prezentuje Komisja Europejska może być uznana za daleko idącą – regulacje prawne rzecz jasna mogą stanowić barierę dla rozwoju pewnych instrumentów, lecz same odpowiednio skalibrowane przepisy mogą nie przesądzić o „atrakcyjności" danej inwestycji. Długoterminowe inwestowanie wymaga zwłaszcza u detalicznych inwestorów determinacji, które muszą wynikać z perspektywy zysków oraz zachęt np. o charakterze podatkowym na poziomie regulacji krajowych.

Warto zwrócić na zakończenie uwagę na znaczące podkreślenie znaczenia zaangażowania inwestorów detalicznych (zatem konsumentów) w ideę CMU. Oprócz licznych rozwiązań legislacyjnych takich jak nowelizacja MiFID/R, która zakłada wzmocnienie ochrony poprzez ograniczenie zjawiska płatności za przekazywanie zleceń (podobne działania analizowane są w odniesieniu do IDD czy PRIIP), a zatem prowadzące do nieobiektywnego doradztwa w zakresie inwestycji, a także zwiększa transparentność informacji dla inwestorów detalicznych, na uwagę zasługują działania związane z szeroko pojętą edukacją finansową zarówno dzieci, jak i dorosłych. Wzmocnione mają zostać także wymogi odpowiedniego poziomu wiedzy pracowników instytucji finansowych i standaryzacji w tym zakresie, a także stworzone zostaną ramy dotyczące edukacji finansowej konsumentów.

***Piotr Gałązka***
adwokat, ekspert ds. Unii Europejskiej, dyrektor Przedstawicielstwa Związku Banków Polskich w Brukseli

ANALIZA

# Propozycje zarządzania ryzykiem długowieczności

dr hab. Marek Szczepański, prof. PP

**Wyzwania związane z demografią**

Demograficzne starzenie się populacji (wzrost liczebności osób w wieku poprodukcyjnym w relacji do osób w wieku aktywności zawodowej) stanowi poważne wyzwanie dla długoterminowej stabilności systemów emerytalnych. Coraz powszechniejsza staje się świadomość, iż publiczne systemy emerytalne w kolejnych dekadach XXI w. będą w stanie zaoferować o wiele niższy poziom zabezpieczenia finansowego na starość, niż było to możliwe jeszcze pod koniec ubiegłego stulecia. W XX w. średnia długość życia na świecie wzrosła z 48 do 74 lat dla mężczyzn i z 51 do blisko 80 lat dla kobiet. W Polsce, według danych GUS, w 2020 r. przeciętna długość życia mężczyzn wynosiła 74,1 lat a kobiet 81,9 lat. Wśród demografów dominuje pogląd, że mimo zwiększonej liczby zgonów spowodowanej pandemią COVID 19, które to zjawisko spowodowało nienotowany od czasu II wojny wzrost śmiertelności i spadek oczekiwanej długości życia w latach 2020-2021, w przyszłości długoterminowy trend zwiększania oczekiwanej długości życia w skali globalnej będzie kontynuowany (por. RYSUNEK 1).

**Na czym polega ryzyko długowieczności i kogo dotyczy?**

Zmieniający się krajobraz emerytalny wymaga większego niż dawniej zaangażowania, przezorności i umiejętności korzystania z produktów finansowych – zarówno w fazie gromadzenia dodatkowych oszczędności na cele emerytalne (akumulacji), jak też w okresie ich konsumowania (dekumulacji). Osoby chcące zabezpieczyć się finansowo na starość i skorzystać z dodatkowych produktów emerytalnych narażone są zarówno na ryzyko inwestycyjne, jak i – stosunkowo jeszcze mało uświadamiane i dość paradoksalne – ryzyko długowieczności (*longevity risk*).

Ryzyko długowieczności (*longevity risk*), zwane też niekiedy ryzykiem długości życia, czy też niepewnością dotyczącą przyszłej oczekiwanej długości życia. Ryzyko długowieczności jest związane z demografią, ale także z niedoskonałością prognozowania długości życia – tak w wymiarze indywidualnym, jak i grupowym, zagregowanym, dotyczącym całych roczników (kohort) demograficznych.

Indywidualne ryzyko długowieczności polega na tym, że dana jednostka żyje dłużej, niż sama tego oczekiwała. Może to spowodować przedwczesne wyczerpanie oszczędności zgromadzonych na starość, czy też błędne rozłożenie inwestycji w czasie.

Błędy popełnione przez jednostkę co do jej przewidywanej długości życia mogą prowadzić generalnie do dwojakich konsekwencji:

- wyczerpania zasobów (finansowych, majątkowych) zgromadzonych na starość (oszczędności, dodatkowe programy emerytalne itp.) i niemożność pozostawienia po sobie materialnej spuścizny dla spadkobierców,
- zbyt oszczędnego korzystania z nagromadzonych na starość oszczędności, inwestycji czy majątku i pozostawienie po śmierci nadmiernych, większych niż zamierzone zasobów.

Zagregowane ryzyko długowieczności (*aggregate longevity risk*), zwane też systematycznym (*systemic longevity risk*) lub ryzykiem trendu (*trend risk*) dotyczy całych populacji. Polega ono na tym, że w danej kohorcie (roczniku demograficznym) średnia długość życia będzie dłuższa, niż oczekiwano.

W publicznych systemach emerytalnych, finansowanych metodą ubezpieczeniową (system ubezpieczeń społecznych) lub z ogólnych podatków (metoda zaopatrzeniowa) zagregowane (grupowe) ryzyko długowieczności rozkłada się na dużą grupę podmiotów (ubezpieczeniowa wspólnota ryzyka lub ogół obywateli, a nawet rezydentów danego kraju). Mówiąc najprościej, wszyscy wpłacają do jednej puli ryzyka (składki ubezpieczeniowe lub podatki), część nie dożywa wieku emerytalnego, inni po przejściu na emeryturę żyją krócej niż oczekiwana długość życia, a są też osoby żyjące ponadprzeciętnie długo (por. RYSUNEK 2).

Natomiast w odniesieniu do prywatnych instytucji finansowych (zakłady ubezpieczeń, fundusze inwestycyjne, czy też fundusze emerytalne oferujące wypłaty świadczeń w formie renty dożywotniej) zagregowana (grupowe) ekspozycja na ryzyko długowieczności

**Mimo zwiększonej liczby zgonów spowodowanej pandemią COVID 19 [...] długoterminowy trend zwiększania oczekiwanej długości życia w skali globalnej będzie kontynuowany**

związana jest z tym, że posiadacze produktów finansowych mogą żyć dłużej, niż oczekiwano, a co za tym idzie – dłużej otrzymywać należne im wypłaty.

**Jak zabezpieczyć się przed indywidualnym ryzykiem długowieczności korzystając z oferty dostępnej na rynku finansowym?**

Osoby, które po przejściu na emeryturę nie chcą znaleźć się w sytuacji, iż przedwcześnie wyczerpią dodatkowe zasoby na starość i popadną w biedę w wieku sędziwym, kiedy będą wymagać szczególnego wsparcia (większe wydatki na opiekę medyczną, przewidziane i nieprzewidziane wydatki na remonty i inne wydatki w emeryckim gospodarstwie domowym) napotykają szereg wyzwań. Nawet gromadząc dodatkowe zasoby na starość nie jesteśmy pewni, czy będą one wystarczające. Inne ryzyka, które powodują możliwość przedwczesnego wyczerpania zasobów finansowych na starość, to:

- ryzyko inwestycyjne związane z długoterminowym oszczędzaniem/inwestowaniem występujące zarówno w fazie oszczędzania (akumulacji), jak i w fazie konsumowania zgromadzonych dodatkowych zasobów na starość (dekumuluacji), rzeczywista stopa zwrotu relatywnie niska;
- wyższa niż oczekiwana inflacja (w fazie dekumulacji kapitału);
- wyższe niż spodziewane koszty opieki medycznej;
- i oczywiście samo ryzyko wieku (dłuższa niż oczekiwano długość życia).

W związku z tym nasuwa się pytanie, czy oferowane obecnie produkty finansowe w dodatkowych systemach emerytalnych w Polsce chronią przed indywidualnym ryzykiem długowieczności? Odpowiedź na powyższe pytania jest negatywna. W ramach indywidualnych dodatkowych produktów emerytalnych zgromadzone oszczędności wypłacane są jednorazowo (ang. *lump sum*), bez utraty korzyści podatkowych po dożyciu określonego wieku (IKE – 60 lat, IKZE – 65 lat). W zakładowych systemach emerytalnych także nie została zapewniona ochrona przed ryzykiem długowieczności (PPE – wypłata jednorazowa w wieku 60 lat, w PPK – od 60 lat możliwość wypłaty jednorazowej 25% kapitału oraz pozostałych 75% w 120 miesięcznych ratach).

**Układanka annuitetowa**

W ekonomii emerytalnej dominuje pogląd, że przed indywidualnym ryzykiem długowieczności najlepiej chronią renty dożywotnie w formie annuitetu (*life anuity*). Zapewniają one strumień stałych, okresowych płatności. Jednak nie cieszą się one zbytnią popularnością tam, gdzie mają one charakter dobrowolny. Co więcej, w wielu krajach, gdzie obowiązywał nakaz annuityzacji oszczędności zgromadzonych w zakładowych systemach emerytalnych (np. w Wielkiej Brytanii), został on zniesiony. Oczywiście, dobrym zabezpieczeniem jest też zgromadzony majątek (np. mieszkanie na wynajem), ale na to mogą sobie pozwolić tylko osoby o wysokich dochodach lub ich spadkobiercy.

**Zmieniający się krajobraz emerytalny wymaga większego niż dawniej zaangażowania, przezorności i umiejętności korzystania z produktów finansowych**

Produktów annuitetowych stosowanych na rynkach finansowych, pełniących funkcje inwestycyjne i zabezpieczające, jest znacznie więcej (por. TABELA 1).

Produkty annuitetowe wypłacane w formie renty dożywotniej mogą stanowić dodatkowe zabezpieczenie finansowe na starość nie tylko dla jednej osoby, ale także całego, wieloosobowego gospodarstwa domowego (por. TABELA 2).

Okazuje się, że również same produkty annuitetowe nie są wolne od ryzyka (np. ryzyko inflacji czy też ryzyko niewypłacalności dostarczyciela tego typu produktów finansowych). W literaturze w zakresu ekonomii emerytalnej stosuje się nawet termin „*annuity puzzle*" („układanka annuitetowa"). Przyjrzyjmy się bliżej elementom tej układanki, spróbujmy poskładać je w całość.

Po pierwsze, odróżnić należy annuitet jako metodę wypłacania pieniędzy od produktu annuitetowego. O ile np. ZUS oferuje w Polsce wypłatę emerytur w formie annuitetu, ale pieniądze na ten cel pochodzą z bieżących składek pokolenia pracującego (finasowanie repartycyjne), o tyle produkt annuitetowy musi mieć pokrycie we wcześniej zgromadzonym kapitale. Typowym tego typu produktem annuitetowym są renty dożywotnie oferowane przez zakłady ubezpieczeń, w naszym kraju bardzo słabo rozwinięte. Po drugiej – produkty annuitetowe mające faktycznie

## Brak możliwości wypłaty oszczędności z PPE, PPK, IKE czy IKZE w formie renty dożywotniej sprawia, że *de facto* nie są to produkty emerytalne

zabezpieczyć przed ryzykiem długowieczności powinny nie tylko zapewnić ciąg stałych, dożywotnich wypłat, ale także zawierać komponent zawierający w sobie elementy zabezpieczające przed ryzykiem inflacji i ryzykiem inwestycyjnym w fazie dekumulacji kapitału.

Nie ulega wątpliwości, że korzystając z produktu annuitetowego w formie renty dożywotniej jest się lepiej zabezpieczonym przed ryzykiem długowieczności niż bez niego. Jednak nie cieszą się one zbytnią popularnością nawet w krajach, gdzie rynek annuitetów jest zdecydowanie bardziej rozwinięty niż w Polsce (np. w Wielkiej Brytanii czy USA). Dlaczego tak się dzieje? Wyjaśnień dostarcza ekonomia behawioralna, wskazując m.in. na następujące czynniki: niedoszacowanie przewidywanej długości życia o przejściu na emeryturę, nadal utrzymujące się przekonanie, że emerytura z publicznego systemu emerytalnego będzie wystarczająca, niedoinformowanie, słaby poziom edukacji finansowej, czy też awersja do straty (obawa, że powierzone w zarzadzanie środki na wypłatę renty dożywotniej ulegną deprecjacji wskutek błędnych decyzji inwestycyjnych, inflacji lub nadmiernych kosztów zarządzania aktywami przez instytucję finansową). W Polsce można dodać do tego ogólnie niski poziom zaufania do produktów emerytalnych (vide: fatalnie odebrana operacja umorzenia połowy aktywów OFE i przetransferowania równowartości uprawnień emerytalnych do ZUS-u) i ograniczone zaufanie do państwowego nadzoru nad rynkiem finansowym (uzasadnione aferami typu Amber Gold czy GetBack).

**Proponowane rozwiązania**

Mimo wskazanych ograniczeń, rozwój rynku produktów annuitetowych i rent dożywotnich jako formy wypłaty kapitału zgromadzonego w III filarze systemu w Polsce jest bardzo potrzebny. W naszych warunkach proponuję, aby wszystkie zakładowe systemy emerytalne korzystające z ulg podatkowych czy innych form wsparcia ze strony państwa (zarówno zakładowe: PPE i PPK, jak i indywidualne: IKE i IKZE) były zobowiązane do zaoferowania jako domyślnej formy wypłaty zgromadzonego kapitału zamiany jego na produkt annuitetowy w formie renty dożywotniej – dla jednej osoby lub (opcjonalnie) całego gospodarstwa domowego. Aby umożliwić uczestnikowi programu wybór, miałby on/ona możliwość odstąpienia od renty dożywotniej i zamiany na wypłatę jednorazową (PPE, IKE, IKZE) lub wypłatę programowaną (okresową, w ratach, ale nie dożywotnio – rozwiązanie obecnie stosowane w PPK).

Aby uniknąć sytuacji, gdy płatności annuitetowe będą zbyt niskie i nie będą stanowić realnej ochrony przed indywidualnym ryzykiem długowieczności, można przyjąć, że annuityzacji podlega suma oszczędności nie mniejsza od określonej kwoty, okresowo waloryzowanej o poziom inflacji (np. minimum 50 tys. zł). Aktywami zgromadzonymi w PPE lub PPK w fazie wypłat renty dożywotniej zarządzałaby ta sama instytucja finansowa, która obsługuje IKE, IKZE, PPE lub PPK w fazie oszczędzania lub inna wskazana przez uczestnika programu i uprawniona do tego instytucja finansowa (np. zakład ubezpieczeń na życie czy powszechne towarzystwo emerytalne).

Takie rozwiązanie mogłoby znakomicie przyczynić się do rozwoju rynku produktów annuitetowych w Polsce. Oczywiście jest to wstępna propozycja, szczegóły techniczne wymagają dopracowania. Jednakże brak możliwości wypłaty oszczędności z PPE, PPK, IKE czy IKZE w formie renty dożywotniej sprawia, że *de facto* nie są to produkty emerytalne, a co najwyżej oszczędnościowo-inwestycyjne.

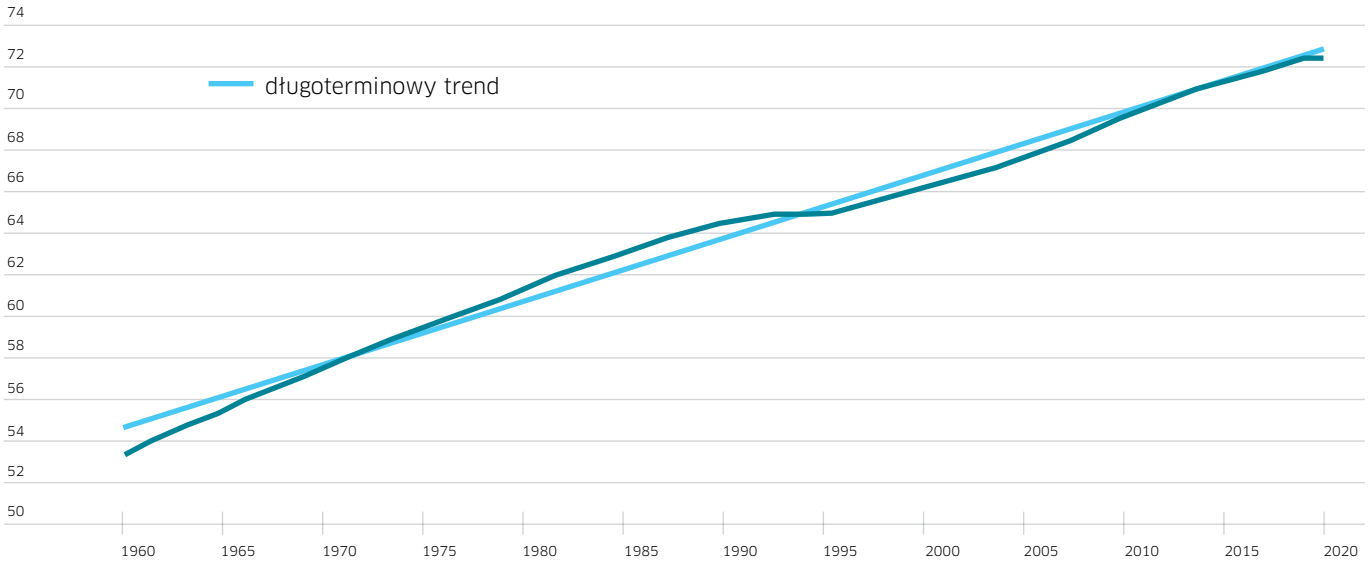
No dobrze, a co grupowym (zagregowanym) ryzykiem długowieczności, które przejmą na siebie instytucje finansowe oferujące produkty annuitetowe? Są na to sprawdzone sposoby, stosowane już na rynkach finansowych (reasekuracja, wykorzystanie instrumentów pochodnych). Ale to już temat na kolejny artykuł.

***dr hab. Marek Szczepański, prof. PP***,
kierownik Katedry Nauk Ekonomicznych Politechniki Poznańskiej,
współpracownik Instytutu Emerytalnego

**RYSUNEK 1**

Oczekiwana dalsza długość trwania życia w latach 1960-2019

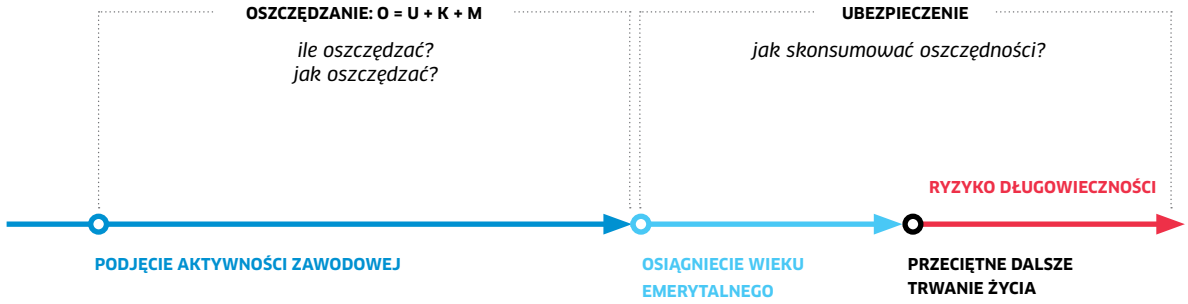
*Źródło: World Bank, data.worldbank.org/indicator/SP.DYN.LE00.MA.IN [dostęp: 15.03.2021].*




**RYSUNEK 2**

Zmodyfikowany dwufazowy model ryzyka starości, z uwzględnieniem okresu, w którym może realizować się ryzyko długowieczności (ryzyko wieku)

*Źródło: opracowanie własne na podstawie: Szumlicz T. (2005), Ubezpieczenie społeczne. Teoria dla praktyki, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz-Warszawa, s. 242.*




Objaśnienia:

O = suma oszczędności emerytalnych

U = uprawnienia emerytalne

K = kapitał emerytalny

M = uzyskany majątek

**TABELA 1**

Klasyfikacja produktów annuitetowych

*Źródło: opracowanie własne*

| Typ produktu | Rodzaj gwarancji w gazie wypłat |
|---|---|
| Produkt annuitetowy ze stałą sumą wypłat (*fixed payment annuities*) | • zabezpieczenie przed ryzykiem długowieczności, ale w ograniczonym zakresie |
| Produkt annuitetowy indeksowany (*indexed payment annuities*) | • zabezpieczenie przed ryzykiem długowieczności<br>• ochrona siła nabywczej (przy indeksacji wskaźnikiem inflacji)<br>• wielkość regularnie wypłacanych świadczeń okresowych nie jest z góry znana, zależy od parametrów zewnętrznych (takich jak poziom inflacji czy stopa zwrotu z inwestycji) |
| Produkt annuitetowy w formie oszczędności emerytalnych z opcją gwarantowanego dochodu (*retirement savings with guaranteed income option*) | • zabezpieczenie przed ryzykiem długowieczności<br>• gwarancja minimalnego dochodu |

Produkty annuitetowe wypłacane w formie renty dożywotniej mogą stanowić dodatkowe zabezpieczenie finansowe na starość nie tylko dla jednej osoby, ale także całego, wieloosobowego gospodarstwa domowego (por. TABELA 2):

**TABELA 2**

Produkty annuitetowe stosowane do wypłaty renty dożywotniej (dodatkowej emerytury)

*Źródło: opracowanie własne*

| Rodzaj produktu | Kryterium klasyfikacji |
|---|---|
| • dożywotnia emerytura indywidualna<br>• dożywotnia emerytura wspólna (wypłacana na rzecz dwóch lub większej liczby osób)<br>• emerytura wspólna z płatnościami na rzecz beneficjentów (spadkobierców) | • liczba osób objętych świadczeniem |
| • emerytura natychmiastowa (wypłaty zaczynają się bezpośrednio po wykupieniu emerytury)<br>• emerytura odroczona (wypłacana po pewnym ustalonym okresie od wykupu emerytury) | • okres rozpoczęcia wypłat emerytury |
| • emerytury dożywotnie (wypłacane do momentu śmierci ubezpieczonego)<br>• emerytury z gwarantowanym okresem płatności (emerytura dożywotnia, która dodatkowo gwarantuje wypłaty przez ustalony okres na rzecz beneficjentów w przypadku śmierci ubezpieczonego przed upływem tego okresu). W porównaniu z indywidualną emeryturą dożywotnią to świadczenie jest niższe, ale za to jest wypłacane dopóki emeryt żyje, lecz nie krócej niż przez pewien ustalony okres (np.10 – 15 lat). W przypadku śmierci emeryta w okresie objętym gwarancją do zakończenia tego okresu świadczenie otrzymuje wskazana wcześniej osoba<br>• emerytury refundowane (towarzystwo zwraca część środków spadkobiercom, jeżeli ubezpieczony umrze przed upływem określonego czasu) | • sposób wypłat |

GŁOS NAUKI

# Kodeksy dobrych praktyk na straży akcjonariuszy mniejszościowych

dr Anna Wierzbicka

Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych jest wyzwaniem, przed którym stoi polski rynek kapitałowy. Za sprawą rosnącej liczny inwestorów poszukujących nowych możliwość dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, jak również rosnącej ich świadomości co do zakresu przysługujących im praw, emitenci starają się pokazać, że interesy szerokorozumianej grupy interesariuszy są brane pod uwagę w realizowanej przez nich strategii. Jednocześnie dążą do tego, aby sprostać oczekiwaniom kapitałodawców. Rekomendowane w tym zakresie działania nie powinny jednocześnie powodować przeregulowania rynku. Dlatego odpowiedzią na nie są formułowane zapisy kodeksów dobrych praktyk. Wytyczne w nich zawarte traktowane są jako narzędzie zwiększające efektywność zarządzania spółkami, wzmacniające skuteczność sprawowanego nad nimi nadzoru, umożliwiające poszanowanie praw przysługujących akcjonariuszom, a także zwiększające przejrzystość komunikacji emitentów giełdowych z interesariuszami, w tym szczególnie inwestorami.

Pierwszy kodeks dobrych praktyk w Polsce został ogłoszony w 2002r. i był odpowiedzią na kluczowe wyzwania stojące przed polskim nadzorem korporacyjnym w ówczesnym czasie. Poddając analizie niechlubne praktyki spółek sformułowano rekomendacje, których implementacja miała przeciwdziałać naruszaniu praw i interesów uczestników rynku. Chcąc sprostać zmieniającym się uwarunkowaniom społeczno-gospodarczym, prawnym i kulturowym, kodeksy dobrych praktyk są co jakiś czas nowelizowane. Zdając sobie sprawę z tego, że ich zapisy powinny mieć charakter wzorcotwórczy podkreślano, że „ważność zbioru zasad ładu korporacyjnego zależy od tego, czy trafnie rozpoznają one oczekiwania uczestników rynku giełdowego oraz od tego, czy są one efektywne, a więc czy przybierają postać dobrej praktyki modelującej zachowania korporacyjne przedsiębiorstw notowanych na giełdzie."[1] Stąd też pieczę nad ich aktualnością sprawuje obecnie Giełda Papierów Wartościowych, która angażując przedstawicieli instytucji i środowisk polskiego rynku kapitałowego oraz niezależnych ekspertów ładu korporacyjnego opracowuje kolejne ich wersje, które „odzwierciedlają aktualne trendy i podążają za europejskimi regulacjami w obszarze corporate governance. Dokonane zmiany uwzględniają aktualny stan prawny i najnowsze trendy z obszaru corporate governance, a także stanowią odpowiedź na postulaty uczestników rynku zainteresowanych coraz lepszym ładem korporacyjnym w spółkach giełdowych."[2]

O pozytywnym działaniu rekomendacji zawartych w kodeksach dobrych praktyk są przekonani sami inwestorzy reprezentujący grono zarówno inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych, czego potwierdzeniem są wyniki uzyskane na podstawie przeprowadzonego wśród wskazanych grup inwestorów badania ankietowego.

**Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych jest wyzwaniem, przed którym stoi polski rynek kapitałowy**

**Chcąc sprostać zmieniającym się uwarunkowaniom społeczno-gospodarczym, prawnym i kulturowym, kodeksy dobrych praktyk są co jakiś czas nowelizowane**

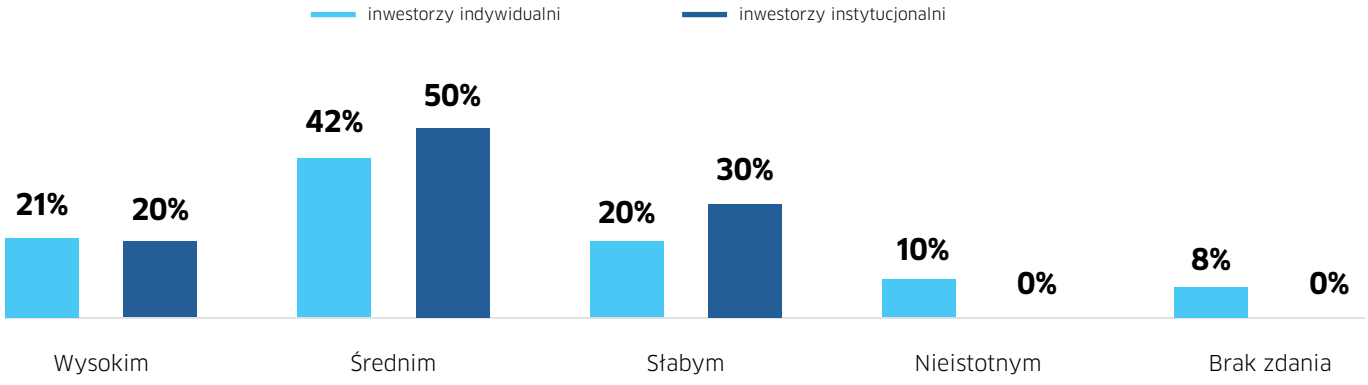
Badanie było realizowane w latach 2015-2017, a wzięło w nim udział 193 inwestorów indywidualnych i 10 inwestorów instytucjonalnych.

Otrzymane odpowiedzi potwierdziły, że dobre praktyki odpowiadają bieżącym potrzebom rynku kapitałowego. Jako miękkie regulacje starają się przekonać do celowości ich stosowania siłą argumentu, trafnością merytoryczną i bodźcami o charakterze ekonomicznym zastępującymi sankcję prawną występującą w aktach o charakterze normatywnym. Spełnienie tych oczekiwań potwierdza prezentowane stanowisko badanych. 63% spośród ankietowanych reprezentujących inwestorów indywidualnych i 70% spośród biorących udział w badaniu inwestorów instytucjonalnych zadeklarowało przekonanie o pozytywnym ich wpływie,

**RYSUNEK 1**

W jakim stopniu rekomendacje kodeksów dobrych praktyk stanowią odpowiedź na oczekiwania rynku kapitałowego?

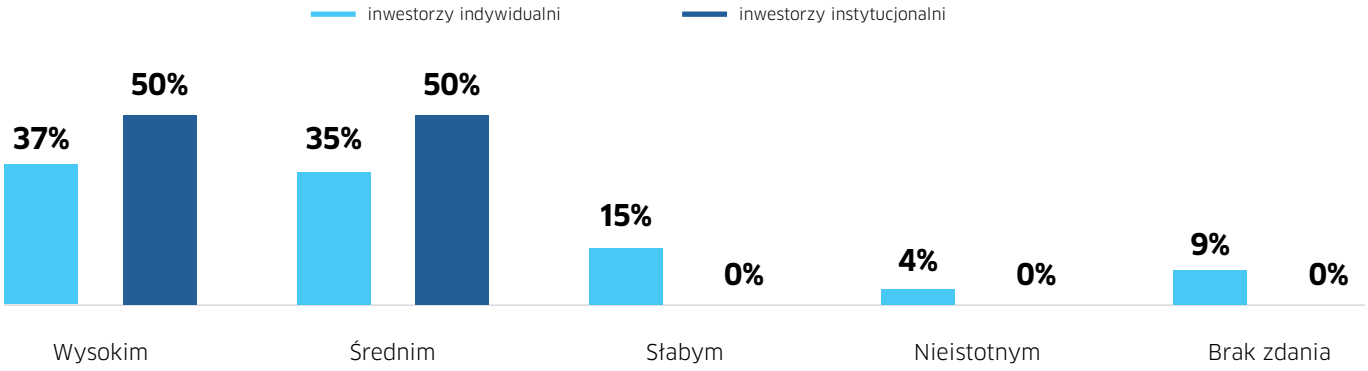
*Źródło: opracowanie własne*




**RYSUNEK 2**

W jakim stopniu rekomendacje kodeksów dobrych praktyk kształtują pozytywne relacje z otoczeniem?

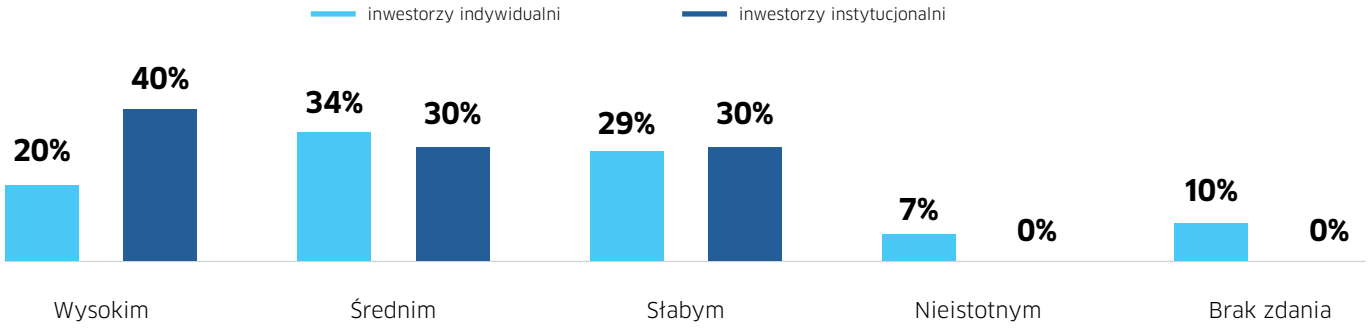
*Źródło: opracowanie własne*




**RYSUNEK 3**

W jakim stopniu rekomendacje kodeksów dobrych praktyk wpływają na modelowanie pożądanych zachowań korporacyjnych przedsiębiorstw?

*Źródło: opracowanie własne*



chociaż ocena siły oddziaływania była zróżnicowana (RYS. 1).

W opinii badanych proponowane w dokumencie rozwiązania umożliwiają kształtowanie pozytywnych relacji z otoczeniem (RYS. 2). Autor Kodeksu dobrych praktyk podjęli się próby sformułowania celów, do uzyskania których w ich przekonaniu powinny dążyć spółki giełdowe. W celu ułatwienia ich osiągnięcia zostały doprecyzowane zasady, które pozwoliłyby na ich realizację. Oczywiście ze względu na zróżnicowaną i złożoną strukturę poszczególnych przedsiębiorstw pozostawiono im możliwość dostosowania zasad ładu korporacyjnego do indywidualnych potrzeb. Podtrzymano przy tym obowiązek informowania interesariuszy o katalogu przyjętych zasad, jak również tych odrzuconych wraz z uzasadnieniem odstąpienia od nich zgodnie z zasadą stosuj lub wyjaśnij (comply or explain).

Pozytywne oddziaływanie kodeksów dobrych praktyk jest zauważane w zakresie stymulowania pożądanych zachowań korporacyjnych przedsiębiorstw. Co najmniej średni wpływ na modelowanie wzorców dostrzega 70% badanych inwestorów instytucjonalnych i 54% inwestorów indywidualnych (RYS. 3). Potwierdza to celowość podejmowanych w obszarze ładu korporacyjnego działań, które zgodnie z założeniami formułowane zalecenia miały przeciwdziałać nieetycznym praktykom spółek, w tym utajnianiu informacji, utrudnianiu wzięcia udziału w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, szczególnie akcjonariuszom mniejszościowym, negowaniu prawa do zadawania pytań, niejednoznacznym odpowiedziom i innym.

Według 60% respondentów reprezentujących grupę inwestorów instytucjonalnych i 35% spośród grupy ankietowanych inwestorów indywidulanych wytyczne wskazywane w kodeksach dobrych praktyk przyczyniają się w wysokim stopniu do wzmacniania transparentności funkcjonowania spółek (RYS. 4). Przyjęta w nich koncepcja zakłada, iż „[…]wpływ na cenę instrumentów finansowych mają nie tylko wyniki ekonomiczne ich emitentów, ale także przestrzeganie przez nich wysokich standardów dotyczących wewnętrznej organizacji spółki oraz postępowania z otoczeniem rynkowym”.[3]

Dowodzi to, że sam rynek poprzez wycenę papierów wartościowych poszczególnych emitentów jest w stanie motywować i dyscyplinować spółki do prowadzenia efektywnej polityki informacyjnej. Dzięki temu następuje poprawa jakości komunikacji z inwestorami, co potwierdza 73% ankietowanych inwestorów indywidualnych i 90% spośród badanych inwestorów instytucjonalnych (RYS. 5). Jest to szczególnie ważne z punktu widzenia niwelowania negatywnych następstw wynikających z asymetrii informacji, na którą mogą być narażeni szczególnie akcjonariusze mniejszościowi. Polega ona na nieefektywnej polityce informacyjnej, w tym ograniczonym dostępie do informacji, jak również odroczeniu w czasie jej dostępności, co w rezultacie utrudnia weryfikację rzetelności prowadzonej polityki spółki.

Dobre praktyki zwiększają poziom ochrony praw akcjonariuszy szczególnie w kwestiach nieuregulowanych przepisami prawa, co jest szczególnie istotne w kontekście akcjonariuszy mniejszościowych. Wobec zasad normatywnych wynikających z Kodeksu spółek handlowych, w tym zasady rządów większości, proporcjonalności praw i wkładów, czy zasady równego traktowania akcjonariuszy, może dochodzić do nadużywania władzy wobec drobnych inwestorów angażujących swoje środki finansowe w zakup akcji danej spółki. Zwrócenie w kodeksach dobrych praktyk uwagi na zaistniały problem pomaga przeciwdziałać hegemonii ze strony kadry menedżerskiej, jak również nadużywania władzy przez akcjonariusza większościowego. O pozytywnych efektach podejmowanych inicjatyw wypowiedziało się 70% badanych inwestorów instytucjonalnych i 54% inwestorów indywidualnych (RYS. 6). Należy uznać to za pozytywny kierunek zmian, dzięki któremu możliwe będzie pozyskanie kapitału od szerszego grona kapitałodawców.

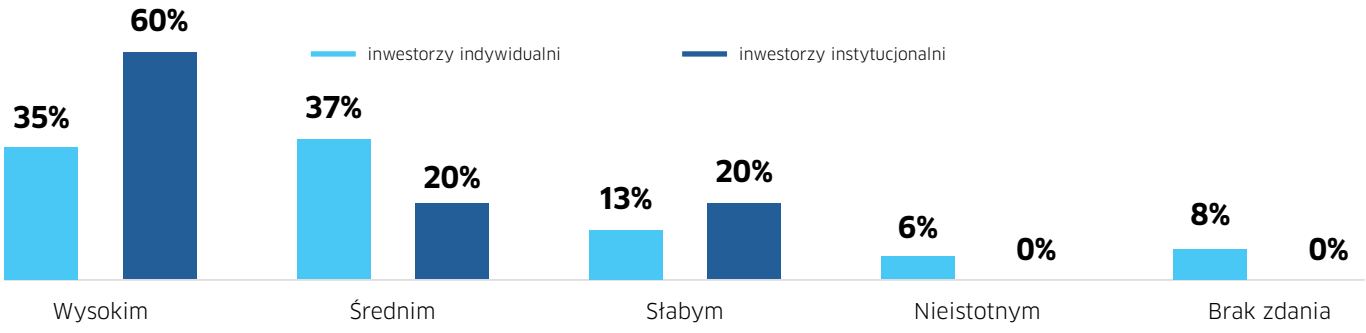
Prowadzenie przez emitentów polityki uwzględniającej oczekiwania

**O pozytywnym działaniu rekomendacji zawartych w kodeksach dobrych praktyk są przekonani sami inwestorzy reprezentujący grono zarówno inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych**

**RYSUNEK 4**

W jakim stopniu rekomendacje kodeksów dobrych praktyk wpływają na wzmocnienie transparentności spółek?

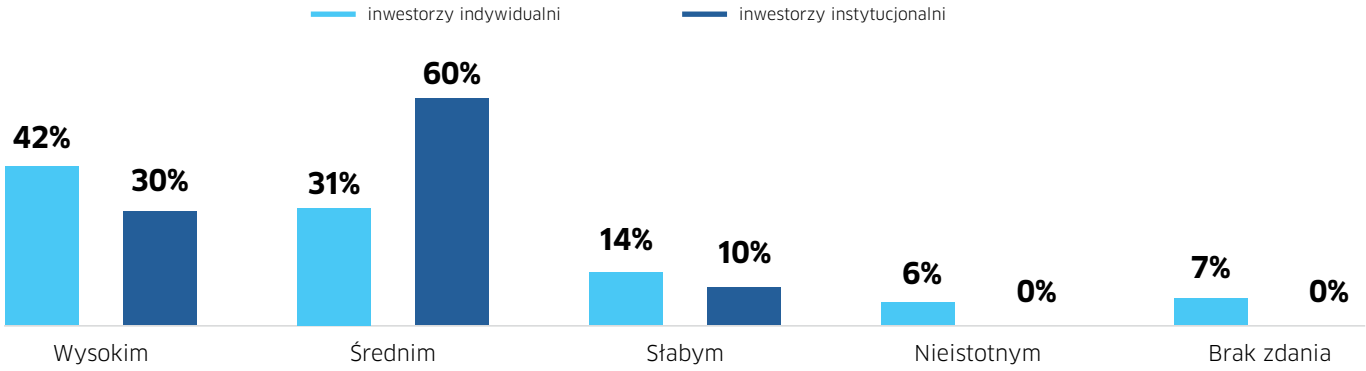
*Źródło: opracowanie własne*




**RYSUNEK 5**

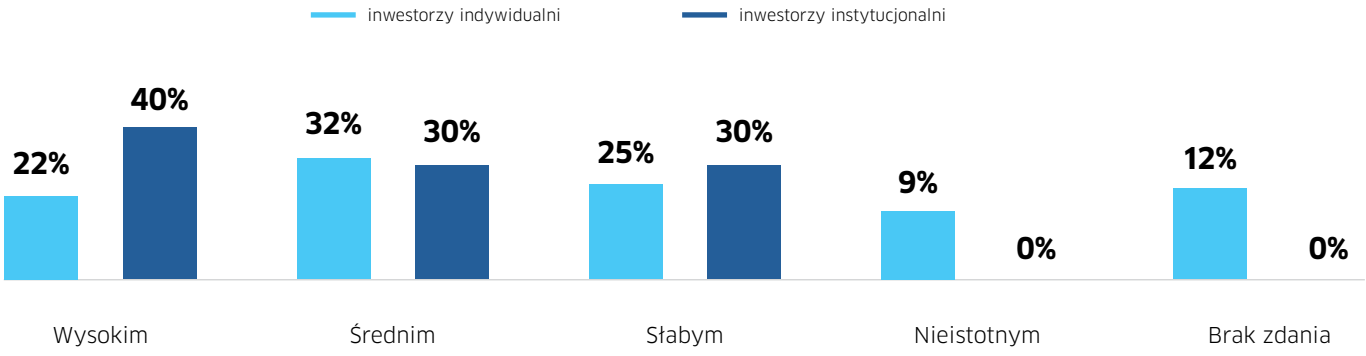
W jakim stopniu rekomendacje kodeksów dobrych praktyk wpływają na poprawę jakości komunikacji z inwestorami?

*Źródło: opracowanie własne*




**RYSUNEK 6**

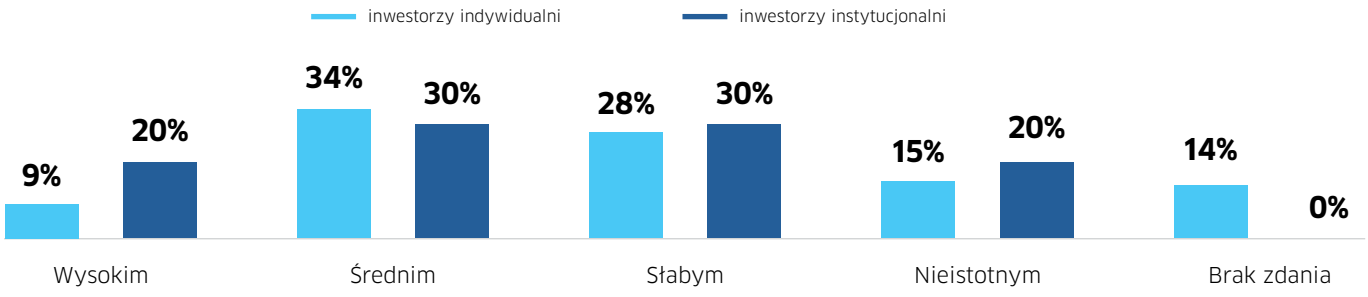
W jakim stopniu rekomendacje kodeksów dobrych praktyk wpływają na wzmocnienie ochrony praw akcjonariuszy w kwestiach nieuregulowanych przez przepisy prawa?



**RYSUNEK 7**

W jakim stopniu rekomendacje kodeksów dobrych praktyk wpływają na poprawę konkurencyjności spółek zwiększając alokacje kapitału?

*Źródło: opracowanie własne*




szerokorozumianych interesariuszy stwarza nowe możliwości budowania przewagi konkurencyjnej. Lekceważenie, czy bagatelizowanie znaczenia ładu korporacyjnego w realizowanej strategii jest postrzegane jako krótkowzroczność zarządzających, a nawet dowód braku profesjonalizmu. Stąd też w środowisku spółek giełdowych coraz częściej słychać stwierdzenie, zgodnie z którym wytyczne zawarte w kodeksach dobrych praktyk są standardem, który należy spełniać. O korzyściach wynikających z przyjętej strategii jest przekonanych 43% ankietowanych inwestorów indywidulanych i 50% ankietowanych inwestorów instytucjonalnych (RYS. 7).

Podsumowując, otrzymane wyniki potwierdzają, jak duże znaczenie odgrywają kodeksy dobrych praktyk w zakresie stymulowania pożądanych działań, w tym w zakresie ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych. Należy jednak pamiętać, że dokonanie samego zapisu postulowanych reguł funkcjonowania nie przesądza jeszcze o podnoszeniu jakości samego rynku kapitałowego. Kluczowa jest tu zwrotna odpowiedź działających na nim podmiotów, które wdrażałyby i respektowałyby rekomendacje. Należy pamiętać przy tym, że istota kodeksów dobrych praktyk sprowadza się do zwrócenia uwagi na potrzeby szerokorozumianych interesariuszy chroniąc przy tym spółki przed nadmiernym przeregulowaniem i zbiurokratyzowaniem ich działania. Kierując się wizerunkiem i reputacją oraz interesem spółki i jej akcjonariuszy „spółki giełdowe powinny dążyć do stosowania zasad ładu korporacyjnego zawartych w Dobrych Praktykach, przy zachowaniu zasad proporcjonalności i adekwatności w stosunku do indywidualnych potrzeb, mierzonych przede wszystkim wielkością przedsiębiorstwa i rodzajem oraz skalą prowadzonej działalności."4 Nie bez znaczenia jest również stanowisko samych zainteresowanych, których aktywna postawa może przyczynić się do podnoszenia efektywności wdrażanych przez spółki w obszarze corporate governance działań.

***dr Anna Wierzbicka***
adiunkt na Wydziale Ekonomii i Finansów
Uniwersytet w Białymstoku

**Przypisy:**

1. http://www.pfcg.org.pl/article/15220_Dobre_Praktyki_Spolek_Notowanych_na_GPW.htm(dostęp 01.03.2022)
2. https://www.gpw.pl/dobre-praktyki2021(dostęp 01.03.2022)
3. K. Oplustil, Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej, C.H.Beck, Warszawa 2010, s.74
4. https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/dobre_praktyki/DPSN21_BROSZURA.pdf, (dostęp 01.03.2022)

EKSPERTYZA

# Oszczędzanie długoterminowe – psychospołeczne determinanty zjawiska

dr Tomasz Sobierajski

Odpowiedź na pytanie „Z jakiego powodu warto oszczędzać pieniądze na emeryturę?" jest bardzo proste. Odkładanie pieniędzy na ostatni etap życia jest ważne, ponieważ pozwoli na zgromadzenie oszczędności, z których będzie można skorzystać w takim momencie życia, w którym nie będziemy chcieli lub mogli pracować. Ale… łatwo powiedzieć, trudniej zrobić. To, że tak wiele Polek i Polaków nie oszczędza długoterminowo, jest wynikiem kilku nakładających się na siebie czynników.

Po pierwsze, są to uwarunkowania polityczne, związane z mało przewidywalną i dla wielu osób niezrozumiałą działalnością obowiązkowych, państwowych systemów ubezpieczeń. Po drugie, wynika to z bardzo niskiego wskaźnika poziomu zaufania do instytucji publicznych, który przekłada się na niskie zaufanie w innych sektorach życia społecznego. Po trzecie, dochody wielu Polek i Polaków są niewystarczające do tego, żeby odkładać pieniądze na przyszłość. Po czwarte, kulturowo nie jesteśmy przygotowywani i edukowani do myślenia o przyszłości w kontekście bezpieczeństwa finansowego. I po piąte, jako ludzie, mamy szereg tendencji behawioralnych, które odraczają w czasie nasze decyzje związane z oszczędzaniem długoterminowym.

**Kulturowo nie jesteśmy przygotowywani i edukowani do myślenia o przyszłości w kontekście bezpieczeństwa finansowego**

Jako gatunek ludzki mamy naturalną tendencję do tego, żeby działać, myśleć i podejmować decyzje w określony sposób. Główne podłoże tych działań stanowi chęć przetrwania – w bardzo różnych jego aspektach. Niestety ta podstawowa potrzeba nie zawsze jest zbieżna z naszym zabezpieczeniem finansowym, szczególnie na dalsze lata naszego życia. Szereg błędów poznawczych ogranicza naszą zdolność do długoterminowego oszczędzania. Co więcej, z tego, że popełniamy takie błędy, większość z nas nie zdaje sobie sprawy.

Błędy poznawcze, które można byłoby nazywać również skrótami (bias) myślowymi to szereg – szacuje się, że jest ich blisko 170 – pułapek myślowych, które oparte są na nieracjonalnym postrzeganiu rzeczywistości, wynikającym z subiektywnego oglądu świata. Wskutek błędów/skrótów myślowych nierzadko zdarza nam się niesprawiedliwie ocenić drugą osobę, podjąć nienajlepszą dla nas decyzję lub pominąć kluczowe dla naszej dobrej przyszłości fakty. Na to, że jedne błędy poznawcze działają na nas mocniej niż inne, ma wpływ wiele czynników. Z pewnością są to cechy osobnicze, dzięki którym mamy określone zdolności refleksyjne, a także cały pakiet wiedzy o świecie – nasze doznania, doświadczenia, edukacja.

Ważnym trygerem w uruchamianiu lub nieuruchamianiu przez nas błędów poznawczych jest także kultura w szerokim pojęciu, czyli podłoże społeczne, na którym wyrośliśmy i w którym funkcjonujemy. Nie można zatem przyjąć, że każdy z nas poddaje się tym samym błędom poznawczym. A nawet jeśli tak się zdarzy, to nie można zakładać, że poddajemy się im w takim samym stopniu. Są jednak takie grupy błędów poznawczych, które w określonych sytuacjach mają większe szanse na zaistnienie i wpływ na nasze działania i decyzje.

Warto przyjrzeć się tym błędom poznawczym, które mogą mieć najczęstszy wpływ na decyzje ludzi w odniesieniu do długoterminowego oszczędzania.

**Błąd potwierdzenia**

Jest to tendencja do przetwarzania i interpretowania informacji w taki sposób, żeby były zgodne z naszym wcześniejszymi przekonaniami. Błąd ten objawia się szczególnie silnie w sytuacji, kiedy decyzja, którą mamy podjąć, jest bardzo złożona i dotyczy nas samych. W związku z tym, często podejmujemy – dla osób patrzących z boku – nielogiczne i nieracjonalne decyzje.

Postępowanie wpisane w ramy błędu potwierdzenia jest wynikiem tego, że na co dzień jesteśmy bombardowani bardzo dużą liczbą informacji i nie mamy czasu na to, żeby wszystkie z nich przetworzyć w odpowiedni sposób. W efekcie tego interpretujemy je w oparciu o wcześniej wyrobione zdanie. Z tego powodu bardzo trudno będzie można przekonać do oszczędzania długoterminowego na emeryturę osobę, która ma niedobre doświadczenia z tego typu oszczędzaniem. Emocjonalny charakter porażki lub innych złych doświadczeń wzmaga zaistnienie błędu potwierdzenia.

**Efekt Polyanny**

Jest to tendencja polegająca na skupiania się w życiu na tym, co bardziej pozytywne. I choć w pozytywnym

## Szereg błędów poznawczych ogranicza naszą zdolność do długoterminowego oszczędzania

nastawieniu do świata i ludzi nie ma nic złego, to efekt Polyanny ma swoje negatywne oblicze. Nazwa efektu pochodzi od imienia głównej bohaterki książki dla dzieci autorstwa Eleanor Porter pod tytułem „Polyanna". Dziewczynka opisana przez Porter jest radosnym dzieckiem, które w każdej sytuacji potrafi znaleźć pozytywną stronę. W wielu zdarzeniach w naszym życiu efekt Polyanny może nam bardzo pomagać, to jednak nie zawsze nakładanie „różowych okularów" jest dobre. Efekt Polyanny nazywany jest niekiedy również nadmiernym optymizmem. I słowo nadmierny jest kluczem do zrozumienia zagrożeń tego zjawiska. Osoby, u których obserwuje się efekt Polyanny to ludzie, którzy dużo chętniej i z nostalgią patrzą w przeszłość, a niechętnie myślą o przyszłości. Co więcej, nieustannie odsuwają od siebie niewygodne, niemiłe sytuacje, a kiedy się z nimi zderzają, to nie potrafią sobie z nimi poradzić. W przypadku oszczędzania na emeryturę dla osób z syndromem Polyanny bardzo trudne będzie wyobrażenie sobie emerytury jako czasu, w którym nie będą miały siły, będą chorować i z tego powodu będą potrzebować zabezpieczenia finansowego. Z tego względu osoby te będą nieustannie odkładać decyzje o rozpoczęciu oszczędzania.

**Efekt zakotwiczenia**

Jest to rodzaj heurystyki, która występuje wtedy, kiedy podejmując decyzję lub rozwiązując problem skupiamy się tylko na jednej, najczęściej pierwszej informacji. W tego rodzaju heurystyce bardzo ważne znaczenie ma efekt pierwszeństwa, czyli lepsze zapamiętanie tego, czego nauczyliśmy się najpierw niż tego, czego nauczyliśmy się później. W przypadku oszczędzania na emeryturę bardzo ważne jest to, z jakimi informacjami na temat oszczędzania długoterminowego zetknęła się dana osoba oraz jak został jej zaprezentowany pakiet oszczędzania. Jeśli wartość początkowa była podana błędnie lub była niedoszacowana, to każda kolejna decyzja będzie obarczona tym błędem. W efekcie ludzie będą podejmować nieracjonalne decyzje związane ze swoimi oszczędnościami, dokonując niedokładnych korekt wartości początkowej i nie przypisując odpowiedniego znaczenia kolejnym informacjom, takim jak np. wpływ inflacji czy kryzysy gospodarcze.

**Syndrom gotującej się żaby**

Jest to zjawisko określające osoby, które są w stanie dostosować się do sytuacji, która przez innych wydawałaby się nie do zniesienia. Nazwa tego syndromu wywodzi się od zdolności adaptacyjnych żab, które włożone do zimnej wody, która będzie następnie powoli podgrzewana, nie zorientują się, kiedy jej temperatura będzie już tak wysoka, że nie będą mogły lub miały siły z niej wyskoczyć. W przypadku oszczędzania długoterminowego efekt gotującej się żaby jest szczególnie dotkliwy w wyniku nieustannego odsuwania decyzji o rozpoczęciu oszczędzania na emeryturę. W efekcie, kiedy wizja emerytury będzie stawała się bardziej realna, a i nasze wyobrażenie o niej będzie bardziej realistyczne, to próba zgromadzenia odpowiedniej ilości pieniędzy w bardzo krótkim czasie – kiedy zdamy sobie sprawę z powagi sytuacji – będzie niemożliwa.

**Efekt wspierania decyzji**

Jest to skłonność do postrzegania naszych wyborów jako lepszych niż są w rzeczywistości. W związku z tym, że większość naszych decyzji – szczególnie tych związanych z finansami – jest podejmowana nieświadomie i nie mamy dostępu do pełnego pakietu informacji, na podstawie których podjęliśmy daną decyzję, mózg tworzy powody po fakcie, żeby wzmocnić nasze lepsze postrzeganie siebie i utwierdzić nas w tym, że podjęliśmy właściwą decyzję. W przypadku oszczędzania długoterminowego,

## Błędy poznawcze [...] to szereg pułapek myślowych, które oparte są na nieracjonalnym postrzeganiu rzeczywistości, wynikającym z subiektywnego oglądu świata

efekt wspierania decyzji jest szczególnie widoczny u osób, które nieustannie odraczają decyzję o rozpoczęciu oszczędzania na emeryturę. Mózg wspiera decyzję o nieoszczędzaniu, podsuwając nam argumenty, które utwierdzają nas w tym, że dobrze zdecydowaliśmy. Z drugiej strony, efekt wspierania decyzji ma również bardzo pozytywne implikacje u osób, które już zdecydowały się na oszczędzanie długoterminowe. O ile nie zostaną zdominowani przez inne błędy poznawcze, to plan emerytalny ma szanse się powieść.

Oprócz błędów poznawczych – w odniesieniu do oszczędzania długoterminowego – warto jeszcze wspomnieć o dwóch błędach, które nie są wprost zaliczane do błędów kognitywnych.

Pierwszy z nich to dyskontowanie hiperboliczne, które polega na tym, że jesteśmy bardziej skłonni do podejmowania decyzji, które przyniosą nam natychmiastową, niewymagającą dużego wysiłku nagrodę, zamiast decyzji, które przyniosą nam nagrodę w przyszłości. W wielokrotnie powtarzanym eksperymencie naukowcy pytali badanych, czy woleliby dostać 100 dolarów dzisiaj, 120 dolarów za rok, czy 144 dolary za dwa lata. Większość badanych decyduje się na wzięcie pieniędzy od razu.

Drugi to tzw. błąd wzrostu wykładniczego, który wynika z niskiej edukacji matematycznej i łączy się z decyzjami, które zostały opisane powyżej. Wiele badań realizowanych w krajach rozwiniętych, wśród reprezentatywnej grupy społecznej, wskazuje na to, że blisko trzy czwarte badanych nie rozumie korzyści wynikających z procentu składanego. To, że definicja procentu składanego jest obca większości osobom może nie dziwić, ale już nierozumienie objaśnienia tego zjawiska – z którym mamy do czynienia w odniesieniu do oszczędzania długoterminowego – bardzo zaskakuje.

Badania społeczne prowadzone wśród dorosłych Polek i Polaków wskazują na bardzo wysoki poziom deklaratywności, jeśli chodzi o znaczenie oszczędzania długoterminowego lub oszczędzania na emeryturę. Jednak w codziennym życiu i w codziennych decyzjach górę biorą błędy poznawcze i nieracjonalne zachowania. Zwycięża tendencyjna teraźniejszość, która odracza zadbanie o bezpieczeństwo finansowe na emeryturze.

***dr Tomasz Sobierajski***
Instytut Stosowanych Nauk Społecznych, Uniwersytet Warszawski

**Blisko trzy czwarte badanych nie rozumie korzyści wynikających z procentu składanego**

**Ważnym trygerem w uruchamianiu lub nieuruchamianiu przez nas błędów poznawczych jest także kultura w szerokim pojęciu, czyli podłoże społeczne, na którym wyrośliśmy i w którym funkcjonujemy**

BADANIA

# Wpływ uwarunkowań behawioralnych na planowany wiek emerytalny

dr Tomasz Jedynak

**Na decyzję o przejściu na emeryturę mogę również wpływać zmienne makroekonomiczne, takie jak poziom bezrobocia oraz ogólna sytuacji gospodarcza i koniunktura na rynku**

W piśmiennictwie problematyka wieku emerytalnego i przechodzenia na emeryturę z reguły analizowana jest perspektywy mikro. Przyjęcie mikroperspektywy w analizie zagadnień emerytalnych opiera się na koncepcji modelu cyklu życia, która nakazuje traktować system emerytalny jako narzędzie alokacji dochodu w trakcie życia. W ujęciu tym analizuje się trzy podstawowe elementy, które charakteryzują uczestnictwo jednostki w systemie emerytalnym: gromadzenie oszczędności (uprawnień emerytalnych), wypłatę tych oszczędności, moment rozgraniczający oba te okresy, czyli wiek zakończenia aktywności zawodowej i przejścia na emeryturę.

Wskazane elementy z jednostkowego punktu widzenia obejmują najważniejsze parametry systemu emerytalnego i jako takie stanowią kluczowe obszary decyzji emerytalnych. Decyzje te mogą być przy tym podejmowane zarówno przez państwo, jak i indywidualnie przez każdego uczestnika systemu emerytalnego (zakres decyzyjności jednostek jest przy tym ograniczony przepisami prawa). Spośród wymienionych obszarów decyzji emerytalnych w centrum zainteresowania rozważań podejmowanych w pracach badawczych autora znajdują się indywidulane decyzje dotyczące wyboru momentu przejścia na emeryturę.

W kontekście tych decyzji można zadać pytanie o to co wpływa na indywidualne wybory dotyczące momentu przejścia na emeryturę. Innym słowy: dlaczego różni ludzie decydują się kończyć aktywność zawodową i przechodzić na emeryturę w różnym wieku? Tradycyjnie odpowiedzi na tak sformułowane pytanie poszukuje się w neoklasycznych modelach emerytalnych oraz bazujących na nich badaniach empirycznych. Literatura ekonomiczna podejmująca ten wątek jest bowiem bogata i – przy najmniej z pozoru – wydaje się dostarczać wyczerpującej odpowiedzi postawione wyżej pytanie.

W ramach neoklasycznego nurtu ekonomii budowane są różnego rodzaju modele emerytalne, które mają opisywać proces decyzyjny prowadzący jednostkę do podjęcia decyzji o zakończeniu aktywności zawodowej. Do najbardziej znanych modeli emerytalnych należą proste jednookresowe modele wyboru pomiędzy pracą a czasem wolnym, statyczne modele cyklu życia, uniwersalny model Fieldsa-Mitchell, dynamiczne modele cyklu życia, model wyceny opcji Stocka-Wise oraz modele stochastycznego programowania dynamicznego. Modele te, poza przedstawianiem racjonalnego rozumowania prowadzącego do podjęcia decyzji o przejściu na emeryturę, umożliwiają również identyfikację czynników, które ludzie biorą pod uwagę podejmując decyzje o przejściu na emeryturę.

Identyfikacja oraz określenie kierunku i siły wpływu tych czynników na decyzje emerytalne były na przestrzeni minionego półwiecza przedmiotem wielu opracowań. Ich przegląd prowadzi do wyróżnienia szeregu czynników, które mają wpływ na decyzje dotyczące przechodzenia na emeryturę. Z dotychczasowych badań wynika, że należą do nich m.in.: wysokość wynagrodzenia; wysokość świadczeń emerytalnych i hojności systemu emerytalnego; rozmiary majątku emerytalnego; konstrukcja systemu zabezpieczenia społecznego, w tym wysokość ustawowego wieku emerytalnego i przeprowadzane reformy systemów emerytalnych; stan zdrowia; oczekiwana długość życia; charakterystyka pracy i wykonywany zawód; satysfakcja

**Szereg badań dowodzi bowiem, że ludzie w swoich wyborach wcale nie zachowują się tak racjonalnie, jak chcieliby tego ekonomiści**

z pracy; a także status małżeński, uwarunkowania rodzinne oraz obowiązki opiekuńcze. Na decyzję o przejściu na emeryturę mogą również wpływać zmienne makroekonomiczne, takie jak poziom bezrobocia oraz ogólna sytuacja gospodarcza i koniunktura na rynku.

Jak już wspomniano, większość dotychczasowych badań dotyczących czynników wpływających na decyzje o przejściu na emeryturę prowadzona była w ramach głównego nurtu ekonomii. Koncentrowały się one zatem na czynnikach formułowanych w oparciu o modele przechodzenia na emeryturę, które bazują na paradygmacie racjonalnego człowieka (*homo oeconomicus*). Odkrycia ekonomii behawioralnej sugerują tymczasem, aby w kontekście podejmowania indywidualnych decyzji o przejściu na emeryturę, podobnie jak ma to miejsce na innych polach zainteresowania ekonomii i finansów, kwestionować zasadność tego paradygmatu. Szereg badań dowodzi bowiem, że ludzie w swoich wyborach wcale nie zachowują się tak racjonalnie, jak chcieliby tego ekonomiści. Nie inaczej jest również w przypadku decyzji dotyczących uczestnictwa w systemie emerytalnym.

Obserwacja rzeczywiście podejmowanych decyzji emerytalnych umożliwia identyfikację całego katalogu zachowań, których nie da się w pełni wyjaśnić za pomocą neoklasycznych modeli emerytalnych. Przykładowo wskazuje się, że ludzie wcale nie przechodzą na emeryturę w momencie określanym w tych modelach jako optymalny oraz nie biorą pod uwagę maksymalizacji swojej oczekiwanej użyteczności życiowej. Do innych, odchyleń od optymalnych – w myśl modeli neoklasycznych – zachowań emerytalnych należą m.in.: nieprzystępowanie do programów emerytalnych oferujących korzystne

**Obserwacja rzeczywiście podejmowanych decyzji emerytalnych umożliwia identyfikację całego katalogu zachowań, których nie da się w pełni wyjaśnić za pomocą neoklasycznych modeli emerytalnych**

ekonomicznie warunki uczestnictwa związane z dopłatami finansowanymi ze środków pracodawcy[1]; wybieranie nieoptymalnych portfeli inwestycji emerytalnych[2] oraz opieranie decyzji emerytalnych na zachowaniu osób z otoczenia społecznego i normach społecznych[3]. Jako ciekawostkę potwierdzającą tezę o braku racjonalności decyzji emerytalnych można wskazać fakt, że Amerykanie częściej niż wynikałoby to z samej statystyki przechodzą na emeryturę w dniu swoich urodzin[4].

W obszarze ekonomii emerytalnej podejście behawioralne jest obecne już od początku XXI w. Badania prowadzone dotychczas w ramach behawioralnej ekonomii emerytalnej koncentrowały się jednak głównie na problematyce gromadzenia oszczędności emerytalnych oraz – rzadziej – na kwestii wypłaty tych oszczędności. Relatywnie mniej miejsca poświęcono natomiast behawioralnym uwarunkowaniom decyzji dotyczących przechodzenia na emeryturę. Spostrzeżenie to prowadzi więc do zidentyfikowania istotnej luki badawczej, która obejmuje identyfikację oraz ocenę oddziaływania czynników behawioralnych mających wpływ na decyzje dotyczące wyboru momentu przejścia na emeryturę.

Przegląd piśmiennictwa pozwala wyróżnić co najmniej siedem potencjalnych czynników behawioralnych, które mogą wpływać na decyzje o przejściu na emeryturę[5]. Należą do nich: 1) efekt ramowania; 2) opcje domyślne; 3) efekt zakotwiczenia; 4) oddziaływanie norm i otoczenia społecznego; 5) dyskontowanie hiperboliczne; 6) złudzenie planowania oraz 7) prognozowanie afektywne.

W pracy „Behawioralne uwarunkowania decyzji o przejściu na emeryturę"[6] autor zbadał wpływ na decyzje emerytalne czterech pierwszych spośród wymienionych czynników. Przeprowadzone analizy opierały się na wynikach badań przeprowadzonych wśród niebędących na emeryturze uczestników powszechnego systemu emerytalnego w Polsce. W badaniu udział wzięło 1114 dobranych w sposób losowy uczestników panelu badawczego Reaktor Opinii stworzonego przez Instytut Badań Pollster. W badaniach wykorzystano autorskie narzędzie badawcze – kwestionariusz ankiety. W kwestionariuszu tym, poza klasycznymi narzędziami zbierania danych, wykorzystano również metodę

kontrolowanego eksperymentu, która umożliwiła analizę obszarów niedających się obserwować za pomocą klasycznych badań obserwacyjnych oraz technikę pytań winietowych (epizodów), która pozwoliła na kontrolowaną manipulację wybranymi zmiennymi uwzględnianymi w badaniu. W kwestionariuszu zastosowano również uznane i powszechnie stosowane w piśmiennictwie narzędzia diagnostyczne (zestawy pytań) odnoszące się do świadomości emerytalnej (m.in. „wielka trójka" pytań o kompetencje finansowe A. Lusardi i O. Mitchell, umiejętności kognitywnych (test CRT) oraz cech osobowości (inwentarz TIPI).

**Obserwacja rzeczywiście podejmowanych decyzji emerytalnych umożliwia identyfikację całego katalogu zachowań, których nie da się w pełni wyjaśnić za pomocą neoklasycznych modeli emerytalnych**

W efekcie przeprowadzonych badań stwierdzono, że na decyzje dotyczące wyboru momentu przejścia na emeryturę wpływają:

- opcje domyślne oraz efekt zakotwiczenia badanych na granicy ustawowego wieku emerytalnego;
- sposób przedstawienia problemu decyzyjnego dotyczącego wyboru wieku emerytalnego (efekt ramowania). Wyniki analiz potwierdziły, że istotny wpływ na rozpatrywane decyzje ma ramowanie akcentujące straty. Oznacza to, że w przypadku gdy przejście na emeryturę w danym wieku jest przedstawiane w kategorii strat względem określonego wieku referencyjnego, to w porównaniu do neutralnego sposobu przedstawienia tego samego problemu decyzyjnego, więcej osób będzie planowało wydłużenie aktywności zawodowej;
- zmiany w wieku emerytalnym osób z otoczenia społecznego decydenta. Odnotowano, że większa sugerowana zmiana wieku emerytalnego w otoczeniu społecznym wpływa na wyższy planowany wiek przejścia na emeryturę.

Ponadto badania pozwoliły stwierdzić, że istnieje pozytywny związek pomiędzy świadomością emerytalną i podejmowaniem decyzji dotyczących momentu przejścia na emeryturę (wyższy poziom świadomości emerytalnej przekłada się na wyższy planowany wiek przejścia na emeryturę). Dowiedziono również, że istnieje pozytywny związek pomiędzy umiejętnościami kognitywnymi i decyzjami dotyczącymi momentu przejścia na emeryturę (wyższe umiejętności kognitywne wpływają na opóźnienie planowanego przejścia na emeryturę). Jednocześnie należy wspomnieć, że ze względu na niekonkluzywność rezultatów uznano, że nie ma wystarczających podstaw do stwierdzenia, że na decyzje dotyczące momentu przejścia na emeryturę wpływają cechy osobowości.

Innym interesującym spostrzeżeniem wynikającym z przeprowadzonych badań jest stwierdzenie, że niezależnie od manipulowanych w ramach eksperymentu wartości opcji domyślnych standardowego wieku emerytalnego badani najczęściej wskazywali, że w hipotetycznym systemie emerytalnym ich planowany wiek emerytalny wynosiłby 60 lat (kobiety) lub 65 lat (mężczyźni). Świadczy to o głębokim zakorzenieniu obu tych wartości w świadomości respondentów. Stopień tego zakorzenienia jest przy tym tak duży, że wskazane wielkości, pełnią dla badanych rolę uniwersalnych kotwic wieku emerytalnego.

Co ciekawe, istotny wpływ na wybór momentu przejścia na emeryturę miał również wiek badanych osób. Im starsza była badana osoba, tym mniejsze było prawdopodobieństwo, że będzie ona planowała opóźnienie przejścia na emeryturę. Oznacza to, że w miarę zbliżania się do wieku „okołoemerytalnego" przyszli emeryci są coraz mniej skłonni do przedłużania aktywności zawodowej. Potencjalnymi przyczynami tego zjawiska są zmieniające się uwarunkowania zewnętrzne, zmiany w mentalności badanych oraz zjawisko dyskontowania hiperbolicznego.

Na zakończenie warto wskazać, że wnioski formułowane na podstawie omawianych badań mają również charakter aplikacyjny. Podjęte rozważania są szczególnie ważne dla polityki społecznej, w tym polityki emerytalnej oraz polityki rynku pracy. Główną konkluzją płynącą z badań jest stwierdzenie, że czynniki behawioralne wpływają na decyzje dotyczące przechodzenia na emeryturę. Intencjonalne wykorzystanie

## W miarę zbliżania się do wieku „około-emerytalnego" przyszli emeryci są coraz mniej skłonni do przedłużania aktywności zawodowej

przez kreatorów polityki udowodnionych związków mogło by więc posłużyć do stymulowania wydłużania aktywności zawodowej. Zastosowanie w obszarze indywidualnych decyzji dotyczących przechodzenia na emeryturę podejścia opierającego się na koncepcji postulowanego przez R. Thalera i C. Sunsteina[7] „libertariańskiego paternalizmu" może okazać się równie skuteczne, jak w przypadku tworzenia zachęt do dodatkowego gromadzenia oszczędności emerytalnych.

Inny wniosek praktyczny wynikający z przeprowadzonych analiz dotyczy znaczenia granicy powszechnego wieku emerytalnego. Zdaniem części ekonomistów w zreformowanym systemie emerytalnym ustawowy wiek emerytalny jest parametrem mającym drugorzędne znaczenie. Przy podejmowaniu decyzji o przejściu na emeryturę liczy się bowiem przede wszystkim zgromadzony kapitał, przez co w przyszłości ludzie i tak będą pracowali dłużej niż wynika to z obowiązujących przepisów. Abstrahując od niekwestionowanej tutaj słuszności takich twierdzeń, wyniki przeprowadzonych badań wskazują jednak, że ludzie w rzeczywistości nie postępują tak racjonalnie, jak uważają ekonomiści. Podejmując decyzje dotyczące przechodzenia na emeryturę ludzie w dużej mierze kierują się sugestią zawartą w granicy ustawowego wieku emerytalnego, który traktują jako uniwersalną kotwicę wieku emerytalnego. Jako jedną z metod wydłużania aktywności zawodowej należy zatem wskazać działania mające na celu przesunięcie tej kotwicy. Wydaje się, że obok edukacji finansowej, najskuteczniejszą drogą do osiągnięcia tego celu jest podniesienie domyślnego (czyli powszechnego) wieku emerytalnego.

***dr Tomasz Jedynak***
adiunkt w Katedrze Zarządzania Ryzykiem i Ubezpieczeń Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie

**Przypisy:**

**1.** B. Madrian, D.F. Shea, The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior, „The Quarterly Journal of Economics" 2001, t. 116, nr 4.
**2.** J.J. Choi, D. Laibson, B.C. Madrian, Why Does the Law of One Price Fail? An Experiment on Index Mutual Funds, „The Review of Financial Studies" 2010, t. 23, nr 4; F. Duarte, J. Hastings, Fettered Consumers and Sophisticated Firms: Evidence from Mexico's Privatized Social Security Market, NBER Working Paper, nr 18582, National Bureau of Economic Research, Inc, 2012. subjects each allocate $10,000 across four S&P 500 index funds and are rewarded for their portfolio's subsequent return. Subjects overwhelmingly fail to minimize fees. We reject the hypothesis that subjects buy high-fee index funds because of bundled nonportfolio services. Search costs for fees matter, but even when we eliminate these costs, fees are not minimized. Instead, subjects place high weight on annualized returns since inception. Fees paid decrease with financial literacy. Interestingly, subjects who choose high-fee funds sense they are making a mistake.","container-title":"The Review of Financial Studies","DOI":"10.1093/rfs/hhp097","ISSN":"0893-9454","issue":"4","journalAbbreviation":"The Review of Financial Studies","page":"1405-1432","source":"Silverchair","title":"Why Does the Law of One Price Fail? An Experiment on Index Mutual Funds","title-short":"Why Does the Law of One Price
**3.** F. Erp, N. Vermeer, D. van Vuuren, Non-financial Determinants of Retirement: A Literature Review, „De Economist" 2014, t. 162, nr 2; N. Vermeer, M. van Rooij, D. van Vuuren, Retirement Age Preferences: The Role of Social Interactions and Anchoring at the Statutory Retirement Age, „De Economist" 2019, t. 167, nr 4.
**4.** W. Kopczuk, J. Song, Stylized Facts and Incentive Effects Related to Claiming of Retirement Benefits Based on Social Security Administration Data, SSRN Scholarly Paper, nr ID 1338222, Social Science Research Networ
**5.** F. Erp, N. Vermeer, D. van Vuuren, Non-financial Determinants of Retirement, op. cit.; M. Knoll, Behavioral and Psychological Aspects of the Retirement Decision, SSRN Scholarly Paper, nr ID 1953404, Social Science Research Network, 2011. k, 2008.
**6.** T. Jedynak, Behawioralne uwarunkowania decyzji o przejściu na emeryturę, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2022.
**7.** R. Thaler, C.R. Sunstein, Libertarian Paternalism, „American Economic Review" 2003, t. 93, nr 2.

**WYDAWCA**
Izba Gospodarcza
Towarzystw Emerytalnych

ul. Marszałkowska 20/22 lok. 64
00-590 Warszawa
tel./fax: 22 629 09 27
e-mail: igte@igte.pl
https://igte.pl
twitter.com/_IGTE
www.facebook.com/IGTEPL
www.youtube.com/IGTE

**REDAKTOR NACZELNY**
Filip Pietkiewicz-Bednarek

**PROJEKT GRAFICZNY I SKŁAD**
Volià! Information Design Studio
www.voila-infographics.com

**ILUSTRACJA NA OKŁADCE:**
Monika Marek-Łucka

**NUMERY ARCHIWALNE:**
https://igte.pl/wydawnictwa/biuletyn

**IZBA GOSPODARCZA TOWARZYSTW EMERYTALNYCH**
to założona w 1999 roku organizacja samorządu gospodarczego reprezentująca branżę Powszechnych Towarzystw Emerytalnych, instytucji zarządzających Otwartymi Funduszami Emerytalnymi oraz Dobrowolnymi Funduszami Emerytalnymi. Izba zrzesza 9 towarzystw reprezentujących interesy około 15 mln swoich klientów. Członkowie Izby zarządzają aktywami o wartości około 180 mld złotych, które inwestują głównie w polską gospodarkę. IGTE prowadzi działania wspierające tworzenie legislacji sprzyjającej efektywnemu systemowi emerytalnemu, rozwija wiedzę ekspercką w zakresie zabezpieczenia emerytalnego i rynku kapitałowego, buduje relacje z interesariuszami, przekazuje wyniki swoich prac opinii społecznej oraz podejmuje inicjatywy edukacyjne.

**www.igte.pl**
Na naszej stronie odnajdziecie Państwo całość ekspertyzy i wszystkie wydawnictwa IGTE

**www.youtube.com/IGTE**
Wszystkie debaty, w których braliśmy udział lub które inspirowaliśmy, obejrzycie na naszym kanale

**twitter.com/_IGTE**
Najświeższe newsy komunikujemy najpierw na Twitterze

**www.facebook.com/IGTE**
Naszą bieżącą działalność najwygodniej obserwować na FB

**www.linkedin.com/company/igte/**
Tutaj kontaktujemy się ze środowiskiem profesjonalistów