25 (LIPIEC) 2022

IGTE
Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych

BIULETYN

FAKTY / LICZBY / OPINIE

MASŁOWSKI

Przebyliśmy więc długą drogę od spekulanta, poprzez inwestora średnioterminowego, z bardzo silnym home-bias, do inwestora długoterminowego, oszczędzającego na emeryturę

SOŁDEK

W opinii przedstawicieli spółek i ekspertów rynku otwarte fundusze emerytalne przyczyniły się w okresie do 2015 roku do podniesienia standardów korporacyjnych spółek

SOBIERAJSKI

Okazuje się bowiem, że niezależnie od tego, czego nauczyliśmy się w dzieciństwie, to (dopiero) około 40. roku życia zaczynamy podejmować prawdziwie samodzielne, dojrzałe decyzje finansowe

SPIS TREŚCI

2

Małgorzata Rusewicz
Odczarować świat finansów

4

Piotr Gałązka
Więcej zaufania konsumenta do rynku kapitałowego

7

Andrzej Sołdek
Wysoka aktywność OFE w nadzorze korporacyjnym w latach 2018-2021 cz. I

12

dr hab. Marek Szczepański, prof. PP,
Instytucje finansowe i rządy wobec grupowego ryzyka długowieczności

19

dr Michał Masłowski
Od spekulanta do ciułacza – droga polskiego inwestora

25

dr Tomasz Sobierajski
Oszczędzanie na emeryturę – społeczne modelowanie i genetyka

OD WYDAWCY

Odczarować świat finansów

Małgorzata Rusewicz

Sprawność finansowa i wiedza ekonomiczna Polaków pozostawia sporo do życzenia. Gdyby stały na wyższym poziomie, to nie tylko lepsza byłaby sytuacja finansowa Polaków, lepsze byłyby ich perspektywy, ale także usługi finansowe mogłyby lepiej się rozwijać, co mogłoby wpłynąć na szybszy i lepszy jakościowo wzrost gospodarczy. Tracimy na tym zatem nie tylko indywidualnie, ale i zbiorowo.

Na rynku usług finansowych w ciągu ostatnich ponad trzydziestu lat wydarzyło się wiele. Zawaliły instytucje, zawalali klienci, państwo dołożyło swoją znaczącą cześć do negatywnych zjawisk. Poza tym rynek dotknęły także działania przestępcze – oszustwa, fraudy itd., o których pisało się latami, a echa tych wydarzeń nie milkną do dziś. Zaufanie, które jest podstawą relacji, pomiędzy klientami i instytucjami, klientami i państwem, instytucjami i państwem, we wszystkich tych wymiarach, zostało bardzo mocno nadszarpnięte.

Od dłuższego czasu zastanawiamy się, co może wpłynąć pozytywnie na zainteresowanie usługami finansowymi, lepsze ich rozumienie, wzrost umiejętności społecznych w zakresie zarządzania pieniędzmi, ale również na komunikację i stosunki z klientami. Co może wzmacniać odbudowę zaufania i poprawę wykorzystana zasobów, które mamy, a które nie pracują dla nas w odpowiedni sposób?

Między innymi z tych względów zdecydowaliśmy się na tegorocznym Europejskim Kongresie Finansowym porozmawiać o jednym z elementów tego złożonego stanu rzeczy – o komunikacji. Do dyskusji pod tytułem „Jak mówić o finansach, by ludzie zrozumieli, zaufali i zmienili postawy" zaprosiliśmy ekspertów od komunikacji, edukacji, psychologii finansowej, a także przedstawiciela administracji w osobie zastępcy przewodniczącego KNF.

Z naszej debaty wyniknęło kilka ciekawych wniosków, które obudowane osobistą refleksją chciałabym Państwu przedstawić. Co krzepiące, jest nadzieja na zmianę obecnego stanu rzeczy, na wyjście ze swojego rodzaju klinczu, w którym trwamy. Jednak nikt nie zdoła zrobić nic spektakularnego w pojedynkę, nawet w grupie się to nie uda, jeśli do działań przystąpiliby tylko interesariusze jednej kategorii. Kluczem do uruchomienia zmian jest wspólna inicjatywa wszystkich stron relacji finansowych, wszystkich interesariuszy rynku, to musiałaby być gra zespołowa. Najlepiej gdyby była to inicjatywa w jakiś sposób koordynowana, spójna i na bieżąco modyfikowana.

Powinniśmy na początku skupić się na dwóch elementach – na komunikacji i edukacji. Obecnie nasi klienci nie mają wielu inspirujących doświadczeń, nie lubią rozmawiać o finansach, podejrzliwie podchodzą do ofert instytucji finansowych. Co więcej, panuje przekonanie, że finanse objęte są jakąś tajemnicą, tabu, a nadto stanowią temat trudny i nudny. Z naszych własnych badań wynika, że młodym osobom pojęcie finansów kojarzy się z lękiem.

To, co możemy zacząć robić, to odczarowywać świat finansów. Pierwszym korkiem w tym kierunku będzie przyjrzenie się temu, jak komunikujemy nasze produkty, jak o nich mówimy, jak sformułowane są umowy, ulotki, banery. Drugi element dotyczy tego, jak nasi klienci są obsługiwani, na ile staramy się dostosowywać nie tylko do ich wiedzy, ale także tempa przyswajania faktów. Powinniśmy podawać im pomocną dłoń, by sami mogli przyjrzeć się naszym produktom i dostrzec ich walory. Naszą komunikację z klientami powinniśmy uczynić bardziej zrozumiałą i mniej wymagającą.

Powinniśmy na początku skupić się na dwóch elementach – na komunikacji i edukacji

Polacy interesują się możliwościami zarobkowania, zatem mamy pewną przestrzeń do wykorzystania. Niemniej jednak zamiast korzystać z wypróbowanych produktów, często swoją uwagę koncentrują na prostych w przekazie ofertach o charakterze spekulacyjnym. Wydaje się, że i w tym przypadku ważny jest kontekst edukacyjny, wiedza o tym, że pieniądze to realne zarządzanie, a nie magiczne praktyki z cudownymi skutkami. Warto to wykorzystać.

Istotnym wnioskiem była potrzeba odbudowy zaufania Polaków do instytucji finansowych przez spójność i przejrzystość. Musimy pamiętać, że pozytywne doświadczenia zmieniają negatywne postawy i sposób postrzegania. To niezwykle ważne w kontekście informacji płynących z obszaru niezależnej edukacji finansowej. Zdaniem Artura Czepczyńskiego, przewodniczącego Rady Fundacji CFF, jego fundacja w szkołach podstawowych nie prowadzi edukacji, ale reedukację, ponieważ nawet nastolatki mają złe doświadczenia finansowe.

Zachęcam zatem do refleksji, do działań, do współpracy. IGTE i IZFiA już pracują nad inicjatywami z ich obszarów rynku.

Małgorzata Rusewicz
prezes IGTE, prezes zarządu IZFiA

KORESPON-
DENCJA

Więcej zaufania konsumenta do rynku kapitałowego

Piotr Gałązka

Analizy

Komisja Europejska po raz kolejny podejmuje kwestię podniesienia poziomu ochrony inwestora detalicznego na rynku kapitałowym. Zagadnienie zbudowania zaufania do rynku kapitałowego wśród konsumentów jest sprawą kluczową, wręcz centralną dla powodzenia idei zwiększenia finansowania kapitałem europejskiej gospodarki.

Komisja Europejska ogłosiła z początkiem maja konsultacje publiczne w sprawie nowego planu działań określanego jako „Retail investor package" („Pakiet dotyczący inwestycji detalicznych"), który stanowić ma nowy pakiet środków na rzecz zwiększenia udziału konsumentów w rynkach kapitałowych poprzez zapewnienie niezbędnego poziomu zaufania inwestorów detalicznych. Według deklaracji Komisji, działania podjęte w ramach rzeczonego planu mają na celu poprawę wyników rynkowych i zwiększenie udziału konsumentów w rynkach kapitałowych, zgodnie z celem, jakim jest gospodarka służąca ludziom. By to urzeczywistnić niezbędne jest wzmocnienie pozycji konsumentów i zwiększenie ich zaangażowania na rynkach kapitałowych.

Wynika to także z idei CMU, której jednym z założeń jest zapewnienie przedsiębiorcom większego wyboru źródeł finansowania na różnych etapach rozwoju ekonomicznego firm i uniezależnienie ich od kredytu bankowego stanowiącego obecnie główne źródło finansowania, a także zaoferowanie źródła finansowania przedsięwzięć gospodarczych, bogatego wyboru produktów i wyższej stopy zwrotu inwestorom detalicznym[1].

Przyczyną podjęcia rzeczonej inicjatywy przez KE jest rzecz jasna bardzo niski poziom zaangażowania inwestorów detalicznych na rynkach kapitałowych w Unii Europejskiej, który można uznać za rażący w świetle wysokiego poziomu oszczędności w UE. Przekłada się to na spadające zaangażowanie oszczędności mieszkańców Unii Europejskiej w instrumenty na rynku kapitałowym, co przykładowo powoduje spadek z 28% w 1975 r. do 10–11% od 2007 r. odsetka udziałów w spółkach handlowych w Europie będących własnością europejskich gospodarstw domowych[2].

Rzeczony fenomen jest widoczny w Unii od dawna i był akcentowany politycznie w szeregu planów działań dotyczących Unii Rynków Kapitałowych oraz w stanowiskach innych instytucji unijnych wzywających do stworzenia rozwiązań legislacyjnych w odniesieniu do tej kwestii. W październiku 2020 roku Parlament Europejski stwierdził w rezolucji co do dalszego rozwoju unii rynków kapitałowych, że „*unia rynków kapitałowych powinna zmobilizować popyt detaliczny*", a w tym celu „*konieczna jest zmiana kultury inwestowania ze strony inwestorów detalicznych; mając na uwadze, że taka zmiana nastąpi tylko wówczas, gdy inwestorzy detaliczni nabiorą przekonania, że inwestowanie na rynkach kapitałowych jest pożądane, a jednocześnie wiąże się z akceptowalnym i jasno zdefiniowanym ryzykiem*".

Dotychczasowa analiza rynku

Komisja Europejska jeszcze w planie działań dotyczącym CMU z 2015 roku zapowiedziała prowadzenie monitoringu rynku i oceny sytuacji w zakresie europejskich rynków detalicznych produktów inwestycyjnych, w tym kanałów dystrybucji i doradztwa inwestycyjnego. Efektem tychże działań był raport Komisji „Distribution systems of retail investment products across the European Union – final report" ogłoszony w kwietniu 2018 roku. Celem raportu było porównanie rodzajów i wysokości opłat,

Komisja Europejska ogłosiła z początkiem maja konsultacje publiczne w sprawie nowego planu działań określanego jako *Retail investor package*

a także analiza zgodności treści ofert prezentowanych konsumentom z deklarowanymi przez nich oczekiwaniami, celami i horyzontami inwestycyjnymi czy akceptowalnym poziomem ryzyka związanego z inwestycją.

Wnioski z rzeczonego raportu wydają się istotnym punktem wyjścia do opracowywania rozwiązań o charakterze legislacyjnym i regulacyjnym.

W pierwszej kolejności na uwagę zasługują trudności, z jakimi spotykają się konsumenci, chcący inwestować środki na rynku kapitałowym, w postaci rozbieżności w jakości doradztwa i brak odpowiedniego traktowania konsumenta, mimo chociażby wymogów wynikających z MiFID II. Oprócz oczekiwanego horyzontu inwestycji, brak jest wystarczającego brania pod uwagę indywidualnej sytuacji konsumenta, w tym

wcześniejszych doświadczeń z rynkiem, a także jego finansów.

Po drugie, zwraca uwagę dość „płaska" oferta – bez względu na informacje prezentowane przez konsumentów i różną ich charakterystykę, otrzymywali oni podobną ofertę. Co gorsza, w niektórych państwach członkowskich znaczącej większości (np. Belgia – 75%, Francja – 62%) konsumentów zaoferowano jedynie jeden produkt inwestycyjny.

Po trzecie, informacja o ryzyku przedstawiana konsumentom najczęściej poprzestaje na prezentacji danych historycznych, bez projekcji możliwych przyszłych wyników.

Po czwarte, z wyjątkiem informacji przedstawianych w ramach KIID i KID, bardzo niski jest poziom standaryzacji dokumentacji. Utrudnia to znacząco porównywanie ofert. Wiąże się też z tym problem nietransparentnych opłat zarówno co do rodzaju, jak i wysokości.

Zapowiadane działania

Przedstawiając zapowiedź planu działań „*Retail investor package*" Komisja w dość istotny sposób wzięła powyższe wnioski pod uwagę. Planowane jest przeprowadzenie oceny, czy obecne przepisy dotyczące ochrony inwestorów detalicznych, w szczególności niektóre przepisy zawarte w MiFID II, PRIIP i dyrektywie w sprawie dystrybucji ubezpieczeń, okazały się skuteczne, wydajne, stosowne, spójne i wnoszące wartość dodaną. Analizy te zostaną dokonane na podstawie przepisów o przeglądzie przepisów (tzw. review clause) – art. 33 rozporządzenia PRIIP, art. 41 dyrektywy IDD, art. 90 dyrektywy MiFID II.

Komisja wskazuje, że wstępne informacje pokazują, iż problemy jakie napotykają detaliczni inwestorzy dotyczą:

- trudności w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych wynikających z niskiego poziomu wiedzy finansowej;
- trudności w porównaniu informacji na temat poszczególnych oferowanych produktów;
- niskiej wiarygodności, jakości i niezależności doradztwa;
- niewłaściwej oceny adekwatności dotyczącej poszczególnych produktów, a nie portfeli;
- ryzyka wpływu przez media społecznościowe na podejmowanie decyzji na rynku kapitałowym.

Komisja zapowiedziała rozważenie wprowadzenia nowelizacji do przepisów dotychczas obowiązujących. Można przewidywać, że celem tejże nowelizacji będzie ujednolicenie poziomu ochrony i tworzenie jednolitego standardu bezpieczeństwa, transparentności co do opłat i ryzyka, tak aby budować pewność po stronie konsumentów przy wchodzeniu na rynek kapitałowy, bez względu na konkretny rodzaj produktu i zakres przedmiotowy aktów szczególnych.

Zastrzega się jednakże, że w pełnej ocenie skutków ocenionych zostanie kilka wariantów, a podstawowy z nich będzie opierał się na zaproponowaniu środków o charakterze nielegislacyjnym i dalszym monitorowaniu sytuacji na rynku, połączonym z rozbudowywaniem kompetencji Europejskich Urzędów Nadzoru. Zwrócić należy uwagę zatem, że Komisja nadal nie jest pewna co do dalszych kroków, zatem udział w konsultacjach i przedstawienie właściwie uzasadnionych argumentów może mieć istotny wpływ na treść legislacji europejskiej w zakresie poziomu ochrony konsumenta na rynku kapitałowym.

Termin do zgłaszania uwag upłynął formalnie z końcem maja 2022 r. Komisja zapowiada publikację planu działań w czwartym kwartale bieżącego roku.

Oczekiwania

Czego można się spodziewać przede wszystkim po zapowiadanym planie działań? Na pewno większy nacisk zostanie położony na ciągłe monitorowanie rynku przez ESMA i EIOPA zarówno bezpośrednio, jak i przy współpracy z krajowymi organami nadzoru. Wydaje się, że Komisja Europejska nie jest bardzo skłonna do zmiany przepisów, zdając sobie sprawę z tego, że ich ostateczne brzmienie – po poprawkach posłów do Parlamentu Europejskiego i tych z Rady, odzwierciedlających często sprzeczne interesy państw członkowskich – może być rozczarowujące bądź niezgodne z założonymi celami. O ile nie będzie jasnych i ilościowych dowodów na to, że dany przepis nie działa dobrze, nowelizacji może nie być. Oczywiście może pojawić się potrzeba jednolitych ram prawnych – zarówno dla produktów prima facie kapitałowych, jak i ubezpieczeniowych. Wiele zależy od tego, jakie uwagi KE otrzymałą od konsumentów i dostawców usług.

Niemniej jednak możemy spodziewać się większej aktywności ESAs w zakresie tworzenia właściwego otoczenia regulacyjnego, zapewniającego jednolite interpretowanie przepisów, jak i wywierającego nacisk na organy krajowe, by egzekwowały prawo wobec podmiotów nadzorowanych.

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

Przypisy:

1. Komisja Europejska, Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych, COM(2015) 468 final, Bruksela, 30 września 2015 r., s. 4.
2. OEE, IODS, Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-listed companies between 1970 and 2012, Paryż, sierpień 2013, s. 4.

EKSPERTYZA

Wysoka aktywność OFE w nadzorze korporacyjnym w latach 2018–2021 cz. I

Andrzej Sołdek

W spółkach, gdzie OFE miały znaczący udział, proponowały także niezależnych kandydatów do rady nadzorczej

Analiza aktywności funduszy emerytalnych na walnych zgromadzeniach spółek portfelowych w okresie 2009-2012 i po zmianach ustawowych w 2014-2015 wykazała, że w obu analizowanych okresach otwarte fundusze emerytalne (OFE) wypełniały swoje obowiązki powiernicze. Ze względu na wpływ OFE na standardy polskiego rynku kapitałowego ważne było sprawdzenie, jak OFE wypełniały swoje obowiązki w zakresie nadzoru właścicielskiego w kolejnych latach. Istotna była też analiza wpływu zmian uwarunkowań rynkowych i prawnych na aktywność nadzorczą otwartych funduszy emerytalnych.

Jak pokazano[1] największe pod względem aktywów fundusze w latach 2009-2012 brały udział w ponad 50% walnych zgromadzeń, podczas gdy aktywność mniejszych funduszy sprowadzała się do wypełniania kodeksowego zobowiązania udziału w walnych zgromadzeniach tych spółek, w których posiadały ponad 5% głosów w spółce. Najczęstszymi sprawami podnoszonymi przez fundusze były wypłata dywidendy i ustalenie jej wysokości. W spółkach, gdzie OFE miały znaczący udział, proponowały także niezależnych kandydatów do rady nadzorczej.

Pomimo istotnej zmiany otoczenia prawnego w 2014 roku, wpływającego na działalność inwestycyjną i sytuację ekonomiczną towarzystw emerytalnych, w analizowanych dwóch latach bezpośrednio po zmianach ustawowych wykazany został wzrost aktywności funduszy. Dotyczyło to obecności na walnych zgromadzeniach i liczby proponowanych uchował dotyczących zgłaszanych kandydatów do rad nadzorczych. Zakres aktywności obejmował podobne sprawy jak w latach 2009-2012. Były to: wypłata dywidendy, warunki skupu akcji własnych, wybór niezależnych członków rad nadzorczych i programy motywacyjne.

Reprezentanci funduszy wskazywali również w całym analizowanym okresie 2009-2015 na trudności przy wyborze niezależnych członków rad w spółkach, w których kontrolę właścicielską ma Skarb Państwa. OFE rzadko korzystały też z możliwości głosowania grupami. Fundusze reagowały w sytuacjach kryzysowych podejmując działania w celu wzmocnienia rad nadzorczych, jak też rozliczenia osób odpowiedzialnych za niewystarczający nadzór nad spółkami. Zaprezentowane działania funduszy w okresie 2009-2015 wskazywały, że kluczowy problem ładu korporacyjnego w Polsce odnosi się do relacji pomiędzy strategicznym, a mniejszościowymi akcjonariuszami. Trwałą cechą było zróżnicowanie aktywności w zależności od wielkości funduszu. Pokazano także, że znaczne ograniczenie przychodów towarzystw i konieczność redukcji kosztów nie spowodowało zmniejszenia ilości, jak i intensywności działań nadzorczych.

W opinii przedstawicieli spółek i ekspertów rynku otwarte fundusze emerytalne przyczyniły się w okresie do 2015 roku do podniesienia standardów korporacyjnych spółek. W kolejnych latach zostały zaprezentowane dwie diagnozy stanu ładu korporacyjnego spółek notowanych na GPW. Pierwsza była przedstawiona w Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego przyjętej przez Radę Ministrów 1 października 2019 roku. Eksperci wskazali w niej, że przestrzeganie standardów ładu korporacyjnego na polskim rynku kapitałowym w dalszym ciągu nie jest zadowalające. Ze względu na duże znaczenie ładu korporacyjnego dla wyceny spółek zaproponowano w strategii działania, aby Giełda Papierów Wartościowych, w większym stopniu niż dotychczas, realizowała swoje uprawnienia określone w Regulaminie Giełdy, polegające na weryfikowaniu oświadczeń spółek giełdowych w sprawie ładu korporacyjnego, jak również nakładaniu kar regulaminowych na emitentów nieprawidłowo wypełniających obowiązki informacyjne wynikające z faktu stosowania standardów Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW.

Drugim rekomendowanym w Strategii działaniem było, aby Skarb Państwa, który kontroluje bezpośrednio i pośrednio około 70% kapitalizacji spółek z indeksu WIG 20 był prekursorem stosowania zasad ładu korporacyjnego w odniesieniu do polskiego rynku kapitałowego. Oczekiwane było podjęcie przez Rząd działań, aby spółki z udziałem Skarbu Państwa notowane na GPW w jak największym stopniu stosowały zasady ładu korporacyjnego obowiązujące spółki giełdowe.

Drugą diagnozę stanu ładu korporacyjnego postawili uczestnicy rynku kapitałowego w badaniu przeprowadzonym przez CFA Society Poland[2]. W opinii ankietowanych zasady ładu korporacyjnego w Polsce nie są

Fundusze reagowały w sytuacjach kryzysowych podejmując działania w celu wzmocnienia rad nadzorczych, jak też rozliczenia osób odpowiedzialnych za niewystarczający nadzór nad spółkami

przestrzegane w zadowalającym stopniu. Warto też zwrócić uwagę że najważniejszymi wskazanymi przez ankietowanych elementami ładu korporacyjnego były: jakość publikowanych przez spółki sprawozdań i materiałów, transakcje z kluczowym akcjonariuszem i podmiotami powiązanymi oraz niezależność członków rady nadzorczej i ich liczebność. Wyniki badania wskazują, że inwestorzy wyrabiają sobie opinię o ładzie korporacyjnym w danej spółce głównie na podstawie: sprawozdania finansowego, sprawozdania zarządu i podejścia spółki do akcjonariuszy mniejszościowych.

Badanie pokazało też, że uczestnicy rynku mają ograniczone zaufanie do prawdziwości deklaracji spółek, że stosują one zasady ładu korporacyjnego zgodnie z DPSN2016. Jednocześnie wyniki ankiety wskazują, że gdyby inwestorzy położyli mocniejszy nacisk na włączenie kryteriów niefinansowych, w szczególności kwestii ładu korporacyjnego, do swoich decyzji inwestycyjnych, to stałyby się one ważniejsze także dla zarządów spółek. Komentujący wyniki ankiety A. Nartowski zwrócił uwagę, że spośród 101 ankietowanych zaledwie sześcioro wnikliwie czyta publikowane wraz z raportem rocznym oświadczenia spółek o stosowaniu ładu korporacyjnego, 39 przegląda je pobieżnie, 35 nie zwraca na nie uwagi[3]. Wskazanie nadal niskiego poziomu ładu korporacyjnego mimo docenienia pozytywnego wpływu OFE na standardy polskiego rynku kapitałowego pokazuje, że potrzebna jest kontynuacja zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w obronę interesów mniejszościowych akcjonariuszy i podniesienie standardów ładu korporacyjnego spółek notowanych na polskim rynku.

Warto zauważyć, że uwarunkowania rynkowe nadzoru nad spółkami w latach 2018-2021, pomimo fundamentalnych zmian zasad funkcjonowania OFE w wyniku zmian ustawowych w 2014 roku, nie zmieniły się istotnie. Otwarte fundusze emerytalne pozostały kluczowym inwestorem na polskim rynku kapitałowym. Na koniec 2021 roku miały ponad 15 mln członków i aktywa netto w wysokości prawie 188 mld złotych. Blisko 82% aktywów było ulokowane w akcjach notowanych na GPW[4]. Udział OFE w kapitalizacji rynków organizowanych przez GPW w latach 2016-2020 był stabilny i wahał się na poziomie 20%, natomiast udział we free float tych rynków był blisko dwa razy wyższy. Na koniec 2020 roku w 140 spółkach udział OFE przekraczał 10%, z tego w blisko 50 spółkach był on wyższy od 25%. W 20 spółkach o najwyższym udziale OFE w latach 2019-2021 suma głosów przekraczała 37%. Spółkami z udziałem powyżej 50% w były Develia, Ferro, Grupa Kety, Sanok, R8 i Kruk (por. RYSUNEK 1). Trzeba podkreślić, że w kolejnych latach coraz większe znaczenie dla sytuacji płynnościowej funduszy będzie miał suwak, w ramach którego będą przekazywane aktywa roczników, które były akumulowane w długim okresie. Relacja wypracowanej stopy zwrotu i wartości suwaka do aktywów będzie decydowała o wzroście lub spadku zarządzanych aktywów.

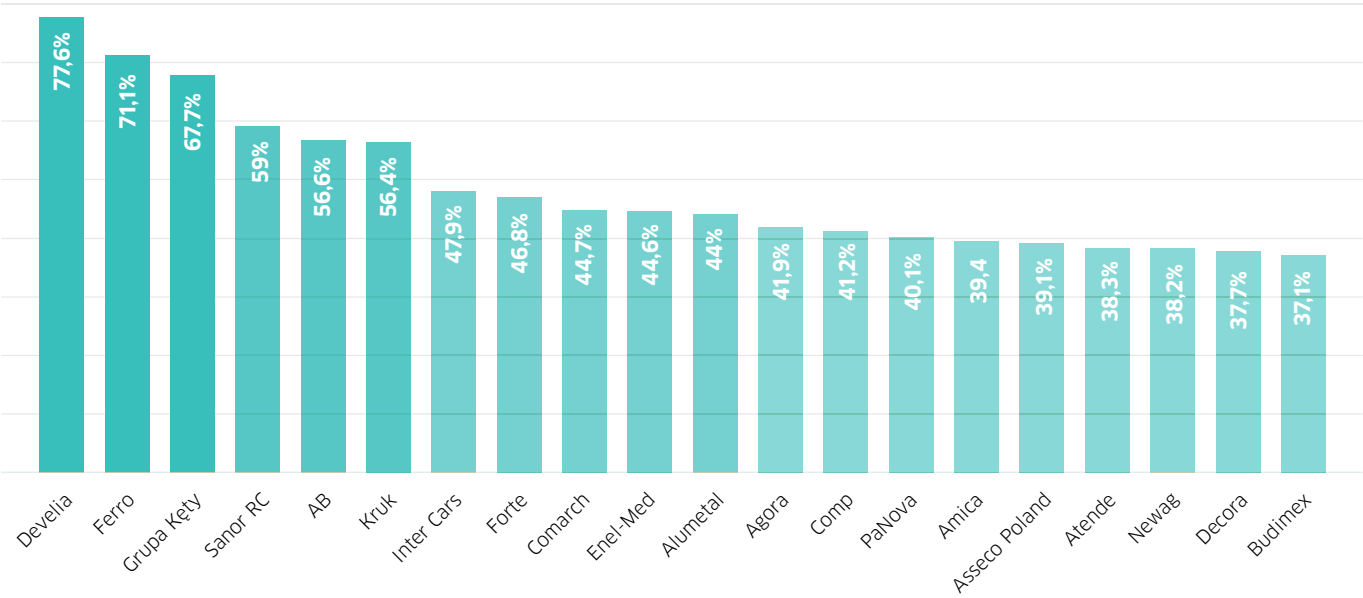
Również sytuacja finansowa powszechnych towarzystw emerytalnych nie uległa istotnym zmianom. System

W opinii przedstawicieli spółek i ekspertów rynku otwarte fundusze emerytalne przyczyniły się w okresie do 2015 roku do podniesienia standardów korporacyjnych spółek

RYSUNEK 1

Spółki z największym udziałem OFE w akcjonariacie na koniec 2021 roku.

Źródło: Analizy Online



motywacyjny zależny od relatywnych wyników OFE, który jest finansową motywacją do działań nadzorczych, stanowił w latach 2018-2021 średnio 5,4% ogólnych przychodów towarzystw. Przychody zmieniały się w zależności od koniunktury giełdowej, a koszty całego sektora pozostawały w przedziale 400–500 mln złotych.

W latach 2018-2021 następowała konsolidacja rynku powszechnych towarzystw emerytalnych. 17 listopada 2017 roku zakończył się proces łączenia Aegon OFE z Nordea OFE, a w dniu 19 maja 2018 roku PTE PZU przejęło Pekao OFE. Zakończenie likwidacji Pekao OFE miało miejsce 12 października 2018 roku. Obecnie trwa proces łączenia OFE Allianz i Aviva OFE oraz oczekiwana jest decyzja w spawie MetLife OFE po transakcji przejęcia działalności spółek MetLife w Polsce przez Grupę Nationale Nederlanden. Proces konsolidacji funduszy emerytalnych powinien wpłynąć na wzrost aktywności funduszy w nadzorze nad spółkami portfelowymi ze względu na obserwowane dużo wyższe korzystanie z praw korporacyjnych wynikających z posiadanych akcji spółek portfelowych przez OFE o wysokim udziale w rynku.

W analizowanym okresie ostatnich czterech lat największe zmiany miały miejsce w uwarunkowaniach prawnych funkcji nadzoru nad spółkami. Istotny wpływ miały zmiany w dyrektywie 2007/36/WE w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na giełdzie. Nowa

Na koniec 2020 roku w 140 spółkach udział OFE przekraczał 10%, z tego w blisko 50 spółkach był on wyższy od 25%

W 20 spółkach o najwyższym udziale OFE w latach 2019-2021 suma głosów przekraczała 37%

dyrektywa wprowadziła mechanizmy mające na celu zwiększenie uprawnień akcjonariuszy mniejszościowych poprzez prawo walnego zgromadzenia do głosowania nad polityką wynagrodzeń członków organów spółki, szerszy obowiązek informacyjny dotyczący istotnych transakcji z podmiotami powiązanymi oraz obowiązek zatwierdzenia tych transakcji przez walne zgromadzenie lub radę nadzorczą. Głównym celem tej dyrektywy było zachęcenie akcjonariuszy spółek publicznych do zaangażowania długoterminowego w sprawy spółki oraz zwiększenie przejrzystości stosunków pomiędzy akcjonariuszami a spółką.

Dodatkowo dyrektywa wprowadziła obowiązek opracowania i upublicznienia polityki zaangażowania w sprawy spółki giełdowej przez podmioty prowadzące działalność w zakresie ubezpieczeń na życie i reasekuracji oraz zarządzające alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Zmiany te powinny wpłynąć na większe zaangażowanie tych inwestorów instytucjonalnych w nadzór korporacyjny i wesprzeć najwyższą do tej pory w grupie inwestorów instytucjonalnych aktywność OFE. Wdrożenie dyrektywy w zakresie obowiązku spółek publicznych dotyczących sporządzenia i przyjęcia polityki wynagrodzeń oraz sprawozdania o wynagrodzeniach nastąpiło 30 listopada 2019 roku, kiedy to weszła w życie ustawa o zmianie oferty publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw. Zmiana ustawy to ważne narzędzie dla inwestorów instytucjonalnych umożliwiające wpływ akcjonariuszy na wynagrodzenia zarządu i rady nadzorczej oraz ocenę czy praca członków zarządów i rad nadzorczych jest rzeczywiście wyceniana adekwatnie do wyników, a wynagrodzenie jest powiązane ze strategicznymi, długoterminowymi celami spółki.

Niekorzystnie na działania OFE w zakresie nadzoru korporacyjnego wpływały w analizowanym okresie projekty ustawy przekształcenia OFE w prywatne rachunki IKE skierowane do Sejmu w 2017 roku i w 2020 roku. Powodowały one, że obecność OFE w akcjonariacie spółek była postrzegana jako niestabilna struktura własności, która może być związana z przejęciem kontroli przez instytucje zarządzające z dominującym udziałem Skarbu Państwa w akcjonariacie. Jak podkreślali eksperci ważną rolą, jaką odgrywały OFE jako inwestorzy długoterminowi, było umożliwienie spółkom kształtowania stabilnej struktury własnościowej, stanowiącej alternatywę wobec oddania kontroli zagranicznemu inwestorowi branżowemu[5].

Andrzej Sołdek

Potrzebna jest kontynuacja zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w obronę interesów mniejszościowych akcjonariuszy i podniesienie standardów ładu korporacyjnego

Przypisy:

1. Andrzej Sołdek „Aktywność otwartych funduszy emerytalnych w nadzorze korporacyjnym", Studia Prawno-Ekonomiczne tom XCIX, Łódzkie Towarzystwo Naukowe, 2016
2. https://cfapoland.org/aktualnosci/211,lad-korporacyjny-istotny-dla-profesjonalistow.html
3. https://www.andrzejnartowski.pl/dobre-praktyki-spolek-notowanych-na-gpw-w-swietle-wynikow-ankiety-cfa/
4. Raport KNF „Dane miesięczne OFE - grudzień 2021 roku" https://www.knf.gov.pl/?articleId=76935&p_id=18
5. S. Kawalec, R. Gurbiel, M. Kurek, „Skąd się wezmą przyszli czempioni polskiej gospodarki?", Klub Jagielloński i Capital Strategy 2022

GŁOS NAUKI

Instytucje finansowe i rządy wobec grupowego ryzyka długowieczności

dr hab. Marek Szczepański, prof. PP

Oczekiwana długość życia w krajach OECD, w tym również w Polsce, wzrastała systematycznie w ciągu ostatnich 50 lat, choć tempo wzrosło przyhamowało w ostatniej dekadzie, a w czasie pandemii COVID ten długoterminowy trend uległ zahamowaniu. W 2019 r. średnia oczekiwana długość życia dla państw OECD wynosiła 81 lat (w Polsce odpowiednio 78 lat) – ponad 10 lat dłużej niż w roku 1970 (por. RYSUNEK 1).

Co do tego, czy w przyszłości trend wydłużania się średniej długości życia będzie kontynuowany, zdania są podzielone. Zapewne istnieją biologiczne granice wydłużania długości życia. W TABELI 1 zestawiono czynniki sprzyjające długowieczności, jak i jej ograniczenia.

Sama długowieczność nie jest oczywiście zjawiskiem negatywnym czy niepożądanym. Przeciwnie. To, że ludzie statystycznie żyją coraz dłużej, uznać należy za duże osiągnięcie cywilizacyjne. Nie bez powodu życzymy sobie „sto lat" i coraz więcej osób dożywa sędziwego wieku. Jednakże niepewność przyszłej długości wieku stanowi poważne wyzwanie tak dla osób fizycznych i gospodarstw domowych, jak i dla rządów, instytucji finansowych, pracodawców oferujących programy emerytalne. Ryzyko długowieczności narasta stopniowo, nie jest tak na pierwszy rzut oka widoczne, jak np. ryzyko inwestycyjne czy ryzyko inflacji. Jednak nie należy go lekceważyć.

W 2019 r. średnia oczekiwana długość życia dla państw OECD wynosiła 81 lat

W poprzednim artykule (Biuletyn IGTE 4/2022) pisałem o tym, jak lepiej zabezpieczyć się przed indywidualnym ryzykiem długowieczności (wyczerpanie oszczędności zgromadzonych na starość w związku z dłuższym niż oczekiwane trwaniem życia). Postulowałem zmiany w konstrukcji instrumentów finansowych dostępnych w III filarze (IKE, IKZE, PPE, PPK), tak aby jedną z opcji (preferowaną, wspieraną ulgami podatkowymi i zachętami behawioralnymi typu architektura wyboru) była wypłata zgromadzonych środków w formie renty dożywotniej. Przypomnę, że z wielu różnych produktów annuitetowych za szczególnie godne polecenia uważam te, które chronią całe gospodarstwo domowe (np. dożywotnia renta wspólna). Osoby starsze dysponujące mieszkaniem mogą też uzyskać dodatkowy dożywotni dochód poprzez tzw. odwrócony kredyt hipoteczny, zyskujący stopniowo coraz więcej zwolenników w naszym kraju.

Nasuwa się zasadnicze pytanie, czy instytucje finansowe, które zobowiązały się do wypłaty rent dożywotnich chroniących przed indywidualnym ryzykiem długowieczności, będą w stanie się z tych zobowiązań wywiązać. Wszakże są one narażone na różne rodzaje ryzyka (inwestycyjne, rynkowe, stóp procentowych, kursów walutowych przy inwestycjach na zagranicznych rynkach finansowych). Stosunkowo słabo jeszcze rozpoznanym i nie zawsze uwzględnianym rodzajem ryzyka jest zagregowane (grupowe) ryzyko długowieczności, zwane także ryzykiem trendu. Jest to ryzyko systematyczne, dotyczące wszystkich działających na rynku podmiotów, a nie pojedynczego dostawcy usług finansowych. Błędne oszacowanie długości życia dla danego rocznika demograficznego (kohorty) może spowodować – i często powoduje – że instytucje finansowe oferujące różnego typu produkty powiązane z wiekiem muszą płacić znacznie dłużej, niż oczekiwały. Nawet stosunkowo niewielka zmiana oczekiwanej długości życia może spowodować poważne problemy wypłacalności funduszy emerytalnych i zakładów ubezpieczeniowych. Może nawet zdarzyć się, że wyczerpią zgromadzone na ten cel fundusze. Zdarzały się już spektakularne bankructwa zakładowych programów emerytalnych, m.in. w USA i Wielkiej Brytanii (zwłaszcza programów emerytalnych z formułą zdefiniowanego świadczenia (*Defined Benefit*), gwarantującą dożywotnio określoną wielkość wypłaty powiązaną z wcześniej uzyskanym dochodem z pracy).

Ryzyko długowieczności narasta stopniowo, nie jest tak na pierwszy rzut oka widoczne, jak np. ryzyko inwestycyjne czy ryzyko inflacji

RYSUNEK 1

Oczekiwana długość życia w momencie urodzenia w 1970 r. oraz w 2019 r. (lub najbardziej zbliżonym do 2019 r.)

OECD Health Statistics 2021

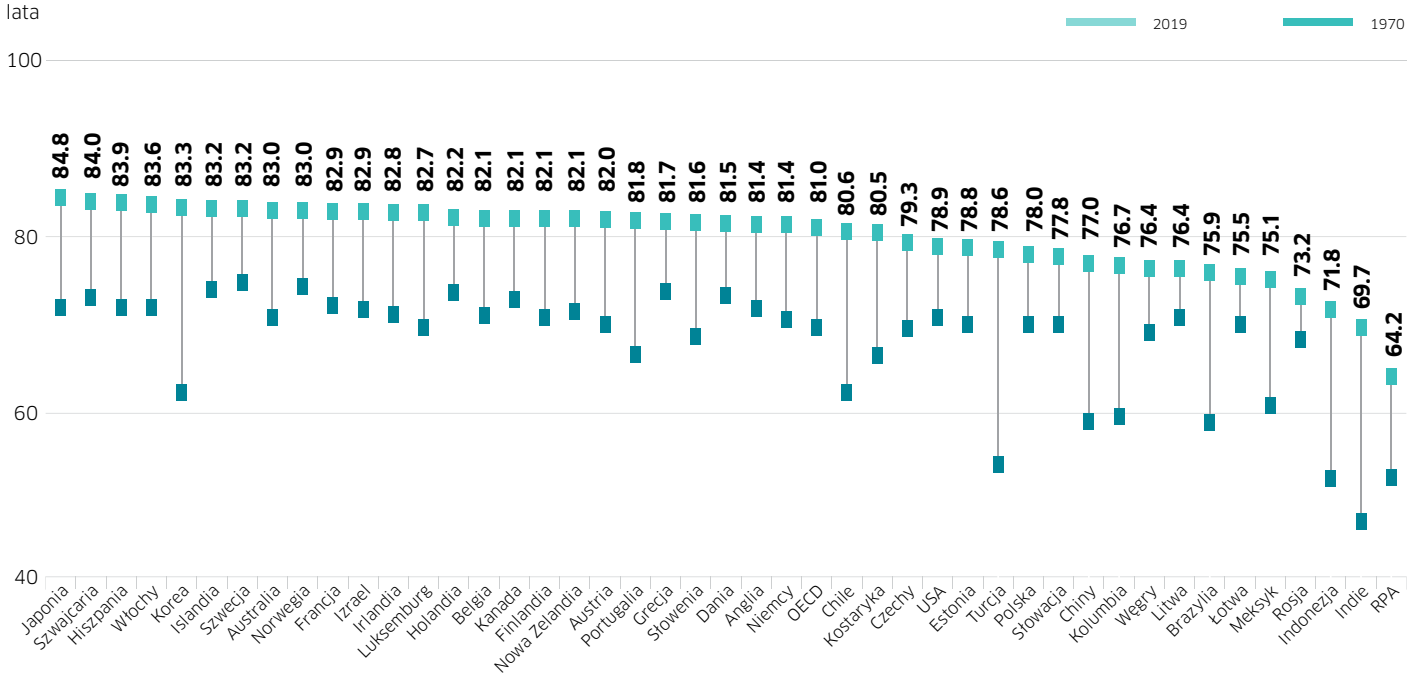


TABELA 1

Czynniki wpływające na długość życia

Źródło: opracowanie własne na podstawie Bartkowiak 2019

Czynniki	Zwiększenie długowieczności	Zmniejszenie długowieczności
Styl życia	• Zmniejszenie liczby palących • Poprawa jakości diety • Regularne ćwiczenia fizyczne	• Wzrost otyłości • Bardziej stresujący styl życia • Mniejsza aktywność fizyczna
Medycyna	• Odkrycie nowych leków • Odkrycie nowych terapii • Niższa śmiertelność w wyniku wypadków	• Wirusy i bakterie odporne na dostępne leki
Choroby	• Wzrost współczynnika przeżywalności dla chorób nowotworowych i układu krążenia	• Pandemie • Cukrzyca • Nowe choroby

Jak chronić przed grupowym (zagregowanym) ryzykiem długowieczności? Czy jest to zasadnie wyłącznie dla prywatnych instytucji finansowych i rynków finansowych, czy też wsparcia od strony regulacyjnej, a być może również kapitałowej udzielić powinno państwo?

Dobra wiadomość jest taka, że znane są już i stosowane metody i instrumenty transferu ryzyka długowieczności. Do tanga trzeba dwojga i okazuje się, że znajdują się chętni, żeby – w zamian określone korzyści finansowe obecnie lub w przyszłości – przejąć na siebie część ryzyka długowieczności od ubezpieczyciela czy funduszu emerytalnego.

Na rynku ubezpieczeń powszechnie stosowanym rozwiązaniem jest reasekuracja (ubezpieczenie ubezpieczyciela, reasekurant w zamian za część składki przejmuje na siebie określoną część ryzyka). Jednak – jak słusznie zauważa Marcin Bartkowiak (2019, s. 172) – „pojemność rynku ubezpieczeniowego jest niewystarczająca, by sprostać ryzyku długowieczności". Na początku XXI w. powstał międzynarodowy rynek transferu ryzyka długowieczności, będący częścią rynku kapitałowego. To bardzo specyficzny segment rynku finansowego. O ile na rynku kapitałowym typowe są transakcje instrumentami finansowymi o terminie zapadalności (zamiany na gotówkę) dłuższym niż rok, takimi jak akcje, obligacje, o tyle konstrukcja instrumentów transferu ryzyka długowieczności jest skomplikowana, a ich termin zapadalności powiązany z długością życia określonych kohort demograficznych może sięgać dziesiątków lat.

Jednym z poważniejszych zagrożeń powiązanych z transferem ryzyka długowieczności jest ryzyko partnera kontraktu (*counterparty risk*). Może się zdarzyć, że instytucja finansowa, która wyemitowała np. bony długowieczności (*longevity bonds*) przestanie np. za 20 lat istnieć, co obecnie trudne jest do przewidzenia. Nawet gorący orędownik rozwoju rynku transferu ryzyka długowieczności, prof. David Blake (Blake, Boardman, Cairns 2014) wskazuje, że państwo powinno zaangażować się w udzielanie gwarancji wypłaty świadczeń dożywotnich przez prywatne instytucje finansowe oferujące produkty ograniczające, czy chroniące w pełni przed indywidualnym ryzykiem długowieczności, a nawet wystąpić w roli emitenta bonów długowieczności. Jednak państwowe instytucje nie kwapią się specjalnie do brania na siebie dodatkowych zobowiązań związanych w przewidywaną (choć nigdy do końca pewną) długością życia. W niektórych państwach, gdzie odnotowano już bankructwa funduszy emerytalnych o zdefiniowanym świadczeniu oferujących świadczenia dożywotnie, wprowadzono co prawda fundusze gwarancyjne (współfinasowane przez sektor prywatny), ale pokrywają one niewielki fragment całości rynku instrumentów finansowych, gdzie takie ryzyko długowieczności występuje.

Stosunkowo słabo jeszcze rozpoznanym i nie zawsze uwzględnianym rodzajem ryzyka jest zagregowane ryzyko długowieczności

W transfer ryzyka długowieczności na rynek kapitałowy zaangażowane są trzy grupy podmiotów (Adamska 2011):

- instytucja (państwowa lub prywatna) wypłacająca świadczenia dożywotnie (przede wszystkim emerytalne), poszukująca zabezpieczenia (*hedger*);
- inwestorzy (banki, fundusze inwestycyjne, ubezpieczyciele);
- pośrednicy finansowi (*market makers*, głównie banki inwestycyjne).

Wzajemne relacje między podmiotami narażonymi na ryzyko długowieczności ilustruje RYSUNEK 2. Instrumenty stosowane do transferu ryzyka długowieczności zestawiono w TABELI 2.

Wszystkich powyższych instrumentów, ze względu na ograniczoną objętość niniejszego artykułu, nie będą omawiał, odsyłając osoby zainteresowane do pozycji podanych w bibliografii. Ale przynajmniej jeden z tych instrumentów zasługuje na bliższą charakterystykę.

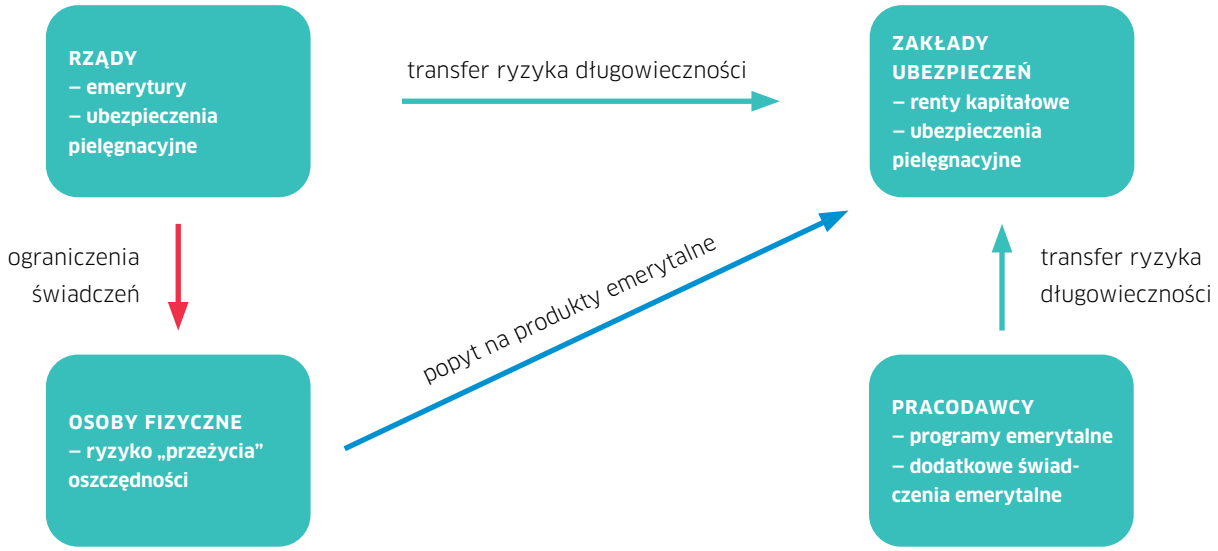
Chodzi o obligacje długowieczności, które mogłyby wzbogacić ofertę instrumentów rynku kapitałowego w Polsce. Co ciekawe, emitentem obligacji długowieczności mogą być zarówno instytucje prywatne, jak i państwowe. To drugie rozwiązanie rekomenduje David Blake, światowej sławy badacz ryzyka długowieczności (Blake, Boardman, Cairns 2014).

Obligacje długowieczności (*longevity bonds*) – to innowacyjne instrumenty finansowe, które wykorzystują znany z rynków finansowych mechanizm sekurytyzacji aktywów i zobowiązań. Przypomnijmy, iż sekurytyzacja to działanie polegające na połączeniu pewnej części aktywów i zobowiązań i zamianie ich na zbywalne papiery wartościowe (*securities*). Do przeprowadzenia procesu

RYSUNEK 2

Zarządzanie zagregowanym ryzykiem długowieczności

Źródło: opracowanie własne na podstawie Bartkowiak 2019



RYSUNEK 3

Proces sekuratyzacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie Bartkowiak 2019

sekurytyzacji powoływana jest specjalne spółka (*special purpose vehicle* – SPV), por. RYSUNEK 3.

Spółka SPV emituje obligacje ze zmiennym oprocentowaniem, powiązanym z aktualnymi tablicami życia (oczekiwana długością życia dla danej kohorty demograficznej). Załóżmy, że ze sprzedaży obligacji długowieczności skorzystał ubezpieczyciel oferujący renty dożywotnie. Jeżeli osoby, które wykupiły rentę dożywotnia będą żyć dłużej, niż oczekiwano, to zakład ubezpieczeń poniesie większe koszty od przewidywanych ze względu na dłuższy okres wypłaty świadczeń. Ale jednocześnie otrzyma kupony (płatności odsetkowe z tytułu posiadanej obligacji) większe, niż zakładano. Są one proporcjonalne do liczebności stopniowo zmniejszającej się liczby osób pozostających przy życiu z danej kohorty demograficznej. Oczywiście przeżywalność populacji, która brana jest pod uwagę przy ustalaniu wysokości kuponów z obligacji, powinna być powiązana z przeżywalnością nabywców rent (Bartkowiak 2019).

Przykładem wykorzystania tego instrumentu była emisja obligacji długowieczności przez największą na świecie firma ubezpieczeniową SwissRe w 2010 r. Były to obligacje wartości 50 mln. funtów brytyjskich, z okresem wykupu 8 lat. Obligacje te uzależniały wysokość odsetek od różnicy w trendach demograficznych miedzy określonymi grupami wiekowymi w USA i w Wielkiej Brytanii. Inwestorzy nabywając takie obligacje wzięli na siebie ryzyko, że od 2016 r. średnia wieku Brytyjczyków będzie rosła wolniej niż średnia wieku Amerykanów.

Inwestorzy są jednak dość sceptycznie nastwieni do tego typu instrumentów. Wcześniej podobne próby kończyły się niepowodzeniem, głównie ze względu na brak rynku wtórnego dla tego typu inwestycji. W 2004 r. BNP Paribas i Europejski Bank Inwestycyjny nieskutecznie starały się przetrzeć szlaki na tym rynku opakowując ryzyko długowieczności w formę obligacji katastroficznych, fiaskiem zakończył się również pilotażowy program Banku Światowego w Chile.

Ważną kwestią jest też standaryzacja tego typu papierów wartościowych, co może posłużyć do większej popularyzacji tej nowej klasy aktywów finansowych. Na przykład znany bank inwestycyjny JP Morgan skonstruował specjalny indeks *Life Metrics*, który może być wykorzystywany do emisji podobnych produktów strukturyzowanych dla inwestorów detalicznych. Swoje indeksy długowieczności oferują również niemiecki Deutsche Bank – *Deutsche Borse Xpect* oraz znany amerykański bank inwestycyjny Goldman Sachs – *Goldman Sachs QxX*. Stanowią one swoiste drogowskazy dla inwestorów i postawę do konstrukcji produktów sekurytyzowanych powiązanych z oczekiwaną długością życia.

Tak więc są już gotowe rozwiązania i instrumenty, dzięki którym możliwe jest zarządzanie grupowym (zagregowanym) ryzykiem długowieczności. Ich wykorzystanie wymaga współpracy państwa jako regulatora rynku, a w przypadku niektórych instrumentów także emitenta (np. obligacji długowieczności), a inwestorami na rynku finansowym. Przy tego typu długoterminowych transakcjach zabezpieczających potrzebne jest też wzajemne zaufanie. A o to często najtrudniej.

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

Są już gotowe rozwiązania i instrumenty, dzięki którym możliwe jest zarządzanie grupowym (zagregowanym) ryzykiem długowieczności

Bibliografia:

Blake D., Boardman T., Cairns A., *Sharing Longevity risk: Why governmanr Should Issue Longevity Bonds*, 2014, https://doi.org/10.1080/10920277.2014.883229

Adamska J., *Transfer na rynek kapitałowy jako metoda zarzadzania ryzykiem długowieczności w świetle globalnych problemów emerytalnych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 2011, nr 677, s. 5-16.

IMF. *The Financial Impact of Longevity Risk*, in: Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys, Washington 2012.

Trzpiot G., *Wybrane determinanty ryzyka długowieczności*, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, 2015, nr 223, s. 225-237.

Szczepański M., *Zarządzanie ryzykiem długowieczności w polskim systemie emerytalnym*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 2014. Nr 65, s. 731-744.

Bartkowiak M., *Modelowanie śmiertelności i transfer ryzyka długowieczności*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2019.

TABELA 2

Rozwiązania instytucjonalne i instrumenty finansowe służące do transferu ryzyka długowieczności

Źródło: opracowanie własne na podstawie Bartkowiak 2019, Trzpiot 2015

Rozwiązanie instytucjonalne/instrument	Opis
wykup planów emerytalnych (*pension buy-outs*), zwany również rozwiązaniem planu emerytalnego (*pension terminations*)	przeniesienie zobowiązań wynikających z planów emerytalnych oraz związanego z nimi ryzyka na zakład ubezpieczeń
zakup planów emerytalnych (*pension buy-ins*)	hurtowy zakup rent od firmy ubezpieczeniowej przez podmiot mający zobowiązania emerytalne (np. zakładowy program emerytalny); w ten sposób część ryzyka zostaje wytransferowana do ubezpieczyciela
umowy reasekuracyjne	klasyczne rozwiązanie stosowane w sektorze ubezpieczeniowym, umożliwiające transfer portfeli rentowych między ubezpieczycielami a reasekuratorami
Obligacje długowieczności (*longevity bonds*)	umożliwiają transfer ryzyka z podmiotów oferujących plany emerytalne lub renty na innych uczestników rynku kapitałowego (również spoza sektora ubezpieczeniowego)
Instrumenty pochodne (derywaty) - kontrakty foward (*q-fowards*) - opcje długowieczności (*longevity options*) - swapy długowieczności (*longevity swaps*)	umożliwiają, podobnie jak obligacje długowieczności, transfer ryzyka na rynek kapitałowy; ich wartość w przyszłości powiązana jest z trwaniem życia określonych kohort demograficznych
sprzedaż niezapadłych polis ubezpieczeniowych (*life settelments*)	sprzedawcami są osoby uposażone, które otrzymują pewną część sumy ubezpieczenia (z polisy ubezpieczenia na życie), a nabywcami podmioty zainteresowane otrzymaniem świadczeń z nabywanej polisy; świadczenia wypłacane są do momentu śmierci osoby ubezpieczonej

ANALIZA

Od spekulanta do ciułacza – droga polskiego inwestora

dr Michał Masłowski

Polscy inwestorzy zawsze stanowili sporą siłę na Giełdzie Papierów Wartościowych. Sięgając pamięcią 30 lat temu można by zaryzykować tezę, że polska giełda wyrosła na inwestorach indywidualnych. Sprawdźmy zatem jaką „drogę" przeszli polscy inwestorzy. Kim dzisiaj są spekulanci z lat 90-tych?

Szalone lata 90-te

Tak z pewnością było na samym początku istnienia GPW, gdy na rynku było notowanych pięć spółek, a do hossy z lat 1993-1994 niewiele się działo. Jak można wówczas było scharakteryzować przeciętnego inwestora? Niestety nie istnieją żadne badania na ten temat. To czym dysponujemy to jedynie wspomnienia i relacje osób, które wówczas były aktywne na rynku. Na ich podstawie śmiało możemy założyć, że zdecydowana większość, bliska nawet 100%, to byli krótkoterminowi spekulanci giełdowi. Nikt wówczas nie inwestował w spółki dywidendowe, bo takich nie było. Nikt nie inwestował na dłuższy termin. Wszyscy chcieli uzyskiwać stopy zwrotu rzędu kilku tysięcy procent. Rynek dawał wówczas takie szanse, takie historie działy się na naszych oczach, toteż oczekiwania inwestorów były na astronomicznym poziomie. Fakt, że niewielu się to udawało, to zupełnie inna sprawa.

Po krachu w 1994 roku rynek trochę się unormował i sytuacja zaczęła się zmieniać. Proces ten trwa do dzisiaj. Przede wszystkim aktywność inwestorów indywidualnych znacznie spadła. Można powiedzieć, że przez kilka lat „lizali rany" po bolesnych spadkach w latach 1994-1995.

Spadający udział inwestorów indywidualnych w obrotach

Najstarsze dane jakie publikuje Giełda Papierów Wartościowych dotyczące udziału inwestorów indywidualnych w obrotach na głównym rynku akcji datuje się na rok 1997 (trzy lata po krachu z 1994 roku). Po ożywieniu towarzyszącemu hossie w roku 2000 mieliśmy kilkunastoletni trend, w którym obserwowaliśmy stopniowe ograniczanie roli inwestorów indywidualnych na rynku, por. RYSUNEK 1.

Przy czym, podobnie jak w poprzednich latach, wciąż dominującą grupą inwestorów byli spekulanci, nastawieni na krótkoterminowy zysk. Osób oszczędzających, inwestujących na długi termin wciąż było bardzo mało. Pewnym obserwowalnym przełomem był z kolei rok 2008, a więc krachu po hossie deweloperskiej z lat 2006-2007, rozpoczętym symbolicznie upadkiem banku Lehman Brothers. Wówczas to na Giełdzie Papierów Wartościowych zaczęło przybywać spółek dzielących się zyskiem z akcjonariuszami. Coraz więcej spółek zaczęło płacić dywidendę, co umożliwiło ukształtowanie się nowego typu inwestora, czyli inwestora długoterminowego, inwestującego w spółki dywidendowe.

Po raz pierwszy w historii inwestorzy powszechnie wskazali, że ich motywacją inwestowania na giełdzie jest również chęć oszczędzania na emeryturę

„Drugi rozbiór OFE" zmienia polskich inwestorów

W tym momencie dochodzimy do czasów, w których to Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych zaczęło szerzej publikować wyniki Ogólnopolskiego Badania Inwestorów. Jedną ze statystyk wartych odnotowania jest główna motywacja od inwestowania na giełdzie. Inwestorzy od lat wskazywali, że ich głównymi motywacjami są:

- motywacja zarobkowa (główne źródło utrzymania)
- dywersyfikacją przychodów (dodatkowe źródło utrzymania)
- ochrona przed inflacją

Zasadnicza zmiana jak zaszła w tych wynikach, a tym samym w sylwetce przeciętnego polskiego inwestora, miała miejsce w 2015 roku. Wówczas to po raz pierwszy w historii inwestorzy powszechnie wskazali, że ich motywacją inwestowania na giełdzie jest również chęć oszczędzania na emeryturę (por. RYSUNEK 2). Widać tutaj ewidentny związek z wydarzeniami z 2014 roku, kiedy to miał miejsce tzw. „drugi rozbiór OFE". Wówczas to do powszechnej świadomości przebił się fakt, że tak naprawdę wszyscy są samodzielnie odpowiedzialni za własną emeryturę, a na wysoką emeryturę z ZUS-u nie ma co liczyć.

Mamy więcej pieniędzy i spółek w portfelu

Kolejną zmianą w sylwetce polskiego inwestora, pokazującą jak stopniowo zmienia się z typowego spekulanta z lat 90-tych w długoterminowego inwestora są dwie kolejne statystyki.

Przebyliśmy więc długą drogę od spekulanta, poprzez inwestora średnioterminowego, z bardzo silnym home-bias, do inwestora długoterminowego, oszczędzającego na emeryturę

Pierwsza to zasobność portfela przeciętnego inwestora. Obserwowany trend od 2009 roku jest taki, że wraz z upływem czasu jesteśmy coraz bogatsi, gromadzimy systematycznie majątek na GPW. W 2022 roku przeciętna wartość portfela wyniosła już blisko 100 tys. złotych (por. RYSUNEK 3).

Wzrost przeciętnej wartości portfela idzie w parze ze wzrostem liczby spółek w portfelu. Widać wzrost dywersyfikacji portfela w czasie. Jest to naturalna kolej rzeczy w przypadku inwestorów, którzy na giełdzie coraz mniej spekulują, a coraz częściej inwestują na długi termin (por. RYSUNEK 4).

ETF-y i spółki zagraniczne, czyli otwarcie polskich inwestorów na świat

Kolejnym objawem, pokazującym jak zmienia się polski inwestor indywidualny jest z kolei skład portfela. Oczywiście najczęściej występującym składnikiem portfeli są akcje spółek notowanych na rynku głównym GPW i na NewConnect. W ostatnich latach można natomiast zaobserwować systematyczny wzrost obecności funduszy typu ETF oraz akcji spółek zagranicznych. Poziomy odpowiednio 33,7% w przypadku ETF-ów i 26,9% w przypadku akcji zagranicznych są najwyższymi odczytami w historii (por. RYSUNEK 5).

W 2022 roku inwestorzy indywidualni po raz drugi w historii badania zadeklarowali, że kupują akcje na termin dłuższy niż jeden rok. Widać wyraźnie, że ci spekulanci dominujący na giełdzie w latach 90-tych, którzy kupowali akcje na bardzo krótki termin, aktualnie są w zdecydowanej mniejszości.

Podsumowanie

Można podsumować, że nowe trendy, które zobaczyliśmy począwszy od 2008 roku (więcej spółek dywidendowych) pokazują, że na giełdzie przybywa inwestorów długoterminowych dywidendowych. Do tego doszły kolejne możliwości długoterminowego inwestowania wraz z debiutem funduszy typu ETF, które pojawiły się na polskim rynku w 2010 roku. Trend ten przyspieszył około roku 2014 („drugi rozbiór OFE").

Z kolei dwa ostatnie lata to coraz szersze otwarcie polskich inwestorów na rynki zagraniczne. Spadające bariery zarówno kosztowe jak i technologiczne spowodowały, że inwestorzy zaczęli coraz śmielej inwestować w akcje spółek na rynkach zachodnich, jak również zaczęli kupować ETF-y na rynki globalne. Trend ten z pewnością przyspieszy w kolejnych latach, a wpływ na to ma wojna na Ukrainie, która z punktu widzenia polskich inwestorów dzieje się zdecydowanie za blisko naszych granic. W najbliższych latach będziemy więc chcieli przenieść choć część naszych inwestycji na rynki globalne, co jest możliwe do zaobserwowania już teraz. Kolejnym elementem tej układanki, który daje tanie i proste możliwości inwestowania za granicą jest poszerzająca się oferta robodoradców, jednak na ich wpływ na sylwetkę przeciętnego polskiego inwestora przyjdzie nam jeszcze poczekać.

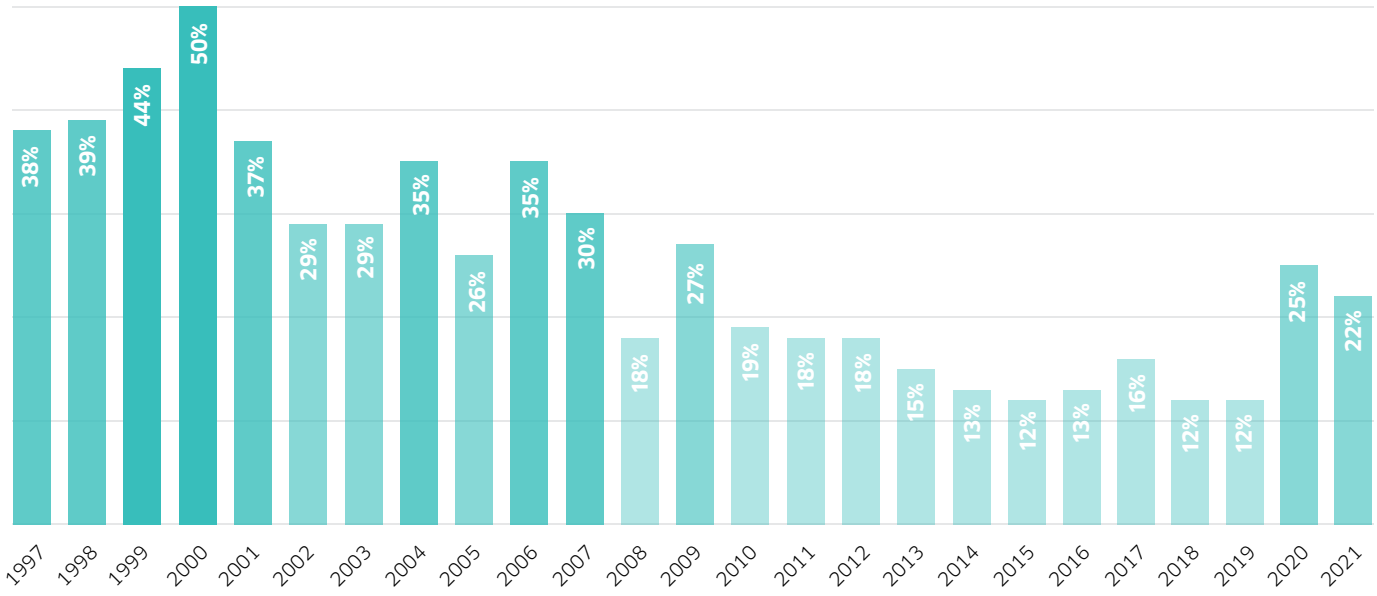
Przebyliśmy więc długą drogę od spekulanta, poprzez inwestora średnioterminowego, z bardzo silnym home-bias, do inwestora długoterminowego, oszczędzającego na emeryturę, wykorzystującego akcje spółek dywidendowych, fundusze ETF zarówno w Polsce jak i na świecie. Zajęło nam to „tylko" niecałe 30-lat. Jesteśmy więc w miejscu, gdzie rynki zachodnie są od lat, gdzie akcje często dziedziczy się z pokolenia na pokolenie. Dla nas jest to nowość, dla naszych zachodnich kolegów normalność, która nas też już za chwilę czeka.

dr Michał Masłowski
wiceprezes zarządu
Stowarzyszenia Inwestorów
Indywidualnych

RYSUNEK 1

Udział inwestorów indywidualnych w obrotach na rynku akcji (rynek główny GPW)

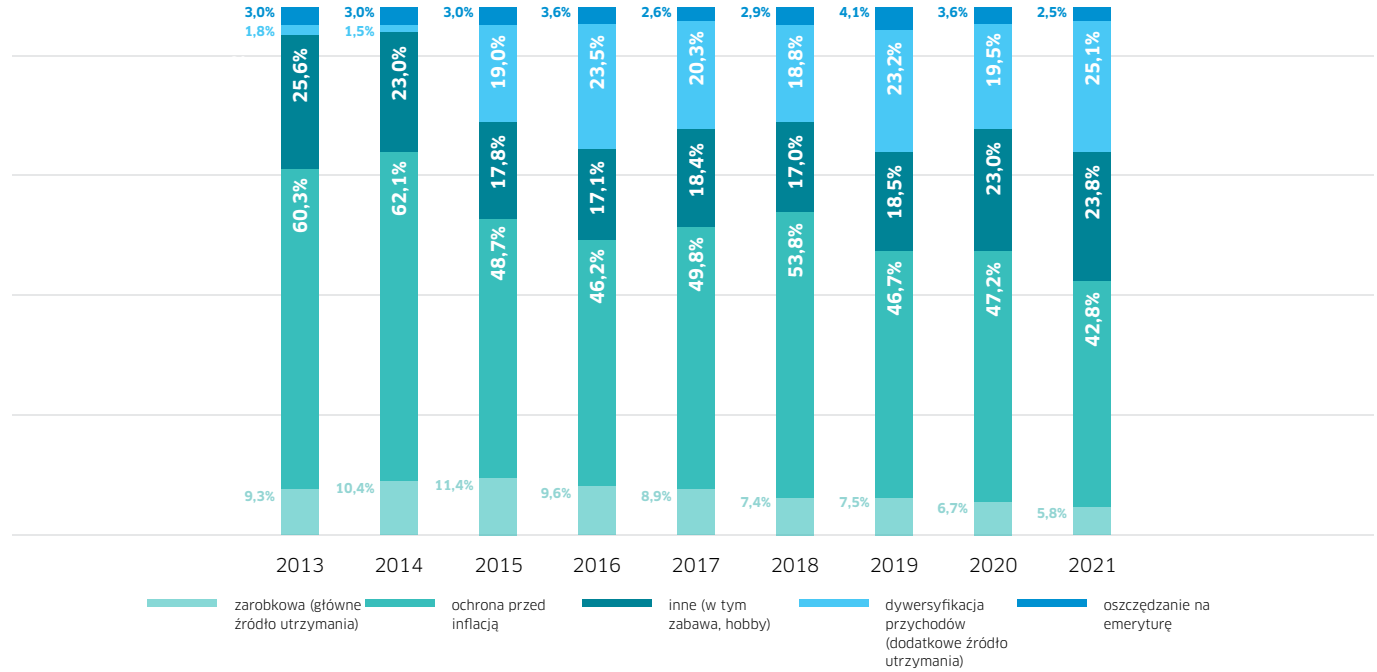
Źródło: GPW



RYSUNEK 2

Główna motywacja na inwestowania na giełdzie w latach 2013–2021

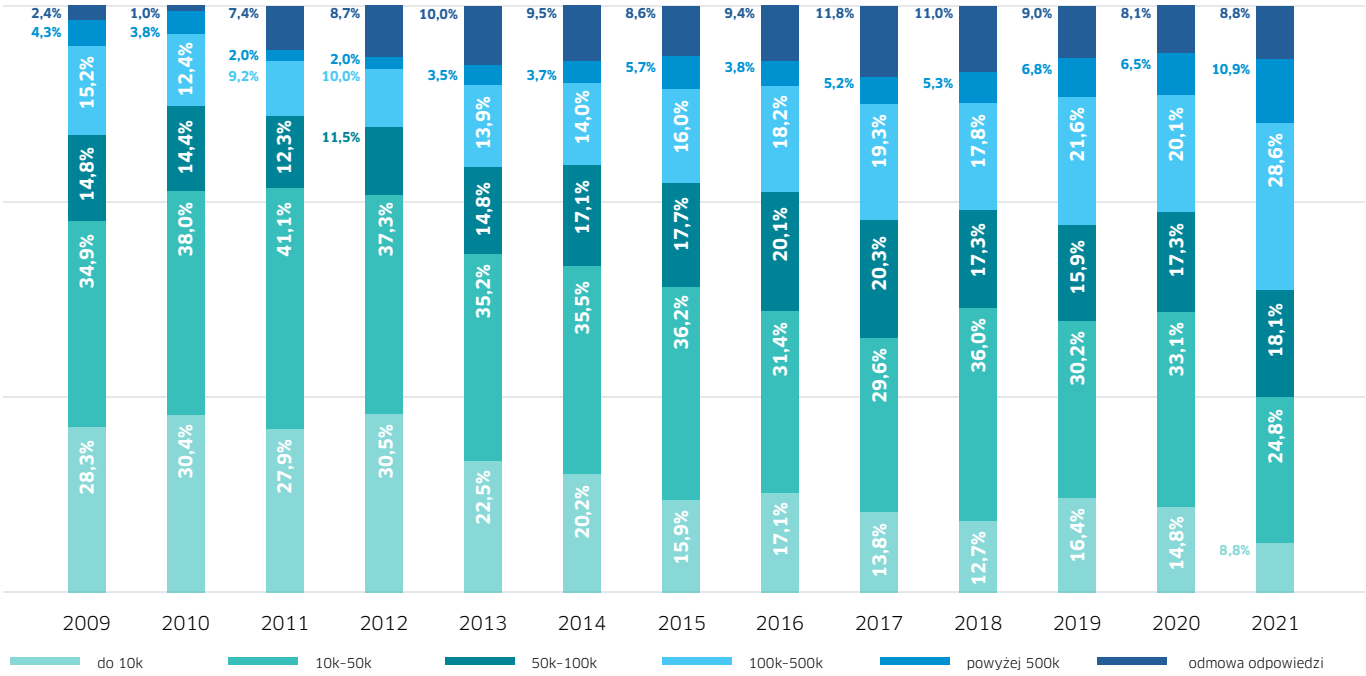
Źródło: Ogólnopolskie Badanie Inwestorów 2021



RYSUNEK 3

Zmiana wartości portfeli w latach 2009-2021

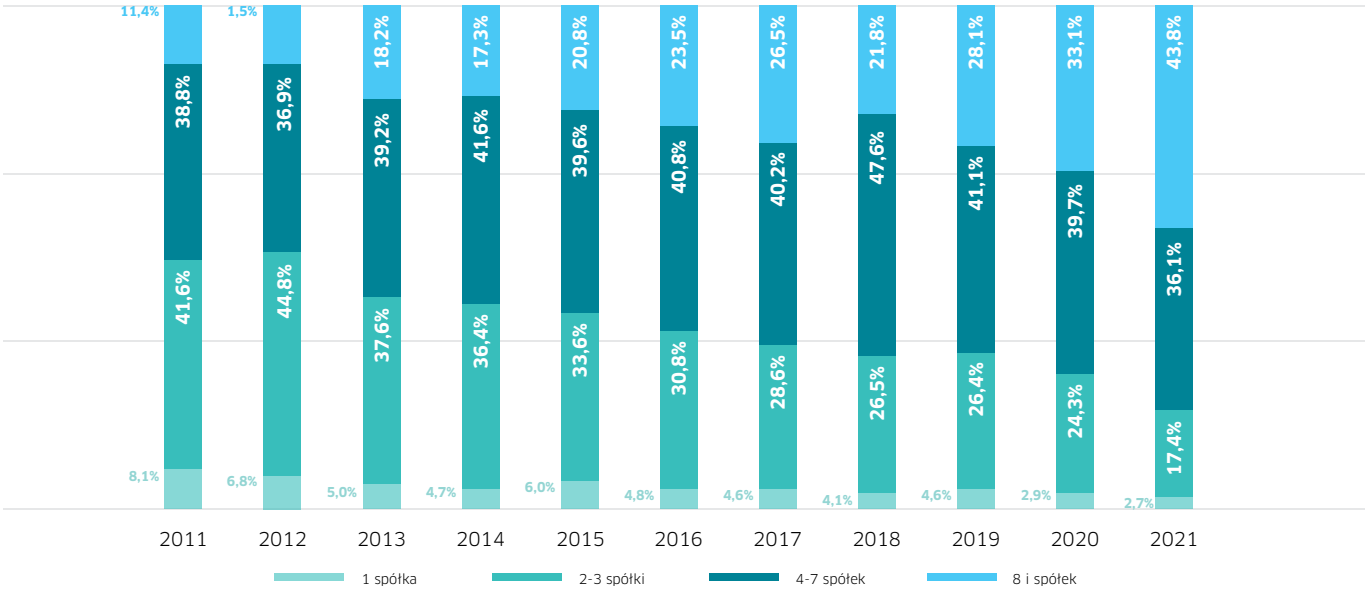
Źródło: Ogólnopolskie Badanie Inwestorów 2021



RYSUNEK 4

Zmiana struktury portfeli w latach 2011-2021

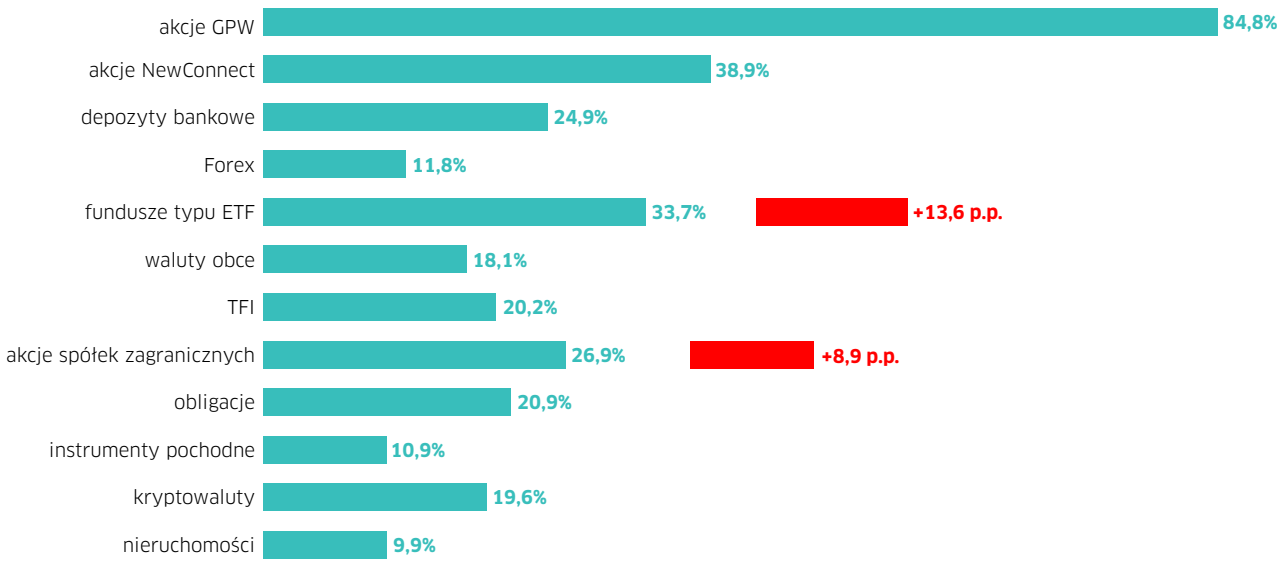
Źródło: Ogólnopolskie Badanie Inwestorów 2021



RYSUNEK 5

Co inwestorzy mieli w portfelach w 2021 roku?

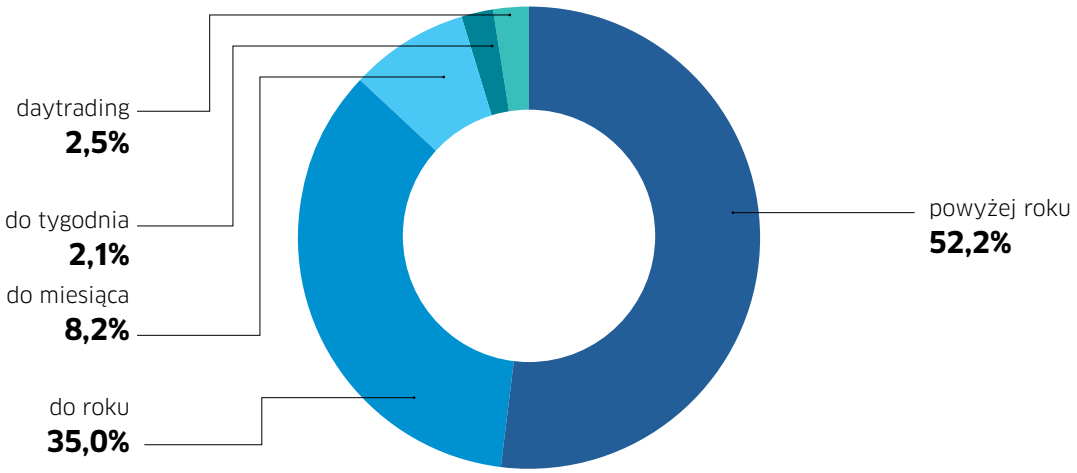
Źródło: Ogólnopolskie Badanie Inwestorów 2021



RYSUNEK 6

Jak długo inwestorzy trzymają akcje? (rynek główny GPW)

Źródło: Ogólnopolskie Badanie Inwestorów 2021



BADANIA

Oszczędzanie na emeryturę – społeczne modelowanie i genetyka

dr Tomasz Sobierajski

Jednym z podstawowych założeń teorii społecznego uczenia się Alberta Bandury jest założenie, że dzieci uczą się zachowań poprzez obserwację dorosłych, w szczególności tzw. znaczących innych, czyli najczęściej rodziców lub opiekunów, którzy są najbliżej z dzieckiem w procesie jego rozwoju psychospołecznego i socjalizacji. Zgodnie z tą teorią uczymy się naszych zachowań w oparciu o dwa główne mechanizmy. Pierwszy, to przewidywanie konsekwencji naszych działań, czyli robimy, powtarzamy to, co może przynieść nam zysk i unikamy robienia tego, co może przynieść nam stratę. Drugi to modelowanie, czyli uważna obserwacja tego, co robią inni i zapamiętywanie skutków tych działań. A następnie – w oparciu o to – wypróbowywanie tych działań we własnym życiu. Powyższe mechanizmy nie są odruchami, wymagają skupienia, zastanowienia, obserwacji, refleksji i analizy. Są możliwe dzięki relacjom społecznym i aktywnemu funkcjonowaniu dziecka w grupie.

Teoria społecznego uczenia się ma zastosowanie w wielu dziedzinach naszego życia, również w podejściu do pieniędzy i oszczędzania.

Jeśli rodzice nie oszczędzali i nie uczyli nas oszczędzania, to my również nie będziemy potrafili tego robić

To poprzez obserwację naszych rodziców i ich stosunku do pieniędzy tworzą się w nas wzorce do naśladowania, predyspozycje, postawy. Jest duża szansa na to, że jeśli nasi rodzice nie szanowali pieniędzy, to my również nie będziemy ich szanować. Jeśli rodzice nie oszczędzali i nie uczyli nas oszczędzania, to my również nie będziemy potrafili tego robić. To na przykładzie rodziców dowiadujemy się skąd się biorą pieniądze i jak ciężko jest je zdobyć i zarobić. Ale to również rodzice mogą nauczyć nas, jak łatwo je wydawać.

Ale nie tylko obserwacje dorosłych przez dzieci mają wpływ na postawy względem pieniędzy. Ważne są również świadome działania rodziców w tym względzie. Jeśli dziecko będzie dostawało kieszonkowe, którym będzie mogło dowolnie zarządzać, szybciej zrozumie wartość i rolę pieniądza. Jeśli rodzice założą dziecku konto oszczędnościowe i pokażą wartość uzbierania większej sumy, to nawyk odraczanej przyjemności będzie dla niego czymś normalnym.

Zatem są osoby, które w procesie uczenia się w dzieciństwie nawyk oszczędzania wyniosły z domu oraz takie, które w dzieciństwie się tego nie nauczyły. Część z nich uczyła się oszczędzania w dorosłym życiu, a pozostali nie podjęli tej próby i nie oszczędzają w ogóle.

Wyniki badania „Oszczędzanie" zrealizowanego przez IPSOS w kwietniu 2022 roku wskazują, że Polki i Polacy w równym stopniu deklarują, że nawyk odkładania/oszczędzania pieniędzy wynieśli z domu (37.6%) i nauczyli się tego w dorosłym życiu (35.4%). Przy czym kobiety częściej niż mężczyźni deklarują, że wyniosły ten nawyk z domu (41.3% dla kobiet vs. 33.6% dla mężczyzn). Osoby starsze, po 50 roku życia częściej niż osoby młodsze deklarują, że wyniosły nawyk oszczędzania z domu. Deklarację nawyku oszczędzania wyniesionego z domu najczęściej deklarują osoby najgorzej i najlepiej wykształcone. Dla osób z wykształceniem podstawowym jest to 45.8%, a dla osób z wykształceniem wyższym 42.8%. Brak nawyku oszczędzania w ogóle deklarują najczęściej osoby z wykształceniem zasadniczym zawodowym (35.1%), a najrzadziej osoby z wykształceniem wyższym – 18.9%.

Za naszą postawę względem zachowań finansowych odpowiedzialne są w dużym stopniu geny i to one mogą sprawiać, że będziemy mieli lub nie mieli skłonności do oszczędzania

Nawyk oszczędzania i nieoszczędzania jest zależny od wielu czynników. Jego brak deklarują najczęściej osoby najmłodsze: dla respondentów między 18 a 24 rokiem życia jest to 41.6%, a dla respondentów między 25 a 28 rokiem życia jest to 45.7%. Na brak nawyku oszczędzania najrzadziej wskazują

pięćdziesięciolatkowie – 16.2%. Im jesteśmy młodsi tym bardziej wierzymy zapewne w to, że jeszcze mamy czas na to, żeby zacząć oszczędzać. Mamy też mniej zobowiązań i zazwyczaj mniejsze potrzeby niż osoby dojrzałe. Brak zobowiązań rodzinnych wyraźnie warunkuje podejście do oszczędzania, ponieważ to najczęściej single/singielki (36.6%) oraz osoby rozwiedzione (41.1%) deklarują brak nawyku oszczędzania. Wśród osób żyjących w związku brak nawyku oszczędzania deklaruje tylko co piąta osoba (20.3%). Również w tej grupie jest najwyższy odsetek osób, które nawyk oszczędzania wyniosły z domu – 41.4%.

Jednak oszczędzanie nie zawsze jest skorelowane z naszą wolną wolą. Jak pokazują szwedzkie badania behawiorystów Cronqvista i Siegela na bliźniętach jednojajowych, za naszą postawę względem zachowań finansowych odpowiedzialne są w dużym stopniu geny i to one mogą sprawiać, że będziemy mieli lub nie mieli skłonności do oszczędzania. W przypadku Polaków co piąta osoba (19.8%) deklaruje, że oszczędza regularnie, odkładając co miesiąc konkretną kwotę. Blisko połowa badanych (46.8%) zadeklarowała, że oszczędza nieregularnie, a jedna trzecia (33.3%), że w ogóle nie oszczędza.

Regularnie oszczędzają częściej mężczyźni niż kobiety (22.2% vs. 17.7%) oraz osoby w średnim wieku i starsze. Największy odsetek oszczędzających regularnie jest w grupie najstarszej wiekowo, powyżej 60 roku życia (24.2), a także wśród trzydziestolatków (22.7%) oraz pięćdziesięciolatków (22.6%). Co ciekawe, w grupie czterdziestolatków oszczędza regularnie 18% osób.

Cytowane wyżej szwedzkie badania, łącząc się z teorią społecznego ucznia się, wskazują na to, że to, czego nauczyliśmy się od rodziców względem

Okazuje się bowiem, że niezależnie od tego, czego nauczyliśmy się w dzieciństwie, to (dopiero) około 40. roku życia zaczynamy podejmować prawdziwie samodzielne, dojrzałe decyzje finansowe

pieniędzy – ich wydawania lub oszczędzania – ma na nas wpływ bardzo długo, choć nie determinuje naszego całego życia. Okazuje się bowiem, że niezależnie od tego, czego nauczyliśmy się w dzieciństwie, to (dopiero) około 40. roku życia zaczynamy podejmować prawdziwie samodzielne, dojrzałe decyzje finansowe. W przypadku Polaków dojrzałość wiąże się z większą częstotliwością oszczędzania, ponieważ co drugi młody człowiek do 24. roku życia (55.3%) w ogóle nie oszczędza. Wśród osób między 25 a 29 rokiem życia nie oszczędza 39.5% osób, wśród trzydziesto-, czterdziesto- i pięćdziesięciolatków nie oszczędza w ogóle co czwarta osoba, a wśród osób powyżej 60 roku życia co trzeci badany (35.1%).

Im wyższe wykształcenie, tym zmniejsza się odsetek osób, które w ogóle nie oszczędzają. Najczęściej w ogóle nie oszczędzają osoby z wykształceniem podstawowym (46.3%) oraz zasadniczym zawodowym (43.4%). Wśród osób z wykształceniem średnim w ogóle nie oszczędza 31.4% osób, a z wykształceniem wyższym tylko co piąta osoba (19.4%). Podobnie jest z regularnym oszczędzaniem. Najczęściej regularnie oszczędzają osoby z wykształceniem wyższym (31%), a najrzadziej z wykształceniem zawodowym (10.4%) i wykształceniem podstawowym (14.6%). Co piąta osoba z wykształceniem średnim (20.3%) oszczędza regularnie. Najczęściej regularnie oszczędzają osoby, które żyją w związku (21.8%) oraz wdowcy/wdowy (21.7%), a najrzadziej osoby, które są rozwiedzione (13.1%). W ogóle nie oszczędza nieco więcej niż co trzecia osoba będąca singlem (37.9%), co czwarta osoba żyjąca w związku (26.1%), co druga osoba rozwiedziona (50%) oraz 44.7% wdowców/wdów. Regularnie oszczędza co piąta osoba, która pracuje zawodowo

Im starsze osoby, tym zmniejsza się liczba osób, które nie odkładają i w ogóle się tym nie martwią

Ponad połowa badanych (56%) deklaruje, że w ogóle nie odkłada pieniędzy na emeryturę (poza ZUS), z czego większość – 39.9% nie odkłada i w ogóle o tym nie myśli, a 16.7% nie odkłada, choć bardzo by chciało

(19.9%), co czwarty emeryt (24.3%), ale już tylko co siódmy rencista (14.2%). Wśród osób, które się uczą lub studiują oszczędza tylko 6.2%. To czy potrafimy oszczędzać pieniądze, bo nauczyliśmy się tego w dzieciństwie lub mam do tego predyspozycje genetyczne ma wpływ na to, czy będziemy oszczędzać pieniądze na emeryturę.

Ponad połowa badanych (56%) deklaruje, że w ogóle nie odkłada pieniędzy na emeryturę (poza ZUS), z czego większość – 39.9% nie odkłada i w ogóle o tym nie myśli, a 16.7% nie odkłada, choć bardzo by chciało. Najwięcej osób oszczędza na emeryturę w ramach konta oszczędnościowego – 24.4% osób. W dalszej kolejności 15.3% odkłada pieniądze „do skarpety". W ramach produktów długoterminowego oszczędzania (PPK, IKZE, IKE, PPE) oszczędza 4.3% osób, a inwestując samodzielnie 4.2% osób. Mężczyźni częściej niż kobiety oszczędzają na emeryturę odkładając pieniądze na konto oszczędnościowe (27.5% vs. 21.6%), w ramach produktów długoterminowego oszczędzania (5.4% vs. 3.3%) oraz w ramach inwestycji samodzielnych (4.7% vs. 3.8%). Kobiety nieco częściej niż mężczyźni deklarują, że nie oszczędzają na emeryturę i w ogóle się tym nie martwią (41.3% dla kobiet vs. 37.1% dla mężczyzn).

W ramach produktów długoterminowego oszczędzania i samodzielnych inwestycji widać wyraźną różnicę pomiędzy czterdziesto- i pięćdziesięciolatkami a pozostałymi grupami wiekowymi. Na konto oszczędnościowe odkładają pieniądze najczęściej trzydziesto- i czterdziestolatkowie, a „do skarpety" odkładają pieniądze najczęściej osoby po 60. roku życia. Im starsze osoby, tym zmniejsza się liczba osób, które nie odkładają i w ogóle się tym nie martwią, z wyjątkiem osób po 60. roku życia. Wraz ze wzrostem wykształcenia wzrasta liczba osób, które odkładają pieniądze na emeryturę w ramach produktów długoterminowego oszczędzania, inwestują samodzielnie lub odkładają pieniądze na konto oszczędnościowe, a maleje liczba osób, które odkładają pieniądze „do skarpety". Im wyższe wykształcenie tym maleje również liczba osób, które nie oszczędzają na emeryturę w ogóle i się tym nie martwią.

Na emeryturę w ramach produktów długoterminowego oszczędzania dwa razy częściej oszczędzają mieszkańcy średnich miast między 50 a 200 tysięcy mieszkańców (9.7%) niż mieszkańcy dużych miast powyżej 200 tysięcy mieszkańców (4.1%) oraz mieszkańcy małych miast do 50 tysięcy mieszkańców (4.4%). Na wsi w ramach tego typu produktów oszczędza tylko 1.9% osób. Samodzielnie inwestują najczęściej mieszkańcy wsi (5.7%), a najrzadziej mieszkańcy średnich i dużych miast – średnio 2.5%. Na koncie oszczędnościowym na emeryturę oszczędzają najczęściej mieszkańcy dużych miast (30.3%) i wsi (25.7%), a najrzadziej mieszkańcy średnich miast (18.9%). Oszczędności na emeryturę „do skarpety" wkładają najczęściej mieszkańcy wsi (17.5%) oraz średnich miast (17%), a najrzadziej mieszkańcy dużych miast (11.8%). W ogóle nie oszczędzają na emeryturę i się tym nie martwią najczęściej osoby z dużych miast (42.1%) i małych miast (40.2%). W dalszej kolejności mieszkańcy średnich miast (38.6%) oraz mieszkańcy wsi (37.7%).

Oszczędzanie w ogóle, a co za tym idzie oszczędzanie na emeryturę nie jest w Polsce społeczną normą. Co trzecia osoba nie oszczędza w ogóle, a regularnie oszczędza tylko co piąta osoba. Na emeryturę poza systemem ZUS nie oszczędza jeszcze większy odsetek – cztery na dziesięć osób. Część z tych osób nie stać na to, żeby odkładać jakiekolwiek pieniądze na emeryturę, ponieważ mają niewystarczające dochody. Jest jednak część, szczególnie młodszych badanych, którzy powinni wykorzystać mechanizm modelowania z teorii społecznego uczenia się w celu przewidzenia skutków działań długoterminowego nieoszczędzania na emeryturę.

dr Tomasz Sobierajski
Instytut Stosowanych Nauk Społecznych, Uniwersytet Warszawski

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
www.igte.pl
twitter.com/_IGTE
www.facebook.com/IGTEPL
www.youtube.com/IGTE

REDAKTOR NACZELNY
Filip Pietkiewicz-Bednarek

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 160 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/IGTEPL
Naszą bieżącą działalność edukacyjną najwygodniej obserwować na FB

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