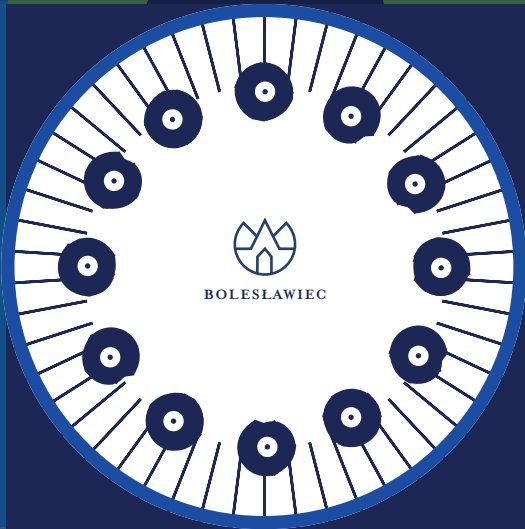
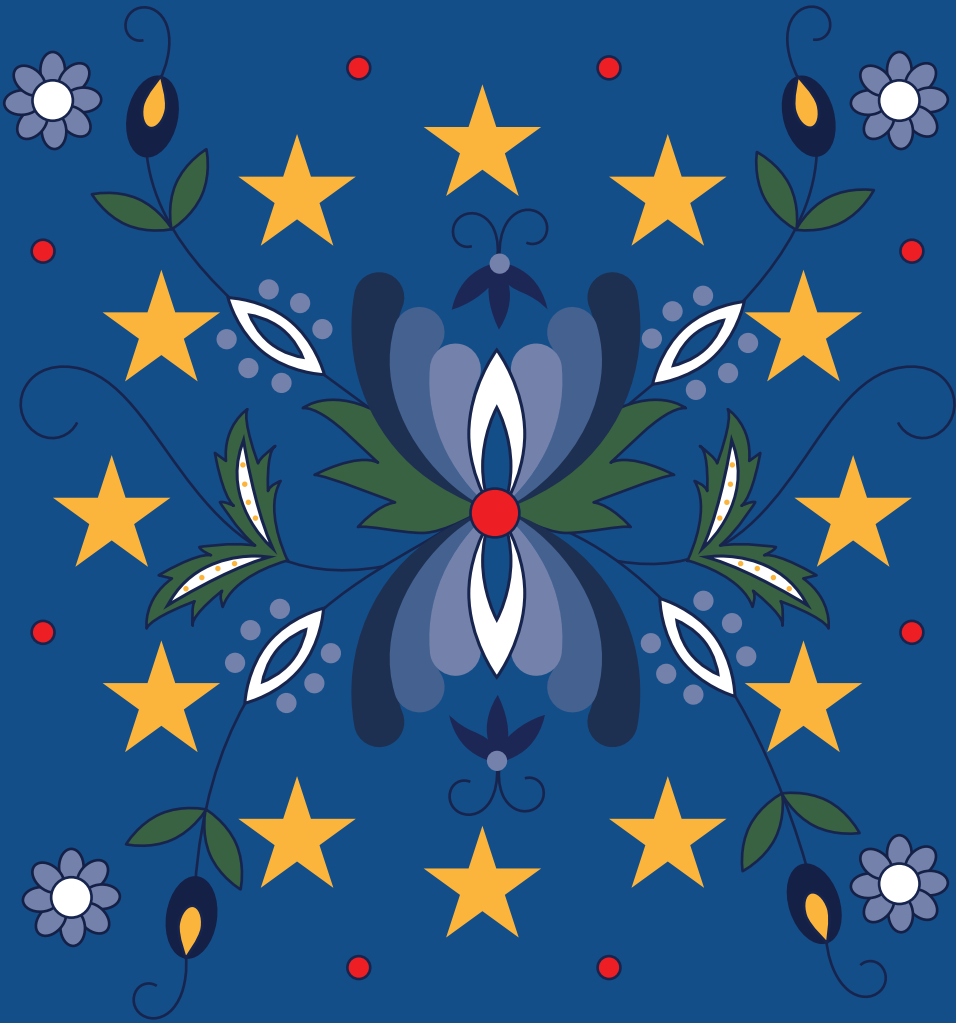


BIULETYN

FAKTY / LICZBY / OPINIE



SPIS TREŚCI



OD WYDAWCY

**Polskie ambicje
przewodnictwa w UE**

Małgorzata Rusewicz

Im większa organizacja, tym trudniej jest efektywnie nią zarządzać. Nie chodzi mi wyłącznie o kwestie strategiczne czy wykonawcze, ale także o poczucie przynależności i satysfakcję jej członków. Im więcej podmiotów, tym większa. Temat dobrze znany, ale jednak nie doczekał się prostych rozwiązań. Kluczem wydaje się efektywna komunikacja. Tymczasem jedną z największych światowych organizacji jest Unia Europejska, do której jako kraj, obywatele, ale także organizacje samorządu gospodarczego mamy szczęście należeć.

Od nowego roku Polska będzie przewodniczyć pracom Rady Unii Europejskiej. To niezwykła okazja na większy wpływ na jej politykę, co jest szczególnie istotne z perspektywy instytucji rodzimego rynku kapitałowego. Nasz lokalny rynek w porównaniu z Berlinem czy Paryżem jest niewielki, a uwzględnianie naszej specyfiki w regulacjach europejskich jest niewystarczające.

Tak jednak nie powinno być. Kondycja polskiej gospodarki, szóstej pod względem wielkości w UE, jest niezmiernie ważna dla zdrowia ekonomicznego całej wspólnoty. Warunkiem dobrego funkcjonowania polskich przedsiębiorców jest możliwość finansowania innowacji, dobrych pomysłów inwestycyjnych. Bez sprawnego rynku kapitałowego nie będzie to możliwe, podobnie jak nie będzie możliwe uzupełnienie dochodów przyszłych emerytów strumieniem środków z prywatnych długoterminowych oszczędności, jeśli rynek kapitałowy nie będzie traktowany w sposób sprzyjający jego rozwojowi. A takie podejście wymaga uwzględniania we wdrażanych rozwiązaniach skali i struktury rynku, jego historii i uwarunkowań kulturowych, barier i stymulatorów.

Przewodnictwo w UE otwiera przed nami nowe możliwości. Sporo

organizacyjnych decyzji dotyczących polityki unijnej w zakresie rynków kapitałowych będzie należało do resortu finansów. Co więcej, będziemy mieli również więcej przestrzeni do zabrania głosu, który może zostać lepiej usłyszany. Ważna jest także motywacja i zaplecze eksperckie, i to, jako praktycy, możemy wnieść ze swojej strony. Przedstawiciele Ministerstwa Finansów wydają się otwarci na dialog z nami w tym zakresie, zresztą on już od pewnego czasu się toczy. Pozostawienie przestrzeni w europejskich regulacjach na rozwój lokalnych rynków, takich jak nasz, nie zaszkodzi prymusom, a kumulatywnie może być o wiele lepsze dla całej gospodarki unijnej.

Punktem wyjścia jest zadbanie o dynamiczne i zróżnicowane rynki kapitałowe wewnątrz wspólnoty, które skutecznie działają na korzyść gospodarki i obywateli UE, będąc jednocześnie konkurencyjne na arenie międzynarodowej. Aby tak się stało, UE musi pozostać atrakcyjnym miejscem do inwestowania, a europejscy zarządzający inwestycjami powinni korzystać ze sprzyjających ram regulacyjnych i konkurować na równych zasadach z międzynarodowymi odpowiednikami. Warunkiem podstawowym w tym zakresie jest jakość, stabilność i przewidywalność zasad, na podstawie których działają, a także optymalność prowadzonej działalności.

Kolejny wątek to wspieranie udziału inwestorów detalicznych w rynkach kapitałowych i promowanie długoterminowego oszczędzania. Zwiększenie udziału inwestorów indywidualnych jest niezbędne do rozwoju rynków kapitałowych w UE oraz finansowania zielonej i cyfrowej transformacji.

Trzecim elementem jest promowanie efektywnych i stabilnych rynków kapitałowych w Europie oraz wspieranie innowacji i rozwoju cyfrowego. Oprócz oferowania inwestorom większych możliwości,

UE musi pozostać atrakcyjnym miejscem do inwestowania, a europejscy zarządzający inwestycjami powinni korzystać ze sprzyjających ram regulacyjnych

dynamiczne i wydajne rynki kapitałowe odgrywają istotną rolę w pobudzaniu wzrostu gospodarczego, innowacji oraz tworzeniu miejsc. Należy jednak pamiętać o specyfice poszczególnych rynków, a w związku z tym konieczne jest regulowanie ich w sposób proporcjonalny oraz z uwzględnieniem lokalnych i regionalnych uwarunkowań.

Mam duże nadzieje związane z możliwością zaprezentowania w Europie naszej perspektywy, potrzeb i korzyści wynikających z ich uwzględnienia w unijnej agendzie. Spróbujmy pokusić się również o to, by po formalnie trwającym polskim przewodnictwie, kontynuować je w nieco mniej formalnej formie, ale z dużą determinacją w kluczowych dla instytucji finansowych sprawach. Przyszłość polskiej gospodarki i polskiego rynku kapitałowego warte są tych ambicji.

Małgorzata Rusewicz

prezes IGTE, prezes zarządu IZFiA



ROZMOWY Z ADMINI- STRACJĄ,



Bardziej inkluzywny rynek

Wywiad z **Jurandem Dropem**, odpowiedzialnym za rynek kapitałowy
Podsekretarzem Stanu w Ministerstwie Finansów.

Jaka Pana zdaniem jest rola rynku kapitałowego w rozwoju gospodarczym Polski, a jaka powinna być?

Rynek kapitałowy odgrywa ważną rolę w rozwoju polskiej gospodarki, zapewniając przedsiębiorstwom dostęp do kapitału na inwestycje, innowacje i rozwój, a inwestorom – możliwość pomnażania kapitału, co z kolei przekłada się na wzrost oszczędności i większą stabilność finansową. Prawidłowo funkcjonujący rynek kapitałowy pozwala z jednej strony na alokację oszczędności w realnej gospodarce, w tym w sektorze MŚP, natomiast z drugiej redystrybucję korzyści z ogólnego wzrostu gospodarczego szerokiego gronu inwestorów. Sprawnie działający rynek kapitałowy może również służyć gromadzeniu kapitału na przyszłe emerytury, co jest szczególnie istotne z uwagi na postępujący proces starzenia się społeczeństwa europejskiego.

Oczywiście przedstawiając powyższą rolę rynku kapitałowego mam pełną świadomość, że nie jest ona w pełni wykorzystana. Aby w pełni wykorzystać jego potencjał, polski rynek kapitałowy powinien wspierać nowe technologie i innowacyjne sektory, które mogą stać się motorem napędowym przyszłego wzrostu gospodarczego. Co więcej, przed rynkiem kapitałowym stawiane są coraz to nowe zadania, jak np. istotny wkład w finansowanie zielonej i cyfrowej transformacji, a w przypadku Polski szczególnie istotnej transformacji energetycznej.

Już teraz Ministerstwo Finansów uczestniczy w pracach nad usprawnieniem sektora *private equity* i *venture capital*, które oferują finansowanie dla przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju. Utrzymanie wysokiego tempa wzrostu polskiej gospodarki, a także odpowiedź na pojawiające się wyzwania

związane z transformacją energetyczną, klimatyczną i cyfrową będą wymagały przyspieszenia rozwoju krajowego rynku kapitałowego i zdynamizowania giełdy. Jedynie bowiem dalszy, szybki rozwój rynku kapitałowego pozwoli na realizację naszych ambicji.

Jaki rynek kapitałowy Pan zastaje, a jaki chciałby Pan po sobie pozostawić?

Obecny rynek kapitałowy w Polsce charakteryzuje się wysoką stabilnością, jednak wciąż jest zdominowany przez duże podmioty. Jest to rynek, który odgrywa istotną rolę w finansowaniu gospodarki, ale nie w pełni wykorzystuje swój potencjał w zakresie wspierania innowacji i MŚP. Istnieją również wyzwania związane z niską kulturą inwestycyjną wśród Polaków oraz ograniczonym dostępem do kapitału na wczesnym etapie rozwoju firm. Niewielka jest liczba IPO, podczas gdy coraz więcej firm decyduje się na *delisting*. Wynika to z zaniechań minionych lat, gdzie za główny motor napędowy krajowej gospodarki uznano popyt konsumpcyjny a nie inwestycje. W efekcie niskiej stopy inwestycji osłabione zostały fundamenty polskiej gospodarki i obniżony potencjał jej wzrostu w przyszłości.

Utrzymanie tempa rozwoju krajowej gospodarki z ubiegłych dekad będzie wymagało znacznego zwiększenia inwestycji w celu stworzenia sprzyjających warunków do wzrostu produktywności i akumulacji kapitału, czemu powinien sprzyjać dobrze funkcjonujący rynek kapitałowy. Chciałbym, aby rynek ten był bardziej inkluzywny, dostępny dla większej liczby firm i obywateli, przy zachowaniu odpowiedniej ochrony inwestorów detalicznych. Kluczowe jest, aby rynek ten podążał za globalnymi trendami wspierając innowacje, transformację energetyczną oraz zrównoważony

Polski rynek kapitałowy powinien wspierać nowe technologie i innowacyjne sektory, które mogą stać się motorem napędowym przyszłego wzrostu gospodarczego

rozwoj, a także stając się miejscem, gdzie zarówno duże, jak i małe przedsiębiorstwa mogą pozyskiwać środki na rozwój. Rynek kapitałowy, umożliwiający alokację oszczędności w najlepsze projekty inwestycyjne, jest bowiem najbardziej efektywnym sposobem angażowania kapitału prywatnego. Jedynie w warunkach głębokiego, sprawnie funkcjonującego rynku kapitałowego możliwy jest szybki wzrost inwestycji prywatnych i aktywizowanie innowacji.

Jakie działania leżące w gestii resortu mogłyby zmienić, poprawić istniejący stan rzeczy, zrealizować tę wizję?

Istotne znaczenie dla przyszłości i rozwoju polskiego rynku kapitałowego będą miały podjęte działania długoterminowe, nakierowane na systematyczną zamianę oszczędności społeczeństwa

Rynek kapitałowy, umożliwiający alokację oszczędności w najlepsze projekty inwestycyjne, jest bowiem najbardziej efektywnym sposobem angażowania kapitału prywatnego

na inwestycje, takie jak Pracownicze Plany Kapitałowe. Osiągnięciu tych celów sprzyjać będzie rozwój oferty produktowej – nowa formuła ETF-ów, wprowadzenie odpowiedników REIT-ów, a także zapewnienie stałego dopływu kapitału, choćby w ramach PPK. Dostrzegalna jest również konieczność poprawy zasad ładu korporacyjnego, w szczególności w spółkach z udziałem Skarbu Państwa, co wpisuje się w szerszą konieczność lepszego zabezpieczenia inwestorów mniejszościowych przed niekorzystnymi działaniami zarządów i akcjonariuszy dominujących.

Ważnym elementem strategii resortu w dążeniu do tego celu powinno być wspieranie edukacji finansowej, która przyczynia się do wzrostu zainteresowania rynkiem kapitałowym. Równie istotne jest wzmacnianie organu nadzoru, wspieranie kształtowania się wysokich standardów wśród instytucji finansowych oraz zwiększanie transparentności rynku, co z kolei może wzmocnić zaufanie inwestorów i podmiotów gospodarczych. Kluczowy pozostaje również systematyczny monitoring poziomu kosztów ponoszonych przez inwestorów indywidualnych, instytucjonalnych oraz emitentów na polskim rynku kapitałowym.

Rodzime instytucje finansowe rynku kapitałowego świadczą usługi, generują ekspertyzę, animują debatę publiczną, prowadzą inicjatywy edukacyjne. Co mogą jeszcze wnieść w jego rozwój?

Polskie instytucje finansowe już teraz odgrywają istotną rolę w funkcjonowaniu rynku kapitałowego, oferując szereg usług dla inwestorów i przedsiębiorstw. Organizują one wydarzenia edukacyjne, promują wiedzę o inwestowaniu oraz aktywnie uczestniczą w debacie publicznej na temat przyszłości rynku. Ich wkład w rozwój infrastruktury finansowej, analitykę oraz ekspertyzę jest nieoceniony i powinien być dalej wzmacniany.

Aby jeszcze bardziej przyczynić się do rozwoju polskiego rynku kapitałowego gorąco zachęcamy instytucje finansowe do utrzymywania stałego dialogu z resortem finansów przy opracowywaniu krajowych projektów aktów prawnych oraz aktywnej współpracy podczas negocjacji w ramach prac Rady Unii Europejskiej. Jest to okazja do realnego wpływu na kształt regulacji powszechnie obowiązujących w państwach członkowskich UE oraz ich dostosowania

do polskiego podłoża legislacyjnego. Ponadto w świetle ostatnich globalnych zmian w zakresie zrównoważonego finansowania oraz rozwoju sztucznej inteligencji ważne jest również, aby instytucje finansowe konsekwentnie zwiększały swoje zaangażowanie w tych obszarach ze względu na rosnącą presję regulacyjną ze strony unijnego ustawodawcy. Za istotne uważam również dalsze poszukiwanie przez sektor finansowy innowacyjnych rozwiązań i usług, które odpowiadać będą potrzebom nowego pokolenia oraz rewolucji cyfrowej, która dzieje się na naszych oczach.

W Polsce mamy niską stopę oszczędności, niespecjalnie korzystamy też z możliwości inwestowania na rynku kapitałowym. Czy powszechna edukacja finansowa mogłaby to zmienić? Jak należałoby ją prowadzić?

Niska stopa oszczędności oraz ograniczone zaangażowanie Polaków na rynku kapitałowym to wyzwania, które wymagają pilnych działań. W tym kontekście należy zauważyć, na podstawie danych badania „Poziom wiedzy finansowej Polaków” przeprowadzonego w lutym 2024 r. i przedstawionego na VIII Kongresie Edukacji Finansowej i Przedsiębiorczości, że niewielki odsetek badanych oszczędza na emeryturę: 11% korzysta z PPK (15% planuje), zaś 5% korzysta z IKE (2% planuje). Z PPE korzysta 3% (2% planuje), a najmniej badanych korzysta z IKZE, jest to 2% (3% planuje). Spośród sposobów długookresowego oszczędzania na emeryturę, respondenci najczęściej znają PPK (36%) oraz IKE (28%). Brak praktycznej wiedzy inwestycyjnej i ekonomicznej Polaków jest czynnikiem, który utrudnia podjęcie decyzji o oszczędzaniu.

Zwiększenie wydajności, odporności i konkurencyjności gospodarki zależy

od zintegrowanych, głębokich i płynnych rynków kapitałowych, które mogą optymalnie wykorzystać oszczędności Polaków i efektywniej alokować kapitał. System długoterminowych oszczędności powinien finansowo stymulować rozwój polskiej gospodarki oraz stanowić uzupełnienie dochodu emerytów posiadających niskie świadczenia z publicznego systemu emerytalnego.

Niemniej, rozwinięta edukacja finansowa z pewnością mogłaby poprawić stan rzeczy, zwiększając świadomość społeczną na temat korzyści płynących z długoterminowego inwestowania. Należy przy tym zauważyć, że już teraz podejmujemy działania mające na celu rozwój edukacji finansowej. W czerwcu br. została przyjęta Krajowa Strategia Edukacji Finansowej, której celem jest niwelowanie luk i pokonanie wyzwań w obszarze edukacji finansowej zidentyfikowanych w ramach działań przygotowawczych do jej opracowania. Stanowi ona fundament, na którym zostanie zbudowane skoordynowane podejście do edukacji finansowej w Polsce, poprzez stworzenie platformy współpracy i wymiany dobrych praktyk pomiędzy interesariuszami w tym sektorze. Pozwoli to na wdrożenie rozwiązań, które podniosą kompetencje finansowe mieszkańców Polski, tak aby mogli zwiększyć swoją odporność na ewentualne problemy finansowe oraz poprawić swój dobrostan finansowy.

Dziś wiele regulacji związanych z rynkiem kapitałowym powstaje na szczeblu europejskim. Czy Polska może skutecznie walczyć o uwzględnienie w nich naszej lokalnej specyfiki? Jak to zrobić?

Faktem, jest że regulacje rynku finansowego w dużej mierze są determinowane przez prawo europejskie, gdyż jest to jeden z najbardziej zharmonizowanych

działów unijnej gospodarki. Sprawia to jednocześnie, że rozwiązania przyjęte w Polsce nie odbiegają od rozwiązań przyjętych w innych państwach członkowskich. Należy przy tym pamiętać, że z uwagi na uwarunkowania historyczne, kulturowe oraz organizacyjne występujące w poszczególnych państwach członkowskich, nie wszystkie rozwiązania funkcjonujące w danym państwie członkowskim mogą zostać z powodzeniem rozciągnięte na inne państwa członkowskie. Rynki kapitałowe w poszczególnych państwach znajdują się bowiem na różnych etapach rozwoju i różnią się np. liczbą funduszy, wielkością zgromadzonych w nich aktywów, różny jest też poziom kosztów na tych rynkach.

Z powyższych względów niezwykle istotne jest, aby ostateczny kształt powszechnie obowiązujących regulacji zapewniał ich proporcjonalność, a co za tym idzie był dostosowany do stopnia rozwoju poszczególnych rynków finansowych państw członkowskich. Aby osiągnąć ten cel Ministerstwo Finansów aktywnie uczestniczy w negocjacjach aktów prawnych na forum Rady Unii Europejskiej. Równie ważne są konsultacje publiczne prowadzone przez Komisję Europejską, w ramach których partnerzy publiczni mogą wyrażać swoje opinie w ramach tzw. zaproszenia do zgłaszania uwag, w których udział wziąć mogą zarówno organizacje, jak i osoby fizyczne. Stanowi to szansę dla polskich instytucji finansowych na realny wpływ na ostateczny kształt unijnych regulacji.

W następnym roku Polska przejmuje prezydencję w UE czy są już pierwsze pomysły i priorytety, o które chce powalczyć Ministerstwo Finansów na forum w Brukseli?

Zbliżająca się prezydencja Polski w Radzie Unii Europejskiej to dla nas

ogromne wyzwanie i jednocześnie szansa. Jak Państwo wiedzą, nasza prezydencja następuje bezpośrednio po prezydencji węgierskiej. Wśród tematów, nad którymi prezydencja węgierska obecnie pracuje, poza Unią Rynków Kapitałowych, można wymienić 7 zagadnień w ramach usług finansowych. Trzy z nich - PSD3, FIDA, Digital Euro - są aktualnie procedowane na szczeblu Rady UE, w oczekiwaniu na osiągnięcie tzw. *general approach*, czyli porozumienia państw członkowskich. Z kolei 4 pozostałe - ochrona inwestorów detalicznych (RIS), CMDI, BMR, oraz wymogi sprawozdawcze, po osiągnięciu *general approach* oczekują na tzw. trilogi, czyli wspólne uzgodnienia Rady i Parlamentu przy współpracy z KE.

Zakres zadań przekazany naszej prezydencji, w szczególności w pierwszym jej okresie, będzie uwarunkowany od postępu osiągniętego przez prezydencję węgierską. Mając na uwadze aktualną sytuację polityczną, wybory do Parlamentu Europejskiego w 2024 r., ukonstytuowanie się Komisji Europejskiej, zakładamy iż powyższe 7 zagadnień zostanie przekazanych do dalszych prac w ramach polskiej prezydencji. Równocześnie, nadal będziemy kontynuować dyskusję w sprawie Unii Rynków Kapitałowych.

Naszym priorytetem w zakresie usług finansowych będzie prowadzenie uzgodnień z Parlamentem Europejskim. Mam nadzieję, że podczas naszej prezydencji, w zakresie większości z tych projektów uda nam się uzyskać porozumienie, oraz że te przepisy wejdą w życie. Korzystając z okazji, chciałbym zwrócić uwagę, iż naszym zobowiązaniem jako państwa sprawującego prezydencję będzie neutralne działanie na rzecz wspólnego interesu wszystkich państw członkowskich UE.

pytał **Filip Pietkiewicz-Bednarek**



KORESPON- DENCJA

**Dlaczego komisja ECON jest ważna
nie tylko dla sektora finansowego?**

dr Piotr Gałazka

W wyniku czerwcowych wyborów do Parlamentu Europejskiego, ponad 50 posłów z Polski objęło mandaty. Zaden z nich nie zdecydował się jednak na członkostwo w komisji parlamentarnej ECON, uznając być może, że praca w niej może być monotonna, nieciekawa bądź nieistotna. Warto przybliżyć zatem, czym zajmuje się ta komisja parlamentarna i dlaczego ma znaczenie.

Do napisania tego tekstu skłoniło mnie to, że mimo iż polskich posłów jest stosunkowo wielu w Parlamencie Europejskim, a komisja ECON jest dość liczna, więc na pewno znalazłoby się miejsce dla chociaż jednego posła z Polski, to do początku września 2024 r., gdy artykuł ten powstaje, nie mamy ani jednego posła do PE, który zasiada w ławach ECON¹.

Oczywiście każdy poseł ma swobodę wyboru spraw, które są najbliższe jego zainteresowaniom i planom politycznym. Jednakże konieczne jest zwrócenie uwagi na to, że UE stoi przed kilkoma wyzwaniami, które mają poważne konsekwencje finansowe. Dlatego ważne jest, aby głos naszych posłów miał znaczenie w Komisji ds. Gospodarczych i Monetarnych.

Na wstępie wyjaśnić należy jedną kwestię proceduralną. W każdej komisji parlamentarnej PE pracują posłowie mający status „członka” albo „zastępcy”. Zasadniczo posłowie-zastępcy nie angażują się na bieżąco w prace danej komisji, gdyż ich zadaniem jest (nomen omen) zastępowanie członków ze swojej partii, w razie ich nieobecności – w zajmowaniu stanowisk na posiedzeniach czy głosowaniach – a jednocześnie są pełnymi członkami w innych komisjach. Mają jednak prawo uczestniczyć w pracach legislacyjnych. Część z nich istotnie angażuje się w prace i ma wpływ na treść uchwalanej w danej komisji

legislacji. Warto zwrócić uwagę na posła Bohdana Rzońcę, który będąc w poprzedniej kadencji PE w ECON zabiegał o polskie interesy. W czerwcu uzyskał reelekcję i ponownie został zastępcą członka ECON. Oprócz niego zastępcami w ECON są Janusz Lewandowski i Ewa Zajączkowska-Hernik.

Czym zajmuje się ECON?

Zgodnie z przepisami Regulaminu PE, Komisja ECON odpowiada za następujące zagadnienia w pracach Parlamentu:

- polityka gospodarcza i pieniężna Unii, funkcjonowanie unii gospodarczej i walutowej oraz europejski system walutowy i finansowy (w tym stosunki między państwami członkowskimi) Unii Gospodarczej i Walutowej oraz europejskiego systemu walutowego i finansowego (w tym stosunków z odpowiednimi instytucjami lub organizacjami);
- swobodny przepływ kapitału i płatności (płatności transgraniczne, jednolity obszar płatniczy, bilans płatniczy, przepływy kapitałowe oraz polityka zaciągania i udzielania pożyczek, kontrola przepływu kapitału pochodzącego z państw trzecich, środki zachęcające do eksportu kapitału pochodzącego z Unii);
- międzynarodowy system walutowy i finansowy (w tym stosunki z instytucjami i organizacjami finansowymi i walutowymi);
- zasady dotyczące konkurencji i pomocy państwa lub pomocy publicznej;
- przepisy podatkowe;
- regulacje dotyczące nadzoru usług, instytucji i rynków finansowych w tym sprawozdawczości finansowej, audytu, zasad rachunkowości, ładu korporacyjnego i innych kwestii prawa spółek dotyczących w szczególności usług finansowych;

Nie mamy ani jednego posła do PE, który zasiada w ławach ECON

- odpowiednie działanie Europejskiego Banku Inwestycyjnego w ramach europejskiego zarządzania gospodarczego w strefie euro.

Komisja ECON jest wspierana przez podkomisję ds. podatkowych (FISC), zajmującą się sprawami podatkowymi, a w szczególności zwalczaniem oszustw podatkowych, uchylania się od opodatkowania i unikania opodatkowania, a także przejrzystością finansową do celów podatkowych. Zapewne Czytelników nie zdziwi fakt, że w podkomisji FISC również nie ma żadnego członka z Polski (jest jednak jeden poseł-zastępczyni).

W poprzedniej kadencji ECON prowadził prace legislacyjne nad 82 projektami, w ramach których przyjęto 63 sprawozdania oraz 19 opinii do sprawozdań innych komisji parlamentarnych.

Kluczowa rola

Komisja ECON jest odpowiedzialna za wiele spraw finansowych, w tym zasady budżetowe w Unii Europejskiej. W sytuacji, w której polscy politycy jednoznacznie deklarują, że gospodarka obok bezpieczeństwa jest dla nich kluczowym tematem, obecność w ECON wydaje się oczywista.

Komisja ds. gospodarczych i monetarnych zajmuje się ukończeniem unii bankowej i unii rynków kapitałowych.

Przyczynia się to do wzmocnienia europejskiej konkurencyjności. Odgrywa również ważną rolę w nominacjach personalnych do Europejskiego Banku Centralnego i europejskich organów nadzorczych takich jak EBA, ESMA i EIOPA.

W ostatnich latach ECON doprowadził do istotnych zmian w przepisach dotyczących przeciwdziałania praniu pieniędzy, uchwalił nowe zasady płatności natychmiastowych (jedynie w walucie euro – polski złoty nie został objęty zakresem rozporządzenia, co powinno dawać do myślenia), a także przyjął szereg aktów prawnych ułatwiających uzyskiwanie finansowania przez przedsiębiorców z rynku kapitałowego oraz tworzących infrastrukturę ułatwiającą oszczędzanie, w tym dla celów emerytalnych w UE.

W rozpoczynającej się właśnie kadencji ECON będzie zajmował się kontynuowaniem prac nad otwartymi finansami (FIDA) i cyfrowym euro. Prowadził będzie

W rozpoczynającej się właśnie kadencji ECON będzie zajmował się kontynuowaniem prac nad otwartymi finansami (FIDA) i cyfrowym euro

negocjacje w trilogu z Radą i Komisją Europejską w sprawie tak istotnych dla Polski projektów jak pakiet płatniczy (PSR/PSD3), gdzie dodatkowo potrzeba będzie wyboru nowych sprawozdawców do obu projektów spośród członków ECON (sic!), pakietu dotyczącego ochrony inwestora detalicznego (RIS) oraz pakietu dotyczącego zarządzania kryzysowego w sektorze bankowym (CMDI). Bez polskich posłów „na pokładzie”, nasze interesy w ECON nie zostaną wzięte wystarczająco pod uwagę.

Sytuacja polskich posłów w ECON

Z powyższego jednoznacznie wynika, że Komisja ds. Gospodarczych i Monetarnych odgrywa kluczową rolę dla konsumentów, firm, sektora finansowego i interesów państwa, zwłaszcza teraz, gdy reformy klimatyczne, obronne i finansowe są kluczowymi kwestiami. Polscy europosłowie, którzy w poprzednich kadencjach Parlamentu Europejskiego zaznaczyli swoją obecność w komisji w ostatnich latach poprzez wysoką aktywność i ciężką pracę nie uzyskali niestety reelekcji w czerwcowych wyborach. Mowa tutaj o prof. Danucie Huebner, która była członkinią ECONu przez kilka kadencji i była autorytetem dla posłów zarówno z EPP, do której należała, jak i z innych frakcji – w szczególności w zakresie legislacji dotyczącej rynków kapitałowych. Pani Profesor postanowiła nie kandydować. Niezwykle dużą stratą jest także brak w ławach ECONu prof. Marka Belki. Wybrany na europościa w 2019 roku, Pan Profesor od początku swojego mandatu w PE i w ECON był poważanym posłem, zarówno dzięki swojemu wyjątkowemu doświadczeniu (były minister finansów, były premier i były prezes NBP), jak i zaangażowaniu w szereg projektów

Bez polskich posłów „na pokładzie”, nasze interesy w ECON nie zostaną wzięte wystarczająco pod uwagę

związanych z sektorem bankowym, usługami płatniczymi, a także dotyczących polityki handlowej i podatku VAT.

Podkreślam powyższe nie bez powodu. W Parlamencie Europejskim ze względu na mnogość państw pochodzenia i partii posłów, istotniejsze niż np. w polskim parlamencie mają charyzmatyczni posłowie, potrafiący kreować interesujące idee i budować wokół nich szerokie koalicje. Jeden aktywny poseł znaczy więcej niż trzydziestu, którzy nie znajdują posłuchu albo nie chcą być aktywni. Dlatego strata posłów doświadczonych i znanych przez pozostałych jest bardzo trudna do nadrobienia w krótkim czasie i wymaga jeszcze większego wysiłku tych, którzy pojawili się w PE i chcą „wejść w ich buty”.

Dlaczego należy być w ECON?

ECON jest miejscem, w którym warto być, jeśli chce się mieć na to wpływ. Sektor finansowy w rozmowach z siłami politycznymi podkreślał znaczenie reprezentacji Polski w tej komisji. Dla konkretnego posła członkostwo w ECON może pozwolić odegrać znaczącą rolę w pracach PE i zbudować swój dobry wizerunek osoby skupionej na właściwej regulacji

gospodarki w Unii w oparciu o proporcjonalność i wspieranie konkurencyjności.

Z perspektywy interesów Polski w UE ECON będzie odgrywał znaczenie kluczowe. W najbliższych latach dyskusje w Unii będą oscylowały wokół uchwalenia kluczowych przepisów dla sektora finansowego, które będą angażowały go w osiągnięcie przez państwa członkowskie cele o charakterze strategicznym w takich obszarach jak transformacja klimatyczna, obronność, konkurencyjność i transformacja cyfrowa. Jeśli np. chcemy zadbać o bezpieczną Polskę w Europie, nie wystarczy jedynie członkowsko w podkomisji SEDE. Trzeba także umieć zatroszczyć się o to, aby przepisy unijne ułatwiały finansowanie inwestycji obronnych.

Nieprawdziwą jest zatem teza, że ECON to jedynie regulacje finansowe o charakterze prywatnoprawnym.

Zasady współpracy między sektorem prywatnym i publicznym w zakresie ww. inwestycji mają znaczenie o charakterze racji stanu. Ich kształt będzie uciekał się na poziomie prac Komisji ds. Gospodarczych i Monetarnych. Fundamentalne dyskusje bez polskich posłów w ECON będą odbywały się obok, a nie z udziałem polskiego głosu.

dr Piotr Gałązka

adwokat, ekspert ds. Unii Europejskiej, dyrektor Przedstawicielstwa Związku Banków Polskich w Brukseli, ekspert Team Europe Direct

Przypisy:

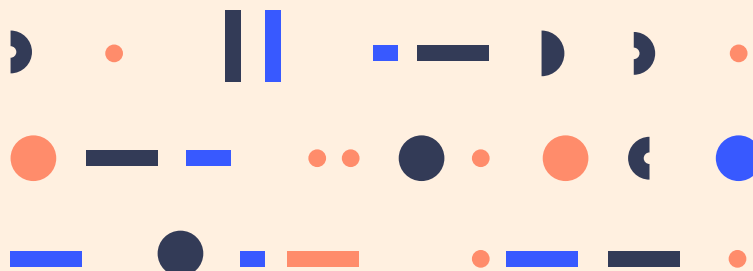
1. <https://www.europarl.europa.eu/committees/pl/econ/home/members>



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.**



**Poleć ten kurs młodym osobom!
zadbanefinanse.pl**



BADANIA

**Nadzór korporacyjny OFE
nad spółkami portfelowymi
w 2023 roku cz. 2**

dr Andrzej Sołdek

Aktywność Funduszy w 2023 roku

Przy analizie działań OFE w 2023 roku wyraźnie zaznaczył się wpływ postępującej z roku na rok konsolidacji. Liczba podmiotów uczestniczących w ankiecie w minionym roku spadła do 7 funduszy. Analiza odpowiedzi w ankiecie pokazuje, że aktywność funduszu po połączeniu jest realizowana tak jak to robił do tej pory większy z łączących się podmiotów. Konsolidacja w obrębie mniejszych podmiotów i zarządzanie przez nie większymi aktywami nie spowodowała wyższej aktywności mimo zaobserwowanej w badaniach zależności aktywności w nadzorze i poziomu zarządzanych aktywów.

Analiza zaangażowania OFE w nadzorze korporacyjnym roku w 2023 pokazała, że najwyższą aktywność utrzymały trzy największe towarzystwa (Tabela 1). Zarządzający w 2023 roku zgodnie z deklaracjami w poprzednich edycjach badań przeprowadzonych przez IGTE oraz podobnie do działań podejmowanych w poprzednich latach koncentrowali się na propozycjach podziału wypracowanych zysków przez spółki, wyborze niezależnych członków do rad nadzorczych, programach motywacyjnych oraz polityce wynagrodzeń.

Pod względem udziału na WZA i NWZA utrzymało się duże zróżnicowanie między funduszami. Najwyższą aktywność miały trzy największe pod względem zarządzanych aktywów fundusze. Podobnie jak w poprzednim roku, tak i w 2023, liderem obecności był OFE PZU, który wziął udział w 88% łącznych WZA i NWZA, a w przypadku nadzwyczajnych walnych był na 94% wszystkich zgromadzeń. NN OFE wzięło udział w 79% zwyczajnych i nadzwyczajnych WZA i 85% tych drugich. Drugi pod względem aktywów fundusz na rynku Allianz OFE, po procesie połączenia z funduszem Aviva, miał trzecią aktywność w gronie

liderów i był obecny na 68% wszystkich zgromadzeń spółek portfelowych oraz 65% nadzwyczajnych WZA.

Należy podkreślić, że wyższą frekwencję na walnych zgromadzeniach w 2023 roku miała większość funduszy. Ważna jest też wyższa aktywność funduszy na nadzwyczajnych walnych, które organizowane są dla przeprowadzenia istotnych spraw mających wpływ na wycenę spółki, takich jak np. emisja akcji, program motywacyjny, połączenie lub przejęcie innej spółki, zbycie lub nabycie znaczących aktywów. Cztery fundusze o mniejszych aktywach uczestniczyły w mniej niż co trzecim WZA i NWZA. Na liczbę zgłaszanych kandydatów, co stanowi jeden z głównych obszarów aktywności nadzorczej OFE, w 2023 roku wpływ miała nowelizacja KSH. W jej wyniku wydłużone zostały kadencje rad nadzorczych o rok i zmniejszyła się istotnie liczba spółek w których w 2023 roku powinni być wybrani członkowie. Spowodowało to istotny spadek liczby zgłoszonych kandydatów do rad nadzorczych przez wszystkie fundusze. W 2023 fundusze zgłosiły łącznie 20 kandydatów do rad nadzorczych i warto podkreślić, że w większości były to działania skuteczne, bowiem 17 członków zostało powołanych w skład organów nadzorczych spółek. Fundusze zgłosiły też w 2023 roku 2 kandydatów w drodze głosowania grupami, ale w tym przypadku były to działania niezakończony sukcesem. Najbardziej aktywny pod względem zgłaszanych propozycji uchwał w 2023 roku był największy fundusz. NN OFE zgłosił w 2023 roku 5 propozycji uchwał na WZA. O jeden mniej projekt zgłosił OFE PZU, 3 projekty zgłosił fundusz Vienna OFE, 2 projekty fundusz Allianz i 1 projekt fundusz PKO BP Bankowy.

Przykładami działań podejmowanych przez fundusze w zakresie podziału

Najwyższą aktywność miały trzy największe pod względem zarządzanych aktywów fundusze

zysków była propozycja NN OFE zwiększenia dywidendy w spółce Benefit Systems S.A. Fundusz zaproponował wypłatę całości zysku wypracowanego w poprzednim roku obrotowym oraz dodatkowej wypłaty z kapitału zapasowego proponując podwyższenie wypłacanej dywidendy z 41 złotych deklarowanych przez spółkę do 70 złotych. Z kolei w Spółce AC projekt uchwały dotyczący wypłaty dywidendy złożył fundusz PZU.

Największy fundusz był też aktywny w zakresie propozycji zmian w programach motywacyjnych. W Develii towarzystwo złożyło wniosek o rozszerzenie porządku obrad o punkt dotyczący zmiany uchwały dotyczącej wprowadzenia programu motywacyjnego. Dotyczy ona zmian w zakresie rezygnacji z uwzględnienia kryterium rynkowego za lata 2022-2024. W tym obszarze aktywne były też inne fundusze. W Kętach w sprawie programu motywacyjnego projekt zgłosił fundusz PZU, a w spółkach CD Projekt i Creepy Jar fundusz Vienna głosował przeciw zaproponowanemu programowi motywacyjnemu. PKO BP Bankowy OFE dwukrotnie głosował przeciw podziałowi

TABELA 1

Aktywność OFE w nadzorze korporacyjnym w 2023 roku.

Elementy aktywności funduszy	Fundusz						
	Vienna	Allianz	NN	Generali	PKO BP	PZU	UNIQA
Udział w rynku OFE na koniec roku w %:	8,6	25,7	27	12,8	4,6	13,3	6,3
Wartość aktywów na koniec roku (w mld zł)	17,9	53,5	56	26,7	9,6	27,6	13,1
Liczba spółek GPW w portfelu:	110	118	146	157	97	100	93
Liczba WZA/NWZA w których brało udział OFE:	19	121	190	47	14	129	17
W jakim procencie WZA/NWZA (łącznie) OFE brało udział (%)	17,3	68	79	Poniżej 30%	11	88	22,6
W jakim procencie NWZA OFE brało udział (%)	10	65	85	Poniżej 30%	11	97	bd
Liczba propozycji uchwał zgłoszonych przez OFE:	3	2	5	0	1	4	bd
Liczba kandydatów do rad nadzorczych zgłoszonych przez OFE:	0	5	9	2	1	3	bd
• Liczba kandydatów, którzy zostali wybrani	0	5	6	2	1	3	bd
Liczba kandydatów do rad nadzorczych zgłoszonych przez OFE w głosowaniu grupami:	1	0	1	0	0	0	bd
• Liczba kandydatów, którzy zostali wybrani:	0	0	0	0	0	0	bd

Liderem obecności był OFE PZU, który wziął udział w 88% łącznych WZA i NWZA, a w przypadku nadzwyczajnych walnych był na 94% wszystkich zgromadzeń

zysku zaproponowanego przez zarządy w Dębicy i AC SA.

PKO Bankowy też dwukrotnie wstrzymywał się w głosowaniach dotyczących polityki wynagrodzeń. Dotyczyło to głosowania w sprawie wyrażenia opinii o sprawozdaniu o wynagrodzeniach Członków zarządu oraz członków rady nadzorczej MCI oraz zmiany polityki wynagrodzeń członków zarządu i rady nadzorczej spółki Instal Kraków.

Fundusze były też aktywne w głosowaniach dotyczących ważnych spraw w spółkach. PKO Bankowy OFE głosował przeciwko podniesieniu kapitału bez prawa poboru w przypadku Captor i Pure Biologic, a w spółce Libet głosował przeciw powołaniu niektórych członków rady nadzorczej. Z kolei fundusz Vienna głosował przeciwko podwyższeniu

kapitału w spółkach Ciech, CD Projekt i Creepy Jar, a w spółkach Ciech, Creepy Jar nie akceptował zmian w statutach tych spółek.

W 2023 roku ważnym wydarzeniem było działanie związane z planem wycofania spółki Kernel z warszawskiego parkietu. Duże kontrowersje wywołała szczególnie emisja akcji w ramach docelowego kapitału, gdzie duża w relacji do liczby akcji nowa emisja została w większości objęta przez większościowego akcjonariusza po cenie istotnie odbiegającej od ceny rynkowej. Doprowadziło to do istotnego rozwodnienia pozostałych akcjonariuszy. Komitet ds. Ładu Korporacyjnego wydał stanowisko w sprawie naruszenia zasady 4.13 Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2021. W ocenie komitetu przeprowadzone przez Kernel Holding S.A. podwyższenie kapitału z wyłączeniem prawa poboru zasługuje także na jednoznaczne napiętnowanie z tego powodu, że wskutek złamania przedmiotowej zasady DPSN doszło do naruszenia fundamentalnych reguł, na jakich zbudowany jest rynek kapitałowy.

Należy też podkreślić, że w opublikowanych przez największe fundusze indywidualnych kodeksach ładu korporacyjnego deklarują one, że będą głosowały z zasady przeciwko kapitałowi docelowemu. W związku z planowanym wycofaniem się spółki z giełdy przy braku poszanowania prawa polskiego oraz praw akcjonariuszy fundusze NN OFE, PZU OFE, Uniqa OFE, PKO BP Bankowy OFE, Aegon OFE (obecnie Vienna OFE), Allianz OFE, OFE Pocztylion zawarły wraz z funduszami inwestycyjnymi porozumienie akcjonariuszy w celu prowadzenia trwałej polityki i głosowania na walnym zgromadzeniu.

Działania funduszy na walnym zgromadzeniu nie były skuteczne ze względu

na status Kernela, jako spółki luksemburskiej i zgodnie z prawem luksemburskim organem podejmującym decyzje o wycofaniu z giełdy jest rada dyrektorów, a nie WZA. Warto podkreślić, że w 2023 roku fundusze realizowały wspólnie, oprócz działań wobec Kernela, szereg innych działań. NN OFE, Drugi Allianz OFE, Allianz OFE, PZU OFE, Aegon OFE, Generali OFE, NN Life OFE (obecnie Generali OFE) zawarły porozumienie w związku z rozszerzeniem porządku obrad walnego zgromadzenia w celu ustalenia liczebności rady nadzorczej oraz wyboru członka rady nadzorczej w głosowaniu grupami i następnie delegowania do czynności nadzorczych w spółce Ciech.

Działania OFE miały umożliwić nadzór nad spółką w momencie, gdy większościowy akcjonariusz planował i podejmował próby skupienia akcji i wycofania spółki z giełdy. I chociaż samo działanie w sprawie powołania członka rady nadzorczej okazało się nieskuteczne ze względu na zapisy statutu, to ostatecznie w wyniku wspólnych działań funduszy wzywający podniósł cenę akcji w wezwaniu i wypłacił dywidendę, co fundusze uznały za satysfakcjonującą wycenę.

Wspólne działania fundusze podjęły też wobec spółki Dębica S.A. Fundusze emerytalne NN OFE i PKO BP Bankowy OFE wraz z funduszami inwestycyjnymi zawarły porozumienie akcjonariuszy w sprawie prowadzenia trwałej polityki wobec spółki wobec naruszania interesów akcjonariuszy mniejszościowych. W opinii funduszy umowy sprzedaży większości produkowanych przez spółkę opon do podmiotów z Grupy Goodyear z niską marżą uzasadnia możliwość naruszenia zasady ceny rynkowej i w konsekwencji skutkować może uzyskiwaniem przez spółkę zysku niższego niż możliwy do uzyskania, w razie

gdyby sprzedaż realizowana była na zasadach rynkowych. Dodatkowo według funduszy zawieranie i warunki umów pożyczek, na mocy których spółka udostępnia spółce powiązanej środki pieniężne na warunkach, które odbiegać mogą od rynkowych.

Fundusze zarzucały też spółce, że istotna część zysku wypracowywanego corocznie przez spółkę przeznaczana jest na kapitał zapasowy, z którego to kapitału środki są przeznaczane na udzielanie pożyczek. W wyniku podjętych działań udało się funduszom rozszerzyć porządek obrad walnego zgromadzenia o punkty w sprawie podjęcia uchwał o podziale zysku za 2022 rok poprzez przeznaczenie całości zysku na dywidendę, w sprawie upoważnienia zarządu do przeprowadzenia skupu akcji własnych spółki, w sprawie utworzenia kapitału rezerwowego na sfinansowanie nabycia akcji własnych, w sprawie wypłaty dywidendy specjalnej oraz w sprawie wyboru rewidenta do spraw szczególnych w celu zbadania na koszt spółki, określonych zagadnień związanych z prowadzeniem spraw spółki. Ostatecznie sukcesem funduszy było powołanie rewidenta ds. szczególnych.

Fundusze w 2023 roku były również aktywne w najważniejszych obszarach swoich działań nadzorczych prowadząc je poza obradami akcjonariuszy. Z reprezentantami spółek konsultowały projekty programów motywacyjnych. Jeden z funduszy prowadził negocjacje w tym zakresie w spółkach Molecure S.A., CD Project S.A., Sanok Rubber Company S.A., ML System S.A., Grupa Kęty S.A. oraz Decora. Działania te były skuteczne w większości przypadków i poprawione programy, spełniające kryteria oczekiwane przez fundusze, zostały uchwalone przy poparciu funduszy w głosowaniu. Tylko w dwóch przypadkach spółek ML

System i Dekora nie udało się przekonać spółek do zmiany proponowanych warunków programów motywacyjnych. Również inny fundusz negocjował niezależnie zmiany proponowanych warunków programów motywacyjnych w Kętach i Sanoku. W ankiecie fundusze wskazywały też inne inicjatywy służące poprawie ładu korporacyjnego w Polsce. Było to między innymi uczestnictwo funduszy w grupie roboczej opracowującej projekt Kodeksu Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych. Jeden z funduszy brał też udział w inicjatywie 30% Club Poland promującej różnorodność w biznesie.

Dzięki cykliczności badań zaangażowania OFE w nadzór korporacyjny na podstawie ankiet wypełnionych przez PTE zrzeszonych w IGTE możliwe jest porównanie aktywności OFE w nadzorze nad spółkami portfelowymi w 2023 roku do wyników badań prowadzonych od 2009 roku (Tabela 2).

Pomimo zmieniających się uwarunkowań rynkowych i regulacyjnych OFE utrzymały wysoką aktywność w zakresie wykonywania praw wynikających z posiadanego prawa głosu. W całym okresie objętym badaniem, obowiązywały przepisy, zgodnie z którymi koszty działań związanych z aktywnymi działaniami w zakresie nadzoru nad spółkami pokrywane są przez towarzystwo, a nie jak na rozwiniętych rynkach są one kosztami funduszu lub finansowane są przez właściciela aktywów, jak ma to miejsce w pokazanym przykładzie japońskiego funduszu emerytalnego.

W 2023 roku, pomimo sfinalizowania do tego czasu licznych połączeń funduszy i zmniejszeniu się ich łącznej liczby do ośmiu, nadal utrzymywała się duża różnica w zakresie obecności na walnych zgromadzeniach spółek portfelowych reprezentantów największych funduszy

i funduszy o mniejszych aktywach. W zakresie zgłaszanych projektów uchwał na walnych zgromadzeniach i kandydatów do rad nadzorczych również występowała istotna różnica w aktywności funduszy zależna od poziomu zarządzanych aktywów (Tabela 3).

Zmniejszenie w 2023 liczby zgłaszanych kandydatów do rad nadzorczych w obu grupach funduszy, jak pokazano wcześniej, wynikało nie z niższej aktywności funduszy, ale wpływu nowelizacji kodeksu spółek handlowych na długość kadencji zarządów spółek.

Działania OFE w spółkach z udziałem Skarbu Państwa

Spółki Skarbu Państwa dominują w kapitalizacji i obrotach na GPW, chociaż trzeba zauważyć, że ich udział w najważniejszym indeksie spadł i zmniejszył się z 63% w 2019 roku do 52% na koniec 2022 roku. Jednocześnie eksperci oceniają, że poziom ładu korporacyjnego tych spółek jest bardzo niski i jest jedną z przyczyn obniżonej wyceny tych spółek i niskich stóp zwrotu. Oczekiwanie poprawy tej sytuacji znalazło odzwierciedlenie w wyznaczonym zadaniu w Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego podjęcie przez rząd działań zmierzających do tego, aby spółki z udziałem Skarbu Państwa notowane na GPW w jak największym stopniu stosowały zasady ładu korporacyjnego obowiązujące spółki giełdowe, zawarte w dokumencie Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016.

Przy rozliczeniu realizacji zadań ze strategii pokazano, że zgodnie z deklaracjami spółek przekazanymi przez emitentów na dzień 4 sierpnia 2023 roku średni ogólny współczynnik *comply* dla spółek z udziałem Skarbu Państwa wchodzących w skład indeksu WIG 20 jest nieznacznie wyższy niż dla pozostałych spółek z tej grupy. W porównaniu

TABELA 2

Średnia frekwencja OFE na WZA i NWZA spółek portfelowych w latach 2009-2023.

Elementy aktywności funduszy	Rok											
	2009	2010	2011	I poł. 2012	2014*	2015	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Średni % udziału w WZA/NWZA 3 największych funduszy	92%	94%	91%	63%	72%	98%	105%	96%	93%	100%	73%	78%
Średni % udziału w WZA/NWZA pozostałych funduszy	3%	12%	10%	10%	23%	15%	23%	22%	14%	12%	17%	20%

TABELA 3

Aktywność OFE na WZA i NWZA w latach 2014-2023.

Elementy aktywności funduszy	Rok							
	2014	2015	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Liczba propozycji uchwał zgłoszonych przez 3 największe fundusze	6	22	4	5	10	7	6	11
Liczba propozycji uchwał zgłoszonych przez pozostałe fundusze	3	9	5	4	3	2	3	4
Liczba zgłoszonych kandydatów do RN przez 3 największe fundusze	47	59	48	70	38	53	43	17
Liczba zgłoszonych kandydatów do RN przez pozostałe fundusze	15	13	15	12	9	7	10	3

NN OFE wzięło udział w 79% zwyczajnych i nadzwyczajnych WZA i 85% tych drugich

do pozostałych emitentów z indeksu WIG 20, współczynnik *comply* dla spółek z udziałem Skarbu Państwa był wyższy od współczynnika dla pozostałych spółek z indeksu w przypadku 17 zasad, z kolei niższy w przypadku 13. W odniesieniu do 33 zasad współczynnik stosowania dla obu analizowanych grup spółek z WIG 20 jest równy, przy czym dla 32 zasad wynosi 100%. Uznanie tego zadania za częściowo wykonane w rozliczeniu SRRK nie znalazło akceptacji ekspertów, którzy wskazywali rozbieżność deklaracji spółek z oceną inwestorów odzwierciedloną m.in. w niższej wycenie spółek na polskim rynku. Dlatego ciekawym zadaniem realizowanym po raz pierwszy w cyklu badań aktywności OFE w nadzorze korporacyjnym, było przebadanie działań nadzorczych OFE w odniesieniu do spółek z udziałem Skarbu Państwa.

Jak pokazały odpowiedzi w ankiecie, PTE dobrze identyfikują problem z zakresu corporate governance w spółkach z udziałem Skarbu Państwa i to postrzeganie jest zbieżne między podmiotami. Jako najistotniejszy wskazywano, że spółki te mogą realizować zadania związane z polityką gospodarczą państwa, co nie zawsze będzie zbieżne z interesem akcjonariuszy mniejszościowych. Kolejny podmiot podkreślał,

że dla niego kluczowe jest respektowanie praw inwestorów finansowych w procesie kształtowania składów rad nadzorczych adekwatnie do posiadanego przez nich udziału w kapitale akcyjnym i wskazał też, że w tym zakresie oczekiwałyby zmian. Inne towarzystwo jako najistotniejszy problem wskazało dominację rad nadzorczych przez osoby desygnowane przez Skarb Państwa i brak odzwierciedlenia struktury akcjonariatu na poziomie rad nadzorczych. Podkreśliło też, że realizowane cele nie zawsze zbieżne są z interesem akcjonariuszy mniejszościowych, a zarządy i rady nadzorcze spółek z udziałem Skarbu Państwa dobierane są z reguły z klucza politycznego, co nie zawsze idzie w parze z pozyskaniem do organów osób o jak najwyższych i dobrze dopasowanych kompetencjach. Problemem jest także relatywnie wysoka rotacja na stanowiskach w zarządach. Podobną opinię wyrażał kolejny uczestnik ankiety IGTE, który wskazał na brak reprezentacji członków rad nadzorczych rekomendowanych przez inwestorów mniejszościowych, przez co nie jest prawidłowo odzwierciedlona struktura akcjonariatu. W opinii kolejnego towarzystwa jako największy problem ładu korporacyjnego ponownie wskazano zbyt częste zmiany członków rad nadzorczych.

Analiza aktywności nadzorczych w spółkach z udziałem Skarbu Państwa pokazała, że fundusze w 2023 roku nie podejmowały działań nadzorczych, poza obecnością na WZA/NWZA w tych spółkach. O ile były aktywne w zakresie zgłaszania niezależnych kandydatów do rad nadzorczych, propozycji dotyczących wypłaty zysku czy programów motywacyjnych w spółkach prywatnych, to w stosunku do spółek z udziałem Skarbu Państwa nie wykazały w ankiecie

Allianz OFE, po procesie połączenia z funduszem Avvia, miał trzecią aktywność w gronie liderów i był obecny na 68% zgromadzeń spółek portfelowych

działań z wyjątkiem zgłoszenia jednego kandydata do rady nadzorczej GPW.

Jest to bardzo zastanawiający wynik i może on świadczyć, że fundusze nie wierzą w powodzenie takich działań. Może to potwierdzać wskazana przez jeden z funduszy uwaga, że fundusze są z reguły udziałowcem mniejszościowym więc wszelaka aktywność wymaga zgody wiodącego akcjonariusza. Zastanawiające jest też niekorzystanie przez fundusze z prawa wyboru członków rad nadzorczych w drodze głosowania grupami przy jednoczesnym powtarzającym się w ich wskazaniach jako największego problemu z zakresu *corporate governance* w tych spółkach braku odzwierciedlenia struktury akcjonariatu.

Jeden z funduszy podkreślał, że administracja rządowa nie wykazuje chęci do uwzględnienia doświadczeń inwestorów instytucjonalnych, w szczególności

funduszy emerytalnych w zakresie kształtowania ładu korporacyjnego w tych spółkach, mimo wysokiego udziału OFE w akcjonariacie. Dlatego być może szansą na poprawę w tym zakresie będą rozmowy z Ministerstwem Aktywów Państwowych prowadzone zarówno przez IGTE, jak i fundusze oraz powołanie w ramach Ministerstwa zespołu do spraw opracowania Kodeksu Dobrych Praktyk Nadzoru Właścicielskiego.

Interesujące były również udzielone odpowiedzi na pytanie, jakie metody oddziaływania na spółki z udziałem Skarbu Państwa są najskuteczniejsze: czy są to bezpośrednio rozmowy z zarządem, czy projekty uchwał zgłaszane na WZA, czy może wybór członków rad nadzorczych w drodze głosowania grupami. W odpowiedzi jedno towarzystwo wskazało, że w jego opinii skuteczny jest dialog z przedstawicielami zarządów tych spółek podczas tradycyjnych spotkań z inwestorami. Jest wówczas okazja do pokazania perspektywy rynku kapitałowego, co może mieć pewien wpływ na sposób sprawowania zarządu. Inny podmiot przedstawił obie metody, czyli przedstawianie projektów uchwał na WZ i rozmowy z przedstawicielami rady nadzorczej lub zarządów jako najskuteczniejsze. Bardziej sceptyczna była odpowiedź kolejnego funduszu, który podkreślał, że należy zgłaszać odpowiednie uchwały, chociażby w zakresie zarządzania kapitałem, chociaż zwykle jest to nieskuteczne.

Ważne odpowiedzi padły także na pytanie o to, jakie zmiany w zakresie *corporate governance* w spółkach z udziałem Skarbu Państwa byłyby najbardziej oczekiwane przez fundusze. Kilukrotnie zostało powtórzone oczekiwanie dopuszczenia inwestorów instytucjonalnych do sprawowania władztwa korporacyjnego poprzez możliwość rekomendowania

kandydatów do rad nadzorczych w proporcji do posiadanych udziałów, którzy nie byłiby co do zasady odrzucani przez Skarb Państwa. Zdecydowanie poprawiły to ładu korporacyjny oraz pozytywnie przełożyło się na kreację wartości spółek poprzez zwiększenie niezależności i kompetencji biznesowych rad nadzorczych.

Działalność edukacyjna i komunikacja

Kolejnym nowym elementem ankiety w 2023 roku były pytania o działania edukacyjne i komunikację z uczestnikami funduszy. Zapytano fundusze, czy prowadzi edukację swoich członków, czy informują ich o podejmowanych działaniach wobec spółek portfelowych poza obowiązkowym informowaniem na stronie internetowej o sposobie głosowania na WZA. Zapytano też w ankiecie, czy towarzystwa obserwują zainteresowanie członków funduszy publikacją wyników głosowania oraz o prowadzoną komunikację z członkami.

Towarzystwa podkreślały w ankiecie, że w zakresie edukacji opierają się przede wszystkim na aktywności IGTE. Należy zauważyć, że IGTE jest wyróżniającym się pod tym względem stowarzyszeniem na polskim rynku. Jak podkreśla Małgorzata Rusewicz, prezes IGTE, izba od wielu lat realizuje inicjatywy edukacyjne skierowane do różnych grup odbiorców.

„Dobre zarządzanie swoimi finansami wpływa na poprawę jakości życia i wzrost płynącej z niego satysfakcji. Z tego względu uważamy, że warto dzielić się wiedzą, którą posiadamy. Umiejętne wykorzystanie swoich finansów w cyklu życia nie jest intuicyjne i dlatego edukujemy w zakresie finansów osobistych oraz przygotowania emerytalnego”.

Prezes IGTE wskazała na prowadzone obecnie trzy projekty edukacyjne.

W 2023 fundusze zgłosiły łącznie 20 kandydatów do rad nadzorczych i w większości były to działania skuteczne, bowiem 17 członków zostało powołanych w skład organów nadzorczych spółek

Zadbane Finanse to e-learningowy kurs finansów osobistych skierowany jest do osób młodych, zwłaszcza studentów i wchodzących na rynek pracy. Treści edukacyjne prezentowane są w formie nagrań wideo z wykorzystaniem animacji i infografik. Tematyka obejmuje następujące zagadnienia: jak myśleć o finansach, jak dbać o dochody, jak pilnować wydatków i oszczędzać oraz jak inwestować, by stworzyć znaczące zasoby. Kurs przygotowany został wspólnie z CFA Society Poland.

Zadbana Przyszłość to cykl rozmów z ekspertami w formie podcastów wideo na temat niefinansowego i finansowego

NN OFE zgłosił w 2023 roku 5 propozycji uchwał na WZA, OFE PZU 4, 3 projekty zgłosił fundusz Vienna OFE, 2 projekty fundusz Allianz i 1 projekt fundusz PKO BP Bankowy

przygotowania do emerytury. 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. Projekt prowadzony jest wspólnie z Tomaszem Jaroszkim, blogerem i edukatorem finansowym.

Przewodnik emerytalny to elektroniczna publikacja, która zawiera kompendium wiedzy nt. przygotowania do życia na emeryturze. Wydawnictwo opracowane we współpracy z ekspertami z różnych dziedzin wyjaśnia kwestie finansowe, jak również niefinansowe

tego procesu. Napisane jest przystępnym językiem, a liczne grafiki ułatwiają zrozumienie tematu. Pozwala osobom pomiędzy 20 a 50 rokiem życia odnaleźć konkretne dane, które umożliwiają im ocenę swojej sytuacji w perspektywie emerytalnej.

Dodatkowo niektóre fundusze zamieszczają materiały edukacyjne lub prowadzą bloga na swoich stronach internetowych. W komunikacji z członkami w większości ograniczają się do obowiązkowej komunikacji i nie wysyłają dodatkowych informacji. Jeden z funduszy podkreślał znaczenie upubliczniania informacji o zawieranych porozumieniach i działaniach związanych z ogłaszanymi wezwaniami na akcje przez dominujących akcjonariuszy. Tylko jeden z funduszy zaobserwował jednostkowe zainteresowanie sposobem głosowania w sprawie wypłat dywidend.

Planowane działania

Trzeba podkreślić, że w 2023 roku, podobnie jak w deklaracjach w poprzednich latach, fundusze ujawniły, że nie planują działań odbiegających istotnie od praktyki lat ubiegłych. Podkreśliły, że będą nadal koncentrować się na działaniach dotyczących wspierania rozwiązań zgodnych z Dobrymi Praktykami Spółek Notowanych na GPW, kształtowania polityk wynagrodzeń, w tym programów motywacyjnych, dyscypliny w zarządzaniu kapitałem oraz niezależnego i profesjonalnego nadzoru nad spółkami. Wskazuje to, że ochrona akcjonariuszy mniejszościowych będzie nadal dla funduszy tematem dominującym.

Jednocześnie fundusze oczekują poprawy respektowania przez dominujących akcjonariuszy prawa mniejszości do wyboru wskazanych przez nich niezależnych członków rad nadzorczych. W ankiecie w 2023 roku po raz kolejny fundusze podkreślały, że nadzór właścicielski jest ważnym elementem budującym wartość spółek portfelowych, który jest i będzie istotnym elementem polityki inwestycyjnej funduszy, niezależnie od ewentualnych kolejnych zmian w funkcjonowaniu OFE.

dr Andrzej Sołdek

KNoP SGH,

prezes zarządu PTE PZU

Fundusze w 2023 roku były również aktywne w najważniejszych obszarach swoich działań nadzorczych prowadząc je poza obradami akcjonariuszy



EKSPERTYZA



**Czynniki kulturowe a oszczędności
gospodarstw domowych**

dr Kamila Bielawska

Wiele dekad badań prowadzonych przez ekonomistów nad czynnikami wpływającymi na poziom oszczędności gospodarstw domowych, pozwala oczekiwać istotnego wpływu czynników takich jak: zmiany w strukturze demograficznej, poziomie dochodów, produktywności, wysokości stóp procentowych, inflacji, zmiany w zamożności czy prowadzonej polityce fiskalnej (Kolasa i Liberda, 2015). Jednak stopa oszczędności gospodarstw domowych w Polsce należy do najniższych wśród państw członkowskich UE i to nie tylko w porównaniu do krajów bardziej zamożnych, lecz również pośród krajów naszego regionu (Buchholtz i Szczepański, 2022). Niska stopa oszczędności występuje, pomimo sukcesywnego wzrostu dochodów do dyspozycji w ujęciu realnym utrzymującym się do 2021 roku.

Jednocześnie, oszczędności Polaków mają głównie charakter krótkoterminowy i formę depozytów bankowych

Oszczędności Polaków mają głównie charakter krótkoterminowy, a w ich strukturze dominują depozyty bankowe oraz gotówka

oraz gotówki poza kasami banków. Wymienione kategorie aktywów gospodarstw domowych stanowiły w 2022 roku około 80% aktywów gospodarstw domowych, którymi można swobodnie dysponować (NBP, 2023). Struktura aktywów gospodarstw domowych w Polsce zasadniczo odpowiada motywom oszczędzania, wśród których dominują: zapewnienie płynności finansowej oraz zabezpieczenie przed nieprzewidywanymi zdarzeniami (Olejnik, 2016).

Oszczędzanie długoterminowe z myślą o emeryturze ma niski priorytet (Buchholtz i Szczepański, 2022). Warto też mieć na uwadze, iż pomimo, że często deklarowanym powodem nieoszczędzania na emeryturę jest niewystarczający dochód (w subiektywnym odczuciu), to w gospodarstwach domowych, które deklarują, że wystarcza im na wszystko bez wyrzeczeń, szanse nieoszczędzania są również wysokie, a poprawa sytuacji materialnej nie gwarantuje automatycznie upowszechnienia oszczędzania (Ibidem). Wniosek ten skłania do poszukiwania jeszcze innych, pozaekonomicznych przyczyn niskiej skłonności do oszczędzania.

Z wielu badań prowadzonych nad postawami dotyczącymi zabezpieczenia emerytalnego wynika, że Polacy uważają, że to przede wszystkim państwo powinno zapewnić środki utrzymania na emeryturze (m.in. Blaski i cienie PPK, 2021; Kośny i in., 2023). Poglądy takie mogą wynikać z dziedzictwa historycznego w obrębie zabezpieczenia emerytalnego. Zabezpieczenie emerytalne w Polsce ukształtowało się na wzór modelu bismarckowskiego, a więc oferującego świadczenie państwowe w wysokości powiązanej ze wcześniejszymi zarobkami. Po II wojnie światowej, dochody seniorów niemal w całości zależały od wysokości

państwowej emerytury i tak jest nadal. Według danych z Badania Budżetów Gospodarstw Domowych, dla około 85% emerytów, emerytura państwowa jest głównym źródłem utrzymania (GUS, 2023). W ostatnich latach obserwujemy wzrost roli dochodów z pracy w budżetach emeryckich. Natomiast rola środków z planów emerytalnych jest znikoma ze względu na relatywnie krótką historię ich funkcjonowania oraz niewielką partycypację.

Szansą na zmianę tej sytuacji miało być wprowadzenie pracowniczych planów kapitałowych (PPK). Liczono na masowy udział w PPK ze względu na schemat automatycznego zapisu, wykorzystujący narzędzia ekonomii behawioralnej. Partycypacja w PPK sukcesywnie rośnie, jednak trudno mówić o powszechności udziału. Na koniec 2023 roku w PPK uczestniczyło niemal 3,9 mln osób, czyli około sześć razy więcej niż w pracowniczych programach emerytalnych, które funkcjonują od 1999 roku (KNF, 2024). W relacji do 12 mln pracowników najemnych na koniec grudnia 2023 roku (GUS, 2024), daje to wskaźnik partycypacji na poziomie około 32%. Jednak warto podkreślić, że aktywnych członków PPK (tzn. takich, na których konto wpłynęła w danym roku wpłata) było w 2023 roku już tylko 2,8 mln osób. Niewątpliwie jednak dzięki wprowadzeniu PPK znacząco wzrosła liczba osób posiadających jakiekolwiek konto emerytalne, co jest pozytywnym zjawiskiem.

Konstrukcja finansowa PPK jest korzystna dla uczestników. Skoro jednak ekonomiczna kalkulacja nie przekonuje przynajmniej większości do udziału, to przyczyny relatywnie niskiej partycypacji mogą mieć charakter pozaekonomiczny. Upatruje się ich w nieufności do tego typu instytucji, która ma swe źródła między innymi

Skoro jednak ekonomiczna kalkulacja nie przekonuje przynajmniej większości do udziału, to przyczyny relatywnie niskiej partycypacji mogą mieć charakter pozatekonomiczny

w zmianach wprowadzonych w OFE w 2014 roku. Wskazują na to liczne badania, które były prowadzone po zakończeniu wdrażania PPK w 2021 roku. Przytoczę tu wyniki zaprezentowane w raporcie „Blaski i cienie PPK # 2021”, które wskazują, że obawa o prywatność środków w PPK była najczęściej wskazywanym czynnikiem mającym negatywny wpływ na decyzję o partycypacji. Drugim w kolejności demotywatorem w świetle przywołanego badania był brak gwarancji wysokości wpłaconych środków.

Kwestia zaufania jest istotnym czynnikiem kulturowym w przedsięwzięciach długoterminowych, jakimi są plany emerytalne. W kontekście planów emerytalnych, najczęściej bierze się pod

uwagę zaufanie do rynków finansowych, instytucji finansowych, podmiotów oferujących plany emerytalne, jak również do państwa, jako regulatora i nadzorcy (Bielawska i in., 2022). Doświadczenia Polski z wprowadzaniem planów z automatycznym zapisem wskazują, że inercja nie jest wystarczającą siłą, gdy wśród potencjalnych uczestników panuje nieufność (Bielawska i Turner, 2023). Polaków charakteryzuje generalnie niski poziom ufności. Wyniki badań w zakresie uogólnionego zaufania społecznego prowadzone cyklicznie przez CBOS wskazują, że osoby które uważają, że większości ludzi można ufać są w mniejszości. W badaniu przeprowadzonym na początku 2022 roku, 19% osób uważało, że większości osób można ufać, natomiast 77%, że w stosunkach z innymi trzeba być bardzo ostrożnym (CBOS, 2022). Jednocześnie z badań nad zaufaniem do instytucji finansowych wynika, że jego poziom jest zróżnicowany w zależności od cech demograficznych i społeczno-zawodowych respondentów (Panek i Czapiński, 2015).

Wyniki badań w zakresie postaw wobec oszczędzania czy partycypacji w PPK skłaniają do dalszych poszukiwań czynników, które mogą mieć związek zarówno z poziomem oszczędności, jak i udziałem w planach emerytalnych. Jednym z potencjalnych obszarów eksploracji mogą być różnice kulturowe. Ciekawym w kontekście badań nad różnicami kulturowymi pomiędzy krajami jest model Geerta Hofstede. Hofstede definiuje kulturę jako „kolektywne zaprogramowanie umysłu, które odróżnia członków jednej grupy lub kategorii od drugiej” (Hofstede, 2011). Pierwotny model Hofstede obejmuje cztery wymiary kultury, tj.: dystans władzy, indywidualizm versus kolektywizm, męskość versus kobiecość, unikanie niepewności.

W kontekście prowadzonych rozważań, ważnym wymiarem kulturowym jest unikanie niepewności. Jest ono związane z poziomem stresu w społeczeństwie w obliczu nieznanej przyszłości. Społeczeństwa o wysokim poziomie unikania niepewności charakteryzują się potrzebą przewidywalności, która wymaga stosowania kodeksów zachowań, praw i zasad. Według Hofstede w rankingu 76 badanych krajów, Polska została sklasyfikowana jako kraj z wysokim poziomem unikania niepewności (miejsce w pierwszej dziesiątce) (Hofstede i in., 2010). Istnieją badania potwierdzające wpływ wysokiego poziomu unikania niepewności jako cechy kulturowej na kwestie finansowe. Na przykład udowodniono (Kwok i Tadesse, 2006), że kraje, których społeczeństwa charakteryzują się wysokim poziomem unikania

Doświadczenia Polski z wprowadzaniem planów z automatycznym zapisem wskazują, że inercja nie jest wystarczającą siłą, gdy wśród potencjalnych uczestników panuje nieufność

niepewności, mają systemy finansowe zorientowane bankowo, przykład Polski wpisuje się w wyniki tych badań. Dodatkowo warto pamiętać, że depozyty w bankach objęte są gwarancją, stąd też odbierane są jako bardziej bezpieczne. Wang i in. (2016) wykazali, że większy poziom unikania niepewności wiąże się z preferowaniem bieżącej konsumpcji i niższymi oszczędnościami. Może to zatem wpływać na większą skłonność do zaspakajania bieżących potrzeb konsumpcyjnych, kosztem oszczędności, zwłaszcza tych długoterminowych.

W świetle przedstawionych analiz wydaje się, że cechy kulturowe powinny być uwzględniane przy kształtowaniu polityk publicznych, w tym dotyczących tak

długoterminowego przedsięwzięcia, jakim jest system emerytalny. Kluczową kwestią jest zachowanie stabilności i przewidywalności rozwiązań oraz stworzenie możliwości zdobywania wiedzy i umiejętności finansowych, które powinny pomóc w codziennym zarządzaniu budżetem domowym, jak i oswojaniu z niebankowymi instytucjami i instrumentami finansowymi. Działania zmierzające do zwiększenia powszechności oszczędzania, w tym na cele emerytalne, powinny dążyć do budowy zaufania między zaangażowanymi stronami.

dr Kamila Bielawska

Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego

Udowodniono, że kraje, których społeczeństwa charakteryzują się wysokim poziomem unikania niepewności, mają systemy finansowe zorientowane bankowo, przykład Polski wpisuje się w wyniki tych badań

Literatura

- Bielawska, K., Turner, J. A. (2023). *Trust and the behavioral economics of automatic enrollment in pensions: a comparison of the UK and Poland*. *Journal of Economic Policy Reform*, 26(2), 216–237. <https://doi.org/10.1080/17487870.2023.2179488>
- Bielawska, K., Shen, S. i Turner, J.A. (2022). *Pensions and the paradox of trust: Developments over the past 25 years* [w:] *The Evolution of Supplementary Pensions. 25 Years of pension Reform*. Kolaczkowski J., Maher M., Stevens Y. and Werbrouck J.M. (eds.), Edward Elgar Publishing.
- Blaski i cienie PPK. Raport z badania # 2021. Raport naukowo-badawczy, <https://www.mentor.pl/dokumenty/Blaski-i-Cienie-PPK-Raport-2021.pdf>
- Buchholtz, S, Szczepański, M. (2022). *Deklarowane powody nieoszczędzania na emeryturę w świetle ogólnopolskich badań ankietowych*. *Polityka Społeczna* t. XLIX, nr 7, DOI: 10.5604/01.3001.0015.9686
- CBOS (2022). *Zaufanie społeczne*. Komunikat z badań nr 37, https://www.cbos.pl/SPISKOM.POL/2022/K_037_22.PDF
- GUS (2024). *Pracujący w gospodarce narodowej w Polsce w grudniu 2023 roku*, <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/rynek-pracy/pracujacy-zatrudnieni-wynagrodzenia-koszty-pracy/pracujacy-w-gospodarce-narodowej-w-polsce-w-grudniu-2023-r-,27,13.html>
- GUS (2023). *Sytuacja gospodarstw domowych w 2022 r. w świetle wyników badania budżetów gospodarstw domowych*, <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/warunki-zycia/dochody-wydatki-i-warunki-zycia-ludnosci/sytuacja-gospodarstw-domowych-w-2022-r-w-swietle-badania-budzetow-gospodarstw-domowych,3,22.html>
- Hofstede, G. (2011). *Dimensionalizing Cultures: The Hofstede Model in Context*. *Online Readings in Psychology and Culture*, 2(1). <https://doi.org/10.9707/2307-0919.1014>
- Hofstede, G, Hofstede, G.J, Minkov, M. (2010). *Cultures and Organizations. Software of the Mind, Intercultural Cooperation and Its Importance for Survival*, The McGraw-Hill Companies, Inc.
- KNF (2024). *Informacja o stanie rynku emerytalnego w Polsce na koniec 2023*, https://www.knf.gov.pl/?articleId=89729&p_id=18
- Kolasa, A., Liberda, B. (2014). *Determinants of saving in Poland: Are they different than in other OECD countries?*, Working Papers 2014-13, Faculty of Economic Sciences, University of Warsaw.
- Kośny, M., Kurach, R., & Kuśmierczyk, P. (2023). *In state we trust: Evidence from Poland on why we undersave for retirement*. *Eastern European Economics*, 62(3), 294–316. <https://doi.org/10.1080/00128775.2023.2178460>
- Kwok, Ch., Tadesse, S. (2006), *National culture and financial systems*, *Journal of International Business Studies*, 37, (2).
- NBP (2023). *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r.*, Warszawa.
- Olejnik, I. (2016). *Zabezpieczenie emerytalne. Modele i determinanty zachowań polskich gospodarstw domowych*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- Panek, T., Czapiński, J. (2015). *Warunki życia gospodarstw domowych. Warunki mieszkaniowe. Diagnoza Społeczna 2015, Warunki i Jakość Życia Polaków - Raport*. *Contemporary Economics*, 9/4, 90–96. DOI:10.5709/ce.1897-9254.182
- Wang, M., Rieger, M. O., & Hens, T. (2016). *How time preferences differ: Evidence from 53 countries*. *Journal of Economic Psychology*, 52, 115–135.

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

https://x.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 14,5 mln swoich klientów. Członkowie Izby zarządzają aktywami o wartości ponad dwustu 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, obejrzyjcie na naszym kanale



X
https://x.com/_IGTE

Najświeższe newsy komunikujemy najpierw na X.



Facebook
www.facebook.com/IGTE

Naszą bieżącą działalność najwygodniej obserwować na FB



LinkedIn
www.linkedin.com/company/igte/

Tutaj kontaktujemy się ze środowiskiem profesjonalistów