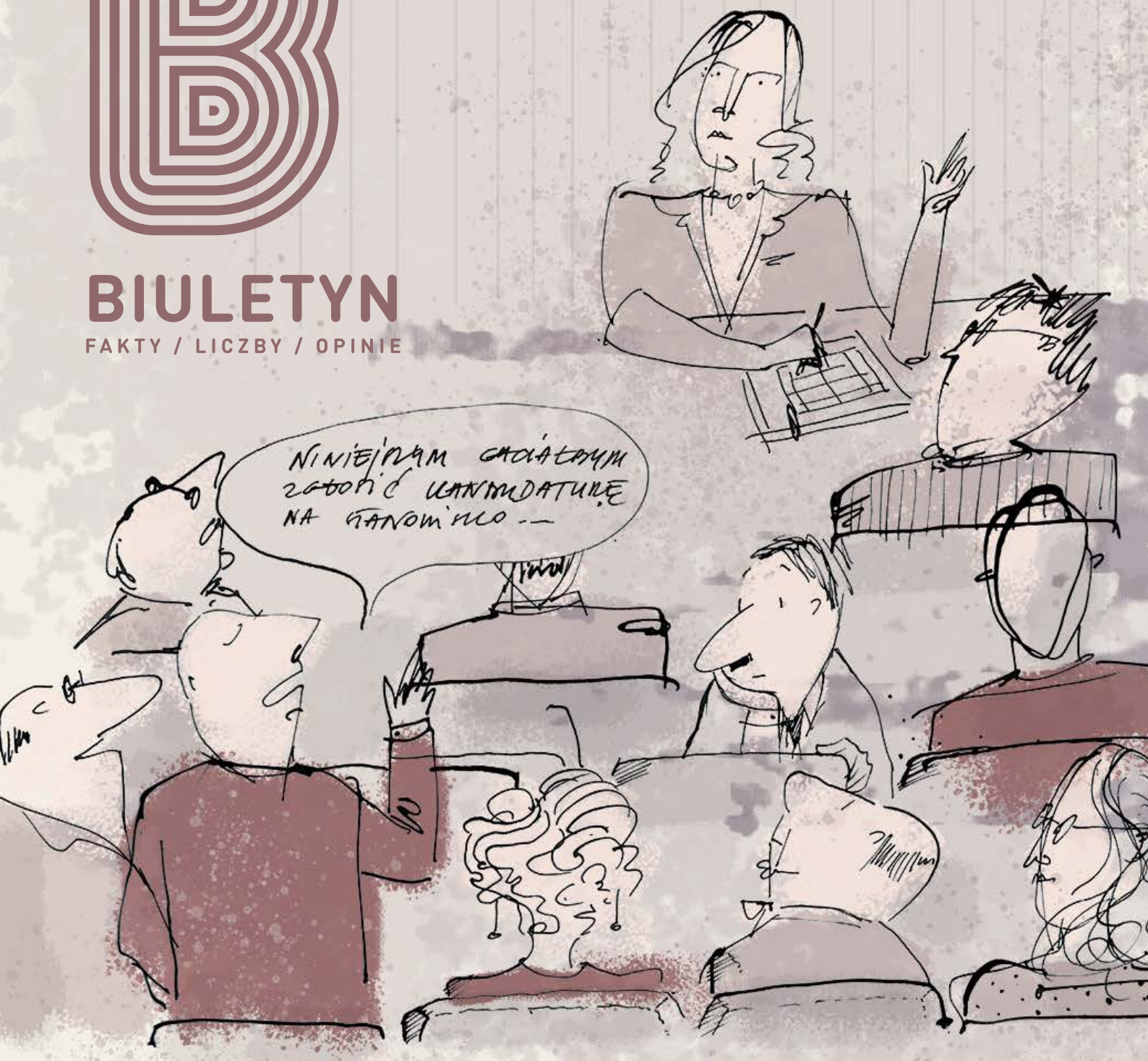
30 (WRZESIEŃ) 2023

IGTE
Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych

BIULETYN

FAKTY / LICZBY / OPINIE



JUREK

Im bardziej zmienny jest system emerytalny, tym bardziej ryzykowne jest odkładanie decyzji o przejściu na emeryturę i tym samym większa jest skłonność do wczesnego opuszczania rynku pracy.

ROSIEK

Inwestycje rzeczowe, których głównym celem jest mitygacja zmian klimatu lub adaptacja do nich, często przy ocenie efektywności ekonomicznej wypadają gorzej od tradycyjnych przedsięwzięć.

SOŁDEK

Podejmowane działania OFE w 2022 roku wskazują, że kluczowym problemem ładu korporacyjnego na polskim rynku pozostaje relacja pomiędzy strategicznymi, a mniejszościowymi akcjonariuszami.

SPIS TREŚCI

2

Małgorzata Rusewicz
Czego nie mówi się o OFE?

4

Piotr Gałązka
Dostęp do kapitałowych danych transakcyjnych w nowelizacji MiFIR

8

dr Andrzej Sołdek
Wysoka jakość zaangażowania OFE w nadzór nad spółkami portfelowymi

12

prof. UEP, dr hab. Krzysztof Waliszewski
Efektywność IKE w Polsce

18

dr Łukasz Jurek
Zmienność systemu emerytalnego a decyzje emerytalne

24

dr Ksymena Rosiek
Dlaczego inwestycje klimatyczne wydają się mniej opłacalne?

OD WYDAWCY

Czego nie mówi się o OFE?

Małgorzata Rusewicz

Wyniki monitoringu hasła OFE pokazują nam, że temat otwartych funduszy emerytalnych jest nadal żywy – zarówno w debacie publicznej, jak i wśród społeczeństwa. Naturalnie wciąż żywe są te same wątki – „grabież OFE", „kradzież naszych pieniędzy", „zyski prezesów", czy „tragiczne wyniki". Dyskusja najczęściej kręci się wokół wywołujących emocje przeświadczeń, pomimo tego, że rzeczywistość znacząco od nich odbiega. Ciekawa jest też skala tej debaty – dwa i pół razy częściej pisało się w 2022 roku nt. OFE niż o PPK.

Tymczasem na przekór toczącej się narracji, OFE wydają się być niedocenianą instytucją, która w naszą emerytalną przestrzeń wnosi wiele istotnych i wartościowych rzeczy. Zacznijmy od wyników, które na bieżąco monitorujemy i upubliczniamy. Co miesiąc wspólnie z Analizami Online pokazujemy wyniki inwestycyjne OFE w kontekście sytuacji na światowych rynkach. Mniej więcej co trzy lata publikujemy pogłębione porównawcze zestawienia Analiz Online: „Efektywność OFE na tle innych form oszczędzania", czy „Profil zysku i ryzyka OFE na tle innych form oszczędzania".

Płyną z nich powtarzające się wnioski – OFE prezentują się jako atrakcyjna forma budowania kapitału emerytalnego na tle innych form oszczędzania, np. w okresie 2014-2022 pomnażały kapitał w tempie wynoszącym 7,31% (IRR), uzyskując rezultat lepszy od waloryzacji, funduszy akcji polskich uniwersalnych, wybranych indeksów rynkowych oraz inflacji i depozytów, OFE (pomijając niektóre, promocyjne stawki opłat za zarządzanie w funduszach w ramach PPK) są obecnie najtańszą formą zbiorowego lokowania kapitału na rynku akcji. Szczegóły można znaleźć na naszej stronie internetowej w dziale ekspertyza.

I właśnie wiedza ekspercka jest tym, co OFE wnosi w rozwój systemu emerytalnego, długoterminowych oszczędności i rynku kapitałowego. W ubiegłym roku wydaliśmy 28 publikacji merytorycznych – analiz, wyników badań, propozycji rozwiązań, wiele z nich cieszyło się bardzo dużym zainteresowaniem, wnosząc nowe treści do dyskursu profesjonalnego, a także publicznego. Warto te liczbę uzupełnić o cztery wydania kwartalnego Biuletynu IGTE, czytanego aktualnie przez około 1000 osób, w którym prezentowane są artykuły osób zawodowo związanych z obszarem naszej działalności, a także naukowców. Nie poprzestajemy na wydawnictwach, raz w roku organizujemy konferencję, oferując jej uczestnikom możliwość debaty o przyszłości systemu finansowania starości na bazie świeżych i oryginalnych treści. W tym roku w grudniu będziemy chcieli zaprosić Państwa do refleksji nad przyszłością sytemu emerytalnego w oparciu o międzynarodowe doświadczenia.

Nasza branża nie poprzestaje jednak na tym. Tym, co wyróżnia OFE na tle innych instytucji rynku kapitałowego, jest sprawowany przez nie nadzór korporacyjny nad spółkami portfelowymi. Te kwestie badamy od wielu lat i publikujemy wyniki aktywności naszych członków. Okazuje się, że OFE, w ramach swoich instytucjonalnych i realnych możliwości, dbają o jakość decyzji podejmowanych w spółkach, co ma pozytywny wpływ nie tylko na praktyki rynkowe, ale przede wszystkim na interes członków OFE, mierzony stopami zwrotu. W tym numerze prezentujemy analizę działań OFE w zakresie nadzoru korporacyjnego w 2022 roku.

Działania OFE uzupełniają liczne inicjatywy edukacyjne, kierowane do różnych grup osób – Przewodnik emerytalny – publikacja, która zawiera kompendium wiedzy nt. przygotowania do życia na emeryturze, Zadbane Finanse – e-learningowy kurs finansów osobistych, Zadbana przyszłość – cykl podcastów emerytalnych, czy Encyklopedia finansów osobistych – cykliczne wydawnictwo tłumaczące bieżące zjawiska ekonomiczne w kontekście osobistej sytuacji finansowej, z którą już za chwilę ruszamy. Podejmujemy je pozostając w przekonaniu, że jako profesjonaliści jesteśmy zobowiązani do dzielenia się posiadaną przez nas wiedzą, by ludzie mogli świadomie i odpowiedzialnie zarządzać swoimi finansami w cyklu życia.

Tymczasem na przekór toczącej się narracji, OFE wydają się być niedocenianą instytucją.

Widać więc wyraźnie, że OFE robią dużo, by dbać o oszczędności emerytalne Polaków, jak zresztą głosi nasze motto. Robimy to, co robimy z przekonaniem i mamy nadzieję, że w coraz większym stopniu w debacie publicznej to właśnie ten rzeczywisty obraz OFE będzie obecny. A Państwo, jeśli popieracie nasze działania, możecie je wspierać, jako ambasadorzy, urealniając społeczny obraz OFE. Z góry dziękujemy.

Małgorzata Rusewicz
prezes IGTE, prezes zarządu IZFiA

KORESPON-
DENCJA

Dostęp do kapitałowych danych transakcyjnych w nowelizacji MiFIR

Piotr Gałązka

Tym razem chciałbym podnieść temat przeglądu przepisów MiFID i MIFIR w odniesieniu do danych z rynku. Proces ten doszedł do materialnego końca. Przed nami jeszcze parę formalności, ale sytuacja dojrzała już do pewnych podsumowań.

Kwestia regulacji rynku usług kapitałowych, tak samo jak kwestia ochrony konsumenta na tymże rynku, stanowiącego element szerszego rynku usług finansowych, pozostaje nadal zagadnieniem stanowiącym wyzwanie dla prawodawcy unijnego. Wynika to przede wszystkim z trudności, jakie Unia Europejska napotyka przy wybraniu właściwego podejścia regulacyjnego, zakresu i głębokości regulacji. Jest to spowodowane różnorodnością rynku, firm inwestycyjnych i oferowanych produktów, skierowanych zarówno do inwestorów detalicznych, jak i tych profesjonalnych (zdefiniowanych w przepisach Mifid/r), lecz przede wszystkim w stopniu rozwoju rynku, który jest bardzo odmienny w poszczególnych państwach członkowskich. Przekłada się na odmienną kulturę inwestowania i rodzaje popularnych produktów inwestycyjnych.

Treść projektu

Projekt zmian w MIFIR i MiFID II został przez Komisję Europejską przedstawiony z końcem listopada 2021 roku w ramach szerszego pakietu legislacyjnego dotyczącego CMU. Od początku podkreślano w wystąpieniach publicznych przedstawicieli Komisji, że pakiet legislacyjny ma istotne znaczenie dla dalszego rozwoju projektu Unii Rynków Kapitałowych, stanowiącego priorytet polityczny dla tej kadencji Komisji, ze względu na cel w postaci poprawy zdolności przedsiębiorstw do pozyskiwania kapitału w całej UE oraz zapewnienie Europejczykom najlepszych ofert w zakresie oszczędności i inwestycji.

W odniesieniu do zmian w MiFID II i MiFIR, Komisja zaproponowała zmiany mające na celu poprawę transparentności na rynku kapitałowym poprzez wprowadzenie „europejskiego systemu publikacji informacji skonsolidowanych" (*consilidated tape*), który zapewni inwestorom dostęp do danych dotyczących transakcji w czasie zbliżonym do rzeczywistego w odniesieniu do akcji, obligacji i instrumentów pochodnych we wszystkich systemach obrotu w UE. Z uzasadnienia samego projektu zmian w MiFIR można dowiedzieć się, że ma on na celu upodmiotowienie inwestorów, w szczególności mniejszych i detalicznych, dzięki usprawnieniu unijnej infrastruktury rynkowej. W szczególności ma to poprawić urzeczywistnienie obowiązku świadczenia usługi inwestycyjnej po najlepszej ofercie sprzedaży lub oferty nabycia (tzw. *best execution*), zgodnie z przepisami MiFID II. Brak pełnej i aktualnej informacji utrudnia inwestorowi weryfikację wykonania usługi zgodnie z ww. postulatem. Skutkuje to fragmentaryczną wiedzą dla inwestorów, zwłaszcza jeśli dany instrument jest dostępny w różnych systemach notowań.

Komisja uzasadniała projekt zmian w MiFID II i MiFIR również tym, że mimo istnienia w dotychczasowych przepisach pojęcia dostawcy usług skonsolidowanych (CTP), to na dzień publikacji projektu nie było żadnego działającego CTP.

W projekcie zmian w MiFIR przyjęto zasadę powołania jednego CTP dla każdej klasy aktywów, do których przekazywane będą znormalizowane podstawowe dane rynkowe. W projekcie zawarto m.in. nowe definicje tychże danych, ujednolicono terminy odroczenia publikacji publicznych sprawozdań posttransakcyjnych, zakreślono zakres obowiązku przekazywania danych, sprecyzowano procedurę selekcji CTP. Dodatkowo wprowadzono zakaz oferowania płatności za przepływ zleceń detalicznych (PFOF: *Payment For Order Flow*).

Mimo istnienia pojęcia dostawcy usług skonsolidowanych (CTP), nie było dotąd żadnego CTP.

Komentarze do projektu

Uwagi prezentowane przez przedstawicieli rynku skupiały się przede wszystkim na wątpliwościach co do faktycznych możliwości przekazywania i konsolidowania danych. Podkreślano także ryzyka związane z podziałem kosztów agregacji danych i wpływu na nierównomierne wsparcie płynności na rynku, wskazując, że zmiany w reżimie CTP nie zastąpią postulowanego uproszczenia rynku.

Ciekawe były też stanowiska prezentowane przez przedstawicieli Parlamentu Europejskiego. Niektórzy z posłów zabiegali o rozszerzenie zakazu PFOF na całkowity zakaz zachęt (*inducements*) w MiFID II. Byli jednak też tacy, którzy nazywali zakaz PFOF „opcją atomową" dla rynku i zwracali uwagę na potrzebę bardzo dobrego uzasadnienia tak daleko idącego środka, gdyż może to wyświadczać konsumentom „niedźwiedzią przysługę".

Kwestia regulacji rynku usług kapitałowych, tak samo jak kwestia ochrony konsumenta na tymże rynku, stanowiącego element szerszego rynku usług finansowych, pozostaje nadal zagadnieniem stanowiącym wyzwanie dla prawodawcy unijnego.

Prace w Radzie i PE

W toku prac legislacyjnych Rada przyjęła tzw. podejście ogólne podczas prezydencji czeskiej, 20 grudnia 2022 roku. Podkreślono, że Rada domaga się w szczególności zmian w okresach odroczenia informacji w zależności od wielkości i profilu płynności transakcji na obligacjach, produktach strukturyzowanych i uprawnieniach do emisji. Ponadto Rada złagodziła całkowity zakaz PFOF.

Stanowisko Parlamentu Europejskiego zostało przyjęte w marcu 2023 roku. Parlament podkreślił potrzebę szerokiego dostępu do informacji w czasie rzeczywistym, postulując darmowy dostęp do CT dla szeregu kategorii podmiotów. Wskazywano potrzebę monitorowania jakości danych i interwencji odpowiednich organów. Podobnie jak w stanowisku Rady doprecyzowano terminy odroczeń w zależności od rodzaju instrumentów.

Wynik trilogu

Porozumienie w trilogu zostało osiągnięte na dzień przed końcem prezydencji szwedzkiej – 29 czerwca 2023 r. Potwierdzono stworzenie „systemów publikacji informacji skonsolidowanych", czyli scentralizowanych baz danych dla różnych rodzajów aktywów, agregujących dane rynkowe dostarczane przez platformy, na których odbywa się obrót instrumentami finansowymi w UE. Ogólnounijny system będzie łączył najlepsze oferty kupna i sprzedaży (EBBO) z odpowiednimi wolumenami sprzedaży z różnych giełd i będzie je rozpowszechniał w czasie rzeczywistym, zapewniając jedną cenę referencyjną dla akcji i funduszy giełdowych na różnych rynkach.

W wyniku negocjacji między Parlamentem Europejskim a Radą w szczególności znacząco zmieniono i doprecyzowano przepisy dotyczące zakresy danych przekazywanych do CTP, a także terminy odroczenia ujawniania tych danych w znowelizowanych art. 11 i 13 i nowododanym art. 11a MiFIR. Dyskusje obejmowały również zagadnienia definicji w art. 2 MiFIR dotyczącej podstawowych danych rynkowych, będących kluczowymi informacjami, takimi jak cena instrumentów oraz wolumen i czas transakcji.

Warto także podkreślić, że zgodnie z postulatem Parlamentu, dostęp do CT ma być – zgodnie z art. 27 MiFIR - zapewniony nieodpłatnie dla inwestorów detalicznych, naukowców i organizacji trzeciego sektora, wykorzystujących dane do celów badawczych, jak również organom publicznym w celu realizacji uprawnień regulacyjnych i nadzorczych.

W odniesieniu do wprowadzenia zakazu PFOF, osiągnięte porozumienie oznacza wprowadzenie złagodzonego zakazu względem tego jednolitego z treści pierwotnego projektu Komisji

Projekt zmian w MIFIR i MiFID II został przez Komisję Europejską przedstawiony z końcem listopada 2021 roku w ramach szerszego pakietu legislacyjnego dotyczącego CMU.

Uwagi prezentowane przez przedstawicieli rynku skupiały się przede wszystkim na wątpliwościach co do faktycznych możliwości przekazywania i konsolidowania danych.

Europejskiej. Co do zasady wprowadza się takowy zakaz pobierania opłat za przepływ zleceń naliczanych przez brokerów za przekazywanie zleceń klientów na niektóre platformy obrotu, lecz przepis ten zawiera także opcję narodową, pozwalającą państwom członkowskim, w których PFOF nie jest zakazany, zwolnić z zakazu firmy inwestycyjne podlegające jego jurysdykcji, pod warunkiem, że PFOF są przekazywane wyłącznie klientom w tym państwie członkowskim. Przewiduje się całkowitą eliminację tego zjawiska rynkowego do połowy 2026 roku. Warto zwrócić uwagę, że ograniczono zakres podmiotowy zakazu PFOF, który ma dotyczyć wyłącznie inwestorów detalicznych, nie zaś wszystkich klientów.

Ujednolicono ograniczenia dotyczące anonimowego obrotu – zamiast dotychczasowego podwójnego pułapu, wprowadza się w art. 5 MiFIR nowy pojedynczy pułap wolumenu, który opiera się wyłącznie na ogólnounijnym progu ustalonym na poziomie 7%, zgodnie z postulatem PE.

Umocowano także ESMA do przeprowadzenia do połowy 2026 roku badania, czy system publikacji informacji skonsolidowanych – określony w ww. porozumieniu PE i Rady z czerwca 2023 roku – spełnił swój cel polegający na zmniejszeniu asymetrii informacyjnej między uczestnikami rynku.

Warto odnotować polski aspekt tego procesu legislacyjnego – posłem sprawozdawcą była prof. Danuta Hubner, która po ogłoszeniu sukcesu negocjacyjnego podkreślała z zadowoleniem, że UE będzie wreszcie dysponować systemem skonsolidowanych informacji rynkowych z danymi w czasie rzeczywistym, a także wyraźnym zakazem praktyki płatności za przepływ zleceń.

Konkluzje

Wydaje się rozsądne, że Unia Europejska postanawia zmieniać dotychczasowe przepisy o transparentności danych rynkowych. Skoro w ramach dotychczasowych ram prawnych nie powstał żaden CTP, to ewidentnie należy podjąć próbę zmian. Czy nowe przepisy przyniosą tę oczekiwaną zmianę? Czy tym razem pojawią się podmioty, które będą chciały wykonywać zadania dostawcy danych? Jest na to szansa pod warunkiem, że nowoprzyjęte przepisy nie spowodują niemożności osiągnięcia zysku z takiej działalności. Żaden podmiot nie będzie chciał takiej działalności – z pewnością wysoce ryzykownej co do zapewnienia operacyjności w trybie ciągłym – wykonywać bez możliwości zysku.

Wydaje się rozsądne, że Unia Europejska postanawia zmieniać dotychczasowe przepisy o transparentności danych rynkowych.

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

ANALIZA

Wysoka jakość zaangażowania OFE w nadzór nad spółkami portfelowymi

dr Andrzej Sołdek

Otwarte fundusze emerytalne pozostają kluczowym inwestorem na polskim ryku kapitałowym. Na koniec 2022 r. funkcjonowało na rynku emerytalnym 10 OFE zarządzanych przez 9 PTE, które posiadały łącznie 14,9 mln członków i 156,4 mld zł aktywów. Realizowana przez nie strategia funduszu akcji powoduje, że pomimo systematycznego wzrostu udziału akcji zagranicznych, 79,3% portfeli OFE było zainwestowane w akcje notowane na GPW. Wartość 123,4 mld zł zainwestowanych w te spółki powoduje, ze OFE pozostają największym inwestorem instytucjonalnym na polskim rynku. Wartość tych aktywów w relacji do kapitalizacji, wartości free float i obrotów GPW powoduje, że OFE są inwestorem o potencjalnie największym wpływie na spółki, w które zainwestowane są składki oszczędzających na emeryturę.

Należy podkreślić, że rok 2022 był szczególny dla rynków kapitałowych. Agresywna i globalna reakcja banków centralnych na zjawiska inflacyjne w postaci serii podwyżek stóp procentowych przy niekorzystnych trendach na rynku surowców i trwającej agresji Rosji w Ukrainie wywołały jednoczesny spadek cen akcji i obligacji na rynkach kapitałowych. Obniżenie wycen tych dwóch klas aktywów w tym samym roku w historii rynków było zjawiskiem niezwykle rzadkim. Średnia stopa zwrotu wypracowana przez OFE w takich warunkach rynkowych była ujemna i wyniosła -14,76%.

Eksperci i uczestnicy rynku kapitałowego, pomimo pozytywnego wpływu OFE, wskazali, że przestrzeganie standardów ładu korporacyjnego na polskim rynku w dalszym ciągu jest niezadawalające[1].

Wszystkie powyżej wymienione czynniki powodują, że aktywności OFE w pełnieniu nadzoru korporacyjnego pozostają ważną i aktualną kwestią. Dlatego celem artykułu jest zaprezentowanie, jak OFE wykonywały funkcje nadzorcze w spółkach portfelowych w tym szczególnym 2022 roku. Dodatkowo ważne są także dokonanie analizy uwarunkowań tej działalności OFE oraz ocena jakości wykonywanego nadzoru.

Wartością dodaną przeprowadzonej analizy jest możliwość porównania aktywności OFE w nadzorze nad spółkami portfelowymi do wyników badań ich działań nadzorczych w latach 2009-2015 oraz 2018-2021, które były zrealizowane na podstawie ankiet wypełnianych przez PTE zrzeszone w IGTE.

Analiza odpowiedzi na pytania o sposobie realizacji funkcji nadzorczej wskazuje, że jest to element procesu inwestycyjnego. To zarządzający funduszami rekomendują działania nadzorcze, które są zatwierdzane przez zarządy towarzystw. Przy ich wypracowywaniu kierują się uwarunkowaniami danej spółki, które dobrze znają i monitorują na bieżąco. Znają strategie spółki, są w stanie ocenić wpływ proponowanych inicjatyw zarządu lub innych akcjonariuszy na wartość spółki. Mają też kontakt z kierownictwem spółki.

Realizacja procesu nadzoru właścicielskiego przez OFE jako element procesu inwestycyjnego daje szanse na wypełnianie tej funkcji z wysoką jakością.

Wśród głównych czynników wpływających na wykonywanie nadzoru właścicielskiego przez OFE w 2022 roku należy wskazać, podobnie jak w poprzednich latach, postępująca konsolidację, sytuację finansową PTE i płynnościową funduszy oraz zmiany w Kodeksie spółek handlowych.

W 2022 realizowane były dwa procesy konsolidacyjne, których zwieńczenie w postaci połączenia funduszy miało miejsce w 2023 roku. W grudniu 2022 r. doszło do połączenia Aviva PTE i PTE Allianz Polska S.A, a połączenie zarządzanych przez te podmioty otwartych funduszy emerytalnych nastąpiło w maju 2023 r. Komisja Nadzoru Finansowego zezwoliła na przejęcie przez Generali PTE S.A. zarządzania NNLife OFE, które miało miejsce 1 lutego 2023 r, a 21 lipca 2023 r. nastąpiło przejęcie NNLife OFE przez Generali OFE. Tym samym fundusz Generali przejął zarządzanie dawnym funduszem Metlife OFE. Efekt konsolidacji może powodować dwie przeciwstawne tendencje. Z jednej strony obserwowane większe korzystanie z praw korporacyjnych przez OFE o wysokim udziale w rynku pozwala oczekiwać wzrostu aktywności funduszy w nadzorze nad spółkami. Z drugiej strony koncentracja aktywów powoduje, że z radaru zarządzających spadają mniejsze spółki, które ze względu na limity regulacyjne

Konieczność upłynnienia aktywów wraz z rosnącymi transferami w ramach suwaka będzie zwiększała skłonność funduszy do odpowiadania na wezwania do sprzedaży akcji.

będą miały mniejszy wpływ na wyniki funduszu o wyższych aktywach.

Trzeba też wskazać na systematyczny z roku na rok wpływ suwaka na sytuację płynnościową funduszy. Należy się spodziewać, że konieczność upłynnienia aktywów wraz z rosnącymi transferami w ramach suwaka będzie zwiększała skłonność funduszy do odpowiadania na wezwania do sprzedaży akcji i postępować będzie proces zastępowania aktywnych w nadzorze właścicielskim długoterminowych inwestorów, jakim były OFE, przez inne podmioty.

Sytuacja finansowa, która jak pokazano w poprzednich analizach, nie miała istotnego wpływu na realizowanie nadzoru właścicielskiego, nie była elementem sprzyjającym wykonywaniu tej funkcji ze względu na trudny rok na rynku. Konsekwencją spadku wartości zarządzanych aktywów był spadek przychodów z tytułu zarządzania OFE i DFE o 6,8% oraz spadek o 54,7% wynagrodzenia o charakterze premiowym za osiągane wyniki zarządzania aktywami OFE. Ten drugi składnik przychodów jest szczególnie ważny z punktu widzenia analizy wykonywania funkcji nadzorczej przez OFE, ponieważ jest głównym motywatorem ekonomicznym dla tych działań.

Potencjalnie korzystnie na wykonywanie funkcji nadzorczej przez OFE mogą wpływać zmiany kodeksu spółek handlowych. Wprowadzone zmiany przepisów pozwolą profesjonalnym radom nadzorczym realizować swoje funkcje bardziej aktywnie na podstawie pełniejszych informacji o spółce. W znowelizowanym kodeksie między innymi nałożono na zarząd obowiązek udzielenia radzie nadzorczej, bez dodatkowego wezwania, szeregu informacji oraz uregulowano funkcję doradcy rady. Są to więc narzędzia, które przy właściwym skomponowaniu rady nadzorczej mogą wpłynąć na poprawę nadzór nad spółkami. Kluczowy do osiągnięcia tego celu będzie więc wybór do rad niezależnych, zaangażowanych i profesjonalnych kandydatów. Jest to obszar, w którym OFE we wszystkich analizowanych wcześniej okresach były aktywne.

Analiza zaangażowania OFE w nadzorze korporacyjnym roku w 2022 pokazała utrzymanie jej na wysokim poziomie przez liderów rynku i jednocześnie niższą niż w poprzednim okresie aktywność mniejszych funduszy. Zakres podejmowanych działań koncentrował się na podobnych sprawach, jak we wcześniej analizowanych okresach. Były to: wypłata dywidendy i ustalenie jej wysokości, zgłaszanie niezależnych kandydatów do rad nadzorczych, programy motywacyjne, polityka i wysokość wynagrodzeń w organach spółek. Deklaracje i podejmowane działania OFE w 2022 roku wskazują, że kluczowym problemem ładu korporacyjnego na polskim rynku pozostaje relacja pomiędzy strategicznym, a mniejszościowymi akcjonariuszami.

Liderem pod względem udziału na WZA i NWZA pozostawały największe fundusze. OFE PZU wziął udział w 88% łącznych WZA i NWZA, a w przypadku nadzwyczajnych walnych był prawie na wszystkich zgromadzeniach. PTE PZU realizowało regułę uczestniczenia pełnomocnika towarzystwa we wszystkich walnych zgromadzeniach spółek portfelowych, zgodnie z upublicznionymi zasadami ładu korporacyjnego, które są bardziej wymagające, niż kodeksy obowiązujące całą branżę. NN OFE wzięło udział w 71% zwyczajnych i nadzwyczajnych WZA i 67% tych drugich. Wyższą frekwencję na nadzwyczajnych walnych zgromadzeniach w 2022 roku miała większość funduszy. Trzeba podkreślić, że to nadzwyczajne walne są organizowane dla przeprowadzenia istotnych spraw mających wpływ na wycenę spółki, takich jak na przykład emisja akcji, program motywacyjny, połączenie lub przejęcie innej spółki, zbycie lub nabycie znaczących aktywów. Niższą frekwencję od najaktywniejszych funduszy miał wicelider rynku pod względem aktywów fundusz Aviva. OFE. W przypadku tego funduszu było to odpowiednio 60 i 61%. W porównaniu do poprzednich lat zmniejszyła się aktywność funduszu NN Life OFE. Podlegający konsolidacji fundusz uczestniczył w ok 15% WZA spółek portfelowych. Podobną obecność na WZA i NWZA miał Allianz OFE odpowiednio 15 i 18%. Wokół tego poziomu oscylowała frekwencja na walnych pozostałych funduszy. Wyższą obecność miały fundusze Aegon i PKO BP, które odpowiednio były na 24 i 18% walnych łącznie oraz 12 i 30% NWZA, a niższą Generali OFE, które było obecne na mniej niż odpowiednio 10 i 5% walnych zgromadzeń.

Postępować będzie proces zastępowania aktywnych w nadzorze właścicielskim długoterminowych inwestorów, jakim były OFE, przez inne podmioty.

Liderem podejmowanych działań w 2022 roku było towarzystwo zarządzające funduszem o największych aktywach. NN OFE. zgłosił 6 propozycji uchwał, czyli miał aktywność większą niż wszystkie pozostałe fundusze łącznie. Zgłosił też największą liczbę kandydatów do RN tj. 18, z czego poza jednym przypadkiem wszyscy zostali wybrani. Aviva OFE zgłosiła 13 kandydatów i wybranych zostało 11 kandydatów. Trzeba podkreślić, ze PTE wykazały się wysoką skutecznością w wyborach do rad nadzorczych zgłaszanych kandydatów. Członkami rad nadzorczych zostało 12 osób zgłoszonych przez OFE PZU, w przypadku NN Life OFE było to 5 kandydatów. Po jednym kandydacie zgłoszonym przez Generali OFE i PKO BP trafiło do nadzorowania spółek.

Trzeba zauważyć również, że fundusze rzadziej niż w poprzednich trzech latach sięgały po głosowanie grupami przy wyborze członków do rad nadzorczych. Na NWZA spółki Enel-Med 20 stycznia 2022 roku funduszom Generali i PZU udało się powołać do rady nadzorczej w drodze głosowania grupami zaproponowanych przez fundusze kandydatów.

Zarządzający, podobnie jak w poprzednich okresach, koncentrowali się w swoich propozycjach na zwiększaniu poziomu dywidendy, programach motywacyjnych, polityce wynagrodzeń. Przykładami aktywności w zakresie wypłaty dywidendy i ustalenia jej wysokości były działania podjęte przez NN Life OFE, który prowadził negocjacje z zarządem/właścicielem spółki Comarch o wysokości dywidendy. NN OFE zgłosił projekty uchwały wypłaty dywidendy w Lotosie. Fundusz wnioskował o zwołanie NWZA Torpolu z projektem uchwały w sprawie utworzenia kapitału rezerwowego z przeznaczeniem na wypłatę dywidendy specjalnej. Uzasadnił propozycję wypłaty dywidendy w proponowanej wysokości między innymi brakiem negatywnego wpływu na zdolności spółki do pozyskiwania finansowania oraz skutecznego realizowania kolejnych kontraktów.

Należy podkreślić też duże zaangażowanie funduszu Aegon OFE, który wyróżniał się też w poprzednim badanym okresie. W 2022 roku przedstawiciele funduszu głosowali przeciw niekorzystnym propozycjom, które w opinii PTE negatywnie wpływały na wartość posiadanych przez fundusz spółek. Dlatego pełnomocnicy funduszu głosowali przeciw uchwałom o programach motywacyjnych w Sanoku i CD Projekcie oraz zmianom w zakresie podwyższenia kapitału zakładowego w spółkach Ciech, Amrest, MLP, Izoblok, Kernel i CD Projekt. Fundusz głosował też przeciwko nagrodom dla członków RN i niekorzystnym zmianom w statucie spółki Ciech, skróceniu okresu wymaganego na zwołanie WZA w Amreście, niekorzystnym zmianom w regulaminie WZA Kęt, niekorzystnemu skupowi akcji w spółce Sanok. Kolejnym przykładami, gdzie fundusz głosował przeciw były projekty uchwały w spółce 11 Bit umożliwiające podejmowanie decyzji przez RN w sprawach nie objętych porządkiem obrad, a także projekt uchwał o ograniczeniu praw akcjonariuszy na WZ Ferro. Fundusz głosował też przeciwko przejęciu uchwały o ograniczaniu dostępu do informacji przez członków RN AB.PL i mechanizmom zapobiegającym przejęciu spółki Kruk.

Innymi przykładami aktywności OFE na walnych zgromadzeniach było zgłoszenie przez NN Life OFE projektu uchwały określającej poziom wynagrodzenia członków RN na walnym zgromadzeniu Benefit SA. Z kolei PKO Bankowy głosował przeciw zmianie wynagrodzeń członków RN danej kadencji na czerwcowym WZA Ferro w 2022 roku. NN OFE zgłosił projekt uchwały w sprawie zmiany polityki wynagrodzeń osób zarządzających i nadzorujących na czerwcowym WZA i grudniowym NWZA Ferro oraz projekt uchwały w sprawie zatwierdzenia w spółce regulaminu rady nadzorczej. Fundusz wnosił projekty uchwal dotyczące wynagrodzenia RN w Develii oraz wykorzystał zmiany KSH nadające nowe uprawnienia RN i zaproponował projekt uchwały w sprawie zmiany statutu nadającego RN uprawnienie powołania doradcy rady nadzorczej, o którym mowa w art. 382[1] KSH.

Przedstawiona analiza aktywności funduszy w 2022 roku pokazała utrzymywanie się zróżnicowania aktywności miedzy funduszami i zakresu interwencji w spółkach, przy czym wyższa aktywność jest pozytywnie skorelowana z wielkością zarządzanych aktywów przez fundusz

dr Andrzej Sołdek

Przypisy:

1. Zob. Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego i badanie na temat ładu korporacyjnego przeprowadzone przez CFA Society Poland.

BADANIA

Efektywność IKE w Polsce

prof. UEP, dr hab. Krzysztof Waliszewski

We wrześniu 2022 r. przeprowadzono anonimowe badanie ankietowe metodą CAWI z wykorzystaniem formularzy ankiet Google Forms, która była dystrybuowana na portalach o tematyce finansowej i w mediach społecznościowych. Celem ankiety było poznanie opinii posiadaczy IKE na temat posiadanego produktu, stopy zwrotu za ostatni rok (2021), zadowolenia z produktu IKE, wysokości wpłaty rocznej w ostatnim przed badaniem roku (2021), a także uzyskanie informacji o ich wiedzy na temat OIPE i preferowanych kierunkach inwestowania w ramach tego nowego produktu emerytalnego. Warunkiem wzięcia udziału w badaniu było posiadanie na moment badania aktywnego produktu IKE.

Badanie ankietowe przeprowadzone zostało na grupie N=549 osób posiadających IKE. W badanej grupie było 92.7% mężczyzn oraz 7.3% kobiet. Pod względem wieku przeważały osoby w wieku między 30-39 lat (48.1%), a następnie osoby w wieku między 40-49 lat (29.9%) i do 29 lat (15.3%). Mniejszy odsetek badanych osób był w wieku 50-59 lat (5.6%) i w wieku od 60 lat wzwyż (1.1%). Ponad połowę badanych osób (53.8%) stanowiły te mieszkające w miastach powyżej 500 tys. mieszkańców. Mniejszy odsetek stanowiły natomiast osoby mieszkające w małych miastach, miastach średniej wielkości i na wsi. W badanej grupie było 29% osób mieszkających w województwie mazowieckim, a następnie 13.5% mieszkańców województwa małopolskiego, 12.4% mieszkańców województwa dolnośląskiego, 9.8% mieszkańców wielkopolski i 9.7% mieszkańców województwa śląskiego. Mały odsetek grupy badanej stanowiły osoby mieszkające w innych województwach. Badane osoby były zróżnicowane pod względem liczby osób w gospodarstwie domowym. W badaniu udział wzięło 27.5% osób z dwuosobowych gospodarstw domowych, 24.2% osób z czteroosobowych gospodarstw domowych, 22% osób z trzyosobowych gospodarstw domowych i 21.2% osób z gospodarstw liczących jedną osobę. Około 5% osób pochodziło z gospodarstw domowych co najmniej pięcioosobowych. Średni miesięczny dochód netto na osobę w gospodarstwie domowym wynosił zazwyczaj 4001 zł i więcej (73.2%), a następnie mniejszy odsetek osób pochodził z gospodarstw domowych o dochodzie na osobę 3001-4000 zł (16.9%), między 2001-3000 zł (7.1%), 1001-2000 zł (2.6%) i do 1000 zł (0.2%). W badanej grupie było 60.3% osób pracujących na etacie, a następnie 33.9% osób prowadzących działalność gospodarczą oraz 3.1% osób pracujących na umowie cywilnoprawnej.

Analiza ankiety dotyczącej

Indywidualnych Kont Emerytalnych

Większość badanych osób prowadziła swoje IKE w domu maklerskim lub w biurze maklerskim (72.9%). Następnie 15.7% osób prowadziło IKE w Banku, 7.8% prowadziło IKE w instrumentach TFI, 3.6% w towarzystwach ubezpieczeń na życie, a 0.2% w instrumentach PTE.

Badane osoby konto IKE założyły pomiędzy 2004 rokiem a 2022 rokiem z czego większość osób zakładało konto w latach 2016-2020 (50.3%) lub w przeciągu ostatnich dwóch lat (28%). Mniejszy odsetek grupy badanej stanowiły osoby, które założyły konto IKE w latach 2011-2015 (12.8%) i do 2010 roku (5.8%).

Najczęściej w inwestycjach Indywidualnego Konta Emerytalnego badane osoby inwestowały w fundusze ETF (53.6%) oraz w akcje (51.5%), a rzadziej w obligacje (29.7%). Mniejsza część badanych osób inwestowała w jednostki funduszy emerytalnych (12.6%). W lokaty inwestowało 1.5% osób, a w polisy ubezpieczeniowe 0.2% badanych. Badani w 2.6% nie wiedzieli w jakie instrumenty są inwestowane ich pieniądze w IKE (RYSUNEK 1).

Badane osoby w 92.3% same decydowały jak wygląda skład ich portfela w IKE, natomiast w przypadku 7.7% osób skład portfela był określany przez instytucję.

Spytano też badane osoby o to, czy na bieżąco monitorują wyniki swojego portfela IKE. Na bieżąco wyniki swojego portfela IKE monitorowało 71.8% badanych osób, a 28.2% osób nie sprawdzało wyników na bieżąco.

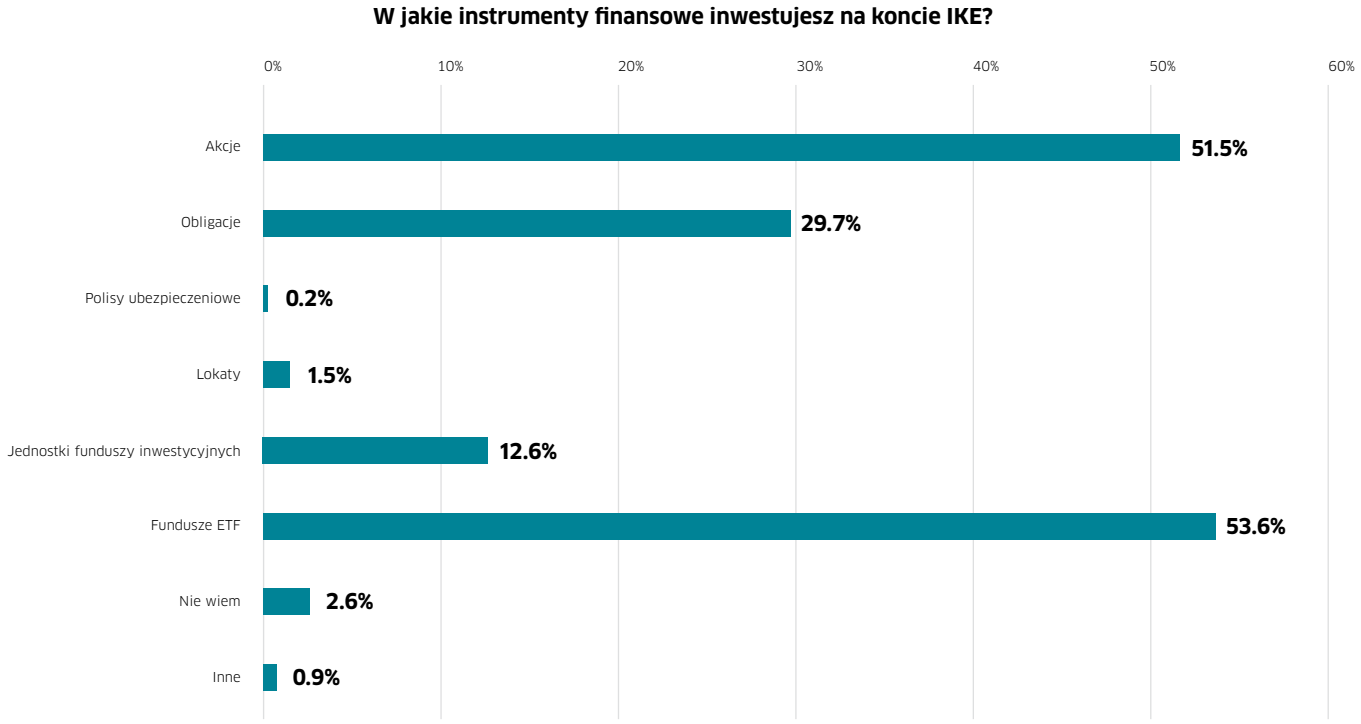
Duża część osób nie znała swojej stopy zwrotu z inwestycji IKE w 2021 roku. W przypadku osób, które znały swoją stopę zwrotu 81.7% osób miała dodatnią stopę zwrotu, 9.3% miało zerową stopę zwrotu, a 9% miało ujemną stopę zwrotu (RYSUNEK 2).

Największy odsetek stanowiły osoby ze stopą zwrotu między 0 a 9,9% oraz

Najczęściej w inwestycjach Indywidualnego Konta Emerytalnego badane osoby inwestowały w fundusze ETF (53.6%) oraz w akcje (51.5%).

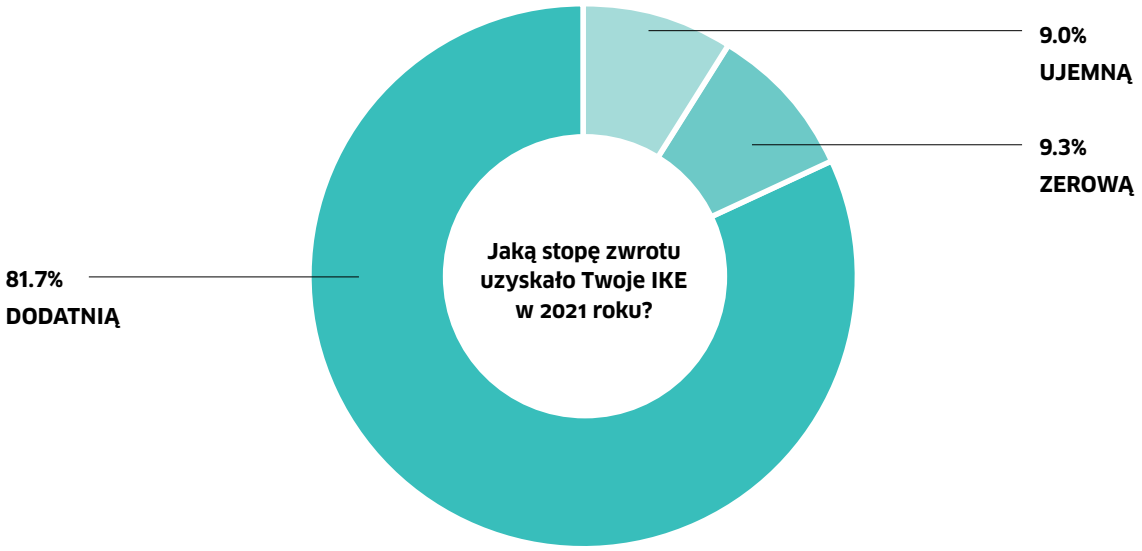
RYSUNEK 1

Rodzaj instrumentów w inwestycjach Indywidualnego Konta Emerytalnego.



RYSUNEK 2

Stopa zwrotu z Indywidualnego Konta Emerytalnego w 2021 roku.



Osoby, które samodzielnie decydowały o składzie portfela IKE były w większym stopniu zadowolone ze swoich wyników IKE.

między 10% a 29,9%. Z ujemnych stóp zwrotu większość osób miała wyniki nie przekraczające -9,9% (RYSUNEK 3).

Następnie na skali 1-10 pkt badane osoby oceniały zadowolenie z wyników Indywidualnego Konta Emerytalnego. Większość osób oceniało swoje zadowolenie między 5-8 pkt, a średnia ocena zadowolenia wyniosła 6.62 pkt (RYSUNEK 4).

Około połowa badanych osób (49,9%) przyznała, że prowadzenie konta IKE kosztuje ich do 1% portfela rocznie, a brak opłat za prowadzenie konta IKE miało 26.8% badanych osób. Opłaty w skali 1-2% w skali roku miało 8% badanych osób, a w skali powyżej 2% miało 3.1% badanych osób. Aż 12.2% badanych nie wiedziało jakie mają opłaty za prowadzenie konta IKE (RYSUNEK 5).

W czasie badania wartość portfela w IKE badanych osób wynosiła zazwyczaj między 15-49 tys. zł (43%) lub między 50-150 tys. zł (30,9%). Wartość portfela IKE do 15 tys. zł posiadało 18.8% badanych a ponad 150 tys. zł posiadało 6.2% badanych osób. W badanej grupie było 1.3% osób, które nie wiedziały jaką mają stopę zwrotu z IKE.

Ponad połowa badanych osób (57.2%) wpłacała na konto emerytalne maksymalną możliwą kwotę. Pozostałe osoby wpłacały rocznie na konto IKE do 4000 zł (17.5%), między 8000-14000 zł (14%) lub między 4000-7999 zł (11.3%).

Ze skrótem OIPE spotkało się kiedykolwiek 66.3% badanych osób, a 33.7% osób nie znało takiego pojęcia.

Spytano też badane osoby o to, w jakie instrumenty chciałyby inwestował w ramach OIPE. Najczęściej badani chcieliby inwestować w fundusze ETF (80.5%), a następnie w akcje globalne (55.6%) i obligacje skarbowe (30.6%). Mniejszy odsetek badanych osób chciałby inwestować w akcje polskie (18.6%) i surowce (18.6%), a także w obligacje polskie (14.6%), kryptowaluty (11.8%) i lokaty (3.1%). W badanej grupie było 11.1% osób, które nie wiedziały, w co chciałyby inwestować w ramach OIPE.

Poproszono badane osoby również o ocenę istotności czynników przy prowadzeniu dobrowolnego produktu gromadzenia kapitału emerytalnego na skali 1-10 pkt. Statystyki opisowe dla tych ocen przedstawiono w TABELI 1. W przypadku dobrowolnego produktu gromadzenia kapitału emerytalnego np: IKE, OIPE za najważniejsze badani oceniali preferencje podatkowe 8.65 pkt i niskie opłaty 8.60 pkt, a następnie bezpieczeństwo środków 8.52 pkt i obsługę on-line 8.43 pkt. Mniej istotna, ale jednak bardzo ważna była dla badanych osób stopa zwrotu z IKE/OIPE 7.78 pkt.

Następnie testami statystycznymi dokonano analizy zebranych danych, z której można wyciągnąć szereg wniosków:

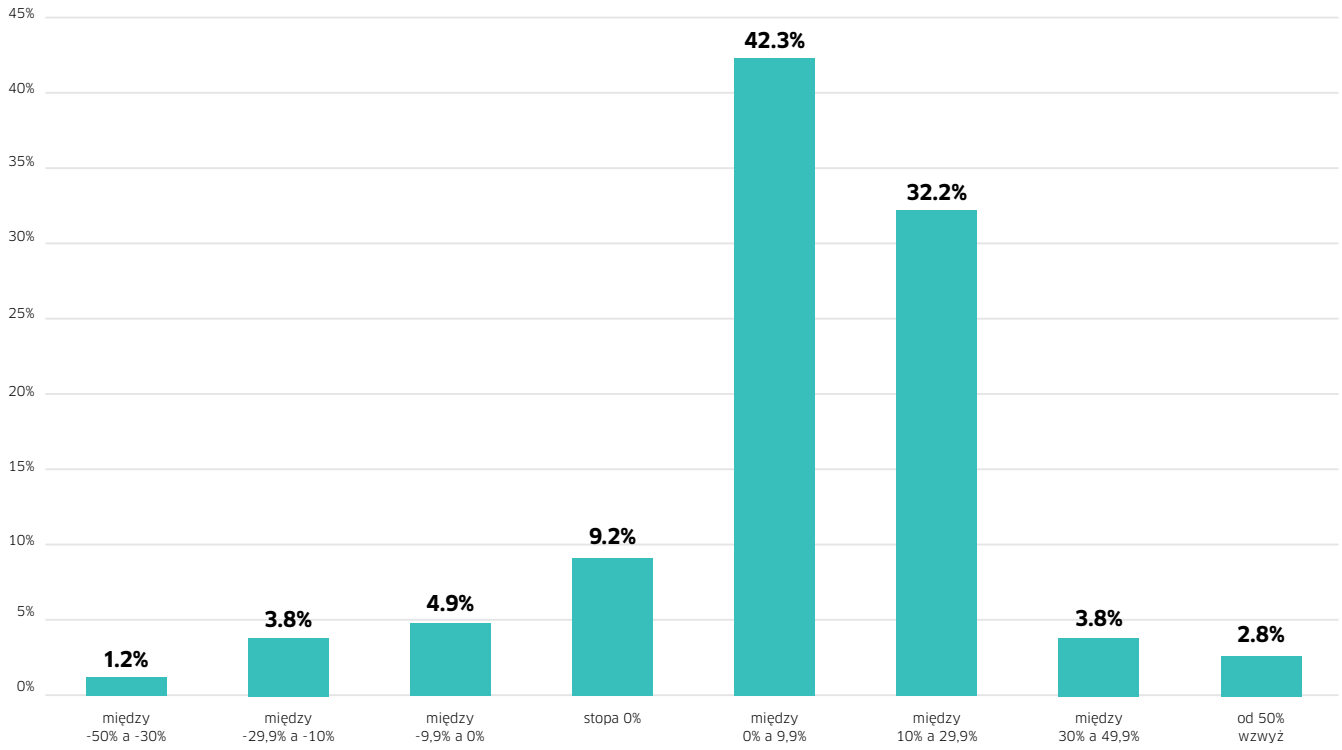
- Osoby, które samodzielnie decydowały o składzie portfela IKE były w większym stopniu zadowolone ze swoich wyników IKE oraz większą wagę w przypadku dobrowolnego produktu gromadzenia kapitału emerytalnego przywiązywały do preferencji podatkowych i bezpieczeństwa środków.
- Osoby, które monitorują na bieżąco swój portfel były bardziej zadowolone ze swoich wyników IKE oraz przyznały, że bardzo ważne są dla nich warunki IKE takie jak obsługa on-line i preferencje podatkowe.
- Osoby wysoko ceniące osobie obsługę konta IKE on-line średnio więcej wpłacały na konto. Wykazano też, że osoby, dla których ważne były preferencje podatkowe miały wyższą stopę zwrotu były bardziej zadowolone z wyników, miały wyższą wartość portfela i więcej wpłacały rocznie na IKE. Osoby, dla których ważne są niskie opłaty IKE miały wyższą stop zwrotu z IKE, były bardziej zadowolone z wyników, więcej wpłacały rocznie. Osoby, dla których ważne jest bezpieczeństwo środków miały wyższą stopę zwrotu z IKE, były bardziej zadowolone z wyników, miały wyższą wartość portfela i więcej wpłacały rocznie na IKE.

Około połowa badanych osób (49,9%) przyznała, że prowadzenie konta IKE kosztuje ich do 1% portfela rocznie.

RYSUNEK 3

Grupowanie stóp zwrotu z Indywidualnego Konta Emerytalnego w 2021 roku.

Jaką stopę zwrotu uzyskało Twoje IKE w 2021 roku?

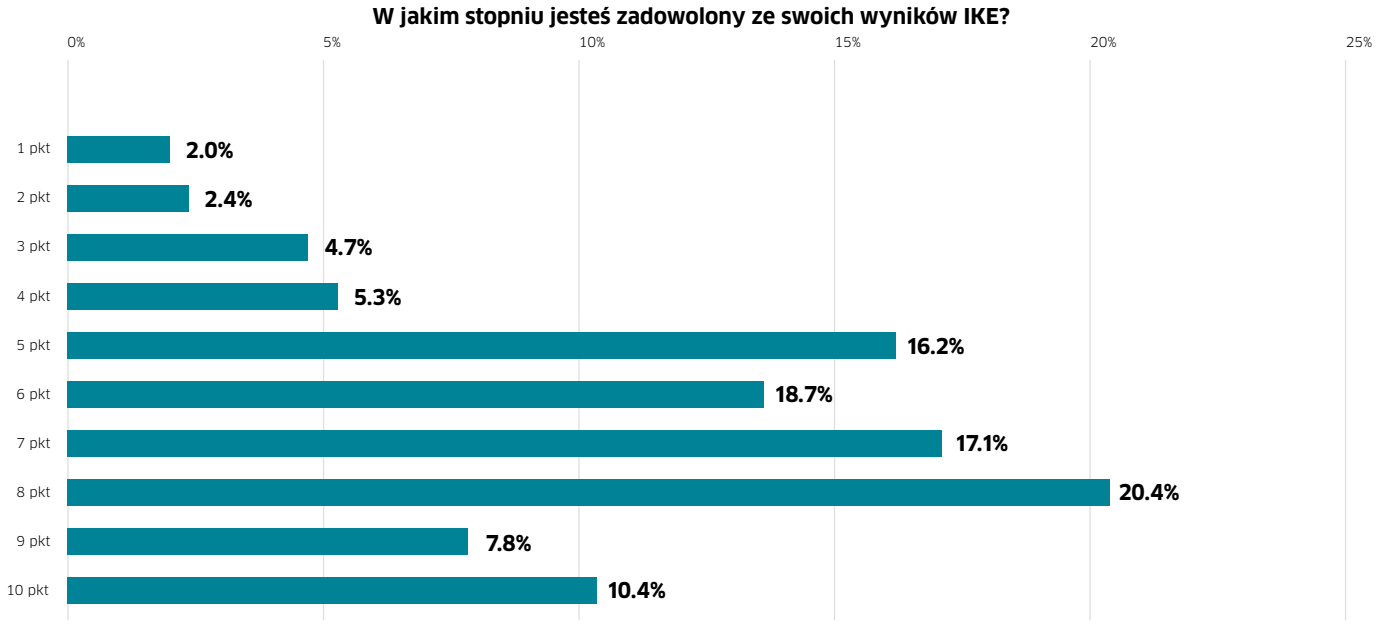


- Osoby, które na bieżąco monitorowały swoje wyniki portfela IKE częściej miały dodatnią stopę zwrotu w roku 2021 oraz częściej znały pojęcie OIPE. Nie wykazano związku monitorowania portfela IKE z oceną prowadzenia konta IKE.
- Osoby, które same decydowały o składzie swojego portfela częściej monitorowały jego stan, miały tańsze koszty prowadzenia rachunku, wyższą wartość konta w IKE, większe kwoty wpłacały miesięcznie na konto IKE oraz częściej znały pojęcie OIPE.
- Osoby powyżej 40 lat częściej prowadziły IKE w towarzystwie ubezpieczeń, a rzadziej w domach maklerskich.
- Osoby starsze w mniejszym stopniu były zadowolone z wyników IKE, ale miały większą wartość konta IKE. Wykazano również, że osoby pochodzące z większych gospodarstw miały większą wartość konta w IKE, a osoby mieszkające w większych miastach miały mniejsze opłaty za prowadzenie IKE.
- Osoby z wyższym średnim dochodem miesięcznym na osobę w gospodarstwie domowym miały wyższą wartość konta oraz średnio więcej wpłacały na konto IKE w ostatnich latach.
- Osoby, które wcześniej założyły IKE miały wyższą stopę zwrotu w ostatnim roku, miały większą wartość konta w IKE, ale średnio mniej wpłacały na IKE w ostatnich latach.

prof. UEP, dr hab. Krzysztof Waliszewski
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
Katedra Pieniądza i Bankowości

RYSUNEK 4

Ocena zadowolenia z wyników Indywidualnego Konta Emerytalnego.



RYSUNEK 5

Ocena kosztów prowadzenia Indywidualnego Konta Emerytalnego.

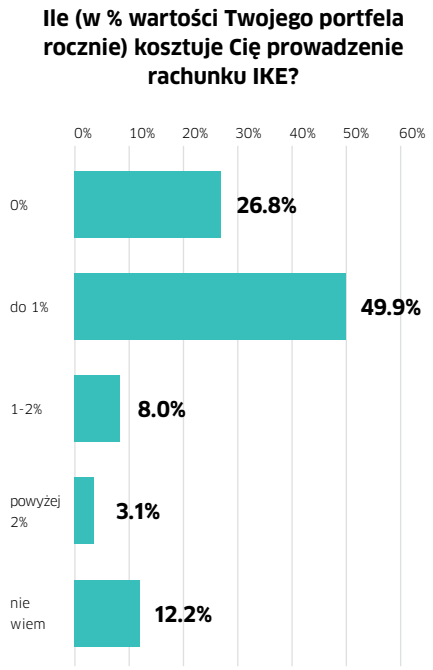


TABELA 1

Statystyki opisowe dla oceny istotności czynników przy prowadzeniu dobrowolnego produktu gromadzenia kapitału emerytalnego.

Co jest dla Ciebie ważne w przypadku dobrowolnego produktu gromadzenia kapitału emerytalnego np: IKE, OIPE	Min	Max	M	SD	Me
Obsługa on-line	1	10	8.43	2.69	10
Preferencje podatkowe	1	10	8.65	2.47	10
Niskie opłaty	1	10	8.60	2.45	10
Stopa zwrotu	1	10	7.78	2.56	8
Bezpieczeństwo środków	1	10	8.52	2.48	10

Legenda: Min – minimum, Max – maksimum, M – średnia, SD – odchylenie standardowe, Me – mediana

GŁOS NAUKI

Zmienność systemu emerytalnego a decyzje emerytalne

dr Łukasz Jurek

Wprowadzenie

Wybór momentu przejścia na emeryturę to jedna z najważniejszych decyzji, jakie ludzie podejmują w trakcie swojego życia. Decyzja ta jest kształtowana przez szereg najróżniejszych czynników, które zwyczajowo przyjęło się dzielić na trzy grupy: mikro (cechy osobiste), mezo (cechy środowiska pracy) i makro (cechy szerokiego otoczenia instytucjonalnego i społeczno-gospodarczego).

W naukach ekonomicznych przez długi czas przyjęło się twierdzić, że człowiek (*homo oeconomicus*) jest istotą racjonalną, czyli w swoich poczynaniach kieruje się kardynalną zasadą maksymalizacji własnych korzyści. Spośród różnych dostępnych opcji zawsze wybiera tę, która dostarcza mu najwyższą użyteczność. Skoro tak, to podejmuje również racjonalne decyzje emerytalne, czyli przechodzi na emeryturę w optymalnym dla siebie wieku, biorąc pod uwagę własne potrzeby finansowe, stan zdrowia i potencjał zawodowy. Pracuje tak długo, aż subiektywna wartość wzrostu świadczenia emerytalnego (będącego efektem dłuższej pracy) przewyższa subiektywną wartość straty wynikającej z braku czasu wolnego (rekreacji, odpoczynku).

To założenie o racjonalności decyzji emerytalnych jest coraz częściej kwestionowane. Praktyka pokazuje, że ludzie bardzo często przechodzą na emeryturę tak szybko, jak to tylko możliwe. Problem ten jest dość powszechny i dotyczy wielu krajów, również tych oferujących korzystne zachęty finansowe oraz atrakcyjne warunki pracy dla starszych pracowników. W takiej sytuacji przedwczesne opuszczanie rynku pracy jawi się jako zachowanie nieracjonalne. Niestety nie wiadomo dokładnie, z czego to wynika. Współcześnie uwaga wielu badaczy skupia się na znalezieniu przyczyn tej nieracjonalności. Jest to jeden z głównych tematów badań podejmowanych w ramach ekonomii emerytalnej. Najczęściej spotykanym wytłumaczeniem są różne ułomności ludzkiego umysłu: ograniczona samokontrola, brak odpowiednich kompetencji finansowych, a także błędy poznawcze. Zwłaszcza ten ostatni element cieszy się szczególnym zainteresowaniem badaczy. Wiele znamienitych postaci ze świata nauki stara się połączyć różnego rodzaju błędy poznawcze z decyzjami emerytalnymi. Dotychczas skupiano się przede wszystkim na: kadrowaniu (ang. *framing effect*) i zakotwiczeniu (ang. *anchor effect*), dyskontowaniu hiperbolicznym (ang. *hyperbolic discounting*), prognozowaniu afektywnym (ang. *affective forecasting*) oraz normach społecznych (ang. *social norms*). W niniejszym opracowaniu analizie został poddany błąd poznawczy, który zgodnie z najlepszą wiedzą autora nie był jeszcze łączony z decyzjami emerytalnymi. Tym błędem jest tzw. efekt pewności.

Efekt pewności a decyzje emerytalne: ujęcie koncepcyjne

Efekt pewności to fenomen psychologiczny, który po raz pierwszy został przedstawiony przez M. Allaisa (stąd znany jest jako „paradoks Allaisa"), a następnie rozwinięty i opisany przez D. Kahnemana i A. Tverskiego. Zdefiniowali oni go jako „skłonność do przewartościowywania opcji, które są uważane za pewne, w stosunku do innych opcji, które są tylko prawdopodobne". Potwierdzili empirycznie, że działanie eliminujące prawdopodobieństwo straty (np. z 1% do 0%), jest cenione wyżej aniżeli działanie takiej samej skali, które to prawdopodobieństwo tylko ogranicza (np. z 2% do 1%). Przeprowadzili oni badania, w których respondenci mieli do wyboru dwie opcje: (A) pewna wygrana $30, lub (B) 80% szans na wygranie $45. Wartość oczekiwana w opcji A (1*$30=$30) jest niższa niż w opcji B (0,8*$45=$36), a mimo to była znacznie częściej (78%) wybierana. Tak duża awersja do ryzyka jest sprzeczna z klasycznym modelem racjonalnych zachowań. Okazuje się bowiem, iż ludzie wybierają rozwiązania wolne od ryzyka nawet wtedy, gdy dają stosunkowo niewielkie korzyści. Obrazowo przedstawia to stare powiedzenie, że „Lepszy wróbel w garści, niż gołąb na dachu". Ludzie bardziej preferują opcje, które są mniej korzystne, ale pewne („wróbel w garści"), niż potencjalnie znacznie bardziej korzystne, ale niepewne („gołąb na dachu").

Ludzie bardziej preferują opcje, które są mniej korzystne, ale pewne („wróbel w garści"), niż potencjalnie znacznie bardziej korzystne, ale niepewne („gołąb na dachu").

Efekt pewności ma wpływ na szerokie spektrum ludzkich działań i osądów. Można podejrzewać, że wpływa również na decyzje emerytalne. Źródłem niepewności jest w tym przypadku trwałość

rozwiązań instytucjonalno-prawnych. Jeśli system emerytalny jest względnie trwały, to ludzie tworzą długofalowe plany emerytalne. Po osiągnięciu ustawowego wieku emerytalnego wybierają zgodnie z własnymi preferencjami, czy od razu przejść na emeryturę i otrzymać niskie świadczenie, czy wydłużyć aktywność zawodową w zamian za wyższe świadczenie. Odłożenie w czasie przejścia na emeryturę jest w tym przypadku opcją wolną od ryzyka. Jeśli natomiast system jest zmienny, czyli jest targany ciągłymi reformami, to ludzie nie są w stanie efektywnie zaplanować swojej emerytury. Nie mają pewności co do tego, czy obecne rozwiązania będą obowiązywać także w przyszłości. W takiej sytuacji pracownicy osiągający wiek emerytalny decydują, czy przejść na emeryturę od razu i otrzymać niskie, ale pewne świadczenie, czy wydłużyć aktywność zawodową i otrzymać jedynie „potencjalnie" wyższe świadczenie. Teoretycznie rzecz biorąc, im bardziej zmienny jest system emerytalny, tym bardziej ryzykowne powinno być odkładanie decyzji o przejściu na emeryturę i tym samym większa powinna być skłonność do wczesnego opuszczania rynku pracy.

Czy faktycznie tak jest, że wysoka zmienność systemu emerytalnego demotywuje do wydłużania aktywności zawodowej? Czy w krajach, gdzie system emerytalny jest stosunkowo trwały, ludzie są bardziej skłonni do pracy ponad ustawowy wiek emerytalny, aniżeli w krajach, gdzie ten system jest wysoce zmienny? Empiryczna weryfikacja tego przypuszczenia wymaga porównania ze sobą dwóch zmiennych: (1) timingu emerytalnego oraz (2) zmienności systemu emerytalnego. Niestety żadna z tych zmiennych nie jest oczywista, a zatem wymaga dokładnego omówienia.

Timing emerytalny

Kolektywnym wyznacznikiem decyzji emerytalnych jest efektywny wiek emerytalny, czyli średni wiek przechodzenia na emeryturę w danym kraju, w danym przedziale czasu. Oczywiście ludzie mogą przechodzić na emeryturę w dowolnym momencie – przed osiągnięciem ustawowego wieku emerytalnego (tylko w niektórych przypadkach), wraz z osiągnięciem tego wieku, albo później, po jego osiągnięciu. W niniejszym opracowaniu głównym przedmiotem zainteresowania jest to, czy w danym kraju efektywny wiek emerytalny jest wyższy, niższy czy zbieżny z wiekiem ustawowym. Jaka jest luka między tymi dwiema wielkościami?

Okazuje się, że w krajach europejskich sytuacja pod tym względem jest dość zróżnicowana, co zostało pokazane na WYKRESIE 1. W niektórych przypadkach (np. Estonia) ludzie przechodzą (przeciętnie) na emeryturę po przekroczeniu wieku ustawowego, natomiast w innych (np. Hiszpania) kończą aktywność zawodową tak szybko, jak to tylko możliwe, jeszcze przed osiągnięciem progu ustawowego. Pytanie zatem, czy te różnice w jakimś stopniu są związane ze zmiennością systemów emerytalnych w tych krajach?

Zmienność systemu emerytalnego

Zmienność systemu emerytalnego jest bezpośrednio związana z tym, jak często i jak bardzo decydenci polityczni modyfikują ten system. Każda modyfikacja (reforma emerytalna) narusza konstrukcję instytucjonalno-prawną systemu (zasady, regulacje, procedury). W niektórych krajach zmiany mogą być rzadkie i mieć charakter ewolucyjny, a w innych mogą być częste i mieć charakter rewolucyjny. Zmienność może być zatem diametralnie różna. Pytanie jak to zmierzyć?

Im bardziej zmienny jest system emerytalny, tym bardziej ryzykowne jest odkładanie decyzji o przejściu na emeryturę i tym samym większa jest skłonność do wczesnego opuszczania rynku pracy.

Pomijając tutaj kwestie metodologiczne[1], zmienność systemu emerytalnego ocenia się biorąc pod uwagę liczbę i doniosłość przeprowadzanych reform emerytalnych. Liczba reform oznacza sumę zmian modyfikujących system emerytalny. Doniosłość reform oznacza natomiast „siłę rażenia" tych zmian. W zależności od stopnia doniosłości, reformy można podzielić na trzy kategorie: drobne, umiarkowane i poważne.

W TABELI 1 przedstawiono zestawienie liczby reform emerytalnych (ogółem i według kategorii), jakie zostały przeprowadzone w 21 krajach europejskich w latach 2009-2020. W badanym okresie najmniej reform przeprowadzonych

WYKRES 1

Średnia luka pomiędzy ustawowym a efektywnym wiekiem emerytalnym, mężczyźni (po prawej) i kobiety (po lewej), wybrane kraje europejskie, 2009–2020.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów OECD „Pensions at a Glance" z lat 2015, 2017, 2019 i 2021.

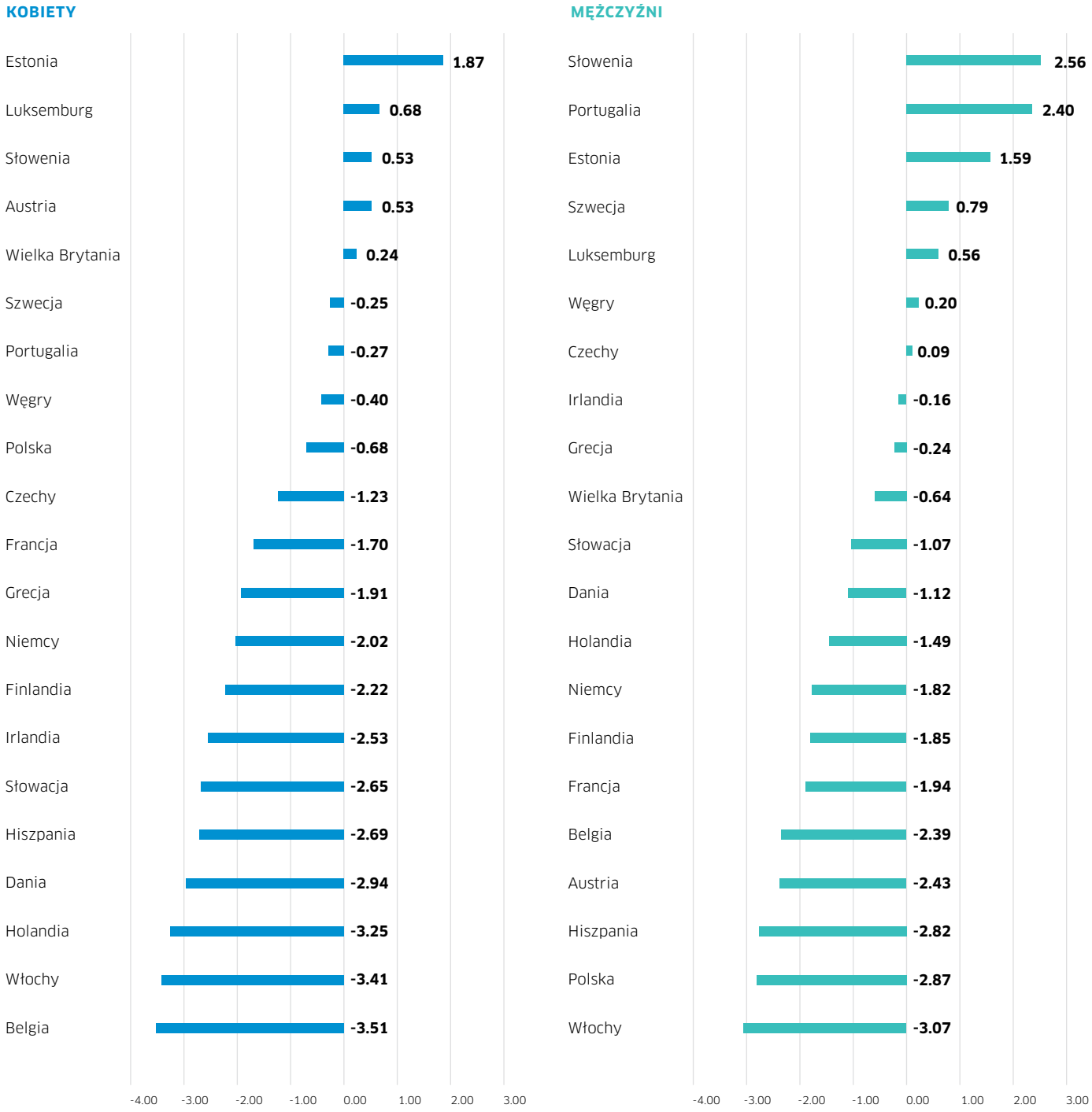


TABELA 1

Liczba reform (ogółem i według kategorii) przeprowadzonych w okresie 2009-2020.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów OECD „Pensions at a Glance" z lat 2015, 2017, 2019 i 2021.

Kraj	Reformy emerytalne			
	ogółem	liczba według kategorii		
		drobne	umiarkowane	poważne
Austria	9	4	4	1
Belgia	12	4	5	3
Czechy	10	3	3	4
Dania	16	10	4	2
Estonia	11	5	4	2
Finlandia	25	19	4	2
Francja	23	17	4	2
Niemcy	18	11	6	1
Grecja	22	12	8	2
Węgry	13	5	7	1
Irlandia	17	9	6	2

Kraj	Reformy emerytalne			
	ogółem	liczba według kategorii		
		drobne	umiarkowane	poważne
Włochy	15	7	7	1
Luksemburg	5	3	2	0
Holandia	10	4	2	4
Polska	21	12	4	5
Portugalia	21	18	2	1
Słowacja	15	8	3	4
Słowenia	10	7	3	0
Hiszpania	16	8	7	1
Szwecja	12	8	3	1
Wielka Brytania	18	12	5	1

zostało w Luksemburgu, Austrii i Słowenii, a najwięcej w Finlandii, Francji i Grecji.

Wyniki i dyskusja

Przypomnijmy, że celem prezentowanych tutaj dociekań jest ustalenie, czy zmienność systemu emerytalnego ma wpływ na decyzje emerytalne. Aby to zweryfikować zostały ze sobą zestawione dwie miary: (1) timing emerytalny, czyli luka między efektywnym a ustawowym wiekiem emerytalnym, oraz (2) zmienność systemu emerytalnego, czyli liczba przeprowadzonych reform emerytalnych (ogółem oraz według kategorii). TABELA 2 przedstawia macierz korelacji między tymi wielkościami. Współczynnik korelacji przyjmuje najwyższą wartość w przypadku łącznej liczby umiarkowanych i poważnych reform. Oznacza to, że zmienność systemu emerytalnego odgrywa istotną rolę w kształtowaniu decyzji emerytalnych, zwłaszcza w kontekście reform o średniej i wysokiej doniosłości. Można zatem stwierdzić, że im więcej w danym kraju przeprowadza się

TABELA 2

Macierz korelacji (n=21).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów OECD „Pensions at a Glance" z lat 2015, 2017, 2019 i 2021.

zmienna	Zmienność systemu emerytalnego, liczba reform emerytalnych:				
	ogólnie	drobnych	umiarkowanych	poważnych	umiarkowanych i poważnych
timing emerytalny (mężczyźni)	-0,25	-0,02	-0,41**	-0,34	-0,61*
timing emerytalny (kobiety)	-0,31	-0,10	-0,37	-0,34	-0,56*

* p < 0,05

** p < 0,1

ważnych zmian w systemie emerytalnym, tym mniejsza jest tam skłonność do pracy ponad ustawowy wiek emerytalny.

Wyniki niniejszego badania dają odpowiedź na jedno z kluczowych pytań z zakresu ekonomii emerytalnej, a mianowicie dlaczego w niektórych krajach tak niepopularne jest wydłużanie aktywności zawodowej? Dlaczego mimo wprowadzania wielu zachęt finansowych, pracownicy wciąż chcą przechodzić na emeryturę tak szybko, jak to tylko możliwe? Oczywiście ma na to wpływ wiele czynników. Niektóre z nich wypychają osoby starsze z rynku pracy, inne zaś wciągają je w bierność zawodową. Jest jednak jedna rzecz wspólna dla wszystkich mieszkańców danego kraju, a jest nią brak wiary w trwałość przepisów prawa. Ludzie nie mają zaufania co do tego, że aktualne rozwiązania będą obowiązywać także w przyszłości. Podejrzewają, że zasady się zmienią, bo wcześniej wielokrotnie już się zmieniały. W tej sytuacji chcą wycofać się z rynku pracy najwcześniej jak się tylko da, byle tylko zrobić to na znanych warunkach, nawet jeśli są one finansowo niekorzystne. Odwlekanie decyzji jawi się jako zachowanie ryzykowne. Istnieje bowiem obawa, że decydenci polityczni wprowadzą nagle zmiany, które okażą się niekorzystne dla osób pracujących[2].

Poza aspektami teoretycznymi, prezentowane dociekania mają również ważny walor praktyczny. Pozwalają przewartościować działania podejmowane w ramach polityki społecznej. Chodzi o to, że obecnie władza publiczna kładzie silny nacisk na podwyższanie efektywnego wieku emerytalnego. Wiele wysiłku jest wkładane w to, aby osiągnąć ten cel. Towarzyszą temu liczne zmiany legislacyjne i organizacyjne. Wyniki niniejszego badania ujawniają jednak swoisty paradoks tych inicjatyw. Okazuje się bowiem, że do pewnego stopnia są one kontrskuteczne, czyli generują nieoczekiwane konsekwencje, które są sprzeczne z zamierzeniami. Zwiększają one bowiem zmienność systemu, a to z kolei demotywuje do wydłużania aktywności zawodowej.

dr Łukasz Jurek
Katedra Socjologii i Polityki Społecznej
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Adnotacja

Pełny opis prezentowanego tutaj badania, wraz ze szczegółowymi wynikami, został opublikowany w: Ł. Jurek (2023), *The Impact of (In)Stability of Pension System on Retirement Timing: Macro-Level Analysis Based on "Certainty Effect"*, "Journal of Social Policy", s. 1-21, doi:10.1017/S004727942300020X

Przypisy:

1. Na temat kwestii metodologicznych związanych z pomiarem zmienności systemu emerytalnego patrz w: Ł. Jurek (2021), Zmienność systemów zabezpieczenia emerytalnego: porównanie międzynarodowe, „Ubezpieczenia Społeczne. Teoria i praktyka", nr 1 (148), s. 3-16.
2. Zwykle tak bywa, że reformy emerytalne, które są korzystne dla systemu (w skali makro), okazują się niekorzystne z perspektywy partykularnego interesu poszczególnych jednostek (w skali mikro).

EKSPERTYZA

Dlaczego inwestycje klimatyczne wydają się mniej opłacalne?

dr Ksymena Rosiek

Transformacja klimatyczna staje się faktem. Ustawodawcy proponują zachęty na nowe inwestycje proklimatyczne, ale też stawiają nowe wymagania przed uczestnikami rynków. Nowe produkty i usługi zmieniają rzeczywistość. Jednak inwestycje rzeczowe, których głównym celem jest mitygacja[1] zmian klimatu lub adaptacja[2] do nich, często przy ocenie efektywności ekonomicznej wypadają gorzej od tradycyjnych przedsięwzięć (dlatego pojawiają się zachęty ze strony podmiotów publicznych, np. dopłaty do inwestycji czy ulgi podatkowe). Jednak należy sobie zadać pytanie, czy przyczyna tkwi tylko i wyłącznie w wysokich kosztach nowych technologii i wydłużonym okresie zwrotu. A jeżeli są inne czynniki, to jakie stawiają przed nami nowe wyzwania.

Zacznijmy od pewnych istotnych cech inwestycji wspierających proces mitygacji zmian klimatu i adaptacji do nich (nazwijmy je w skrócie klimatycznym). A następnie zastanówmy się, jak wpływają one na sam proces oceny opłacalności inwestycji.

Należy pamiętać, że rachunek efektywności inwestycji jest w dużej mierze dedykowany typowym inwestycjom komercyjnym, a więc skupia się na określeniu stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, w krótkim lub średnim okresie. Dokonywany jest z punktu widzenia inwestora. Zakłada się również, że wartość rezydualna[3] po okresie eksploatacji jest bliska zeru lub ujemna. W uproszczeniu można powiedzieć, że celem klasycznego rachunku efektywności inwestycji jest maksymalizacja efektu przy określonym nakładzie albo osiągniecie założonego efektu, przy jak najniższych nakładach.

Choć od dziesięcioleci rozwijane są metody oceny inwestycji generujących dodatkowe efekty dla społeczeństwa i środowiska, jak np. analiza kosztów i korzyści (*Cost Benefit Analysis*) i niezbędne dla jej przeprowadzenia metody wyceny efektów, jak np. metody wyceny warunkowej (*Willingness to pay, Willingness to accept*), czy oparte o istniejące rynki, jak metoda kosztu podróży, czy metoda cen hedonicznych – to rzadko są używane w przypadku inwestycji typowych.

Do inwestycji związanych z mitygacją zmian klimatu i adaptacją zaliczamy inwestycje związane ze zmniejszeniem presji na środowisko i klimat, w tym zwłaszcza zmniejszenie emisji gazów cieplarnianych, zwiększenie efektywności energetycznej, zmniejszenie poboru wody i zanieczyszczania jej oraz inwestycje w odnawialne źródła energii. Ale zaliczyć do nich należy również inwestycje w błękitno-zieloną infrastrukturę, zalesianie, odtwarzanie obszarów podmokłych, zwiększanie retencji w krajobrazie. Większość inwestycji związanych z gospodarką obiegu zamkniętego ma również istotny wpływ na zmniejszanie presji na środowisko i klimat.

Należy zwrócić uwagę na trzy istotne cechy rzeczowych inwestycji klimatycznych, mianowicie: 1) często generują efekty, które są bardzo oddalone w czasie, ale trwałe; 2) efekty często są odczuwalne przez inne podmioty niż sam inwestor (pozytywne efekty zewnętrzne); 3) wartość rezydualna nie jest bliska zeru, a często wzrasta w czasie. Różnice pomiędzy typowymi inwestycjami a inwestycjami klimatycznymi zestawiono na RYSUNKU 1.

Oczywiście należy mieć w pamięci, że jest to pewne uproszczenie, bo np. inwestycje w infrastrukturę mogą mieć bardzo długi okres życia, ale tutaj jako inwestycje typowe, czy też tradycyjne, mamy na myśli inwestycje rzeczowe dokonywane przez inwestorów prywatnych w celu zwiększenia przewag konkurencyjnych. Niektóre inwestycje klimatyczne przynoszą natychmiastowe efekty (zmniejszenie emisji CO_2 czy pyłów), ale niezbędny jest efekt skali (odpowiednio dużo dokonanych inwestycji) lub efekt kumulacji w czasie (narastające efekty).

Inwestycje rzeczowe, których głównym celem jest mitygacja zmian klimatu lub adaptacja do nich, często przy ocenie efektywności ekonomicznej wypadają gorzej od tradycyjnych przedsięwzięć.

Patrząc na zestawione na rysunku wybrane cechy, należy zadać pytanie, czy współczesny rachunek efektywności (oparty o wyznaczanie wartości bieżącej netto i wskaźników pochodnych) inwestycji spełnia swoje zadanie w przypadku inwestycji klimatycznych, czy nie jest dyskryminujący. A jeżeli tak, to jak powinniśmy go modyfikować, aby wyeliminować jego słabości. Pragnę

RYSUNEK 1

Wybrane różnice pomiędzy inwestycjami tradycyjnymi a klimatycznymi.

Źródło: opracowanie własne.

INWESTYCJE TYPOWE	INWESTYCJE KLIMATYCZNE
krótki lub średni okres oceny efektów	długi, bardzo długi, międzygeneracyjny okres oceny efektów
oceniane z punktu widzenia zysków dla inwestora	ocena z punktu widzenia efektów zewnetrznych dla społeczeństwa i środowiska
wartość rezydualna bliska zeru lub ujemna	wartość rezydualna dodatnia lub rosnąca w czasie

TABELA 1

Wartość bieżąca 1 000 000 euro w zależności od czasu i od wysokości stopy dyskonta.

Źródło: (Żylicz, 2004).

t/r	t=1	t=5	t=10	t=20	t=50	t=100	t=200	t=300
0%	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000
1%	990 099,0	951 465,6	905 286,9	819 544,4	608 038,8	369 711,2	136 686,38	50 534,49
4%	961 538,4	821 927,1	675 564,1	456 386,9	140 712,6	19 800,0	392,04	7,76
8%	925 925,9	680 583,2	463 193,4	214 548,2	21 321,2	454,5	0,21	0,00
12%	892 857,1	567 426,8	321 973,2	103 666,7	**3 460,1**	**11,9**	**0,00**	**0,00**

Obniżoną względem rynkowej stopę dyskonta wykorzystywaną przy ocenie inwestycji generujących efekty dla społeczeństwa i środowiska nazywa się stopą społeczną.

zaznaczyć, że badania w tym obszarze są prowadzone od wielu lat i naukowcy proponują różne rozwiązania.

Wszystkie trzy różnice są bardzo interesujące, jednak w tym artykule skupimy się na pierwszej z nich. Tradycyjnie w rachunku efektywności inwestycji używa się dyskonta dla wyrażenia zmiany wartości pieniądza w czasie. Nie chodzi tu o inflację, a o percepcję wartości. Gdyby kogokolwiek zapytano, czy woli dostać 100 Euro dziś, czy 1000 euro za 20 lat, większość osób wybierze wypłatę dziś, choć przy stopie dyskonta 12,2% te decyzje z punktu widzenia *Homo Oeconomicus* są równoważne. Dlaczego tak się dzieje? Bo występuje wiele czynników niepewności, nie wiemy czy dożyjemy wypłaty oddalonej w czasie, nie wiemy jaka będzie siła nabywcza pieniądza w przyszłości, można te 100 euro zainwestować inaczej i po 20 latach mieć znacznie wyższą kwotę. Ponadto występuje zmniejszająca się krańcowa użyteczność konsumpcji, a prościej, wraz ze wzrostem zamożności jednostki (co jest oczekiwane w czasie), każda jednostka korzyści może dostarczyć mniej użyteczności w przyszłości (1 tys. euro dla kogoś, kto zarabia 8 tys. euro, to bardzo dużo, 1 tys. euro dla kogoś, kto zarabia 30 tys. euro, już nie jest tak bardzo znaczące).

To są między innymi przyczyny, dlaczego tak trudno nam odkładać na emeryturę, ale też przyczyny trudności utrzymywania trwałych działań w długim okresie, np. inwestowania w ochronę bioróżnorodności. W TABELI 1 widać jak szybko zmienia się przyszła wartość 1 mln euro, gdy zwiększamy czas (t) lub stopę procentową (r). Przy stopie dyskonta 12% już w okresie 50 lat wartość bieżąca 1 000 000 to zaledwie niespełna 3.5 tys. W dłuższych okresach zmierza do zera. Widać wyraźnie, że znaczenie ma nie tylko czas, ale i wysokość stopy. Im niższa tym spadek wolniejszy (porównaj RYSUNEK 2 i 3).

Na RYSUNKACH 2 i 3 zaprezentowano z kolei wartość bieżącą trwałego dochodu (każdego roku 1000 euro) przy różnych stopach dyskonta 12% i 3%. Widoczne jest, że spadek wartości jest mniej dynamiczny w przypadku niższej stopy dyskonta. Obniżoną względem rynkowej stopę dyskonta wykorzystywaną przy ocenie inwestycji generujących efekty dla społeczeństwa i środowiska nazywa się stopą społeczną.

Jaki wpływ ma dyskontowanie na ocenę efektywności inwestycji klimatycznych? Wiele z nich ma efekty środowiskowe lub społeczne bardzo oddalone w czasie. Jeżeli dziś wprowadzamy program likwidowania niskiej emisji (pieców tzw. kopciuchów), to przy zachowaniu odpowiedniej skali podejmowanych działań efekt poprawy jakości powietrza (mierzony zmniejszeniem liczby dni z przekroczeniem norm dla pyłu PM10 i PM 2.5) powinien pojawić się relatywnie szybko. Jednak aby pojawiły się efekty zdrowotne (mierzone np. liczbą zachorowań na astmę dzieci do lat 5) – czyli ten efekt, który jest bardzo istotny, bo powoduje zmniejszenie kosztów w służbie zdrowia oraz kosztów ponoszonych przez społeczeństwo, np. z tytułu nieobecności rodziców w pracy czy ponoszonych kosztów leczenia – to musi dorosnąć co najmniej jedno pokolenie osób wychowanych w czystszym powietrzu. Można wycenić korzyści zdrowotne i społeczne z tytułu redukcji zanieczyszczenia, ale nawet gdy tego dokonamy, to próba ich umieszczenia w rachunku efektywności inwestycji powoduje, że są odzwierciedlane jako śmiesznie małe, gdyż występują w odległych okresach.

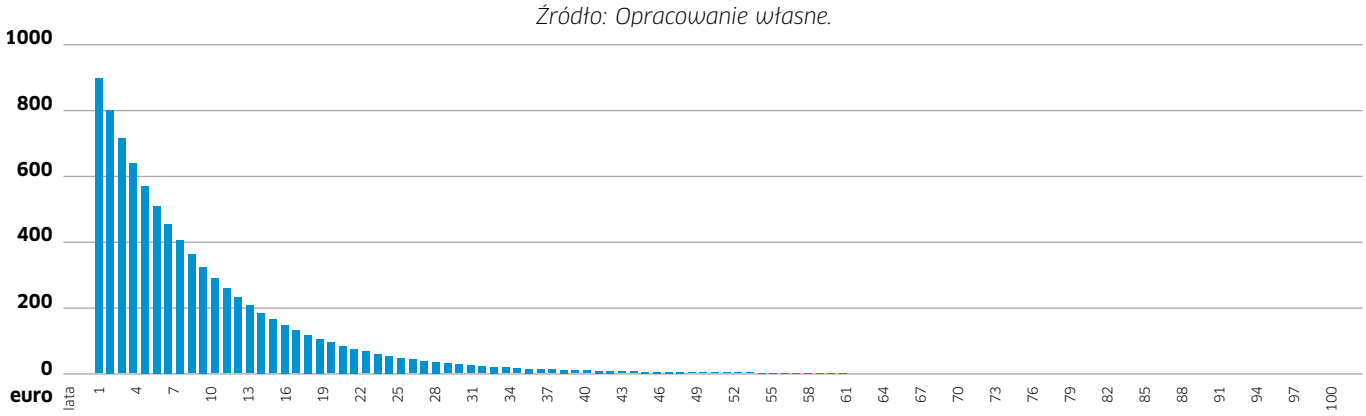
Same podstawowe zasady oceny efektywności inwestycji powodują, że długookresowe, międzygeneracyjne efekty nie mogą być prawidłowo odzwierciedlone w prowadzonych obliczeniach. Takie dyskontowanie dyskryminuje przyszłe pokolenia, ich preferencje nie są należycie reprezentowane. Trzeba zaznaczyć, że dotyczy to zarówno pozytywnych jak i negatywnych efektów.

Stosowanie wysokich stóp dyskonta przy inwestycjach klimatycznych powoduje, że zarówno przyszłe koszty (zanieczyszczania, wylesiania), jak i przyszłe korzyści (efekty wdrażania czystych technologii, redukcji emisji, zwiększania efektywności energetycznej, zalesiania, odtwarzania mokradeł),

RYSUNEK 2

Wartość bieżąca corocznego dochodu 1000 euro przy stopie dyskonta 12%.

Źródło: Opracowanie własne.



RYSUNEK 3

Wartość bieżąca corocznego dochodu 1000 euro przy stopie dyskonta 4%.

Źródło: Opracowanie własne.

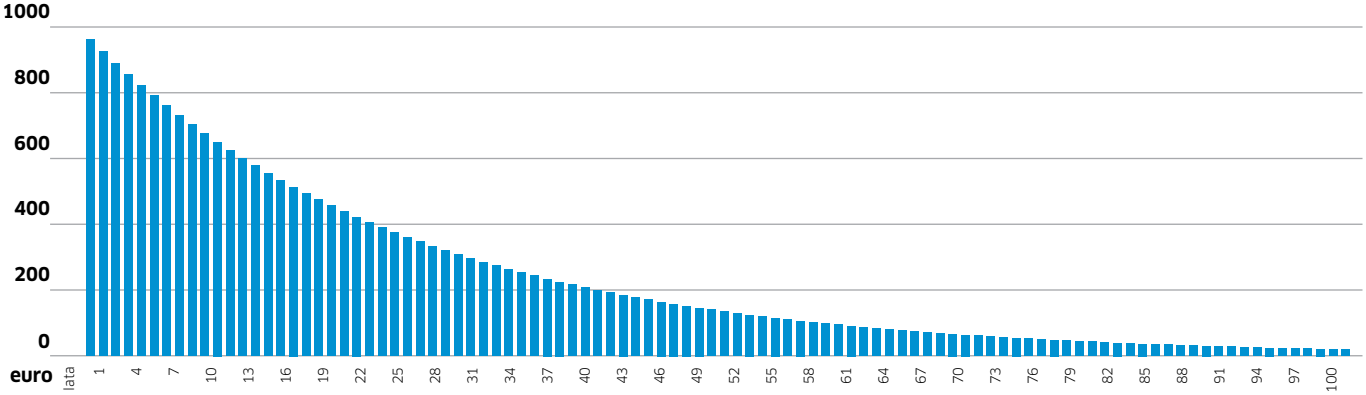


TABELA 2

Przyjmowane stopy dyskonta w dyskontowaniu wg Weitzman'a.

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Foltyn-Zarychta 2014).

Przyszłość	**Okresy (lata)**	**Stopa dyskonta**
Bezpośrednia	1-5	4%
Bliska	6-25	3%
Średnio oddalona	25-75	2%
Oddalona	76-300	1%
Bardzo oddalona	Powyżej 300	0%

są zaniżane. Może to prowadzić do podejmowania błędnych decyzji inwestycyjnych lub decyzji o ich zaniechaniu. Jednak przyjęcie zbyt niskiej stopy dyskonta, może „wypychać" z rynku inwestycje bardziej opłacalne.

Ekonomiści od lat poszukują rozwiązania tego dylematu. Można w uproszczeniu wskazać, że są trzy podejścia. Ich kolejność nie jest przypadkowa, są podane od najstarszego do najnowszego:

- Niedyskontowanie efektów środowiskowych i społecznych (stopa dyskonta 0%),
- Obniżona – względem stopy rynkowej – stopa dyskonta, czyli społeczna stopa dyskonta (w Polsce 5%),
- Zmieniająca się w czasie stopa dyskonta.

Można wycenić korzyści zdrowotne i społeczne z tytułu redukcji zanieczyszczenia, ale nawet gdy tego dokonamy, to próba ich umieszczenia w rachunku efektywności inwestycji powoduje, że są odzwierciedlane jako śmiesznie małe, gdyż występują w odległych okresach.

Pierwsze rozwiązanie ma wielu zwolenników przytaczających argumenty natury etycznej (nie można założyć, że korzyści dla przyszłych pokoleń są mniej warte, niż dla współczesnych), jest jednak dość szeroko krytykowane przez naukowców zajmujących się oceną inwestycji, gdyż stoi w sprzeczności z podstawową zasadą oceny inwestycji, czyli spójnością założeń. Nie powinno być tak, że jedne przepływy pieniężne poddajemy dyskontu, a inne nie.

Drugie podejście to wspomniana wcześniej i zaprezentowana na RYSUNKU 3 społeczna stopa dyskontowa. W uproszczeniu można oddać jej sens, przyjmując założenie, że istnieją wartości szczególnie cenione przez społeczeństwo, takie jak bezpieczeństwo, zdrowie, edukacja czy środowisko. Społeczeństwo wysoko ceni przyszłe efekty w tych dziedzinach, więc aby odzwierciedlić tę preferencję, używamy obniżonej, społecznej stopy dyskonta. Dzięki temu efekty z okresów powyżej 50 lat są choć w małym stopniu odzwierciedlone w rachunku. Tej metody używa się w analizie kosztów i korzyści oraz przy ocenie wszystkich inwestycji środowiskowych współfinansowanych z budżetu UE. Metoda ta jest szeroko rozpowszechniona przy ocenie inwestycji współfinansowanych ze środków publicznych.

Trzecim, najnowszym i jeszcze niezbyt popularnym podejściem jest dyskontowanie zmienne w czasie. Poniżej zostanie zaprezentowana najprostsze z podejść (szerzej: Foltyn-Zarychta 2014). Zaprezentowaną tu metodą jest dyskontowanie hiperboliczne Weitzman'a. Polega ono na arbitralnie ustalonym zmniejszaniu stopy dyskonta dla kolejnych bardziej oddalonych w czasie okresów. Przykład pokazuje TABELA 2 i RYSUNEK 4. Rozwijane są również inne podejścia np. metody oparte na wyborze społecznym.

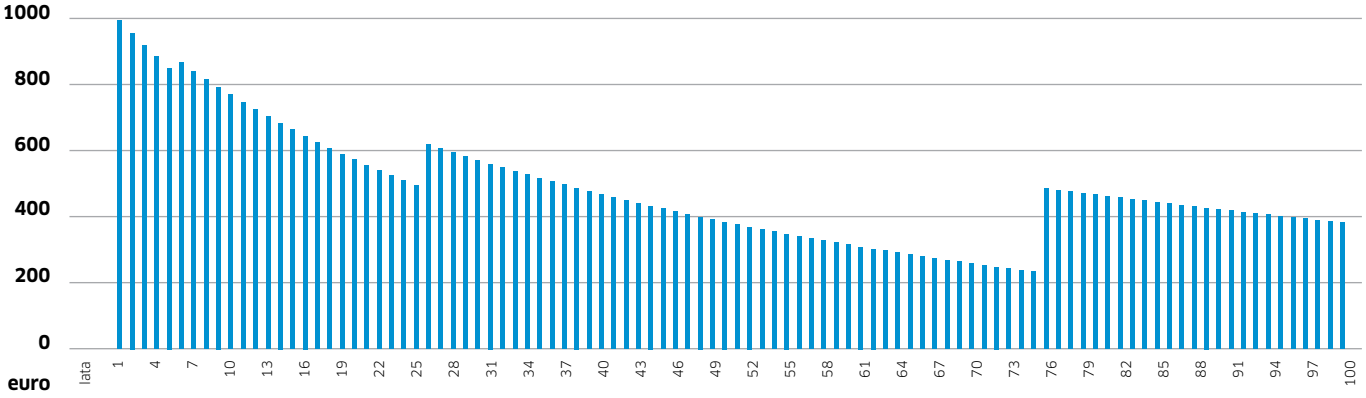
Podsumowując, klasyczny rachunek efektywności inwestycji nie jest dostosowany do oceny inwestycji klimatycznych. Dyskryminuje przyszłe pokolenia ze względu na dobór wysokiej stopy dyskonta, co powoduje, że przyszłe przepływy pieniężne wyrażające koszty lub korzyści ponoszone przez przyszłe pokolenia są niewspółmiernie niskie. Ekonomia wypracowała podejścia, umożliwiające lepsze odzwierciedlenie tych przypływów pieniężnych. Społeczna stopa dyskonta jest współcześnie dość powszechnie używana. Jednak w przypadku inwestycji klimatycznych należałoby pójść o krok dalej i stosować zmienną w czasie społeczną stopę dyskonta. Brak tej zmiany może powodować, że przyszłe koszty środowiskowe i korzyści ekologiczne nie będą właściwie odzwierciedlane w rachunku efektywności inwestycji, co spowoduje, że obecnie ważne inwestycje nie będą podejmowane.

Ten dylemat jest również wyznawaniem dla instytucji udostępniających kapitał na inwestycje klimatyczne.

RYSUNEK 4

Dyskontowanie hiperboliczne.

Źródło: Opracowanie własne.



Klasyczny rachunek efektywności inwestycji nie jest dostosowany do oceny inwestycji klimatycznych.

Wydaje się, że powinna zostać przeprowadzona szersza dyskusja na ten temat, której celem byłoby zaproponowanie nowych standardów oceny inwestycji klimatycznych. Zwłaszcza, że takie działania są już podejmowane na świecie (Florio M., Sirtori E., 2013).

dr Ksymena Rosiek
Katedra Finansów Rozwoju Zrównoważonego
Instytut Finansów
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Bibliografia:

Florio M., Sirtori E., (2013), *The Green Book: appraisal and evaluation in central government*, https://www.gov.uk/government/publications/the-green-book-appraisal-and-evaluation-in-central-governent, (dostęp: 2020-12-29)

Foltyn-Zarychta, M. (2014). *Koncepcja zmniejszającej się w czasie stopy dyskonta w ocenie efektywności inwestycji publicznych o oddziaływaniach długoterminowych.* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 2014, Nr 330, s. 89-98.

Małecki, P. P., Rosiek, K., & Żaba-Nieroda, R. (2020). *Metody oceny projektów gospodarczych*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków.

Ptak, M. (2013). *Znaczenie dyskontowania w polityce klimatycznej*. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 317. https://doi.org/10.15611/pn.2013.317.05

Żylicz, T. (2004). *Ekonomia środowiska i zasobów naturalnych*. PWE (Polskie Wydawnictwa Ekonomiczne).

Przypisy:

1. Mitygacja zmian klimatu – to łagodzenie zmian, działania mające na celu zapobieganie lub ograniczanie emisji gazów cieplarnianych. Działania te koncentrują się w głównej mierze na poprawie efektywności energetycznej, zwiększaniu udziału energii pochodzącej ze źródeł odnawialnych w końcowym zużyciu energii brutto, sekwestracji (wychwytywaniu i bezpiecznym składowaniu CO_2) jak również zmniejszeniu energochłonności sektorów gospodarki. https://klimada2.ios.gov.pl/mitygacja/ (dostęp: 18-07-2023).
2. Adaptacja do zmian klimatu – to przystosowanie do zmian, jest jedną ze strategii, jaką podejmujemy, aby zmniejszyć skutki zmian klimatu dla gospodarki, społeczeństwa i środowiska. Adaptacja jest procesem przystosowywania się do zmieniających się warunków klimatycznych, w sytuacji, gdy wiemy, że bez względu na wysiłki podejmowane na rzecz łagodzenia zmian klimatu, zjawiska klimatyczne będą dla nas coraz większym zagrożeniem.[...] Adaptacja nie polega na robieniu więcej lecz szukaniu nowych sposobów myślenia i radzenia sobie z ryzykiem i zagrożeniami, niepewnością i złożonością. https://klimada2.ios.gov.pl/adaptacja/, (dostęp: 18-07-2023).
3. Wartość rezydualna – wartość aktywów trwałych na koniec funkcjonowania projektu, określa pozostały potencjał środków trwałych, których okres ekonomicznej użyteczności jeszcze się całkowicie nie zakończył. Dotyczy to okresu po zakończeniu okresu obliczeniowego w rachunku efektywności inwestycji. Wartość ta będzie zerowa lub nieistotna, jeżeli okres obliczeniowy obejmuje techniczny czas życia środków trwałych. Wartość rezydualna będzie ujemna, gdy po zakończeniu użytkowania niezbędna jest likwidacja środka trwałego wymagająca ponoszenia kosztów lub rekultywacja terenu. Małecki, Rosiek, Żaba-Nieroda, (2020).

Kurs e-learningowy Zadbane finanse to bezpłatna oferta branży OFE dla osób młodych,

zwłaszcza studentów i wchodzących na rynek pracy lub będących na początkowym etapie kariery zawodowej.

Przygotowany został przez Izbę Gospodarczą Towarzystw Emerytalnych oraz CFA Society Poland we współpracy z ekspertami – naukowcami, praktykami i edukatorami finansowymi.

Treści edukacyjne prezentowane są w formie nagrań wideo z wykorzystaniem animacji i infografik.

Tematyka obejmuje zagadnienia: jak myśleć o finansach, jak dbać o dochody, jak pilnować wydatków i oszczędzać oraz jak inwestować, by stworzyć znaczące zasoby. Nagrania mają od kilku do kilkunastu minut, by uczestnicy kursu mogli korzystać z nich elastycznie, w ramach własnych potrzeb i możliwości czasowych.

zadbane finanse .pl

Poleć ten kurs młodym osobom!

zadbanefinanse.pl

ZADBANA PRZYSZŁOŚĆ

to cykl rozmów z ekspertami w formie podcastów wideo na temat niefinansowego i finansowego przygotowania do emerytury.

Każda osoba zainteresowana tematyką zabezpieczenia swojej przyszłości znajdzie w nim użyteczne treści.

Wywiady dotyczą m.in. takich zagadnień, jak mity emerytalne, jakość życia na emeryturze, kondycja powszechnego systemu emerytalnego, psychologia oszczędzania, ryzyko w finansach, czy narzędzia efektywnego pomnażania oszczędności.

Obejrzyj podcast:

tutaj

tutaj

Posłuchaj podcastu:

tutaj

Poleć ten podcast znajomym!

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
www.linkedin.com/company/igte/

REDAKTOR NACZELNY
Filip Pietkiewicz-Bednarek

NUMERY ARCHIWALNE:
www.igte.pl/wydawnictwa/biuletyn

OKŁADKA:
Monika Marek-Łucka

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 7 towarzystw reprezentujących interesy około 15 mln swoich klientów. Członkowie Izby zarządzają aktywami o wartości stu kilkudziesięciu miliardów 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
www.igte.pl

Na naszej stronie odnajdziecie Państwo całość ekspertyzy i wszystkie wydawnictwa IGTE

Youtube
www.youtube.com/IGTE

Wszystkie debaty, w których braliśmy udział lub które inspirowaliśmy, obejrzycie na naszym kanale

Twitter
twitter.com/_IGTE

Najświeższe newsy komunikujemy najpierw na Twitterze

Facebook
www.facebook.com/IGTE

Naszą bieżącą działalność najwygodniej obserwować na FB

LinkedIn
www.linkedin.com/company/igte/

Tutaj kontaktujemy się ze środowiskiem profesjonalistów