

# Polityka inwestycyjna funduszy emerytalnych

Przegląd statystyk, polityk inwestycyjnych i trendów w alokacji aktywów emerytalnych na świecie

Grudzień 2024

# Spis treści

- Podsumowanie
- Trendy na świecie
- Alokacja aktywów emerytalnych - dane OECD
- Alokacja aktywów emerytalnych - dane EIOPA
- Przegląd literatury



# Podsumowanie



- Aktywa w systemach emerytalnych zabezpieczonych aktywami\*, wyrażone jako % PKB, wyniosły **w Polsce na koniec 2023 r. 8,2%**, co było jednym z niższych wyników wśród krajów OECD.
  - Najlepszy wynik odnotowano w Danii, gdzie prywatne aktywa emerytalne stanowiły około 198% tamtejszego PKB. Na kolejnych miejscach znalazła się Islandia (181,8% PKB), Szwajcaria (159,8%), Holandia (147,1%) i Kanada (145,5%).
- Zgodnie z danymi OECD **90,0% aktywów emerytalnych w Polsce zainwestowanych zostało w akcje**. Był to najwyższy wynik spośród wszystkich krajów OECD, znacznie większy nawet niż w drugiej na liście Litwie (70,2%) czy Estonii (67,3%).
- **W obligacjach ulokowano w Polsce 7,1% aktywów emerytalnych**, a w gotówce i depozytach 2,2%. W pozycji pozostałe ulokowano 0,7% aktywów emerytalnych, a w programach zbiorowego inwestowania (które nie inwestowały w akcje, obligacje czy gotówkę) nic.
- Alokacja większości aktywów w akcjach pozwoliła **polskim programom emerytalnym wypracować najwyższą realną stopę zwrotu (+22,3%)** spośród wszystkich krajów OECD.
- Zależność od jednego rodzaju aktywów może być korzystna w krótkiej perspektywie. **W dłuższym horyzoncie czasowym można rozważyć alokację aktywów w innych kategoriach inwestycyjnych.**



- Rosnąca literatura i rekomendacje organizacji międzynarodowych sugerują, że **luka w wydajności** pomiędzy UE a USA **wymaga większych inwestycji VC/PE** finansowanych m.in. większym zaangażowaniem funduszy emerytalnych w rynek VC/PE.
- **Udział funduszy private equity** w alokacji aktywów emerytalnych ogółem w krajach Europejskiego Obszaru Gospodarczego wyniósł na koniec Q2 2024 r. 3,6%. Dane dla Polski wskazują na brak alokacji aktywów w tym rodzaju funduszy.
- W ujęciu globalnym odsetek funduszy emerytalnych **inwestujących w infrastrukturę wzrósł z 12% w 2007 r. do 48,5% w 2018 r.**
- Aktywa funduszy emerytalnych zyskują na znaczeniu jako **element wspierający gospodarkę kraju**.
  - W Japonii aktywa funduszy emerytalnych mają posłużyć do zmniejszania luki kapitałowej i finansowania start-up'ów, co ma także przełożyć się na większą stopę zwrotu aktywów.
  - W Niemczech aktywa służą do finansowania projektów infrastrukturalnych i z zakresu nieruchomości.
  - W Wielkiej Brytanii powstał wehikuł inwestycyjny, którego celem ma być mobilizacja aktywów funduszy emerytalnych do inwestycji w innowacyjne przedsiębiorstwa i projekty ESG.
  - W Polsce aktywa PPK odpowiadają za 2% akcji w wolnym obrocie GPW, dodatkowo ich udział szybko rośnie.

\* - wyjaśnienie metodologiczne [tutaj](#), dla przejrzystości materiału w kolejnych punktach podsumowania używamy terminu „**aktywa emerytalne**”

# Wyjaśnienie metodologiczne OECD dot. systemów emerytalnych zabezpieczonych aktywami



## Polskie systemy emerytalne uwzględniane w danych OECD:

1 OFE

2 PPE

3 IKE

4 IKZE

5 PPK

## Systemy emerytalne zabezpieczone aktywami

Emerytury zabezpieczone aktywami, zgodnie z definicją OECD, to systemy emerytalne, w których aktywa, takie jak akcje, obligacje i nieruchomości, są gromadzone w celu sfinansowania dochodów emerytalnych.

Emerytury te odgrywają kluczową rolę w zapewnianiu odpowiedniego dochodu emerytalnego i stają się coraz ważniejsze w wielu krajach.

Systemy emerytalne zabezpieczone aktywami obejmują różne rodzaje rozwiązań na całym świecie. Rozwiązania te finansują świadczenia emerytalne na różne sposoby, za pośrednictwem określonych instrumentów zarządzanych przez różne podmioty działające jako dostawcy emerytur. Sposób, w jaki osoby uzyskują dostęp do tych rozwiązań oraz rodzaj oferowanych świadczeń, również różnią się w zależności od kraju.

W niniejszym materiale używamy zamiennie terminu „Aktywa w systemach emerytalnych zabezpieczonych aktywami” oraz „aktywa emerytalne”.



# 1.0

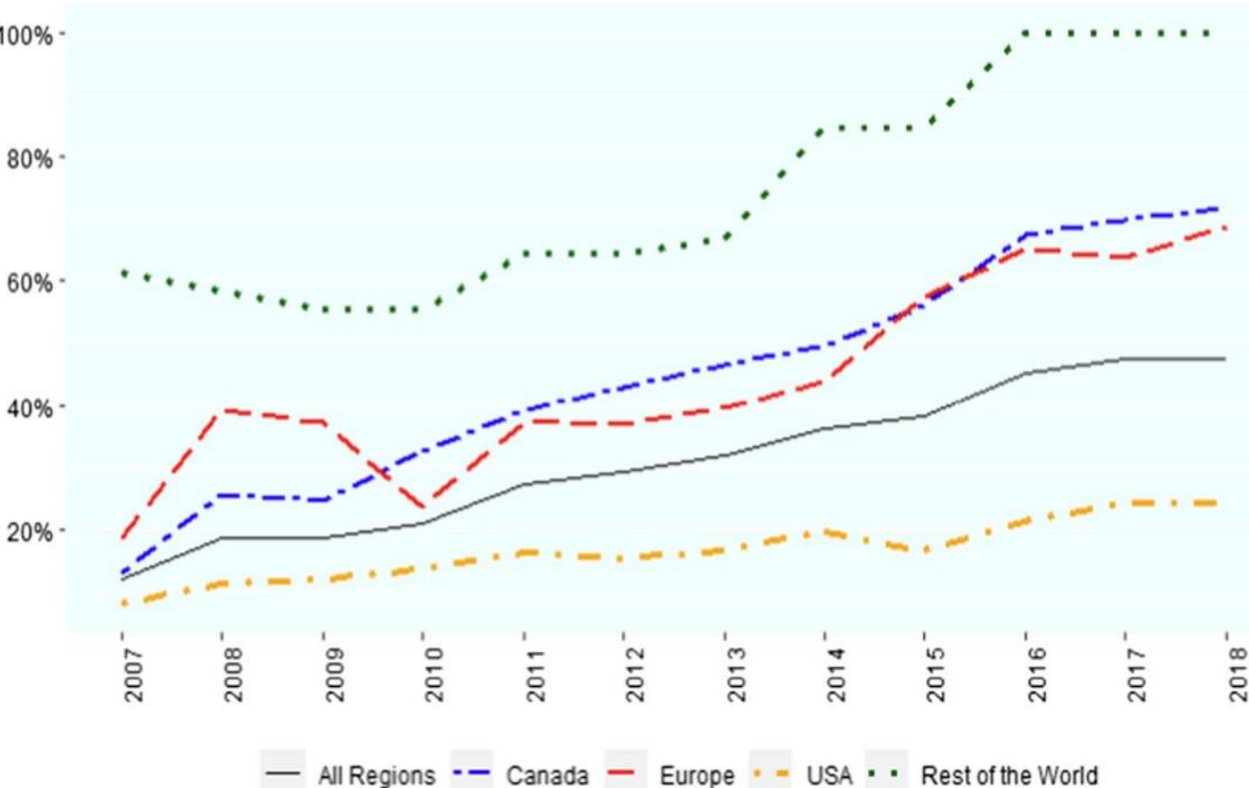
## Trendy na świecie

# Rośnie istotność inwestycji infrastrukturalnych w alokacji aktywów emerytalnych

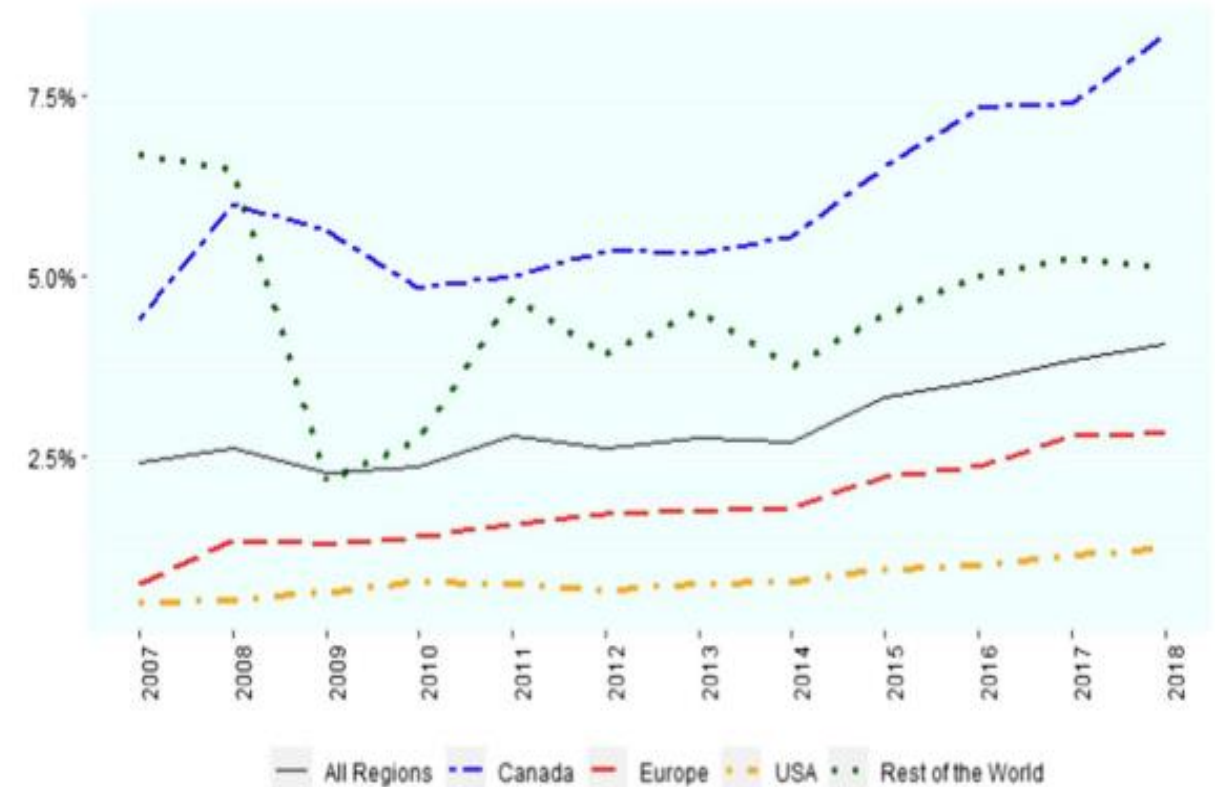


W ujęciu globalnym odsetek funduszy emerytalnych inwestujących w infrastrukturę wzrósł z 12% w 2007 r. do 48,5% w 2018 r.

**A Percentage of funds investing in infrastructure**



**B Infrastructure as a percentage of total pension fund assets (by region)**



**Fig. 1 A** Percentage of funds investing in infrastructure (by region). **B** Infrastructure as a percentage of total pension fund assets (by region). *Note:* **A** presents the percentage of pension funds in the CEM Benchmarking database investing in infrastructure by year and

region. **B** presents pension-fund size weighted infrastructure holdings as a percentage of total pension fund assets for the pension funds that invest in infrastructure

# Na rosnący udział inwestycji infrastrukturalnych wskazuje także badanie OECD. Infrastruktura nie jest dominującym, ale istotnym składnikiem alokacji aktywów w Niemczech (str. 9), Kanadzie i Australii



LFP – Large Pension Fund  
PPRF – Public Pension Reserve Fund

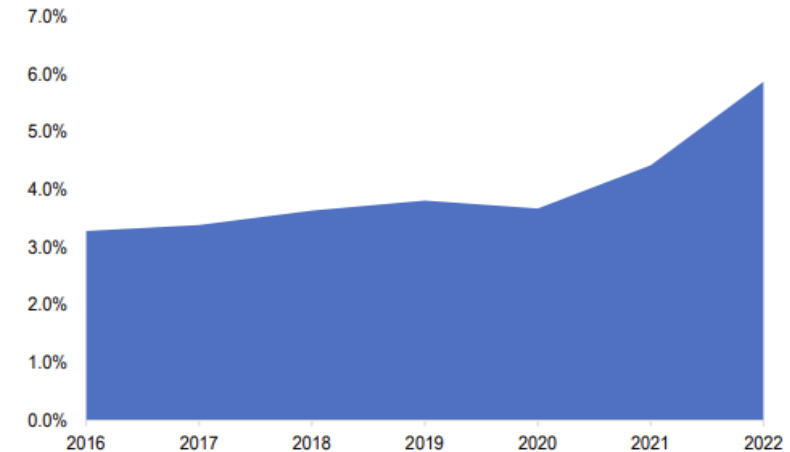
Table 2. Infrastructure investments of LFPs and PPRFs, 2022

		Total Assets, in USD millions	As % of total infrastructures assets	As % of total assets for all funds
LFP	Unlisted Equity	149,880	65.3%	4.4%
	Listed Equity	7,609	3.3%	0.2%
	Debt	72,052	31.4%	2.1%
PPRF	Unlisted Equity	72,560	99.3%	1.1%
	Listed Equity	320	0.4%	0.0%
	Debt	208	0.3%	0.0%

Note: Total investments is used as a proxy for total assets. Table reflects data from 54 LFPs and 8 PPRFs  
Source: OECD calculations based on responses to the OECD Survey of LFPs and PPRFs and publicly available reports

Figure 14. Unlisted infrastructure investments of top 20 LFPs, 2016-22

As percentage of total investments



Note: Unlisted infrastructure investments of top 20 LFPs (based on total investments) with an unlisted infrastructure allocation as percentage of their total investments.  
Source: OECD calculations based on responses to the OECD Survey of LFPs and PPRFs and publicly available reports

Źródło danych: OECD, Long Term Investing of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds 2023

## Australia i Kanada (uwaga, podkreślone dane pochodzą z 2013/14 r.)

Australia and Canada have been the two leading countries in this respect. Australian pension funds have been pioneers in the field since the early 1990s, and their financial industry invented the label of ‘infrastructure as an asset class’. Canadian pension funds, the ‘maple revolutionaries’ (Economist 2012), are often held up as some of the world’s leading infrastructure investors, especially for their ‘Canadian model’ of *direct* investing.

This paper compares and contrasts the experience of pension funds in investing in infrastructure projects in Canada and Australia, looking at factors such as infrastructure policies, the pension system, investment strategies, asset allocation and governance of pension funds. **In fact, the two countries have the highest asset allocation to infrastructure by pension funds (of roughly 5%) across the globe.**

Źródło: Inderst, G., and R. Della Croce. (2013). “Pension Fund Investment in Infrastructure: A Comparison Between Australia and Canada.” OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions No. 32.

# Infrastruktura jest stosunkowo mało „przebadaną” kategorią alokacji aktywów emerytalnych



**Trudno o raporty/badania opisujące stopę zwrotu z inwestycji infrastrukturalnych.** Mała ilość statystyk może odstraszać inwestorów zarządzających funduszami emerytalnymi, o czym już w 2009 r. pisało OECD:

Such investments cover a wide spectrum of projects – from economic infrastructure such as transport, to social projects such as hospitals – and involve different forms of financing (primary vs. secondary, debt vs. equity, private vs. listed, direct vs. indirect). **Data explaining the size, risk, return and correlations of this diverse asset class is therefore limited, which may be making pension fund investors cautious.** Given investing in such assets also involves new types of investment vehicles and risk for pension funds to manage – such as exposure to leverage, legal and ownership issues, environmental risks as well as regulatory and political challenges – such caution may well be justified.

Źródło: Inderst, G. (2009), "Pension Fund Investment in Infrastructure", OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 32, OECD publishing, © OECD. doi:10.1787/227416754242

Jedno z badań jednakże wskazuje, że była to **druga najbardziej opłacalna klasa aktywów:**

**back. Over the 2007–2018 time period, infrastructure has been one of the best-performing asset classes, exhibiting the second-highest net returns (after private equity).** We document persistence in pension fund infrastructure investment performance within a particular investment approach over a one-year, but not over a 2-year time horizon.

Źródło: Carlo, A., Eichholtz, P., Kok, N. et al. Pension fund investments in infrastructure. J Asset Manag 24, 329–345 (2023). <https://doi.org/10.1057/s41260-023-00315-2>

**Ważnym czynnikiem promującym inwestycje w infrastrukturę może być transformacja energetyczna czy rosną popularność ESG:**

## **UK pension funds set to boost infrastructure investment amid volatility**

By  Venilia Amorim | 4 October 2024

There's a growing focus on investing in renewable energy infrastructure, such as solar, wind and hydroelectric power projects

Źródło: <https://www.ipe.com/news/uk-pension-funds-set-to-boost-infrastructure-investment-amid-volatility/10076050.article>



# Japonia – aktywa funduszy emerytalnych jako sposób na załatanie luki kapitałowej



Japońskie fundusze emerytalne, w tym państwowy Government Pension Investment Fund (GPIF), stopniowo zwiększają swoją ekspozycję na bardziej ryzykowne aktywa. Ta zmiana jest częścią szerszej strategii osiągnięcia wyższych zwrotów w środowisku niskich stóp procentowych.

Government Pension Investment Fund of Japan, one of the world's largest pension funds, aims to more than double its exposure to alternative investments in the medium term as part of its diversification strategy after it reported a record return for the fiscal year ended March 31.

For the 12 months ended March 31, the fund's investment return reached 25.1%. The record gain was in part due to its shift toward more foreign bonds and fewer domestic bonds, a strategy that the fund plans to continue with in the medium term, Masataka Miyazono, GPIF's president, said at a press conference July 2.

In addition, the fund also plans to increase the portion of alternative investments in infrastructure, real estate and private equity funds to 1.6% of its portfolio in the medium term. In the fiscal year ended March 31, these assets totaled ¥1.3 trillion, or 0.7% of the portfolio, compared with ¥944.5 billion in the previous fiscal year, according to GPIF.

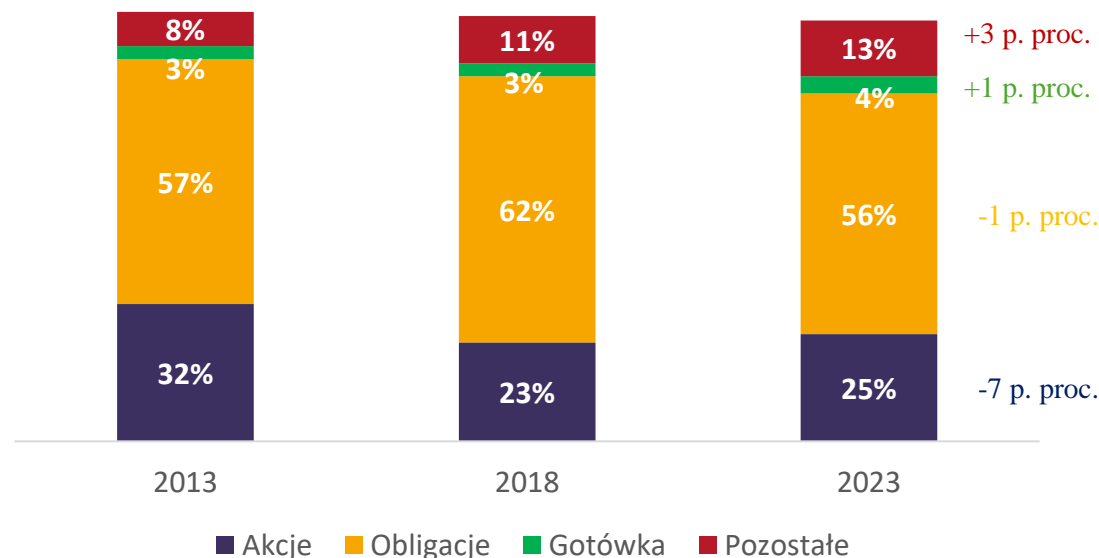
Źródło: S&P Global, Japan's biggest pension fund eyes more alternative assets after record return

However, the share of investments in overseas securities, especially overseas bonds, is increasing, as is the share of investments in alternative assets (such as private equity, real estate, and hedge funds). Under the prolonged low interest rate environment in Japan, the share of investments in assets that are expected to generate higher returns has been gradually increasing.

Źródło: Bank of Japan Review, Corporate Pension Funds' Investment Strategies and Financial Stability: Lessons from the Turmoil in the UK Gilt Market

One catalyst is Prime Minister Fumio Kishida's promise to find a way to channel money from the Government Pension Investment Fund — until recently the world's biggest pool of retirement savings — into startups. While GPIF is barred from placing direct bets into equities, even small and indirect sums from the institution would be a boon to the startup ecosystem, alongside government subsidies into areas such as data centers, high-tech materials and quantum computing.

Japonia - alokacja aktywów emerytalnych (udział w %)



Źródło danych: TAI, Global Pension Assets Study

# Niemcy – infrastruktura i nieruchomości to istotne sposoby alternatywnych metod inwestowania funduszy emerytalnych



A niemieckie władze w 2024 r. tworzą ustawy mające jeszcze zwiększyć popularność projektów infrastrukturalnych jako sposobu lokowania aktywów emerytalnych

## 2. Which alternative asset classes do pension schemes invest in?

Compared to the average German institutional investor, pension schemes have the highest participation rates in almost every alternative asset class, with liquid alternatives as an exception (figure 3). Pension schemes are also frequently invested in asset classes that typically belong to the niches among alternative investments. These include, in particular, ILS (cat bonds and collateralized reinsurance), trade finance, aircraft, farmland, and timberland.

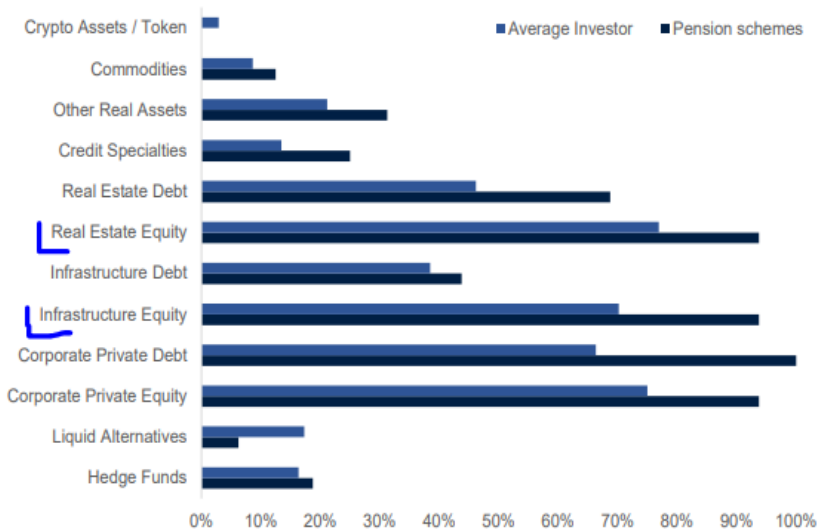


Figure 3: Percentage of investors invested in the respective asset class.

Źródło: German Alternative Investor Landscape, Pension schemes (Versorgungswerke)

quotas. Until recently, there was no direct federal quota for pension funds in Germany to finance infrastructure projects but this is about to change. A recent draft law, backed by the Arbeitsgemeinschaft betriebliche Altersversorgung e.V. (Aba), proposes a quota for German pension funds of up to 5 percent of collateral assets.

This move will make the legal framework for investment regulation in Germany more flexible. It is relevant for both domestic and international investment solution providers offering infrastructure investments, as it is likely to significantly increase demand. In this context, direct and indirect investments to finance infrastructure projects will be allowed as a new separate quota of up to 5 percent of the collateral assets.

Źródło: <https://www.infrastructureinvestor.com/germany-paves-the-way-to-make-infra-investing-more-popular/>

**BVK, największy niemiecki fundusz emerytalny zarządzający aktywami o wartości 111,9 mld EUR, w nowej strategii inwestycyjnej planuje przeznaczyć największą część aktywów w fundusze wyspecjalizowane zajmujące się nieruchomościami:**

According to its SAA, BVK has a 12.4% allocation target to equities (against 14.1% allocated in 2022), 17.3% to bond funds (against 14.6% allocated in 2022), 6.1% to alternatives (compared with 8% for the previous year), 17% to private equity (compared with 18.9% for the previous year), 21.8% to real estate Spezialfonds (against 24.6% in 2022), 4.5% in direct investments in real estate (compared with 3.6% for the previous year), and 20.9% direct bond investments (against 16.2% in 2022).

Źródło: <https://www.ipe.com/news/germanys-bvk-redefines-macro-allocations-in-new-investment-strategy/10073008.article>

# Wielka Brytania – nowy wehikuł inwestycyjny stworzony do finansowania innowacji i projektów środowiskowych

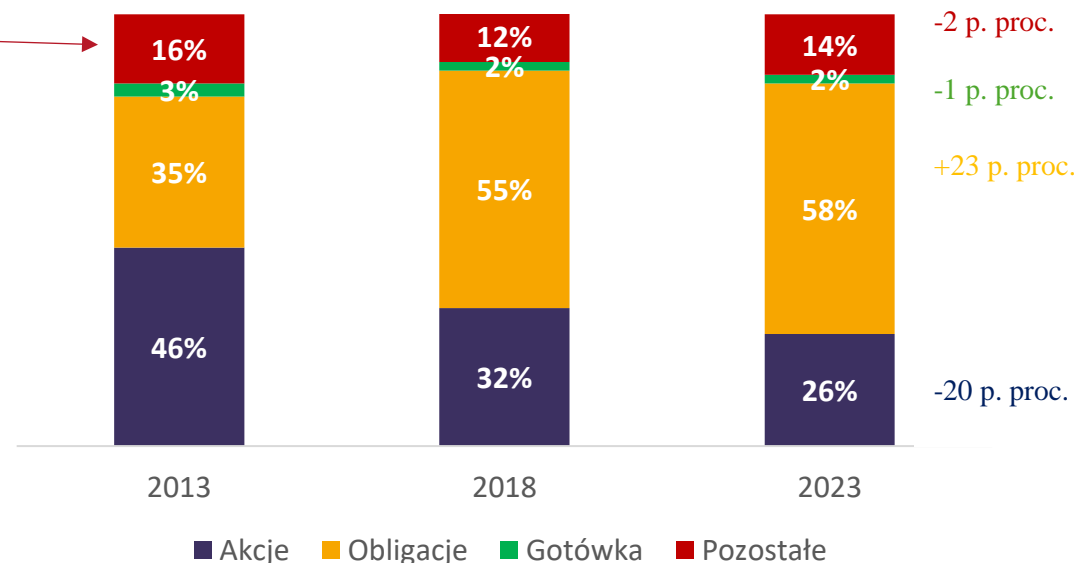


W obrębie British Business Bank (BBB) ma powstać British Growth Partnership. Utworzenie tego nowego wehikułu inwestycyjnego wymaga jeszcze zgody organów regulacyjnych. Głównym zadaniem British Growth Partnership ma być przyciągnięcie inwestycji brytyjskich funduszy emerytalnych (ale też innych instytucji) do funduszy venture capital i innowacyjnych przedsiębiorstw.

Inwestycje z funduszu będą dokonywane na długoterminowej, w pełni komercyjnej podstawie, niezależnie od rządu, wykorzystując zdolności i dostęp BBB do rynku i do obiecujących, szybko rozwijających się brytyjskich firm. W nadchodzących miesiącach British Business Bank będzie dążył do pozyskania setek milionów funtów inwestycji dla tego modelu, z zamiarem dokonywania inwestycji od drugiej połowy 2025 roku.

Stworzenie tego wehikułu jest o tyle istotne, że udział kategorii pozostałe w alokacji aktywów emerytalnych w okresie 2013-2023 zmniejszył się.

Wielka Brytania - alokacja aktywów emerytalnych (udział w %)





# 2.0

## Alokacja aktywów emerytalnych – dane OECD

# Informacja metodologiczna odnośnie danych OECD i główna różnica w danych w porównaniu do EIOPA

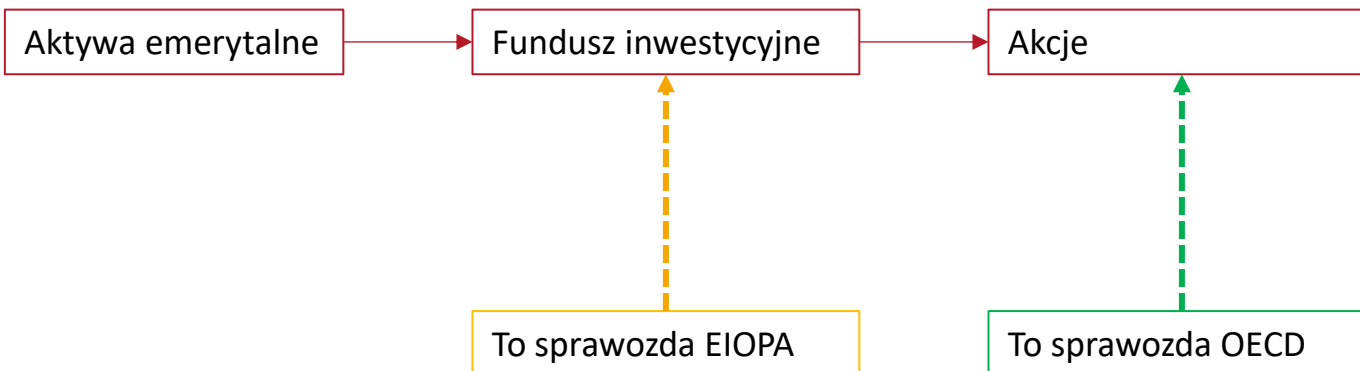
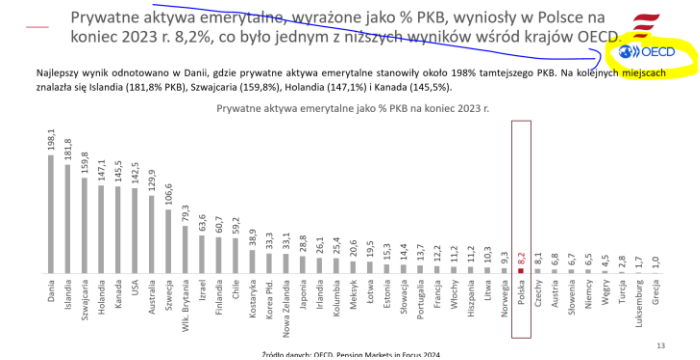


OECD podaje OSTATECZNE miejsce alokacji aktywów systemów emerytalnych zabezpieczonych aktywami. W praktyce oznacza to, że jeśli pieniądze trafiły do funduszu inwestycyjnego, który zainwestował je w akcje to w danych OECD aktywa te znajdują się w kategorii akcje, a nie programy zbiorowego inwestowania (czyt. fundusze inwestycyjne). Jeżeli OECD nie było w stanie prześledzić dokąd trafiły pieniądze ulokowane w funduszu inwestycyjnym to wtedy aktywa były lokowane w kategorii programy zbiorowego inwestowania.

Z tego wynika jedna z głównych różnic pomiędzy danymi OECD a EIOPA (Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych). W przykładzie z pierwszego akapitu EIOPA sprawozda, że aktywa zostały ulokowane w funduszu inwestycyjnym, a dopiero potem *rozbija* dane na to w co fundusze inwestowały.

Inną różnicą istotną z punktu widzenia niniejszego materiału jest ta, że EIOPA **fundusze private equity** umieszcza w kategorii **fundusze inwestycyjne**, a OECD w kategorii **pozostałe**.

Aby w szybki sposób zorientować się czy dane prezentowane na wykresie pochodzą z OECD czy EIOPA umieściliśmy logo danej organizacji pod logiem PFR.

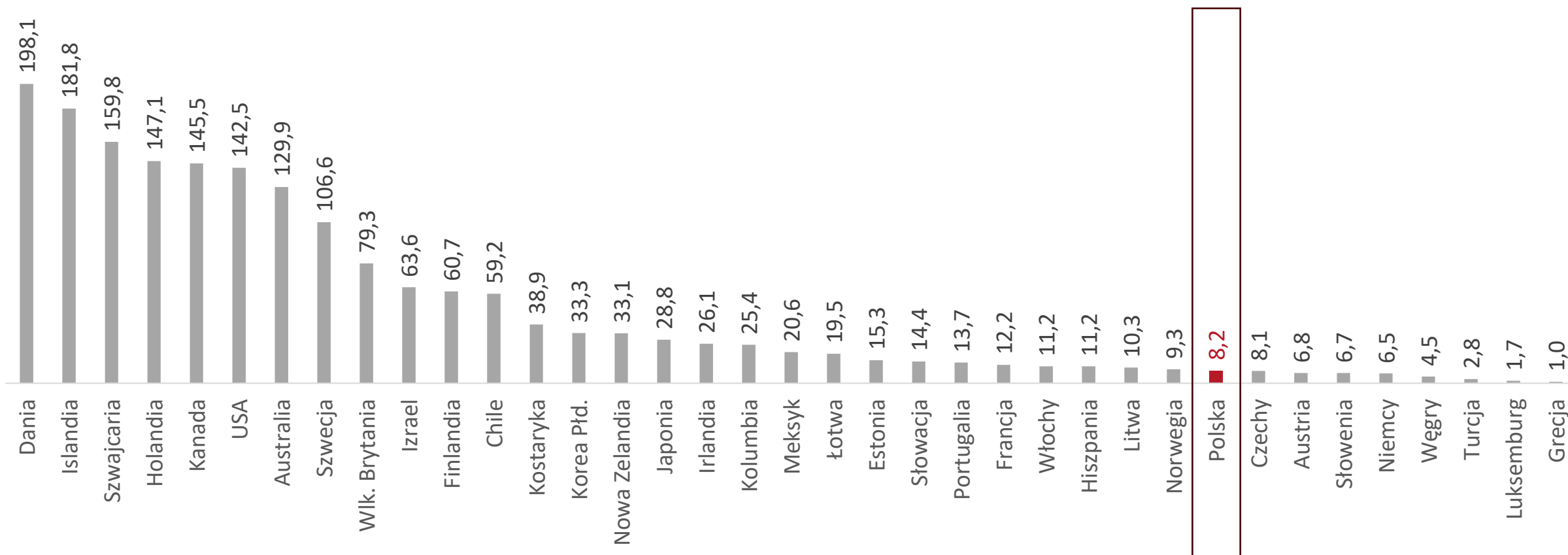


Aktywa w systemach emerytalnych zabezpieczonych aktywami\*, wyrażone jako % PKB, wyniosły w Polsce na koniec 2023 r. 8,2%, co było jednym z niższych wyników wśród krajów OECD.



Najlepszy wynik odnotowano w Danii, gdzie aktywa emerytalne stanowiły około 198% tamtejszego PKB. Na kolejnych miejscach znalazła się Islandia (181,8% PKB), Szwajcaria (159,8%), Holandia (147,1%) i Kanada (145,5%).

Aktywa w systemach emerytalnych zabezpieczonych aktywami jako % PKB na koniec 2023 r.



Źródło danych: OECD, Pension Markets in Focus 2024

\* - wyjaśnienie metodologiczne [tutaj](#), dla przejrzystości materiału na kolejnych stronach używamy terminu „**aktywa emerytalne**”

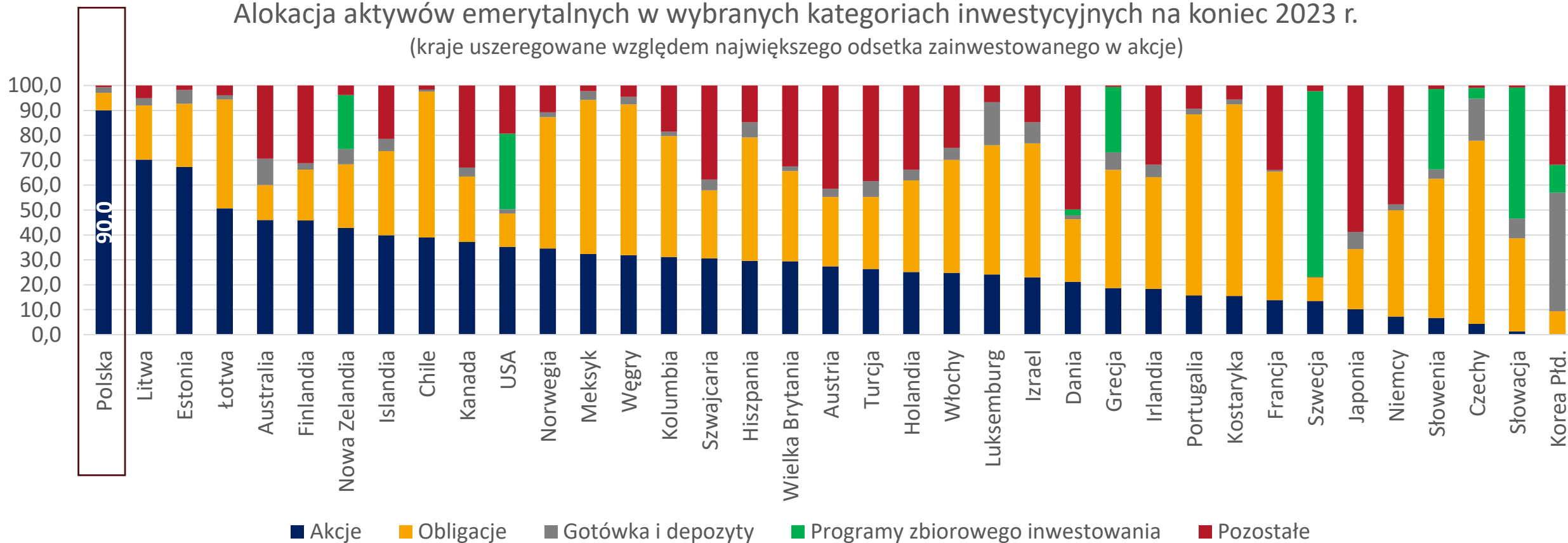
# W Polsce w 2023 r. 90% aktywów emerytalnych lokowanych było w akcje\*, co stanowi największy odsetek spośród krajów OECD



Spośród 37 krajów wymienionych przez OECD w 18 dominującą kategorią inwestycyjną dla aktywów emerytalnych były obligacje. W 10 (w tym w Polsce) dominowały akcje, w sześciu kategoriach pozostałe\*\*, w dwóch programy zbiorowego inwestowania (Szwecja i Słowacja), a w jednym kraju najwięcej aktywów ulokowało w gotówce (Korea Płd.).

## Alokacja aktywów emerytalnych w wybranych kategoriach inwestycyjnych na koniec 2023 r.

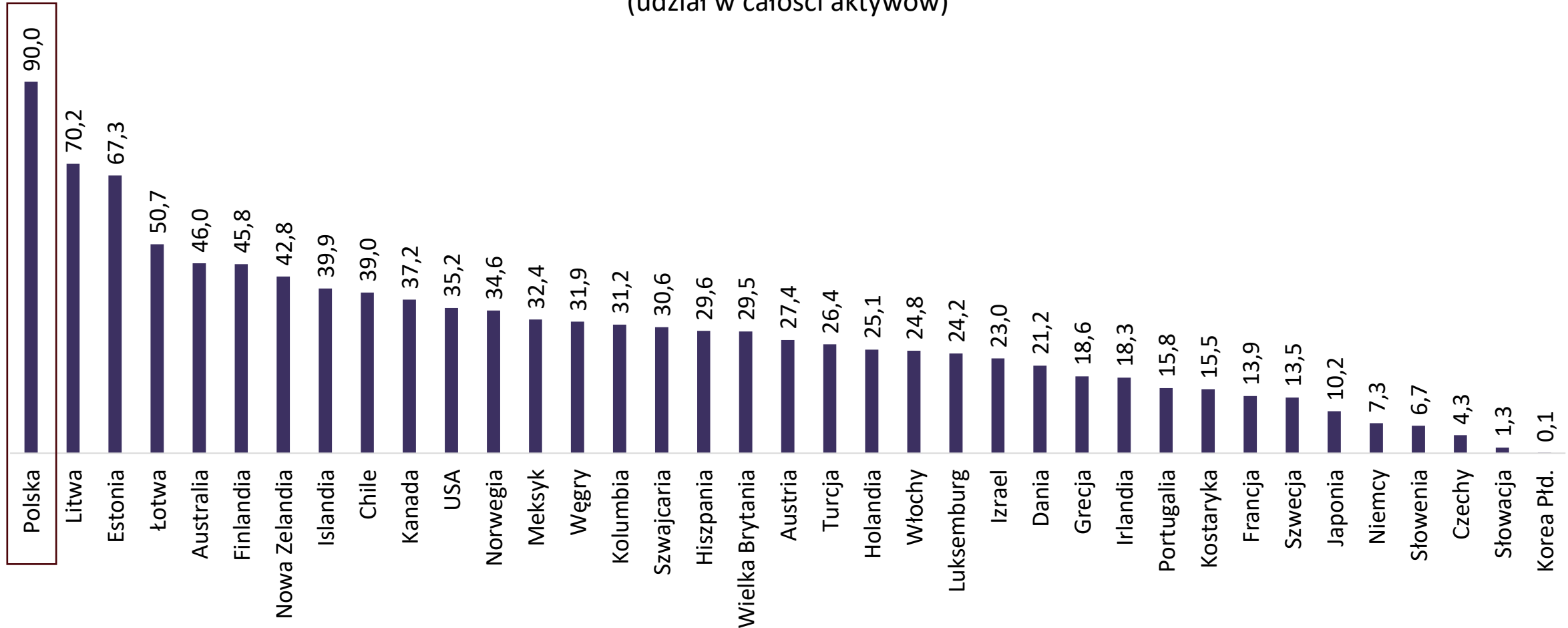
(kraje uszeregowane względem największego odsetka zainwestowanego w akcje)



Źródło danych: OECD, Pension Markets in Focus 2024 / \*w metodologii OECD termin akcje odnosi się do akcji notowanych, \*\*Kategoria „Pozostałe” obejmuje pożyczki, grunty i budynki, nieprzypisane umowy ubezpieczeniowe, fundusze hedgingowe, fundusze private equity, produkty strukturyzowane, inne fundusze inwestycyjne (tj. nieinwestujące w akcje, weksle i 15 obligacje lub gotówkę i depozyty) oraz inne inwestycje.

Zgodnie z danymi opublikowanymi przez OECD 90% aktywów emerytalnych w Polsce zainwestowanych zostało w akcje\*. Był to najwyższy wynik spośród wszystkich krajów OECD, znacznie większy nawet niż w drugiej na liście Litwie (70,2%) czy Estonii (67,3%).

Alokacja aktywów emerytalnych w wybranych kategoriach inwestycyjnych na koniec 2023 r. - akcje (udział w całości aktywów)

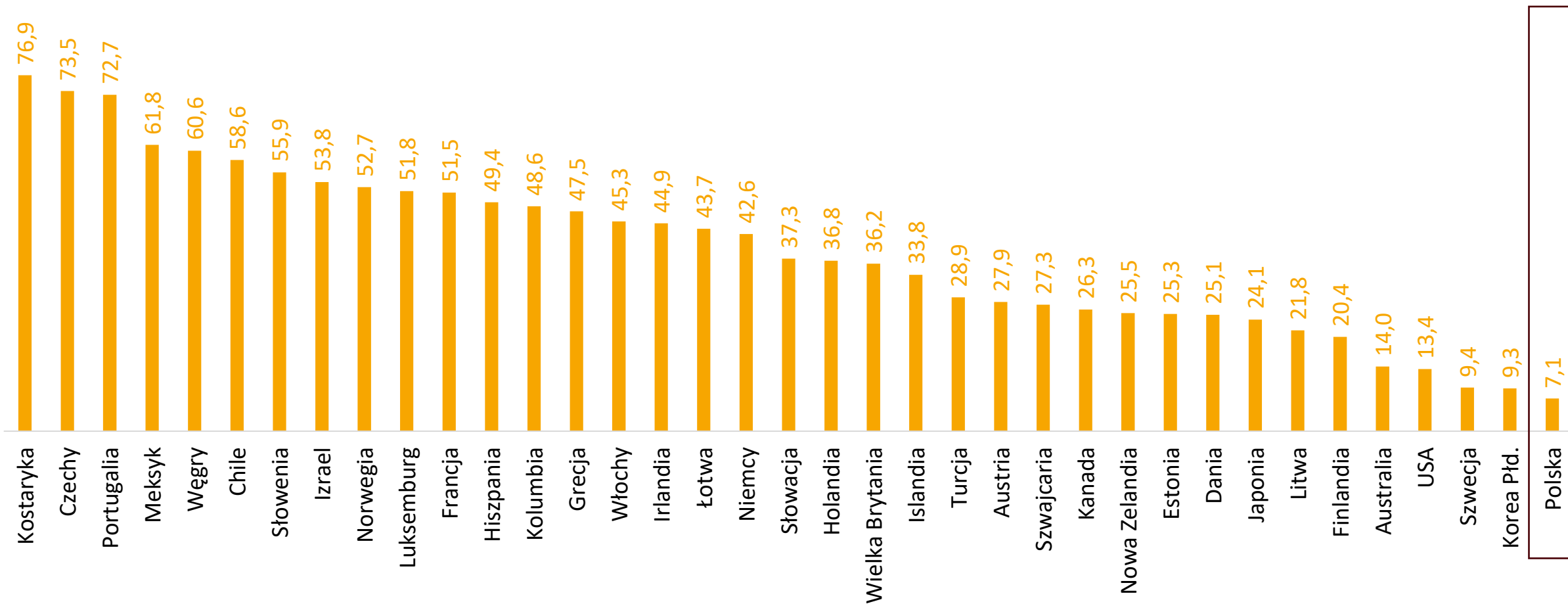


Źródło danych: OECD, Pension Markets in Focus 2024 / \*w metodologii OECD termin akcje odnosi się do akcji notowanych



Krajem, w którym ulokowano najwięcej aktywów emerytalnych w obligacje była Kostaryka (76,9%), Meksyk (73,5%) i Czechy (72,7%). Polska, z wynikiem 7,1%, zajęła ostatnie wśród krajów OECD.

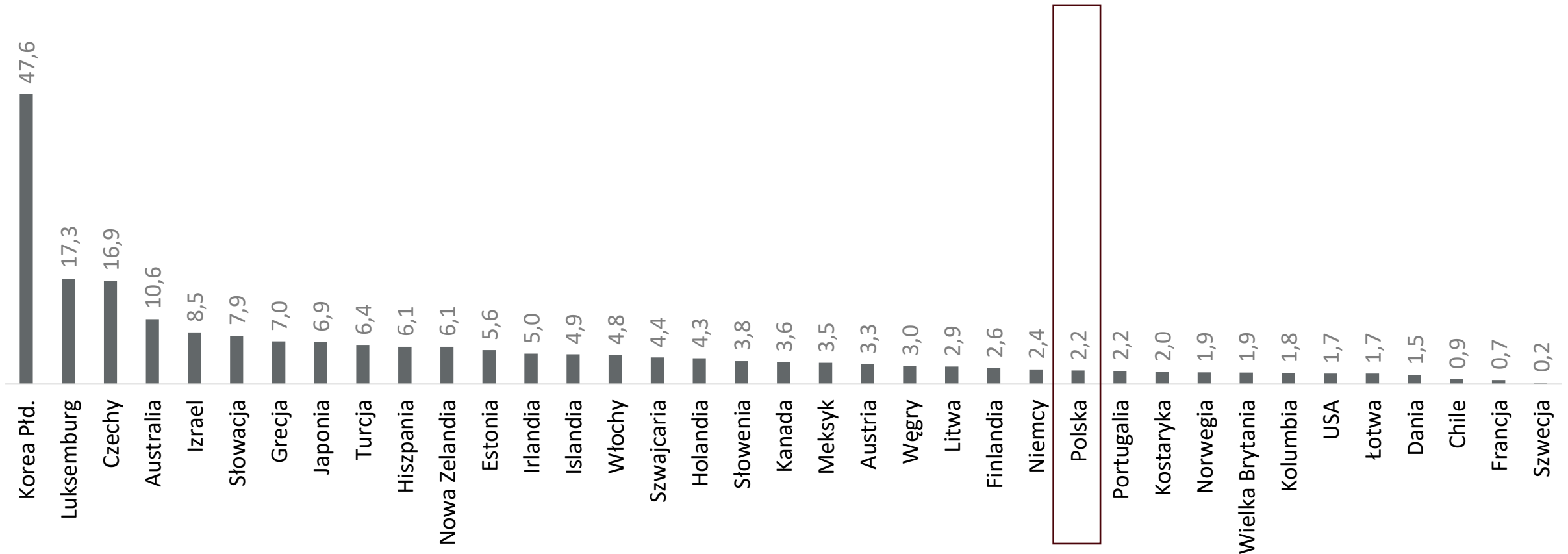
Alokacja aktywów emerytalnych w wybranych kategoriach inwestycyjnych na koniec 2023 r. - obligacje (udział w całości aktywów)



W Korei Południowej prawie 48% aktywów emerytalnych ulokowanych zostało w gotówkę i depozyty, co stanowiło znacznie większy odsetek niż w pozostałych krajach OECD. W Luksemburgu – kraju, który zajął drugie miejsce w tym zestawieniu, w gotówce i depozytach ulokowano „zaledwie” 17,3%, a w Czechach 16,9%.



Alokacja aktywów emerytalnych w wybranych kategoriach inwestycyjnych na koniec 2023 r. - gotówka i depozyty  
(udział w całości aktywów)



W Szwecji programy zbiorowego inwestowania (czyt. fundusze inwestycyjne\*) są dominującym sposobem lokowania aktywów emerytalnych – udział tej kategorii wyniósł na koniec 2023 r. 74,6%. Na drugim miejscu tej listy znalazła się Słowacja (52,6%), a na trzecim Słowenia (32,3%).



Alokacja aktywów emerytalnych w wybranych kategoriach inwestycyjnych na koniec 2023 r. - programy zbiorowego inwestowania\* (udział w całości aktywów)

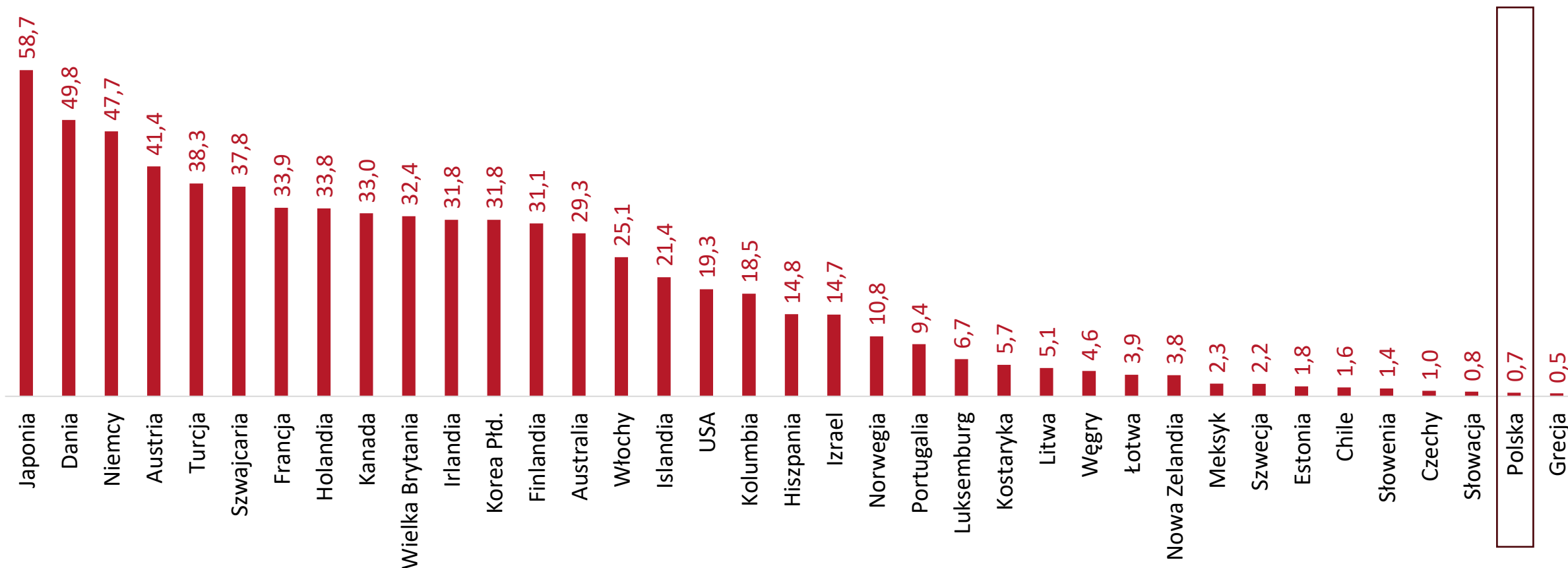


Źródło danych: OECD, Pension Markets in Focus 2024 / \*OECD podaje OSTATECZNE miejsce alokacji aktywów emerytalnych. W praktyce oznacza to, że jeśli pieniądze trafiły do funduszu inwestycyjnego, który zainwestował je w akcje to w danych OECD aktywa te znajdują się w kategorii akcje, a nie programy zbiorowego inwestowania (czyt. fundusze inwestycyjne). Jeżeli OECD nie było w stanie prześledzić dokąd trafiły pieniądze ulokowane w funduszu inwestycyjnym to wtedy aktywa były lokowane w kategorii programy zbiorowego inwestowania.

W kategorii pozostałe\*, która zawiera m.in. inwestycje w nieruchomości, fundusze hedgingowe czy surowce, największy odsetek ulokowanych aktywów emerytalnych w 2023 r. odnotowano w Japonii (58,7%), Danii (49,8%) i Niemczech (47,7%). Polska była drugim krajem z najniższym odsetkiem zainwestowanych środków w tej kategorii.



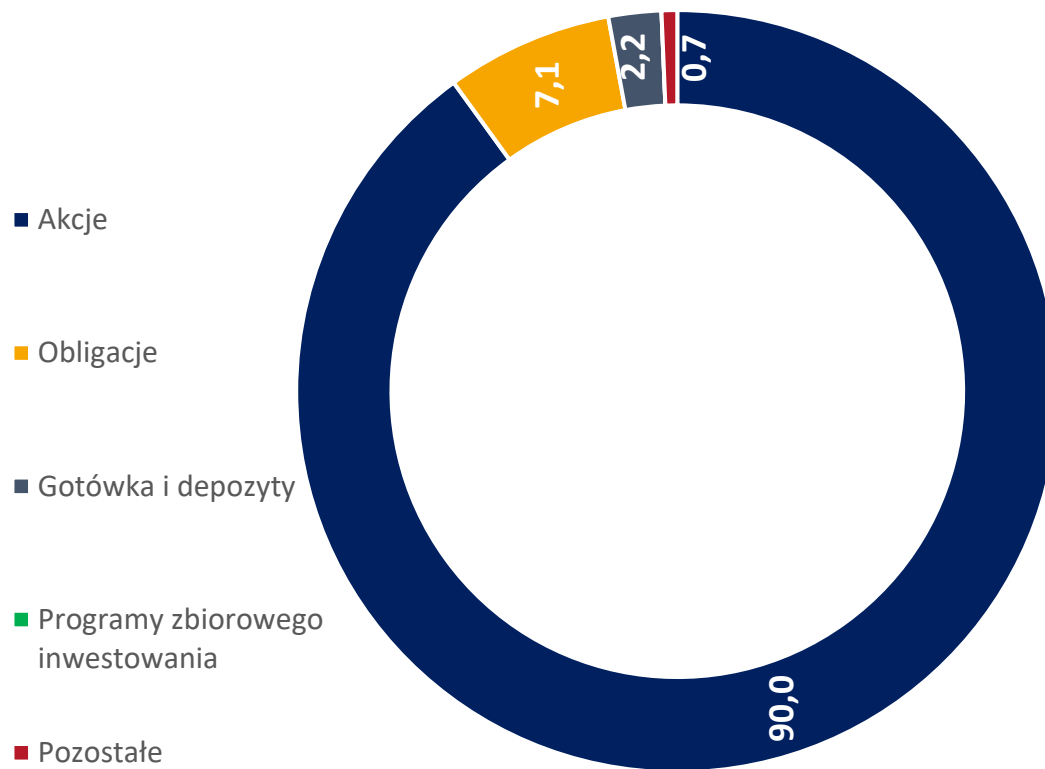
Alokacja aktywów emerytalnych w wybranych kategoriach inwestycyjnych na koniec 2023 r. – pozostałe\*  
(udział w całości aktywów)



Źródło danych: OECD, Pension Markets in Focus 2024 / Kategoria „Pozostałe” obejmuje pożyczki, grunty i budynki, nieprzypisane umowy ubezpieczeniowe, fundusze hedgingowe, fundusze private equity, produkty strukturyzowane, inne fundusze inwestycyjne (tj. nieinwestujące w akcje, weksle i obligacje lub gotówkę i depozyty) oraz inne inwestycje.

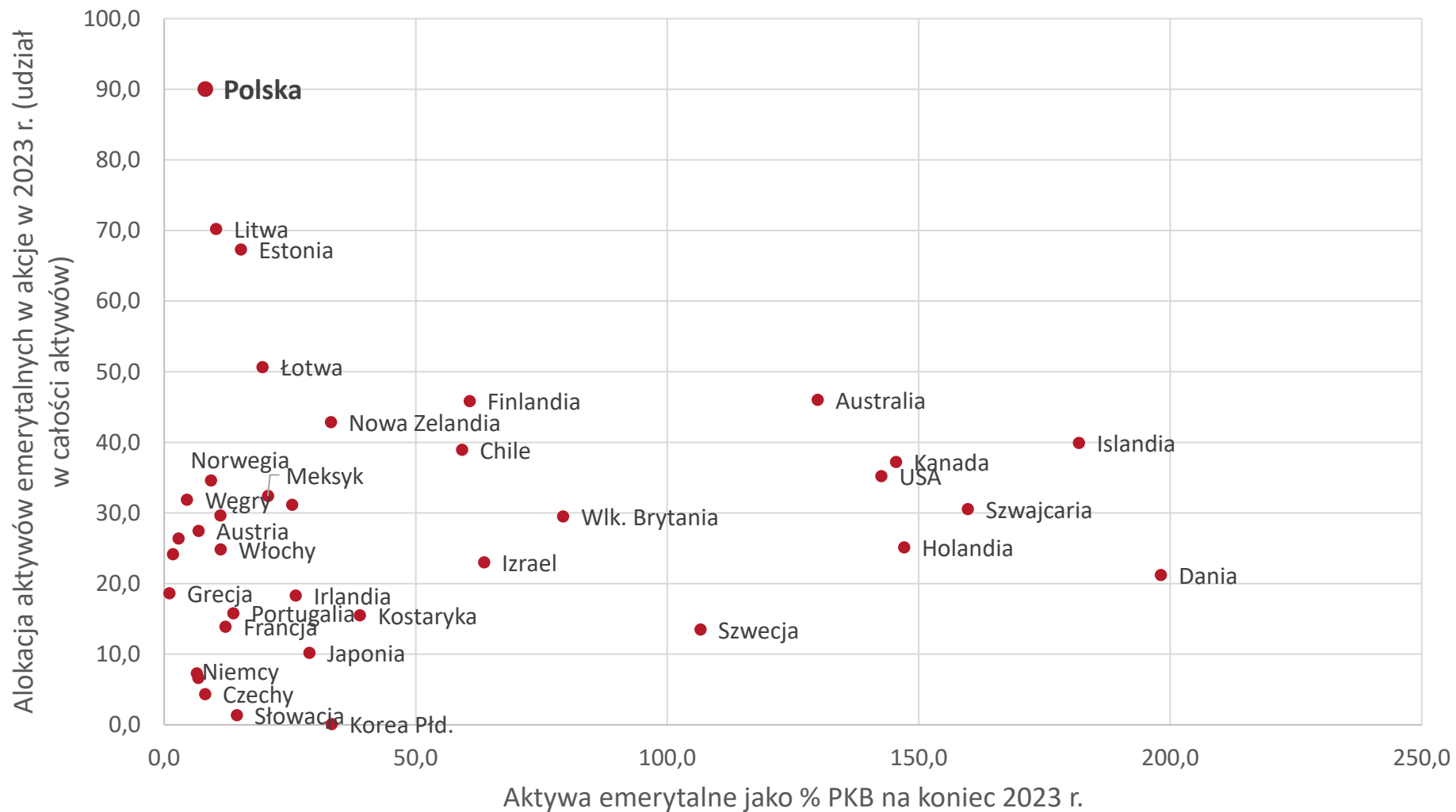
W obligacjach ulokowano w Polsce 7,1% aktywów emerytalnych, a w gotówce i depozytach 2,2%.  
W pozycji pozostałe ulokowano 0,7% aktywów emerytalnych, a w programach zbiorowego inwestowania nic.

Polska - alokacja aktywów emerytalnych w wybranych kategoriach inwestycyjnych na koniec 2023 r. (udział w %)



W krajach o największej wartości aktywów emerytalnych (jako % PKB) alokacja aktywów w akcje\* nie przekraczała 50%.

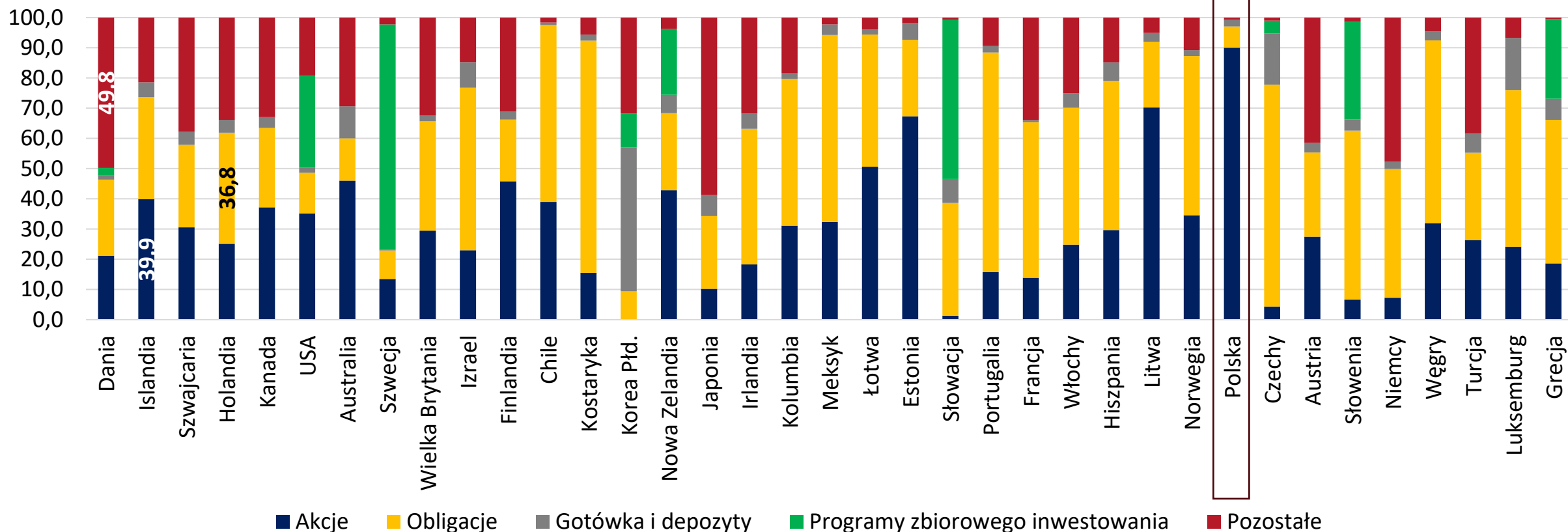
Alokacja aktywów emerytalnych w akcje w 2023 r. (udział w całości aktywów)



Źródło danych: OECD, Pension Markets in Focus 2024 / \*w metodologii OECD termin akcje odnosi się do akcji notowanych

Analiza alokacji aktywów emerytalnych w krajach o największej wartości aktywów (wyrażonych jako % PKB) wskazuje, że nie ma jednolitej strategii inwestycji tych środków. Na przykład w Danii dominującą kategorią inwestycji jest pozycja pozostałe (49,8% udziału), w Islandii dominują akcje (39,8%), a w Holandii obligacje (36,8%).

Alokacja aktywów emerytalnych w wybranych kategoriach inwestycyjnych na koniec 2023 r.  
(udział w całości aktywów, kraje uszeregowane względem największej wartości aktywów emerytalnych jako % PKB)



W przypadku krajów europejskich, dla których dostępne są dane można zaobserwować, że:

- Obligacje są dominującą kategorią inwestycyjną dla krajów Europy Zachodniej i Południowej.
- Dla Polski, Finlandii i krajów bałtyckich dominującą kategorią inwestycyjną są akcje.
- W Danii, Niemczech, Austrii i Szwajcarii dominuje kategoria pozostałe.
- Dwa kraje Europy, w którym dominuje kategoria programy zbiorowego inwestowania\*, to Szwecja i Słowacja.

\*OECD podaje OSTATECZNE miejsce alokacji aktywów emerytalnych. W praktyce oznacza to, że jeśli pieniądze trafiły do funduszu inwestycyjnego, który zainwestował je w akcje to w danych OECD aktywa te znajdą się w kategorii akcje, a nie programy zbiorowego inwestowania (czyt. fundusze inwestycyjne). Jeżeli OECD nie było w stanie prześledzić dokąd trafiły pieniądze ulokowane w funduszu inwestycyjnym to wtedy aktywa były lokowane w kategorii programy zbiorowego inwestowania.

Alokacja aktywów emerytalnych w krajach Europy według najważniejszej kategorii inwestycyjnej (kolor) oraz jej udział (%) w całości alokowanych środków

Oznaczenia kategorii:  
 Żółty - obligacje  
 Granatowy - akcje  
 Czerwony - pozostałe  
 Zielony - programy zbiorowego inwestowania



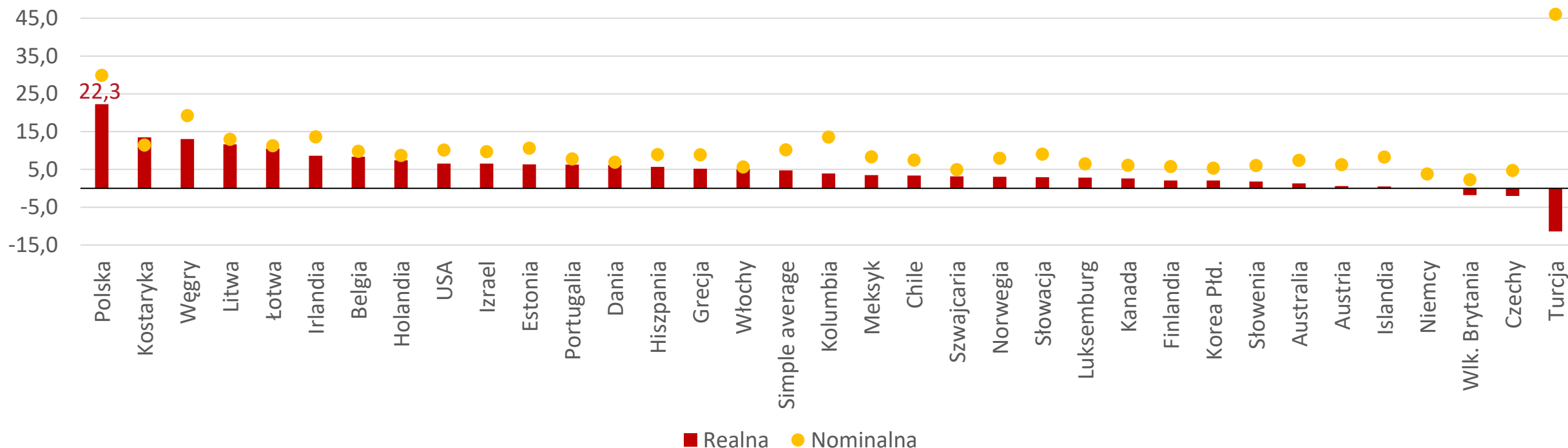


# Polskie programy emerytalne zabezpieczone aktywami osiągnęły w 2023 r. najwyższą realną stopę zwrotu (+22,3%) spośród wszystkich krajów OECD.

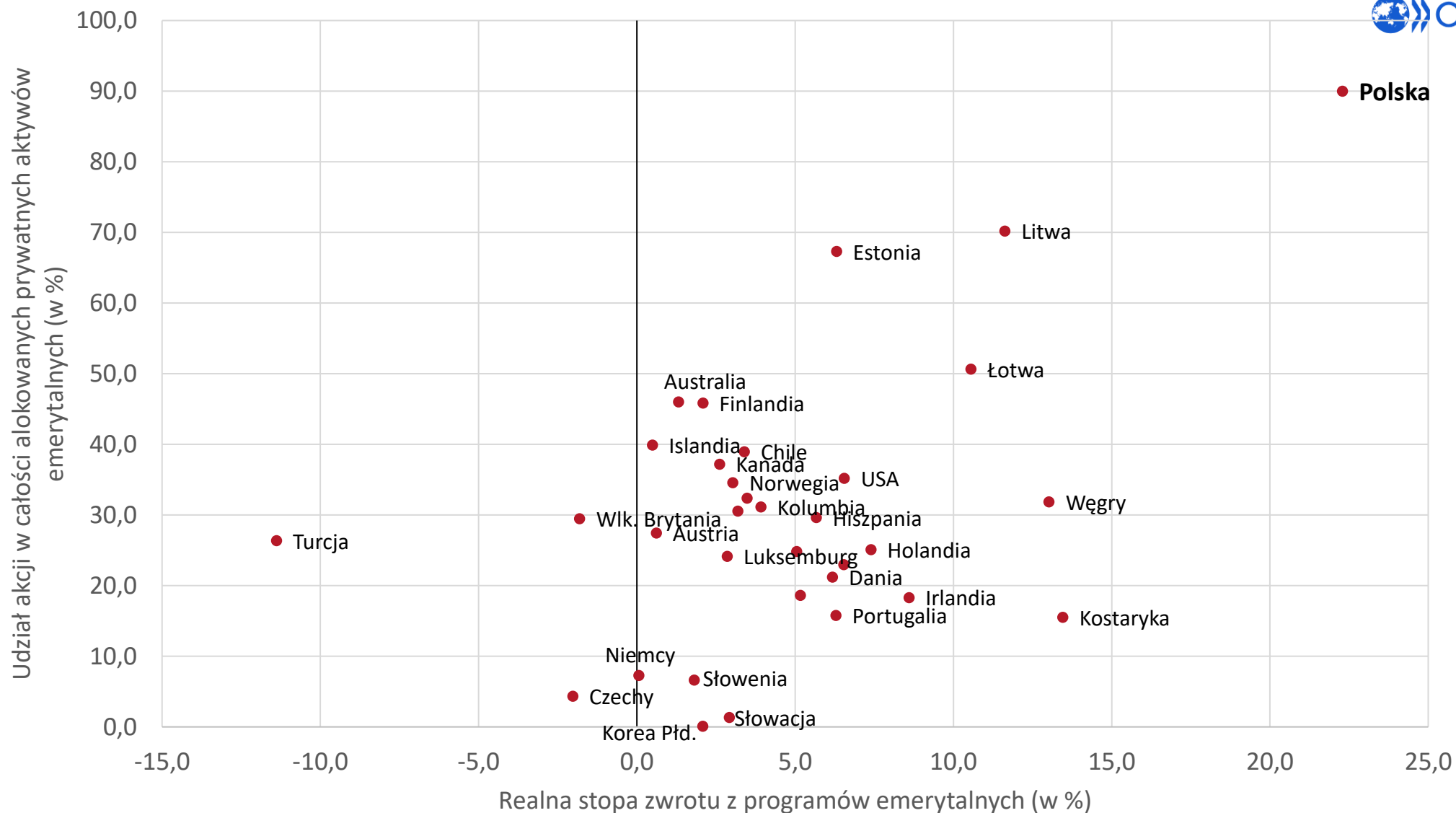


Spośród 35 krajów, dla których dane prezentuje OECD, dodatnią wartość realnej stopy zwrotu odnotowano w 32. Jak podaje w swoim materiale Organizacja „(...) pozytywne wyniki odzwierciedlały zyski na rynkach obligacji i akcji, z rosnącymi cenami z powodu obniżek stóp procentowych (np. Chile) lub oczekiwań takich obniżek (np. Stany Zjednoczone) w obliczu spowolnienia inflacji. Niektóre plany emerytalne skorzystały również z wyższych oprocentowań (np. Australia) oraz z zysków z wymiany walutowej na swoich aktywach emitowanych w dolarach amerykańskich, ponieważ ich waluta osłabiła się w stosunku do dolara (np. Chile, Norwegia).”

Stopa zwrotu programów emerytalnych (grudzień 22 do grudnia 23, kraje uszeregowane względem największej realnej stopy zwrotu)



Relatywnie lepsze wyniki w realnej stopie zwrotu aktywów emerytalnych odnotowano w krajach z wysokim odsetkiem aktywów zainwestowanych w akcje.





# 2.1

## Alokacja aktywów emerytalnych – dane EIOPA

# Informacja metodologiczna odnośnie danych OECD i główna różnica w danych w porównaniu do EIOPA

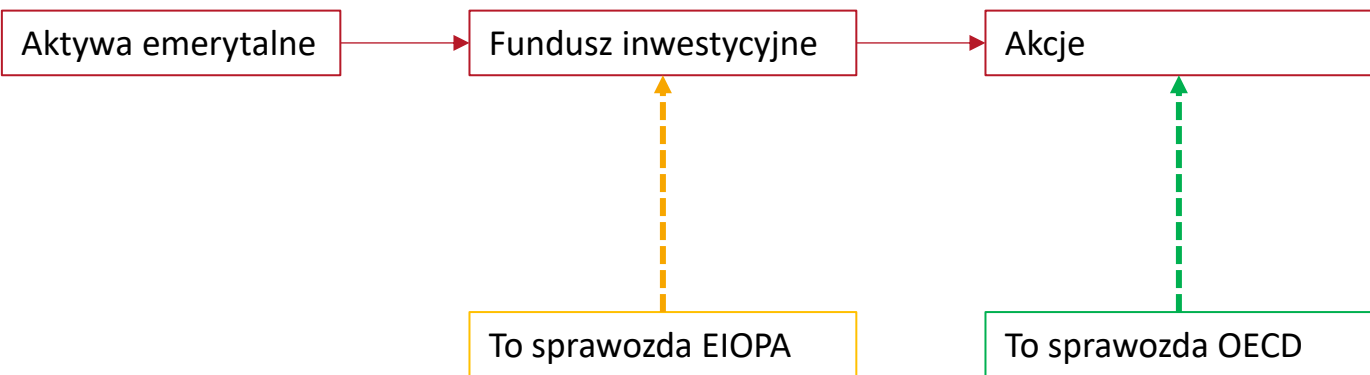
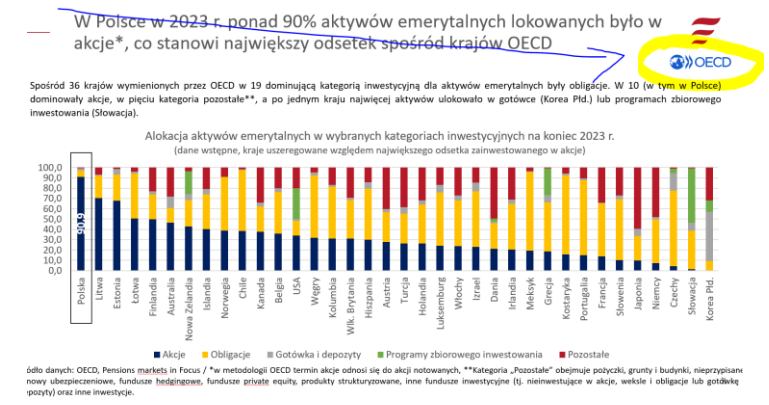


OECD podaje OSTATECZNE miejsce alokacji aktywów systemów emerytalnych zabezpieczonych aktywami. W praktyce oznacza to, że jeśli pieniądze trafiły do funduszu inwestycyjnego, który zainwestował je w akcje to w danych OECD aktywa te znajdują się w kategorii akcje, a nie programy zbiorowego inwestowania (czyt. fundusze inwestycyjne). Jeżeli OECD nie było w stanie prześledzić dokąd trafiły pieniądze ulokowane w funduszu inwestycyjnym to wtedy aktywa były lokowane w kategorii programy zbiorowego inwestowania.

Z tego wynika jedna z głównych różnic pomiędzy danymi OECD a EIOPA (Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych). W przykładzie z pierwszego akapitu EIOPA sprawozda, że aktywa zostały ulokowane w funduszu inwestycyjnym, a dopiero potem *rozbija* dane na to w co fundusze inwestowały.

Inną różnicą istotną z punktu widzenia niniejszego materiału jest ta, że EIOPA **fundusze private equity** umieszcza w kategorii **fundusze inwestycyjne**, a OECD w kategorii **pozostałe**.

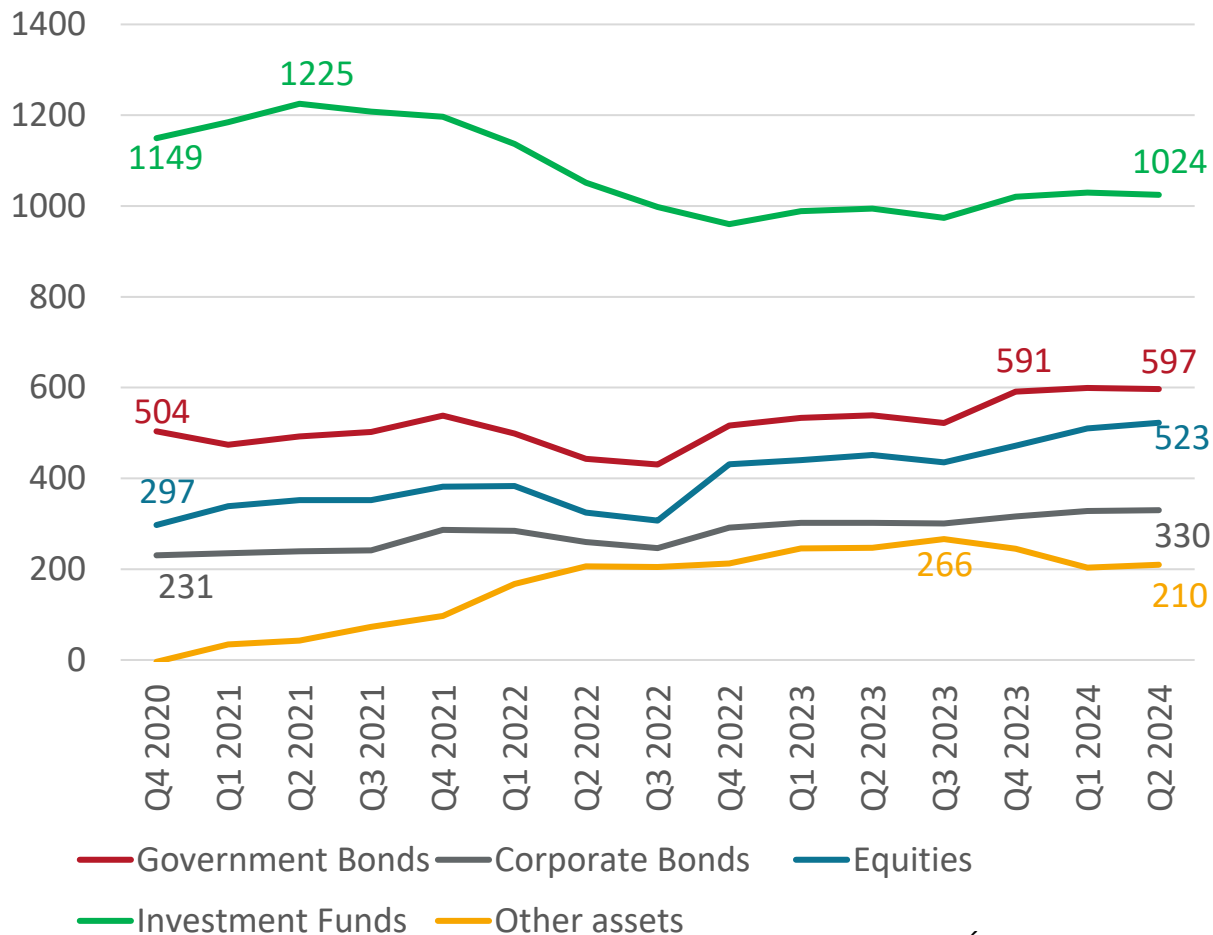
Aby w szybki sposób zorientować się czy dane prezentowane na wykresie pochodzą z OECD czy EIOPA umieściliśmy logo danej organizacji pod logiem PFR.



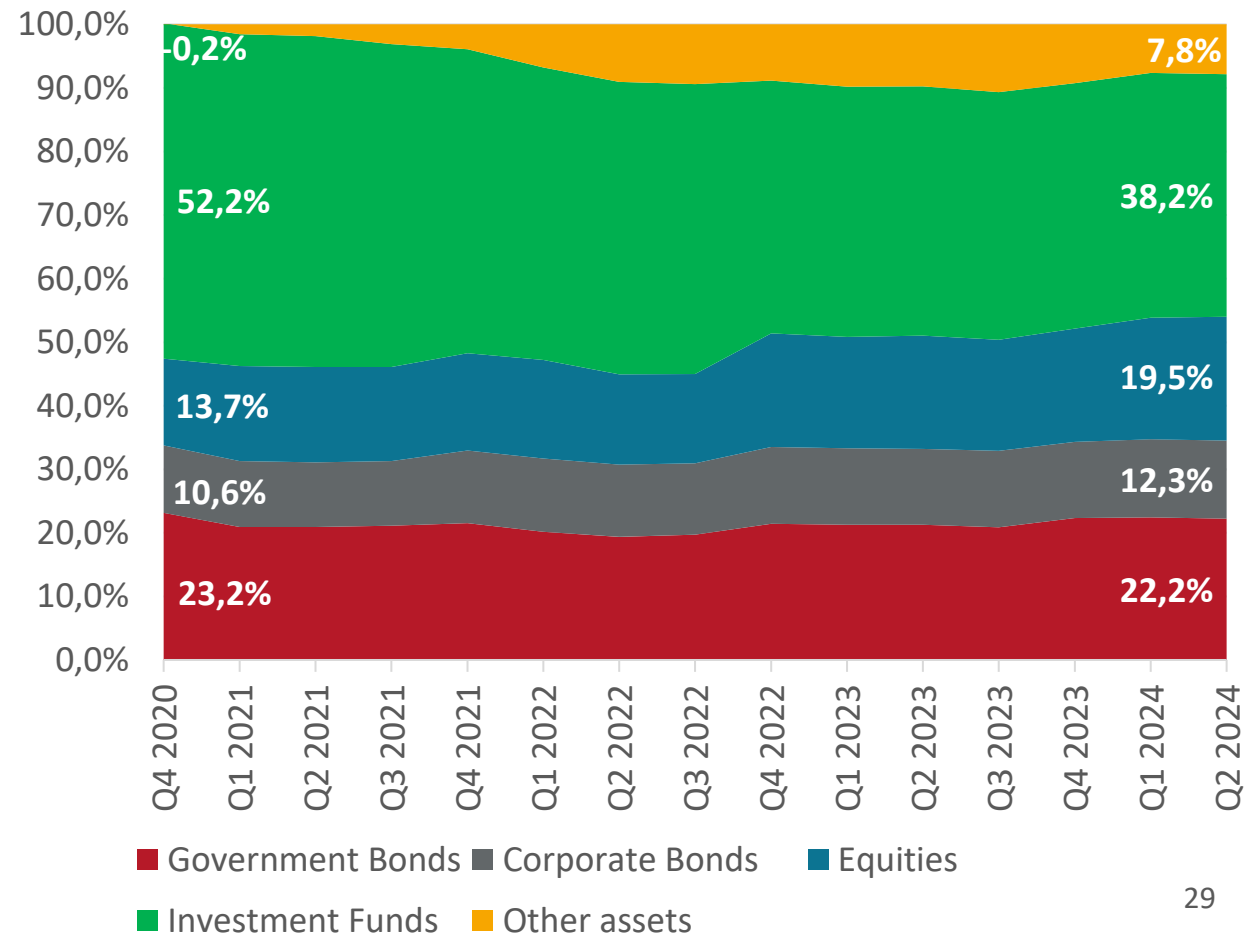
# Dane EIOPA dotyczące alokacji aktywów emerytalnych w Europie wskazują na znaczący, choć zmniejszający się, udział funduszy inwestycyjnych

Od Q4 2020 istotnie wzrósł udział pozostałych aktywów i akcji notowanych.

Alokacja aktywów emerytalnych według wybranych kategorii inwestycyjnych (mld EUR)



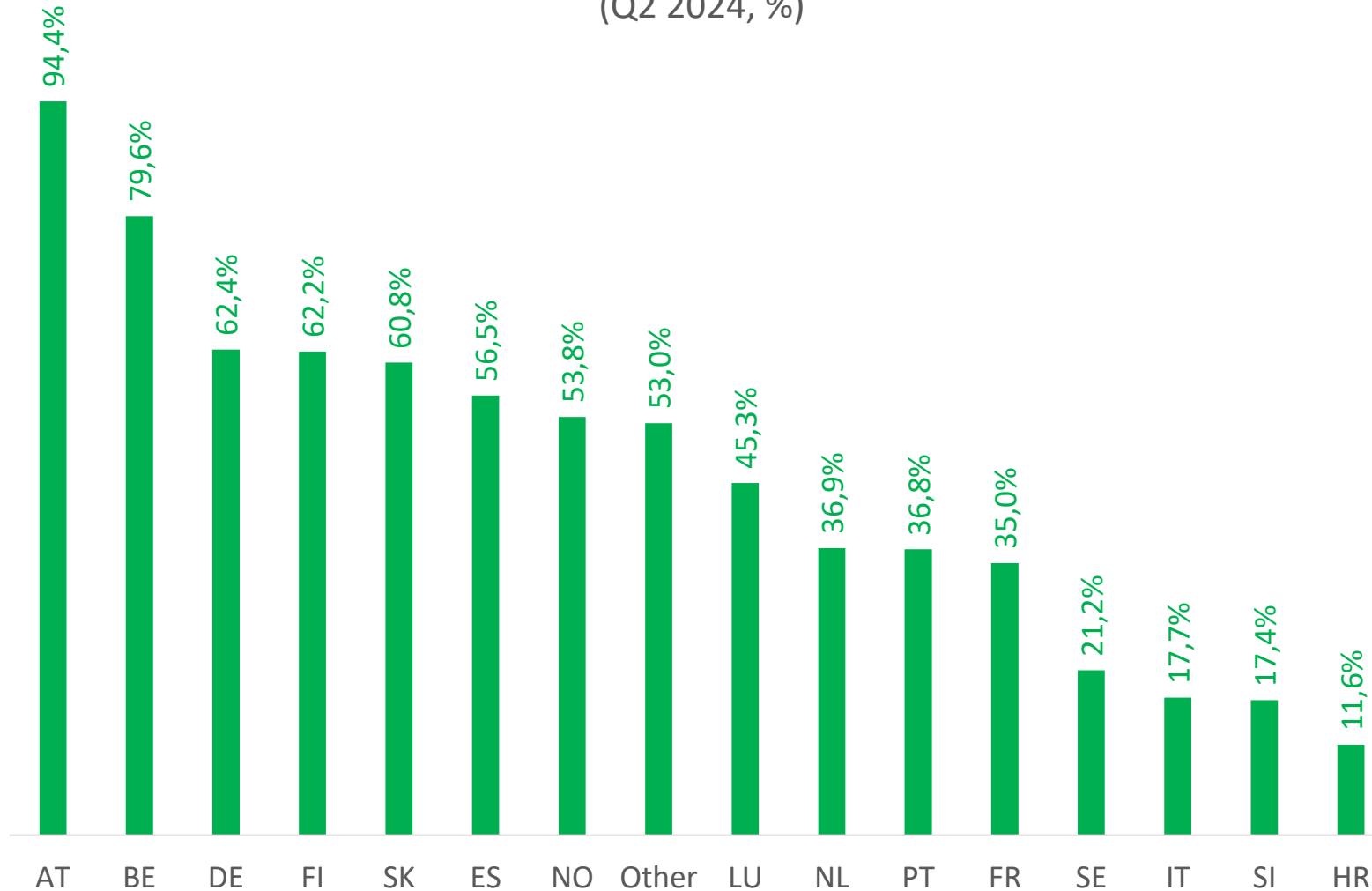
Alokacja aktywów emerytalnych według wybranych kategorii inwestycyjnych (udział w %)



Źródło: EIOPA IORP Statistics

Udział funduszy inwestycyjnych w alokacji aktywów emerytalnych różni się w zależności od kraju, największy jest w Austrii (94,4%), najmniejszy w Chorwacji (11,6%).

Udział funduszy inwestycyjnych w alokacji aktywów emerytalnych  
(Q2 2024, %)



## Rodzaje funduszy inwestycyjnych w statystykach EIOPA

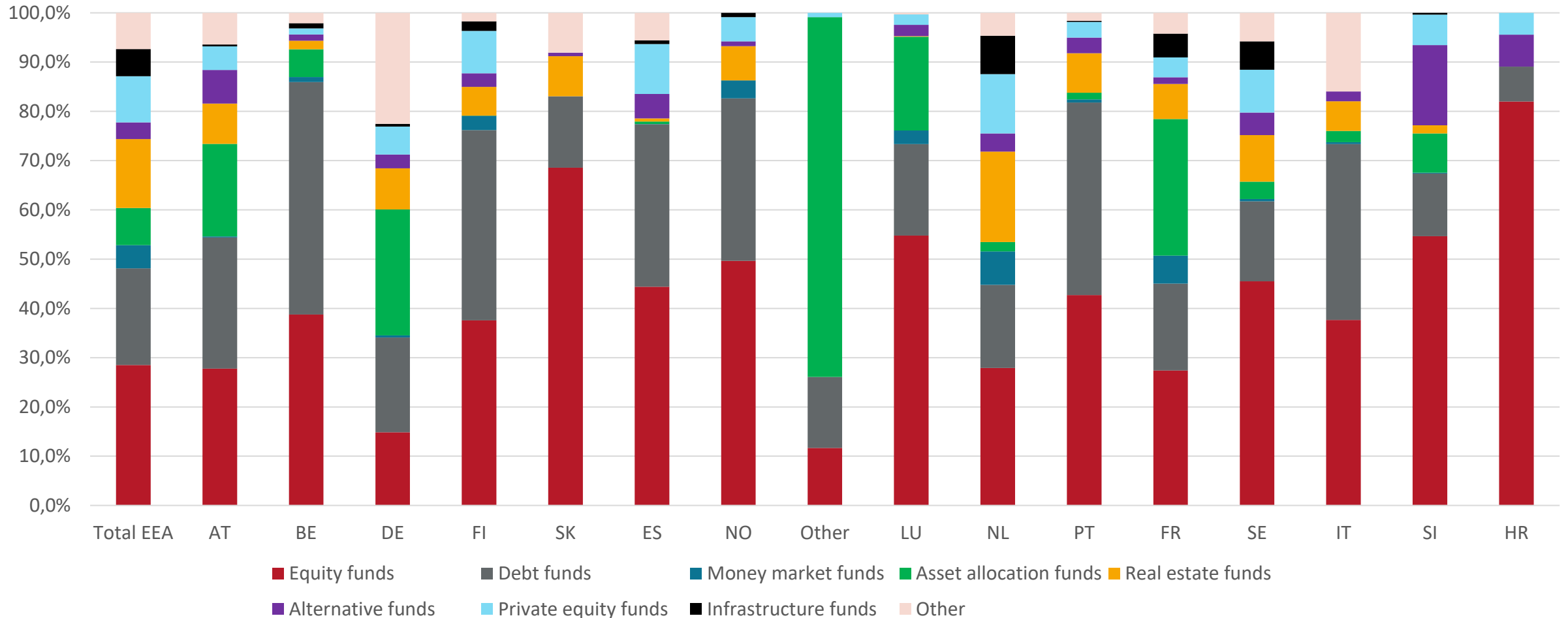
4	Collective Investment Undertakings	Collective investment undertaking' means an undertaking for collective investment in transferable securities (UCITS) as defined in Article 1(2) of Directive 2009/65/EC or an alternative investment fund (AIF) as defined in Article 4(1)(a) of Directive 2011/61/EU.
41	Equity funds	Collective investment undertakings mainly invested in equity.
42	Debt funds	Collective investment undertakings mainly invested in bonds.
43	Money market funds	Collective investment undertakings under the definition provided by ESMA (CESR/10-049).
44	Asset allocation funds	Collective investment undertakings which invests its assets pursuing a specific asset allocation objective, e.g. primarily investing in the securities of companies in countries with nascent stock markets or small economies, specific sectors or group of sectors, specific countries or other specific investment objective
45	Real estate funds	Collective investment undertakings mainly invested in real estate
46	Alternative funds	Collective investment undertakings whose investment strategies include such as hedging, event driven, fixed income directional and relative value, managed futures, commodities etc.
47	Private equity funds	Collective investment undertakings used for making investments in equity securities following strategies associated with private equity.
48	Infrastructure funds	Collective investment undertakings that invest in Infrastructure assets as defined in point 55a or 55b of Article 1 of Delegated Regulation (EU) 2015/35.
49	Other	Other Collective investment undertakings, not classified under the above categories.

Źródło: Commission Implementing Regulation (EU) 2023/894 of 4 April 2023 laying down implementing technical standards for the application of Directive 2009/138/EC of the European Parliament and the Council with regard to the templates for the submission by insurance and reinsurance undertakings to their supervisory authorities of information necessary for their supervision and repealing Implementing Regulation (EU) 2015/2450 (Text with EEA relevance)

# W obrębie funduszy inwestycyjnych największy udział alokacji aktywów odnotowano w funduszach akcyjnych i funduszach dłużnych

Tylko w jednym kraju, Niemczech, udział funduszy akcyjnych nie przekroczył 25%.

Udział poszczególnych rodzajów funduszy w alokacji aktywów w kategorii fundusze inwestycyjne (kraje uszeregowane względem największego udziału funduszy inwestycyjnych w aktywach ogółem, Q2 2024)

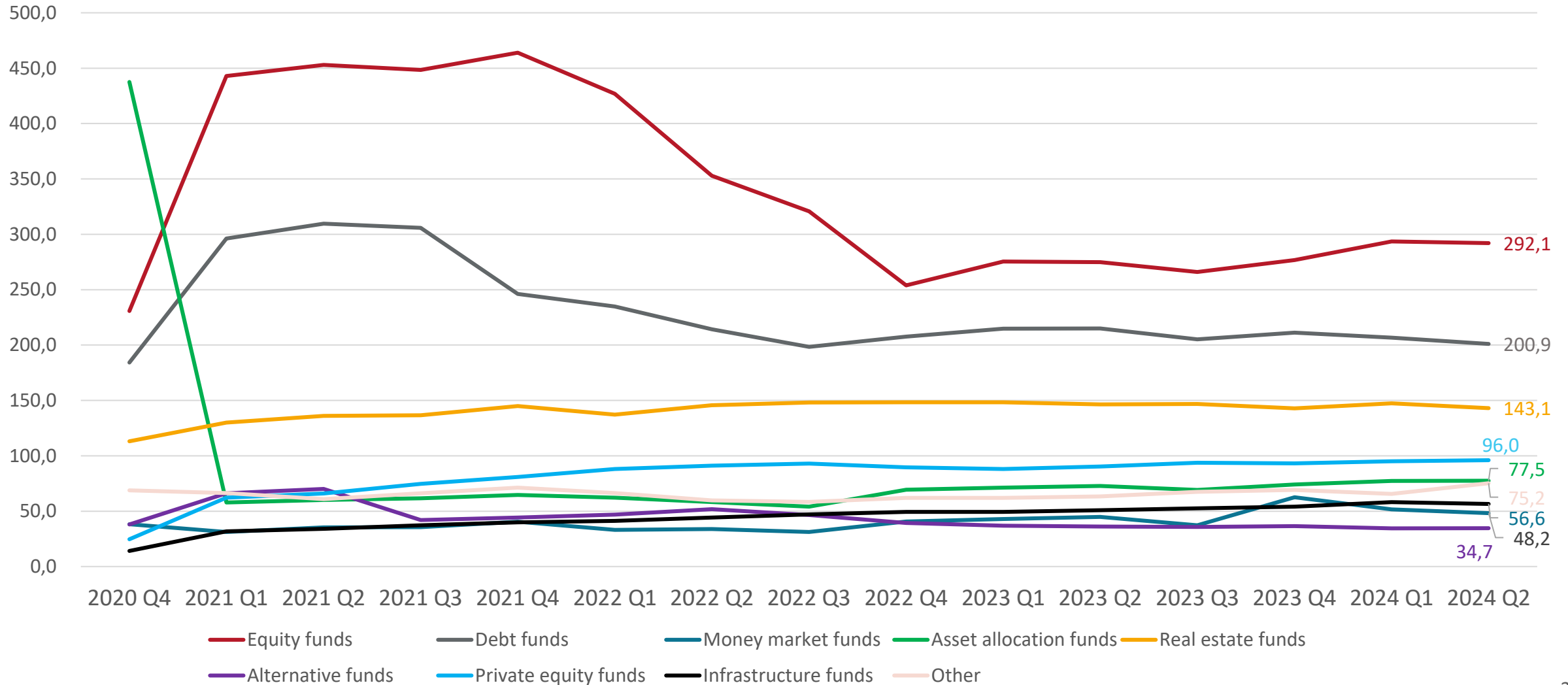


Źródło: EIOPA IORP Statistics



# Alokacja aktywów emerytalnych w kategorii fundusze inwestycyjne według poszczególnych rodzajów funduszy

Alokacja aktywów emerytalnych w poszczególnych rodzajach funduszy (kraje EEA ogółem, mld EUR)

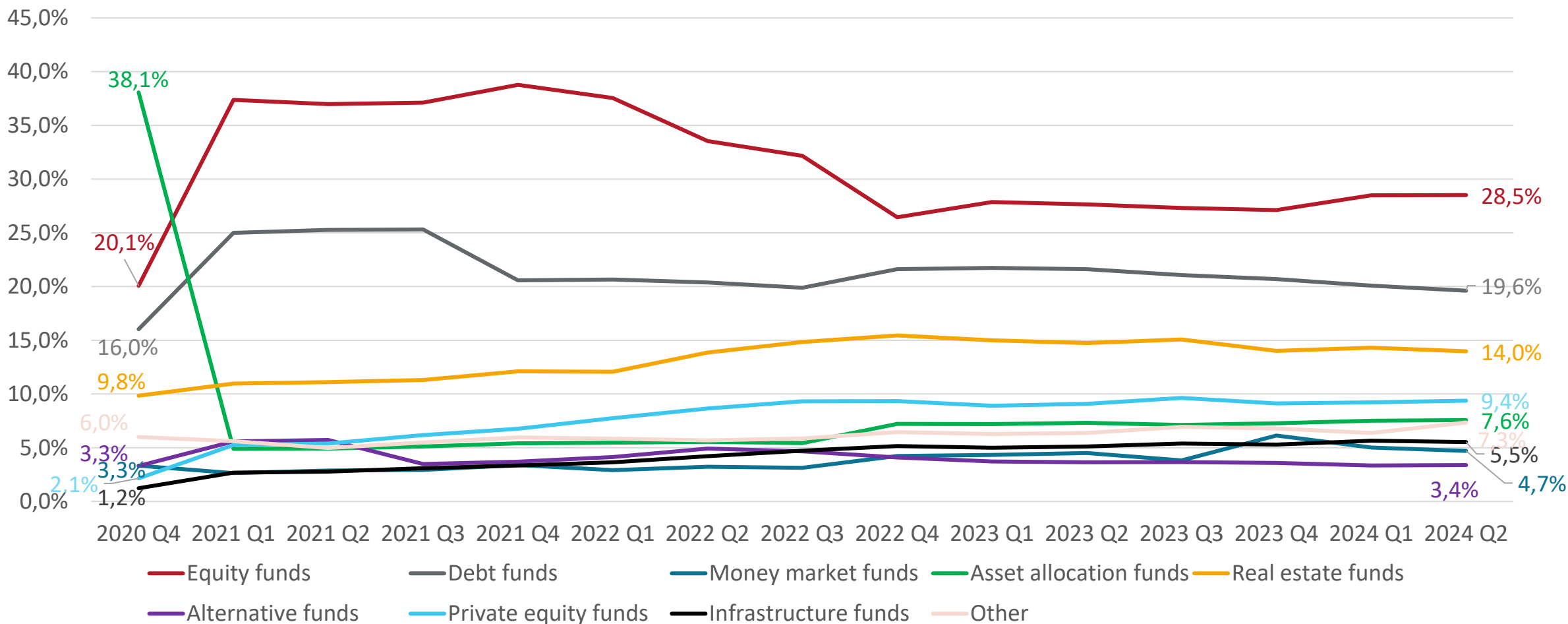


Źródło: EIOPA IORP Statistics

# Udział poszczególnych rodzajów funduszy w alokacji aktywów w kategorii fundusze inwestycyjne

Udział funduszy private equity od Q3 2022 utrzymuje się w okolicach 10%.

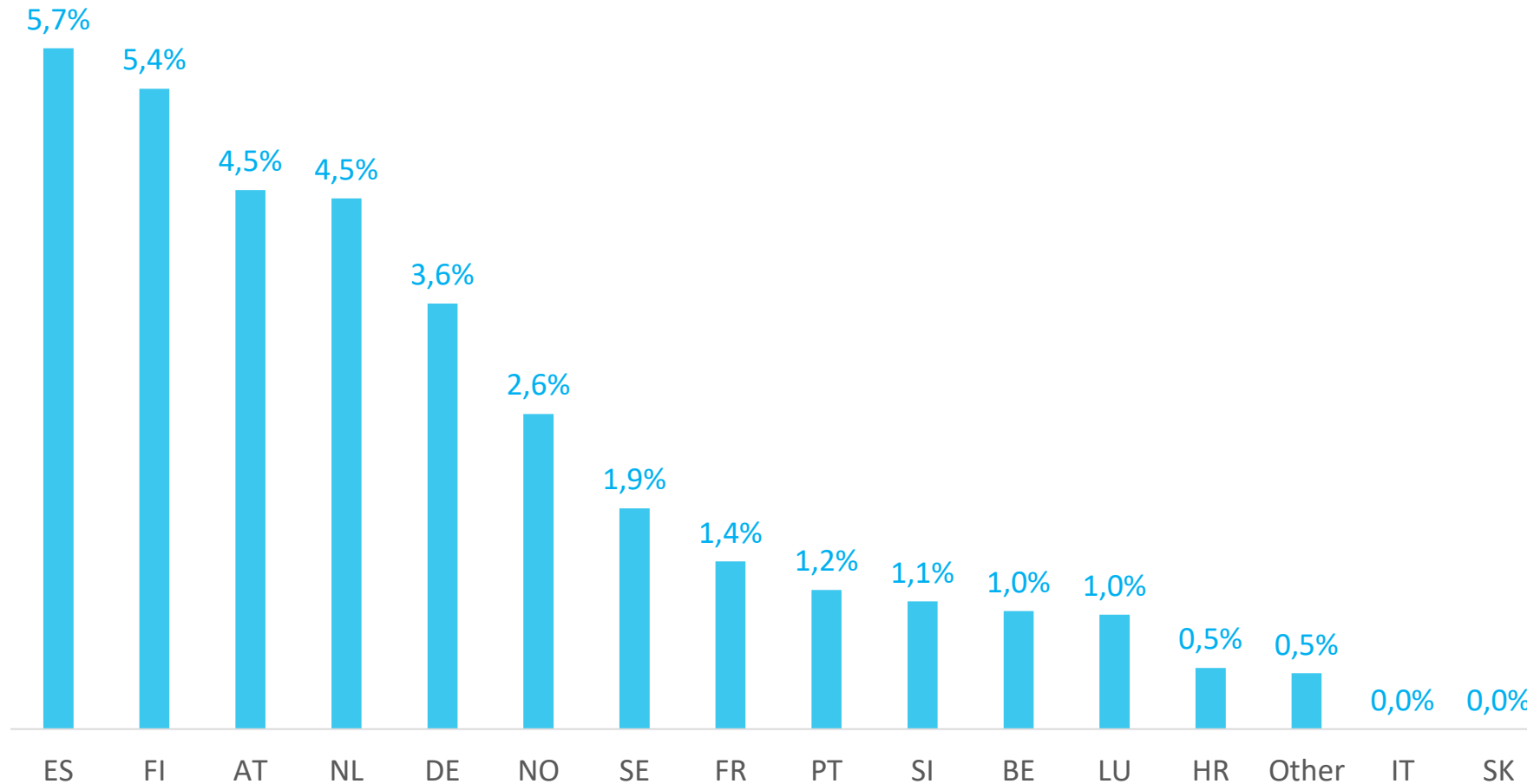
## Udział poszczególnych rodzajów funduszy w alokacji aktywów w kategorii fundusze inwestycyjne (EEA ogółem, udział w %)



Źródło: EIOPA IORP Statistics

Hiszpania jest krajem o największym udziale funduszy private equity w alokacji **aktywów emerytalnych ogółem** (5,7%).

Udział funduszy private equity w alokacji **aktywów emerytalnych ogółem**  
(Q2 2024, %)



Źródło: EIOPA IORP Statistics



---

3.0.

# Przegląd literatury

Rosnąca literatura i rekomendacje organizacji międzynarodowych sugerują, że luka w wydajności pomiędzy UE a USA wymaga większych inwestycji VC/PE finansowanych większym zaangażowaniem funduszy emerytalnych w VC/PE.



Working Paper IMF z czerwca 2024 sugeruje, że ograniczenia regulacyjne powstrzymują fundusze emerytalne przed inwestowaniem w VC:

**IMF Working Paper**

Offices in Europe

**Stepping Up Venture Capital to Finance Innovation in Europe**

Prepared by Nathaniel Arnold, Guillaume Claveres, and Jan Frie\*

Under the guidance of Ashok Vir Bhatia

Authorized for distribution by James John

July 2024

**ABSTRACT:** Relative to the US, productivity growth and investment in R&D in lagging in the EU, where it is more difficult to finance and scale up promising, innovative startups. Many of the most successful EU startups move elsewhere for financing, causing the EU to lose out on both the direct growth benefits and positive spillovers from these innovative firms. The EU could nurture innovative startups by accelerating the development of its venture capital (VC) ecosystem. Reducing regulatory frictions, especially ones that deter pensions funds and insurers from investing in VC, combined with well-designed tax incentives for R&D investments could help accelerate the development of the VC sector. These and other key CMU initiatives, such as the consolidation of stock markets and reforming and harmonizing insolvency regimes, will take time. Given the urgency to boost innovation, giving public financial institutions like the European Investment Fund a more active and expanded role in kickstarting VC markets where needed and in familiarizing investors with the VC asset class can be a helpful interim step.

# Raport Draghiego rekomenduje zwiększenie funduszom emerytalnym możliwości inwestowania w innowacyjne technologie i akcje nienotowane na giełdach.



## SUMMARY TABLE – INNOVATION PROPOSALS

## TIME HORIZON<sup>19</sup>

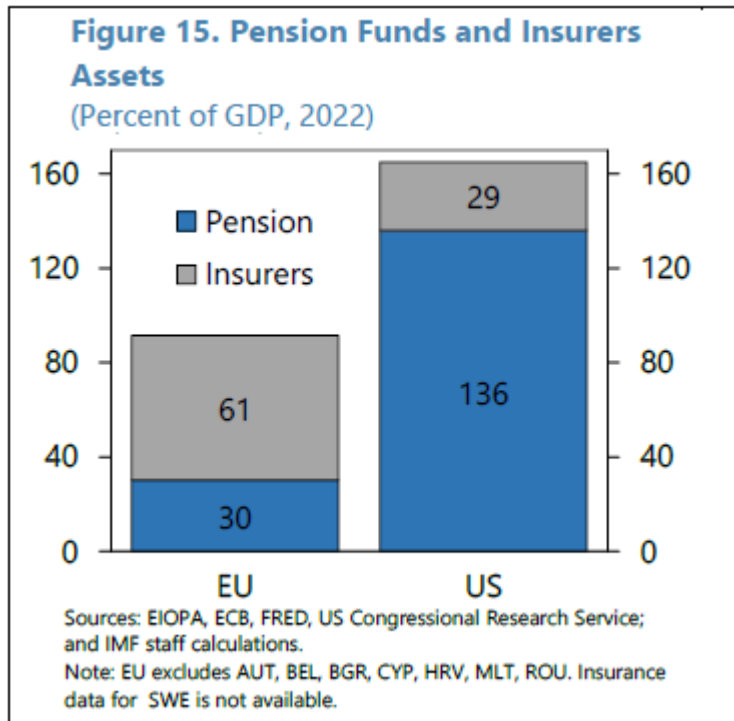
- |   |       |
|---|-------|
| 1 <b>A better financing environment for disruptive innovation, start-ups and scale-ups:</b> i) increase support to disruptive innovation, through an ‘ARPA-type’ agency; ii) expand incentives for business ‘angels’ and private/public seed capital investors; iii) leverage the European Investment Bank (EIB) and National Promotional Banks (NPBs) to mobilise public-private funds and favour co-investment in ventures requiring larger amounts; iv) increase the appeal of European stock markets for IPOs and for companies after going public; v) review Solvency II requirements and <u>issue innovative investment guidelines for EU Pension Plans</u> [as detailed in the sustaining investment chapter]. | ST/MT |
|---|-------|

### THE FUTURE OF EUROPEAN COMPETITIVENESS – PART B | SECTION 2 | CHAPTER 1

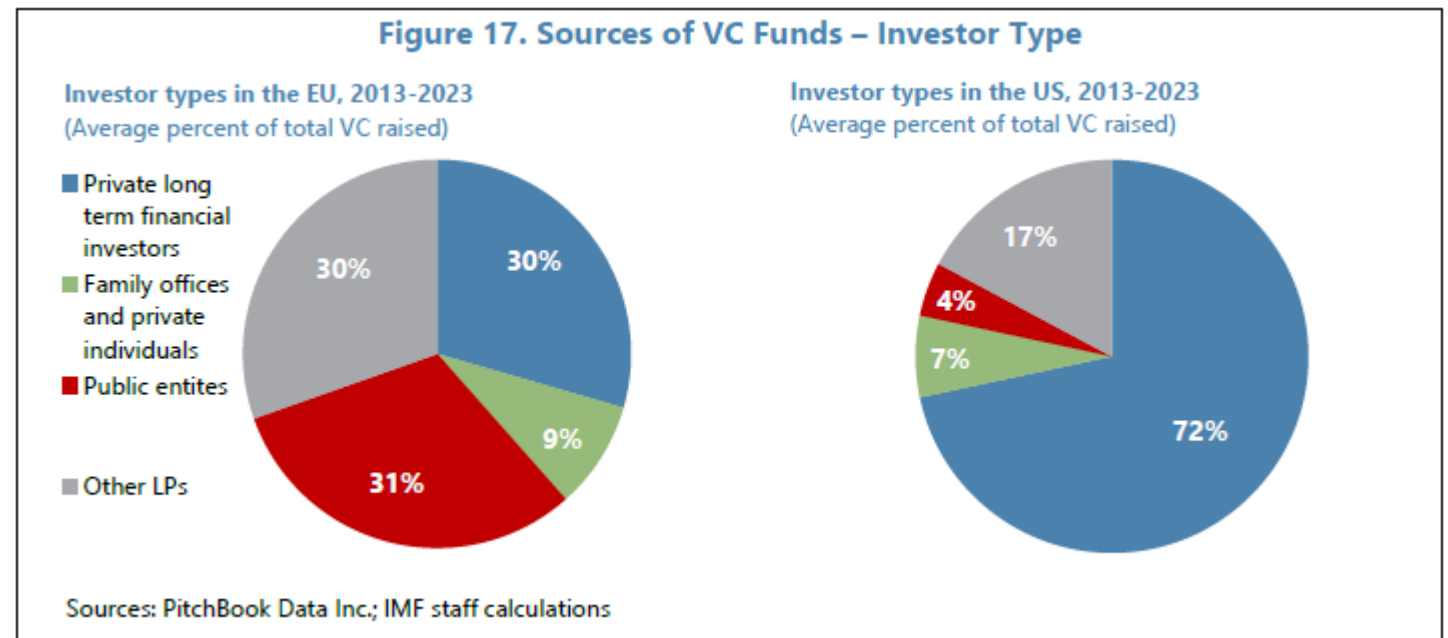
**Proposal 1c. Generate a significant increase in equity and debt funding available to start-ups and scale-ups.** To increase the amount of public-private funds available to innovative business ventures and to fund high-tech projects requiring large investments, the following interventions should be considered:

- **Review Solvency II requirements to free up insurance companies’ capital for private investment and issue guidelines for EU Pension Plans** (as detailed in the chapter on sustaining investment). Solvency II is the regulatory framework for insurance companies operating in the European Union, designed to ensure that insurers have sufficient capital to cover their risk exposure and protect policyholders.. A similar review should be conducted on the investment policies of EU pension plans, currently underinvesting in private companies versus their non-EU counterparts.

# Mniejsze zasoby funduszy emerytalnych w UE i mniejsza alokacje środków funduszy emerytalnych do funduszy VC w UE



28. As noted, pools of private capital are much smaller in Europe than in the United States, with national fragmentation playing a major contributing role. The fact that the EU financial system is bank-based limits the aggregate size of the European capital markets. Assets held in private pension funds and insurance companies collectively amount to some \$11.9 trillion in the EU, a small fraction of the United States' roughly \$42.5 trillion (Figure 15). National fragmentation, exacerbated by home-country bias at pension funds and insurers, then splits these already-much-smaller aggregate capital pools into national silos (Figure 16; [Bhatia et al. 2019](#)). As a result, a far smaller share of VC funds' capital in the EU comes from institutional investors than in the United States (Figure 17). The smaller size of individual VC funds in the EU, in turn, means that very few of them are able to finance individual startups' later-stage financing needs—ranging from several million to hundreds of millions of euros—while maintaining a proper diversification of risk exposures.



Źródło: Nathaniel Arnold, Guillaume Claveres, and Jan Frie, Stepping Up Venture Capital to Finance Innovation in Europe, IMF, WP/24/146

# Badanie przeprowadzone przez pracowników Copenhagen Business School wykazało znaczący pozytywny związek pomiędzy inwestycjami funduszy emerytalnych a wskaźnikami innowacji



Autorzy artykułu *Pension Fund Investment and Firm Innovation*, na przykładzie Danii, odkryli znaczący pozytywny związek między inwestycjami funduszy emerytalnych a różnymi wskaźnikami innowacji, w tym liczbą patentów czy zielonymi technologiami.

Badanie podkreśla, że fundusze emerytalne zapewniają stabilny, długoterminowy kapitał, który jest kluczowy dla wspierania innowacyjności.

Ponadto fundusze emerytalne pomagają zmniejszyć nieefektywność zarządzania poprzez monitorowanie i pociąganie menedżerów zarządzających do odpowiedzialności.

Badanie podkreśla istotną rolę funduszy emerytalnych w napędzaniu innowacyjności firm, szczególnie w kontekście zielonych technologii.

## Wybrane fragmenty z artykułu:

This study specifically investigates the connection between corporate innovation in Denmark and domestic pension funds as institutional investors. Pension funds are well-suited for innovation financing due to their significant assets under management and long investment horizon.

The paper establishes a positive and statistically significant relationship between pension fund investment and innovation, as measured by citation-weighted total patents and climate related patents. Additional robustness checks corroborate the main findings and allow us to dismiss the hypothesis that the effect of pension fund investment is due to the presence of other investors, such a private equity. Furthermore, our analysis suggests that competition

hypothesis. Additionally, the study uncovers a positive correlation between the duration of pension fund investment and innovation, indicating that pension funds offer the capital necessary for investing in risky, long-term projects.

The relationship that we find also extends to green innovation, with pension fund investment being associated with an increased green patenting activity. Pension funds employ different strategies to account for ESG factors, with active ownership, exclusionary screening and divestment the most commonly employed tools (OECD, 2021). While the question of the effectiveness of these different strategies lies outside the scope of this paper, our results indicate that pension funds can play a role in fostering green innovation in the economy.



# Nie ma ogólnoeuropejskich przepisów dotyczących inwestycji pracowniczych programów emerytalnych (IORP) w kapitał wysokiego ryzyka. Jednakże dyrektywa parlamentu europejskiego z 2016 zobowiązuje je do „ostrożnego” inwestowania



DYREKTYWA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY (UE) 2016/2341  
w sprawie działalności instytucji pracowniczych programów emerytalnych oraz nadzoru nad takimi instytucjami (IORP)

Artykuł 19

## Reguły inwestowania

1. Państwa członkowskie wymagają od IORP zarejestrowanych lub wykonujących działalność na podstawie zezwolenia na ich terytoriach, aby inwestowały zgodnie z zasadą „ostrożnego inwestora”, w szczególności zgodnie z następującymi regułami:

- a) aktywa są inwestowane w najlepszym długoterminowym interesie ogółu uczestników i beneficjentów. W przypadku potencjalnego konfliktu interesów, IORP lub podmiot, który zarządza jej portfelem, zapewnia, aby inwestycja była dokonywana wyłącznie w interesie uczestników i beneficjentów;
- b) w myśl zasady „ostrożnego inwestora” państwa członkowskie umożliwiają IORP uwzględnianie potencjalnych długoterminowych skutków decyzji inwestycyjnych dla czynników środowiskowych, społecznych i czynników związanych z zarządzaniem;
- c) aktywa są inwestowane w taki sposób, aby zapewnić bezpieczeństwo, jakość, płynność i rentowność portfela jako całości;
- d) aktywa są inwestowane głównie na rynkach regulowanych. Inwestowanie w aktywa, które nie są dopuszczone do obrotu na regulowanych rynkach finansowych, musi w każdym wypadku być utrzymywane na ostrożnym poziomie;
- e) inwestowanie w instrumenty pochodne jest możliwe w zakresie, w jakim takie instrumenty przyczyniają się do zmniejszenia ryzyka inwestycji lub ułatwienia efektywnego zarządzania portfelem. Muszą być one wycenione na ostrożnej podstawie, z uwzględnieniem aktywów bazowych, i włączone do wyceny aktywów IORP. IORP unikają również nadmiernej ekspozycji na ryzyko pojedynczego kontrahenta i innych transakcji instrumentami pochodnymi;
- f) aktywa są właściwie dywersyfikowane w taki sposób, aby unikać nadmiernego uzależnienia od poszczególnego składnika aktywów, emitenta lub grupy przedsiębiorstw oraz kumulacji ryzyk w portfelu jako całości.

Inwestycje w aktywa emitowane przez tego samego emitenta lub emitentów należących do tej samej grupy nie mogą narażać IORP na nadmierną koncentrację ryzyka;

- g) inwestowanie w instytucję finansującą nie może przekroczyć 5 % portfela jako całości, a w przypadku gdy instytucja finansująca należy do grupy, inwestowanie w instytucje należące do tej samej grupy co instytucja finansująca nie może przekroczyć 10 % tego portfela.

Jednocześnie dyrektywa wyraźnie wspomina, że państwa członkowskie nie mogą uniemożliwiać inwestowaniu w instrumenty emitowane lub gwarantowane przez EBI w ramach Europejskiego Funduszu na rzecz Inwestycji Strategicznych, europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych, europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej i europejskich funduszy venture capital:

Jednakże państwa członkowskie nie stawiają przeszkód IORP w:

- a) inwestowaniu do 70 % aktywów stanowiących pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych lub całego portfela w odniesieniu do programów, w których uczestnicy ponoszą ryzyko inwestowania w akcje, zbywalne papiery wartościowe traktowane jako udziały i obligacje korporacyjne dopuszczone do obrotu na rynkach regulowanych lub w ramach MTF lub OTF i decydowaniu o relatywnej wadze tych papierów wartościowych w ich portfelu inwestycyjnym. Jednakże państwa członkowskie mogą, pod warunkiem że jest to uzasadnione względami ostrożnościowymi, zastosować niższy limit wynoszący nie mniej niż 35 % wobec IORP, które obsługują programy emerytalne z długoterminową gwarancją stóp procentowych, ponoszą ryzyko inwestycyjne i same zapewniają gwarancję;
- b) inwestowaniu do 30 % aktywów stanowiących pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych w aktywa denominowane w walutach innych niż pasywa;
- c) inwestowaniu w instrumenty o długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym, które nie znajdują się w obrocie na rynkach regulowanych, MTF lub OTF;
- d) inwestowaniu w instrumenty emitowane lub gwarantowane przez EBI w ramach Europejskiego Funduszu na rzecz Inwestycji Strategicznych, europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych, europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej i europejskich funduszy venture capital.

Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych regularnie publikuje dashboard Ryzyka Emerytalnego, w którym ocenia główne ryzyka i podatności w sektorze emerytur pracowniczych w Europejskim Obszarze Gospodarczym.



### October 2024 IORP Risk Dashboard

Risks	Level	Trend (Past 3 months)	Outlook (Next 12 months)
Macro risks			
Credit risks			
Market & asset return risks			
Liquidity risks			
Reserve & funding risks (DB Schemes)			
Concentration risks			
ESG related risks			
Digitalisation & cyber risks			

Ogólny poziom ryzyka utrzymuje się na stabilnym, średnim poziomie.

Zgodnie z październikową oceną ryzyko rynkowe i ryzyko związane ze zwrotem aktywów utrzymują się na wysokim poziomie. Zmienność na rynkach obligacji zmniejszyła się pod koniec września, ale nadal pozostaje wysoka w porównaniu ze standardami historycznymi.

Arrows	Trend/Outlook	Colour	Level of Risk
	Substantial increase		Low
	Increase		Medium
	Constant		High
	Decrease		Very High
	Substantial Decrease		

Sposób upłynnienia inwestycji w fundusze VC ma wpływ na osiąganą stopę zwrotu. Duże sovereign wealth funds opóźniają wyjście i obniżają osiągnięte zwroty. Wedle naszej wiedzy podobnie bywa z funduszami emerytalnymi.



- Jest różnica pomiędzy stopą zwrotu liczoną przez fundusze PE/VC a stopą zwrotu realizowaną przez inwestorów w fundusze PE/VC.
- Fundusze PE/VC liczą swoje stopy zwrotu od „distribution event” – wypłata do inwestorów może mieć postać gotówki, ale częściej ma postać przekazania inwestorom akcji i obligacji notowanych na giełdach.



**Journal of International Business Policy (2023) 6, 330–355**  
© 2023 Academy of International Business. All rights reserved 2522-0691/23  
www.jibp.net

## Sovereign wealth fund investment in venture capital, private equity, and real asset funds

Douglas Cumming<sup>1,2</sup> and Pedro Monteiro<sup>3</sup>

<sup>1</sup>DeSantis Distinguished Professor, College of Business, Florida Atlantic University, 777 Glades Road, Boca Raton, FL 33431, USA; <sup>2</sup>Visiting Professor, Birmingham Business School, University of Birmingham, University House, 116 Edgbaston Park Rd, Birmingham B15 2TY, UK; <sup>3</sup>Kania School of Management, University of Scranton, 320 Madison Avenue, Scranton, PA 18510, USA

**Correspondence:**  
P Monteiro, Kania School of Management, University of Scranton, 320 Madison Avenue, Scranton, PA 18510, USA  
e-mail: pedro.monteiro@scranton.edu

### Abstract

This paper examines the performance of limited partners' (LPs) investments in venture capital, private equity, and real asset funds (referred to as "alternative asset funds") from 52 countries around the world over the period of 1995 to 2020. The data indicate that sovereign wealth funds (SWFs) are significantly slower to fully liquidate and earn lower returns from their investments, particularly from their investments in venture capital funds. The longer duration and lower performance of SWFs is more pronounced for strategic SWFs than savings SWFs. We show that SWFs tend to invest in venture capital funds located in countries with lower-quality disclosure indices. Additionally, SWFs are more often involved in buyout funds and in larger funds that have greater number of limited partners. Overall, the data indicate sovereign wealth funds make large investments in alternative asset funds with a longer-term view and earn lower financial returns, which is consistent with strategic and political SWF investment objectives.

*Journal of International Business Policy* (2023) 6, 330–355.  
<https://doi.org/10.1057/s42214-023-00162-3>



## Biuro Analiz PFR S.A.:

*pawel.dobrowolski@pfr.pl*

*michal.kolasa@pfr.pl*

*andrzej.kochman@pfr.pl*

Niniejszy materiał został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym. Biuro Analiz dołożyło wszelkich starań, aby raport oparty był na wiarygodnych i sprawdzonych źródłach. PFR S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w materiale. Raport może być wykorzystywany do opracowań własnych w całości lub części wyłącznie pod warunkiem powołania się na źródło.