

***MIEJSCE FUNDUSZY  
EMERYTALNYCH W PLANIE  
NA RZECZ  
ODPOWIEDZIALNEGO  
ROZWOJU***

Maj 2016 r.

Raport powstały na zlecenie i przy współpracy z  
Izbą Gospodarczą Towarzystw Emerytalnych.

# Spis treści

Spis treści .....	2
Wykaz skrótów .....	3
Podsumowanie .....	4
1. Wstęp – Otwarte Fundusze Emerytalne, a Plan na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju.....	10
2. Rola oszczędności emerytalnych w gospodarce Polski.....	13
2.1. Oszczędności emerytalne w Polsce i na świecie.....	13
3.2 Struktura i rola oszczędności emerytalnych w Polsce .....	15
2.2. Obecne ograniczenia w polityce inwestycyjnej OFE.....	18
2.3. Struktura inwestycji OFE i ich rola w rozwoju rynku kapitałowego. ....	20
3. Możliwości inwestycji OFE w alternatywne rodzaje aktywów .....	27
3.1. Miejsce alternatywnych aktywów w portfelach funduszy w najbardziej rozwiniętych gospodarkach.....	27
3.2. Inwestycje funduszy emerytalnych w nieruchomości .....	29
3.2.1. Inwestycje w nieruchomości funduszy emerytalnych na świecie. ....	29
3.2.2. Jak zwiększyć zaangażowanie OFE w nieruchomości? .....	31
3.2.3. Potencjalna rola OFE w rozwoju rynku budownictwa na wynajem.....	32
3.3. Potencjalne inwestycje infrastrukturalne funduszy emerytalnych .....	33
3.3.1. Inwestycje infrastrukturalne funduszy emerytalnych w wybranych krajach .....	34
3.3.2. Potencjalna rola OFE w rozwój inwestycji w infrastrukturę .....	35
3.4. Potencjalne zaangażowanie OFE w fundusze Private Equity, w tym Venture Capital..	37
3.4.1. Jak zwiększyć zaangażowanie OFE w Venture Capital. ? .....	39
3.4.2. Potencjalna rola OFE w rozwoju rynku Venture Capital .....	40

## *Wykaz skrótów*

BGK – Bank Gospodarstwa Krajowego

FUS – Fundusz Ubezpieczeń Społecznych

IKE – Indywidualne Konto Emerytalne

IKZE – Indywidualne Konto Zabezpieczenia Emerytalnego

KNF – Komisja Nadzoru Finansowego

GUS – Główny Urząd Statystyczny

OECD – Organization for Economic Cooperation and Development – Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju

OFE- Otwarty Fundusz Emerytalny

Plan – Plan na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju Polski

PE – Private Equity

PPE – Powszechny Program Emerytalny

PTE – Powszechne Towarzystwo Emerytalne

REIT – Real Estate Investment Trust

UE – Unia Europejska

VC – Venture Capital

ZUS – Zakład Ubezpieczeń Społecznych

## **Podsumowanie**

***Budowa długookresowych oszczędności Polaków to konieczność***

Jedną z podstaw realizacji Planu na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju przygotowanego przez rząd ma być mobilizacja krajowych oszczędności. Tylko w ten sposób uda się osiągnąć konieczne wskaźniki relacji inwestycji do PKB bez konieczności nadmiernego zadłużania się za granicą. Z drugiej strony, utrzymanie się obecnych trendów demograficznych oznaczać będzie znaczący spadek świadczeń emerytalnych w ciągu nadchodzących lat.

***OFE to naturalny wehikuł budowy tych oszczędności.***

Ograniczenie tego negatywnego efektu wymaga nie tylko zachęcenia Polaków do gromadzenia długookresowych oszczędności, co stanowi warunek niezbędny do budowy kapitału koniecznego do zapewnienia godnego poziomu życia w okresie emerytalnym, ale także podjęcia stosownych działań legislacyjnych celem przyjęcia stosownych rozwiązań prawnych umożliwiających rozwój trzeciego filara emerytalnego w Polsce.

Zarówno stworzenie nowych rozwiązań prawnych w tym zakresie, jak i budowanie świadomości wśród społeczeństwa jest procesem niezbędnym, ale złożonym i długotrwałym. Na jego efekty trzeba będzie poczekać od 5 do 10 lat. Do tego czasu, warto przyjrzeć się już istniejącym instytucjom, które mogą być dostawcami kapitału własnego i mogą pomóc w realizacji Planu na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju.

***Środki w OFE to 8% całkowitych aktywów finansowych Polaków.***

Pod koniec pierwszego kwartału 2016 roku konta w Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE) posiadało 16,5 miliona Polaków i w sumie ich aktywa wynosiły 143,5 miliardów złotych<sup>1</sup>. Oznacza to, iż już po reformie z 2014 stanowią one 8% całkowitych aktywów finansowych gospodarstw domowych wynoszących 1 725 miliardów złotych. Są one ze swej natury najstabilniejszą i zorientowaną na najdłuższy okres częścią tych oszczędności. W przeciwieństwie do środków zgromadzonych w OFE, środki wpłacone przez przyszłych

---

<sup>1</sup> Źródło: KNF, dane miesięczne OFE, stan na koniec marca 2016.

***Środki wpłacone przez emerytów do ZUS oszczędnościami nie są.***

emerytów do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych, ze względu na ich repartycyjny charakter, oszczędnościami nie są.

Z racji na swój powszechny, stabilny i długookresowy charakter fundusze zgromadzone w OFE stanowią bardzo atrakcyjne i znaczące źródło finansowania dla rozwoju polskiej gospodarki, a w szczególności dla polskich firm<sup>2</sup>.

Biorąc pod uwagę obecny zasób kapitałowy OFE, potencjalnie stabilne źródło finansowania (część obowiązkowych składek emerytalnych Polaków), regulowane ustawowo niskie koszty zarządzania oraz quasi-publiczny<sup>3</sup> charakter zgromadzonych tam funduszy, umożliwienie OFE szerszego włączenie się w realizację Planu jest po pierwsze naturalne, a po drugie pożądane. Pomimo to, Plan nie wymienia OFE jako jednego z potencjalnych źródeł finansowania projektów rozwojowych, chociaż wskazuje, że pożądany byłby w tym udział zagranicznych funduszy emerytalnych.

***OFE mogą w naturalny sposób wspomóc finansowanie ambitnych planów rozwojowych.***

Zwiększenie wachlarza instrumentów, w które OFE mogłyby inwestować w Polsce przyczyniłoby się nie tylko do wsparcia ambitnych planów rozwojowych, ale także służyłoby dywersyfikacji ryzyka prowadzącej do zwiększenia bezpieczeństwa inwestowanych środków, a więc także bezpieczeństwa przyszłych emerytów. Jest to szczególnie ważne w sytuacji, gdy ponad 80% portfela inwestycyjnego OFE ulokowane jest w akcjach.

Na skutek reformy emerytalnej z 2014 roku znacznie skurczyły się alternatywne, bezpieczniejsze instrumenty, w które OFE mogłyby

---

<sup>2</sup> W tej chwili udział OFE w kapitalizacji Polskich spółek notowanych na GPW wynosi 19%.

<sup>3</sup> Używamy sformułowania „quasi-publiczny” z racji na różnice pomiędzy ekonomicznym i prawnym rozumieniem funduszy zgromadzonych w OFE. W sensie ekonomicznym (np. w danych GUS oraz Eurostat fundusze zgromadzone w OFE są traktowane jako aktywa finansowe gospodarstw domowych, tzn. są traktowane jako środki prywatne), z drugiej strony Trybunał Konstytucyjny określił ich publiczny charakter w sensie prawnym.

**Wzrasta  
znaczenie  
alternatywnych  
aktywów w  
portfelach  
funduszy  
emerytalnych na  
świecie**

**Nieruchomości są  
najważniejszą z  
punktu widzenia  
globalnego  
alternatywną  
klasą aktywów**

**W Polsce debata  
publiczna o  
potrzebie  
stworzenia  
odpowiedników  
REIT-ów toczy się  
od kilku lat.**

inwestować powierzone im środki. Obligacje korporacyjne są zbyt małym rynkiem, aby przejąć rolę obligacji skarbowych, natomiast depozyty i lokaty bankowe są ekonomicznie nieopłacalne przez niskie oprocentowanie i wysokie opłaty bankowe. Wprowadzenie na początku 2016 roku podatku od niektórych instytucji finansowych<sup>4</sup> nie będzie sprzyjać poprawie atrakcyjności lokat.

Struktura portfeli inwestycyjnych funduszy emerytalnych na poziomie globalnym także jest nastawiona na akcje i obligacje, ale znaczenie alternatywnych aktywów systematycznie wzrasta. Z racji potencjalnej możliwości włączenia OFE w realizację Planu na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju najbardziej atrakcyjnymi alternatywnymi formami inwestowania w Polsce byłyby: nieruchomości, w tym mieszkania na wynajem, szeroko pojęte projekty infrastrukturalne oraz fundusze Private Equity, w tym w szczególności fundusze Venture Capital.

Nieruchomości są najważniejszą z punktu widzenia globalnego alternatywną klasą aktywów. Ich udział w portfelach inwestycyjnych funduszy emerytalnych w Szwajcarii wynosi prawie 17%, w Portugalii 14%, w Kanadzie 8%, a w Niemczech 5%.

Od kilku lat toczy się również debata publiczna o potrzebie stworzenia w Polsce odpowiedników REIT-ów, (Real Estate Investment Trust), które mogłyby przyczynić się do powstania synergii z OFE i potrzebami rynku nieruchomości. Obecnie wciąż brak jest stosownych rozwiązań prawnych w tym zakresie.

Warto zauważyć, że działające za granicą REIT-y już w tej chwili inwestują w działające na naszym rynku nieruchomości spółki i budują oszczędności przyszłych emerytów z Australii, czy Niemiec.

Przy obecnej wielkości aktywów OFE zainwestowanie w sektor nieruchomości do 10% ich aktywów wzbogaciłby ten sektor o 14 miliardów złotych na finansowanie projektów. Środki te

---

<sup>4</sup> Ustawa z dnia 15 stycznia 2016 r. o podatku od niektórych instytucji finansowych (Dz.U. z 2016 r., poz. 68)

**10% aktywów OFE to połowa środków przeznaczanych w Polsce rocznie na budownictwo wielorodzinne i komercyjne.**

**Inwestycje infrastrukturalne to kolejna interesująca dla OFE klasa aktywów.**

**Przy 5% zaangażowaniu OFE w projekty infrastrukturalne mogłyby one liczyć na 7 miliardów złotych dodatkowych funduszy.**

odpowiadają połowie obecnych nakładów, jakie są przeznaczane na budownictwo wielorodzinne i komercyjne.

Fundusze emerytalne na świecie ze zwiększoną uwagą rozważają także inwestycje infrastrukturalne. Dzieje się tak z powodu niskiej korelacji produktów infrastrukturalnych z tradycyjnymi klasami aktywów. Długoterminowy horyzont inwestycyjny funduszy emerytalnych, sprawia, że są to najbardziej naturalni inwestorzy dla projektów infrastrukturalnych.

Szacuje się, iż obecnie australijskie fundusze emerytalne lokują największą część aktywów w projekty infrastrukturalne – udział ten wynosi około 5-6% aktywów, przy średniej globalnej wynoszącej około 1%. Podobnie silne zaangażowanie w tego typu projekty wykazują kanadyjskie oraz brytyjskie fundusze emerytalne. W Wielkiej Brytanii stworzony został nawet specjalny wehikuł inwestycyjny przeznaczony specjalnie dla funduszy emerytalnych – The Pensions Infrastructure Platform, którego aktywa wynoszą obecnie 2 miliardy funtów.

W swojej dotychczasowej historii OFE dość chętnie wspierały projekty infrastrukturalne, m.in. przez zakup tzw. obligacji autostradowych emitowanych przez BGK. Przy obecnych regulacjach prawnych nie jest to już możliwe. Największą szansę na popularność mają inwestycje za pośrednictwem obligacji przychodowych lub wyspecjalizowanych w tego typu instrumentach TFI, ale również pod warunkiem możliwości pobierania przez OFE opłat za zarządzanie tego rodzaju aktywami.

Przy 5% zaangażowaniu OFE w projekty infrastrukturalne mogłyby one liczyć na 7 miliardów złotych dodatkowych funduszy. Dla porównania, w roku 2014 całkowite nakłady na budowę obiektów o

***Udział OFE w finansowaniu inwestycji w infrastrukturę będzie korzystny dla samych inwestycji.***

***OFE mogą też finansować innowacje poprzez fundusze Venture Capital.***

***Optymalne byłoby powstanie funduszu pomiędzy OFE a funduszami VC***

charakterze infrastrukturalnym w Polsce (wg GUS<sup>5</sup>) wyniosły w sumie około 36 miliardów złotych.

Udział OFE w finansowaniu inwestycji infrastrukturalnych bezpośrednio czy pośrednio będzie korzystny dla samych inwestycji. Projekty te bowiem zostaną ocenione na warunkach rynkowych i finansowanie uzyskają tylko te o ekonomicznym uzasadnieniu. Co ważniejsze finansowanie istotnych dla gospodarki projektów ze środków OFE zamiast pochodzących z budżetu najprawdopodobniej pozwoli Polsce realizować je bez narażania się na zarzut o niedopuszczalną pomoc publiczną.

W ciągu ostatnich dwudziestu lat, fundusze emerytalne w ramach dywersyfikacji swoich portfeli, zaangażowały się także w inwestycje w fundusze Private Equity, w tym w fundusze Venture Capital.

W krajach Europy Środkowej i Wschodniej jeszcze na koniec ubiegłej dekady fundusze emerytalne z całego świata dostarczały mniej niż 1% kapitału inwestowanego przez fundusze VC, podczas gdy w latach 2011-2014 udział ten wahał się już od 6% do prawie 13%. Jeszcze silniejszy jest związek funduszy emerytalnych z funduszami Venture Capital w USA. Szacuje się, iż w 2014 roku fundusze emerytalne dostarczyły prawie jedną trzecią kapitału na inwestycje typu Venture Capital.

W Polsce, przy małej liczbie specjalistów wyspecjalizowanych w zarządzaniu funduszami Venture Capital, optymalne byłoby powstanie funduszu pomiędzy OFE a funduszami Venture Capital. Stworzenie takiej (lub takich) instytucji obok wsparcia dla finansowania polskich start-upów mogłoby stanowić doskonałe uzupełnienie obecnych planów finansowania dużych przedsięwzięć innowacyjnych opisanych w Planie na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju, takich jak: „Luxtorpeda”, „Polski Kombajn Górniczy”, czy „Centrum Rozwoju Biotechnologii im. Kazimierza Funka”.

---

<sup>5</sup> GUS, Budownictwo – wyniki działalności 2014.



***Wejście OFE na rynek VC w Polsce mogłoby spowodować podwojenie tych inwestycji.***

Podobnie jak w przypadku przedsięwzięć infrastrukturalnych wkład środków OFE w tego typu projekty najprawdopodobniej nie byłyby uważany za niedopuszczalną pomoc publiczną. Szacujemy, że OFE mogłyby zainwestować średnio do około 1% swoich aktywów w te środki w krótkim okresie. Obecnie, oznaczałoby to możliwość podwojenia inwestycji typu Venture Capital w Polsce.

# ***1. Wstęp – Otwarte Fundusze Emerytalne, a Plan na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju***

W ciągu ponad 25 lat transformacji Polska odniosła ogromny sukces gospodarczy. Realny PKB wzrósł ponad dwukrotnie, a w czasie kryzysu finansowego Polska, jako jedyna w Unii Europejskiej, zdołała uniknąć recesji. Dzisiaj Polska jest ósmą gospodarką w UE pod względem realnego PKB i może pochwalić się dwiema dekadami nieprzerwanego wzrostu.

Z drugiej strony, polska gospodarka stoi na progu tak zwanej „pułapki średniego dochodu”, oznaczającej powolne wyczerpywanie się dotychczasowych przewag konkurencyjnych opartych na niskich kosztach i poprawie efektywności. Oznacza to konieczność oparcia dalszego rozwoju na innowacyjnej gospodarce kreującej wartość dodaną dzięki przewadze intelektualnej i technologicznej.

„Plan na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju Polski” („Plan”), przygotowany przez rząd ma odpowiadać na te potrzeby. Został on przyjęty 16 lutego 2016 r. Zgodnie z Planem rozwój polskiej gospodarki ma opierać się na pięciu filarach:

1. reindustrializacji,
2. rozwoju innowacyjnych firm,
3. kapitale,
4. ekspansji zagranicznej oraz
5. zrównoważonym rozwoju społecznym i regionalnym.

Jedną z podstaw realizacji Planu ma być mobilizacja krajowych oszczędności. Tylko w ten sposób uda się osiągnąć konieczne wskaźniki nakładów inwestycyjnych bez konieczności nadmiernego zadłużania się za granicą.

Plan nie wymienia jednak Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE) jako jednego z potencjalnych źródeł finansowania projektów rozwojowych, choć wspomiane zostały w tej roli zagraniczne fundusze emerytalne. Niemniej wydaje się, że z racji na ich powszechny, stabilny i długookresowy charakter, fundusze zgromadzone w OFE stanowią bardzo atrakcyjne źródło finansowania dla rozwoju polskiej gospodarki. Biorąc pod uwagę zasób kapitałowy znajdujący się w zarządzaniu funduszy, potencjalnie stabilne źródło finansowania, jakim jest część obowiązkowych składek emerytalnych Polaków oraz na quasi publiczny charakter zgromadzonych tam funduszy umożliwienie OFE włączenia się w realizację Planu jest po pierwsze naturalne, a po drugie pożądane.

Musimy pamiętać, że OFE stanowią w tej chwili 8% aktywów finansowych polskich gospodarstw domowych. Są one ze swej natury najstabilniejszą i zorientowaną na najdłuższy okres częścią tych oszczędności. Warto w tym miejscu także przypomnieć, iż z makroekonomicznego punktu widzenia środki wpłacone przez przyszłych emerytów do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych (ZUS) oszczędnościami nie są.

Fundusze emerytalne, w krajach rozwiniętych, znaczące części swoich aktywów lokują w przedsięwzięciach nastawionych na czerpanie zysków w długim okresie. Brak wystarczającej podaży tego rodzaju kapitału w Polsce jest bardzo istotnym czynnikiem hamującym inwestycje w bardzo ważne – z punktu widzenia rozwoju ekonomicznego i społecznego Polski obszary – takie jak infrastruktura, innowacje, czy budownictwo mieszkaniowe na wynajem.

Przy odpowiedniej konstrukcji oferowanych im instrumentów finansowych, Otwarte Fundusze Emerytalne mogą być źródłem kapitału własnego mogącego stanowić dźwignię inwestycyjną dla pozyskiwania funduszy o charakterze dłużnym.

W raporcie tym analizujemy politykę inwestycyjną polskich OFE a także badamy możliwości wpisania jej w Plan. Wskazujemy, iż doświadczenia i statystyki dotyczące struktury inwestycyjnej funduszy emerytalnych w najbardziej rozwiniętych gospodarkach świata pokazują, iż znaczna część ich środków ulokowana jest w finansowanie przedsięwzięć inwestycyjnych o charakterze zbliżonym do priorytetów opisanych w Planie.

W raporcie mówimy przede wszystkim o potencjalnym wsparciu OFE w realizacji trzech rodzajów przedsięwzięć inwestycyjnych:

- inwestycji w nieruchomości, przede wszystkim w budownictwo mieszkaniowe na wynajem,
- inwestycji w innowacje – poprzez fundusze typu Venture Capital i współfinansowanie dużych projektów przemysłowych o charakterze innowacyjnym, przykłady których opisane są w Planie,
- inwestycji w infrastrukturę.

Zwiększenie wachlarza instrumentów, w które mogłyby zainwestować OFE w Polsce mogłoby przyczynić się nie tylko do wsparcia ambitnych planów rozwojowych, ale także służyłoby dywersyfikacji prowadzącej do zwiększenia bezpieczeństwa inwestowanych środków, a więc także bezpieczeństwa przyszłych emerytów, którzy zdecydowali się powierzyć OFE część swoich oszczędności.

Bezpośrednie wpisanie OFE w realizację polityki rozwojowej państwa, przy jednoczesnym zwiększeniu bezpieczeństwa oszczędności tam ulokowanych, mogłoby stanowić także przesłankę do rewizji wcześniejszych decyzji prowadzących do nieuchronnego stopniowego zmniejszania się zasobów zgromadzonych w OFE, czyli zmniejszenia się wielkości długookresowych oszczędności Polaków. Chodzi tu przede wszystkim o mechanizm suwaka oraz o zasadę domyślnego wyboru ZUS w momencie rozpoczynania kariery zawodowej przez młodych Polaków.

## ***2. Rola oszczędności emerytalnych w gospodarce Polski***

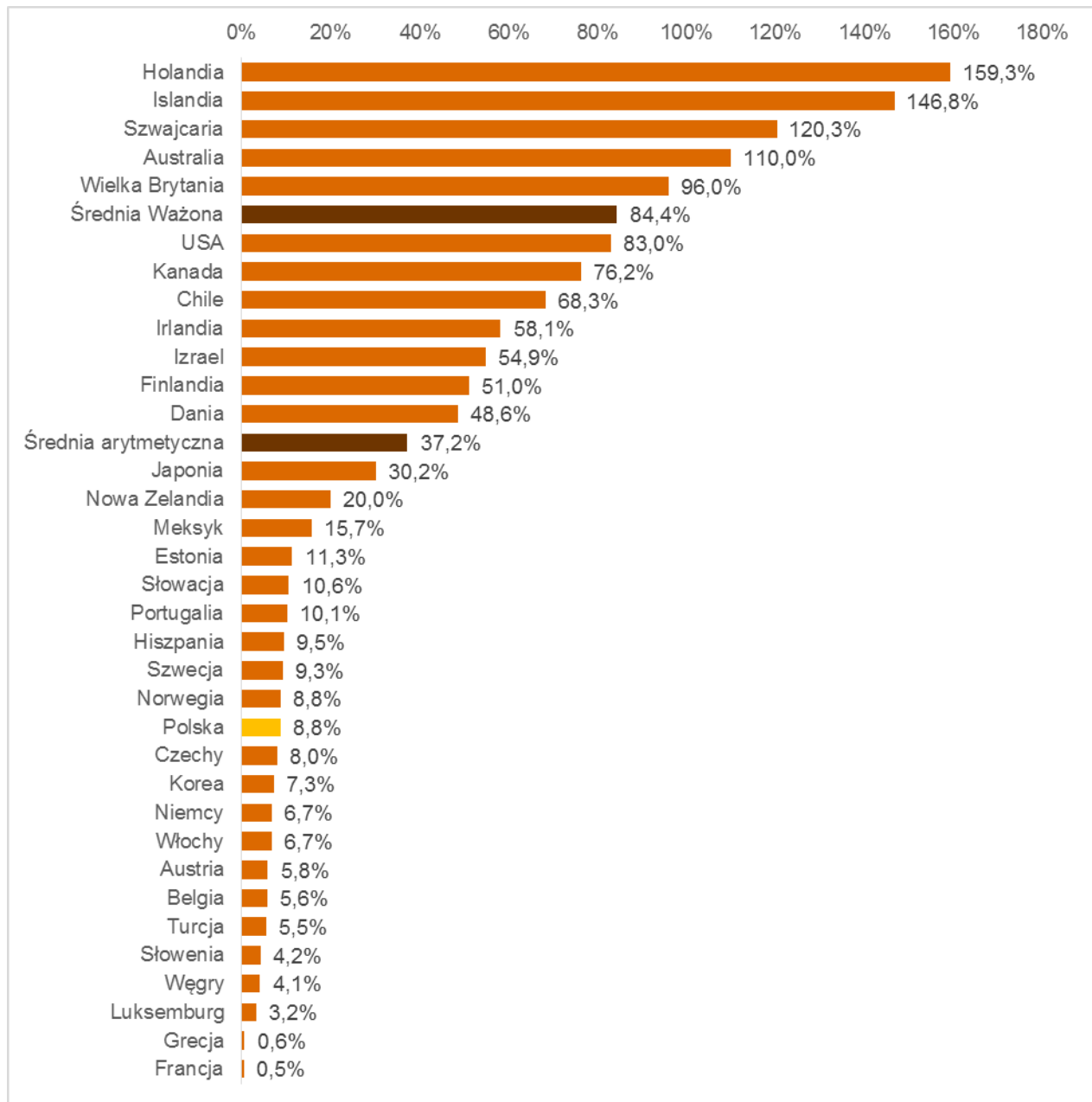
### **2.1. Oszczędności emerytalne w Polsce i na świecie**

Idea tworzenia kapitałowych funduszy emerytalnych wynikała w latach 80-tych i 90-tych z potrzeby modernizacji bazowych, opartych na systemie repartycyjnym, systemów emerytalnych, które nie były w stanie zabezpieczyć w pełni ryzyka demograficznego.

W wielu krajach powołano do życia fundusze emerytalne, których zadaniem jest zarządzanie częścią składek emerytalnych i pomnażanie ich wartości na rynku kapitałowym. Aktywa te stały się oszczędnościami uczestników funduszy, a przepisy prawa najczęściej nie przewidują możliwości wypłaty środków z funduszy emerytalnych przed osiągnięciem wieku emerytalnego.

Jak pokazuje Rysunek 1 w większości rozwiniętych państw skala oszczędności zgromadzonych w funduszach emerytalnych jest znacznie większa niż w Polsce. Z drugiej strony, Polska nie odbiega tu znacznie od innych państw Europy Centralnej i Środkowej.

**Rysunek 1. Relacja aktywów zgromadzonych w funduszach emerytalnych do PKB w krajach OECD (2014)**



Źródło: OECD –Pensions Markets in Focus 2015.

Obecnie w Polsce na jednego emeryta przypada 3 pracujących, a w perspektywie kilku dekad proporcja ta będzie się zmniejszać aż się wyrówna. Podobne wyzwania stoją przed innymi krajami UE, ale większość z nich jest lepiej zabezpieczona tworząc rezerwy na przyszłość. Polska

rezerwa w postaci Funduszu Rezerwy Demograficznej<sup>6</sup> jest wąska i wbrew założeniom reformy, konsumowana już obecnie.

Przy utrzymaniu się obecnych trendów oraz w obowiązującym systemie zdefiniowanej składki oznaczało to będzie znaczący spadek świadczeń emerytalnych w ciągu nadchodzących lat. Ograniczenie tego negatywnego efektu wymaga zachęcenia Polaków do gromadzenia długookresowych oszczędności, które z jednej strony będą wspierać konieczne dla rozwoju gospodarczego inwestycje, a z drugiej stanowić niezbędny kapitał konieczny do zapewnienia godnego poziomu życia w okresie emerytalnym.

Podstawą do budowy takich oszczędności mogą być kapitałowe filary polskiego systemu emerytalnego opartego od 1999 roku na zreformowanym Zakładzie Ubezpieczeń Społecznych, otwartych funduszach emerytalnych oraz części dobrowolnej.

### **3.2 Struktura i rola oszczędności emerytalnych w Polsce**

Reforma emerytalna z 1999 r. wprowadziła w Polsce trójsegmentowy system emerytalny, w skład, którego wchodzi obecnie:

**I filar** – zreformowany Fundusz Ubezpieczeń Społecznych (FUS) – Uczestnictwo w nim jest obowiązkowe dla wszystkich osób podlegających obowiązkowemu ubezpieczeniu emerytalnemu. Oparty jest on na tzw. umowie pokoleniowej. Do I filaru obowiązkowo są przekazywane składki i wypłacane na bieżąco przez ZUS (część repartycyjna). Uprawnienia ubezpieczonych są księgowane na indywidualnym koncie, ale nie są ich oszczędnościami, lecz zobowiązaniem państwa, iż w przyszłości świadczenie zostanie wypłacone.

**II filar** – Otwarte Fundusze Emerytalne – składki członków funduszu obowiązkowo są przekazywane do funduszy emerytalnych i pomnażane przez powszechne towarzystwa emerytalne (PTE).

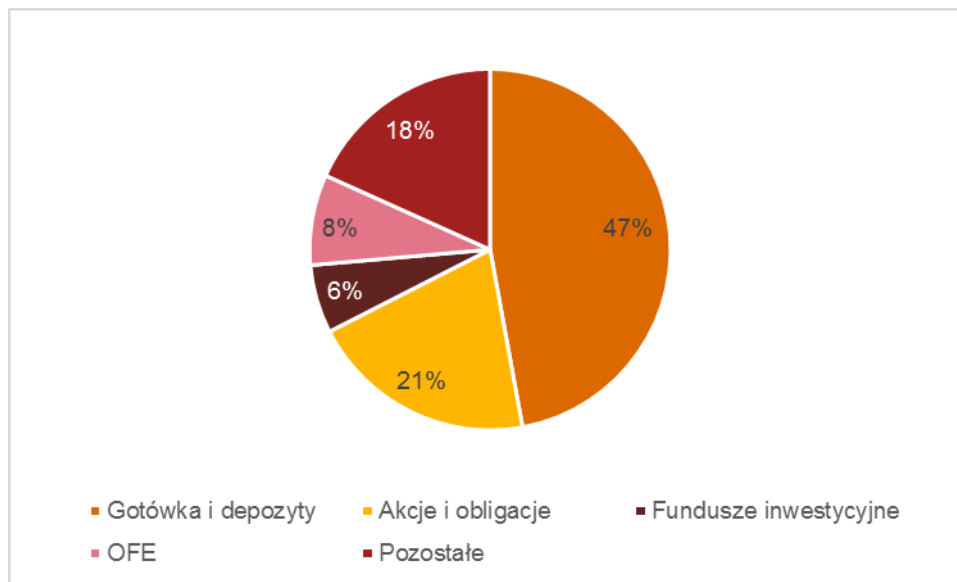
**III filar** – IKE, IKZE i PPE – (dobrowolna część systemu) oszczędności dobrowolnie odkładane przez ubezpieczonych, zarządzane przez prywatne instytucje

---

<sup>6</sup> FRD utworzony został w 2002 r. w wyniku reformy emerytalnej. Po roku 2020 w wyniku kompensacji wyżu demograficznego liczba osób pobierających emerytury może wzrosnąć nawet o 60 %. W tym czasie środki zgromadzone w Funduszu Rezerwy Demograficznej powinny wspomagać system emerytalny poprzez uzupełnianie niedoborów w FUS.

Analiza funkcjonowania poszczególnych filarów emerytalnych wskazuje, iż obecnie w pełni rozwinęły się tylko dwa z wymienionych filarów - ZUS i OFE. Uczestnictwo w III filarze jest ograniczone do niewielkiej liczby pracujących, a oszczędności tam zgromadzone mają minimalne znaczenie makroekonomiczne.

**Rysunek 2. Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych w Polsce w 2015 roku.**



Źródło: KNF i Eurostat.

### Otwarte Fundusze Emerytalne

Pod koniec roku 2015 konta w OFE posiadało 16,5 miliona Polaków i w sumie ich aktywa wynosiły 139,9 miliardów złotych, (według ostatnich danych z marca 2016 roku, aktywa OFE wzrosły i wynosiły 143,5 miliardów złotych)<sup>7</sup>. Oznacza to, iż już po reformie z 2014 stanowią one około 8% całkowitych aktywów finansowych gospodarstw domowych wynoszących 1 725 miliardów złotych (Patrz Rysunek 1). Kapitał zgromadzony w innych formach oszczędności emerytalnych (III filarze) wyniósł około 15 miliardów złotych, czyli 1% aktywów finansowych Polaków.

W 2014 roku ZUS przekazał OFE składki emerytalne w wysokości 8,3 miliardów złotych. Jest to wartość odpowiadająca 28% przyrostu oszczędności brutto Polaków w 2014 roku, który wg. Eurostat wyniósł ok. 29,5 miliarda złotych.

<sup>7</sup> Źródło: KNF, dane miesięczne OFE, stan na koniec grudnia 2015 i koniec marca 2016.



W roku 2013 system OFE poddano istotnym reformom, które w znaczącym stopniu zmniejszyły ich obecne i przyszłe znaczenie w systemie emerytalnym. Reformy te polegały na:

- umorzeniu ponad 51,5% aktywów OFE ulokowanych w obligacjach skarbu państwa przy jednoczesnym wprowadzeniu zakazu inwestowania przez OFE w aktywa gwarantowane przez Skarb Państwa,
- wprowadzeniu zasady dobrowolności odprowadzania części składki do OFE, przy czym ważnym elementem systemu jest domyślność pozostawienia całości składki w ZUS,
- zakazie inwestycji w obligacje SP i nakazie inwestycji w akcje,
- obniżeniu maksymalnego poziomu opłaty za składki do poziomu 1,75%,
- wprowadzaniu zasady suwaka polegającej na stopniowym transferze środków zgromadzonych w OFE do ZUS w okresie 10 lat do planowanego przejścia na emeryturę.

Wprowadzone reformy spowodowały znaczne ograniczenie aktualnej kwoty aktywów (oszczędności Polaków) zgromadzonych w OFE, które na skutek reformy spadły z 299,6 miliardów złotych w roku 2013 do 148 miliardów złotych na koniec roku 2014 i wspomnianych już niecałych 140 miliardów na koniec 2015 roku.

Niestety na skutek działania mechanizmu suwaka, niekorzystnej dynamice zjawisk demograficznych (coraz mniej liczne grupy wiekowe wchodzące na rynek pracy) oraz ograniczonej liczbie osób wybierającej oszczędzanie w OFE (niska świadomość społeczeństwa oraz domyślność na rzecz ZUS), oczekiwany jest dalszy spadek tych aktywów, a więc także oszczędności Polaków.

Jednocześnie warto w tym miejscu podkreślić, że po reformie i ograniczeniu maksymalnej opłaty za składki Otwarte Fundusze Emerytalne stały się jednym z tańszych na rynku instrumentów lokowania oszczędności, co oznacza oczywiste korzyści dla ich członków.

### **III Filar**

Z III filaru, czyli z dobrowolnego oszczędzania, poprzez Indywidualne Konto Emerytalne, Indywidualne Konto Zabezpieczenia Emerytalnego lub Pracownicze Programy Emerytalne, aktywnie korzysta zaledwie ok. 650 tys. osób, czyli mniej niż 5% osób pracujących.

Z jednej strony Polacy, przy niskiej ogólnej skłonności do oszczędzania, nie są gotowi na dodatkowe i dobrowolne oszczędzanie. Z drugiej strony, te formy oszczędzania są jeszcze zbyt mało atrakcyjne by mogły stać się powszechne.

Uczynienie III filara atrakcyjnym i powszechnym, tak by mógł on powoli przejmować rolę OFE (zarówno jako wehikuł oszczędności, jak i jako źródła zabezpieczenia emerytalnego) wymaga czasu, a także szeregu działań zarówno ze strony rządzących, jak i pracodawców. Podstawowymi elementami tych działań winny być:

- zapewnienie powszechności systemu,
- wsparcie oszczędności w III filarze poprzez dodatkowe wpłaty lub przesunięcie opodatkowania środków z momentu wpłaty do momentu ich wypłaty,
- stworzenie systemu zachęt dla pracodawców, przy jednoczesnym maksymalnym ograniczeniu wiążących się z wprowadzaniem planów emerytalnych obowiązków biurokratycznych,
- wprowadzenie zasady automatyzmu przystępowania do planów emerytalnych i wprowadzeniu możliwości odstąpienia od nich tylko pod warunkiem aktywnej deklaracji (system opt-out),
- jasne określenie prawa własności tych oszczędności,
- działania instytucji finansowych zmierzające do powrotu zaufania społecznego, na przykład poprzez ograniczenie kosztów zarządzania aktywami,
- zapewnienie stabilności prawnej systemu.

Biorąc pod uwagę dobrowolność przystąpienia i pozostania w OFE oraz potencjalnie powolny proces budowania III filara emerytalnego w Polsce bardzo ważne jest zachęcenie Polaków do pozostawienia swoich oszczędności emerytalnych w OFE poprzez zapewnienie możliwości jak najszerszej dywersyfikacji inwestowanych przez nich środków. Z drugiej strony, także z racji na ich quasi-publiczny charakter, dywersyfikacja ta służyć powinna także realizacji strategicznych celów rozwojowych Państwa.

## **2.2. Obecne ograniczenia w polityce inwestycyjnej OFE**

Inwestowanie w celu pomnażania składek członków OFE to obok gromadzenia środków ubezpieczonych najważniejsze zadanie PTE. W celu zagwarantowania bezpieczeństwa i rentowności przekazywanych do funduszy środków, w ustawie o organizacji i funkcjonowaniu

funduszy emerytalnych (dalej Ustawa)<sup>8</sup>, zostały określone konkretne instrumenty finansowe, w które PTE mogą lokować aktywa OFE, a także limity tych inwestycji. Inwestycje funduszy emerytalnych powinny charakteryzować się długoterminowością oraz niskim poziomem ryzyka. W konsekwencji, skład portfeli inwestycyjnych powinien być zdywersyfikowany. W skrótowy i hasłowy sposób limity te przedstawia Tabela 1. Warto podkreślić, iż w chwili obecnej limity te nie są w większości przypadków wykorzystywane. Wynika to z różnych przyczyn, przede wszystkim ze zbyt małej głębokości i płynności niektórych rynków, a także z braku możliwości pobierania przez PTE opłaty za zarządzanie w przypadku inwestowania aktywów w inne fundusze.

**Tabela 1. Górne Limity Inwestycyjne dla Otwartych Funduszy Emerytalnych**

<b>Rodzaj aktywów</b>	<b>Górny limit udział w aktywach OFE</b>
Obligacje komunalne lub inne obligacje zabezpieczone i komunalne będące w ofercie publicznej oraz listy zastawne.	40%
Depozyty bankowe i wybrane obligacje komunalne i przychodowe niedopuszczone do publicznego obrotu	20%
Jednostki uczestnictwa w wybranych otwartych funduszach inwestycyjnych	15%
Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte, kwity depozytowe dopuszczone na rynku regulowanym i wybrane obligacje.	10%
Pozostałe obligacje będące przedmiotem oferty publicznej i wybrane certyfikaty inwestycyjne emitowane przez instytucje europejskie	5%
Obligacje skarbu państwa i inne obligacje gwarantowane przez skarb państwa	0%

Źródło: Opracowanie własne PwC na podstawie *Ustawy*

<sup>8</sup> Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U.1997 nr 139, poz. 934).

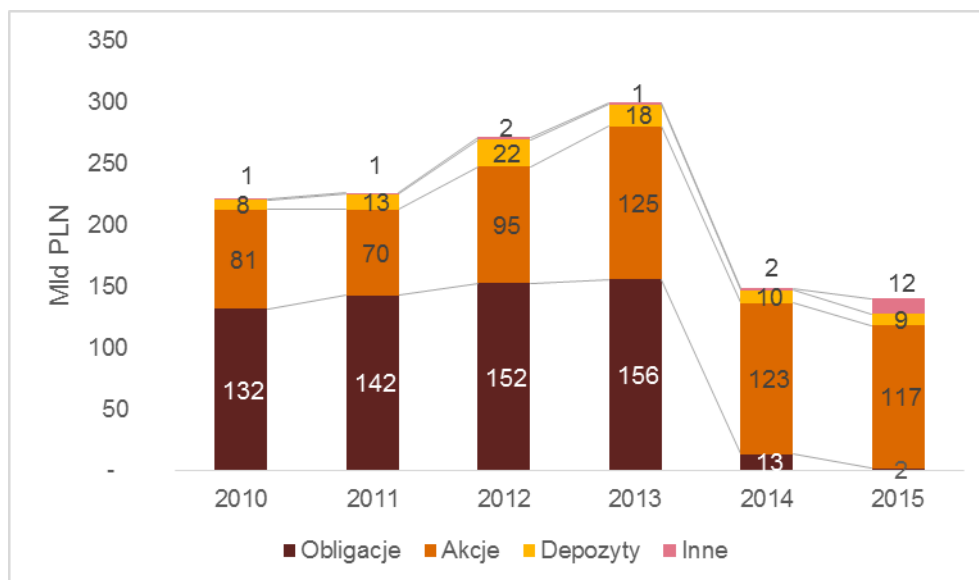
Jednocześnie dla zapewnienia zaangażowania OFE w realną gospodarkę określono dolny limit udziału akcji z portfelach inwestycyjnych OFE. W roku 2014 wynosił on 75%, a potem co roku obniżany jest o 20 punktów procentowych, w roku 2015 wynosił więc 55%, a w roku 2016 wynosi 35%.

Jednym w głównych założeń reformy systemu emerytalnego z roku 2013 było uniemożliwienie OFE inwestycji w zobowiązania Skarbu Państwa – przede wszystkim w obligacje. Podejście takie wynikało z obserwacji, iż środki przekazywane przez ZUS do OFE de-facto zwiększają dług publiczny, a następnie środki te są inwestowane w instrumenty z tym zwiększonym długiem związane.

### 2.3. Struktura inwestycji OFE i ich rola w rozwoju rynku kapitałowego.

Między 2010 a 2013 rokiem wartość aktywów zarządzanych przez OFE wzrosła o ponad jedną trzecią, osiągając niemal 300 miliardów złotych. Fundusze najchętniej inwestowały te środki w obligacje. W 2012 roku stanowiły one nawet 63% ich aktywów, a w pozostałych latach ponad połowę. Wśród obligacji najpopularniejsze były niezmiennie papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa, które w 2013 roku stanowiły ponad 42% aktywów funduszy.

**Rysunek 3. Wartość i struktura aktywów OFE w latach 2010-2015.**



Źródło: Opracowanie własne PwC na podstawie danych KNF.

Sytuacja zmieniła się diametralnie w chwili, gdy weszła w życie nowelizacja ustaw o systemie emerytalnym i przeniesieniu części aktywów do ZUS w roku 2014. Wartość portfela akcji OFE

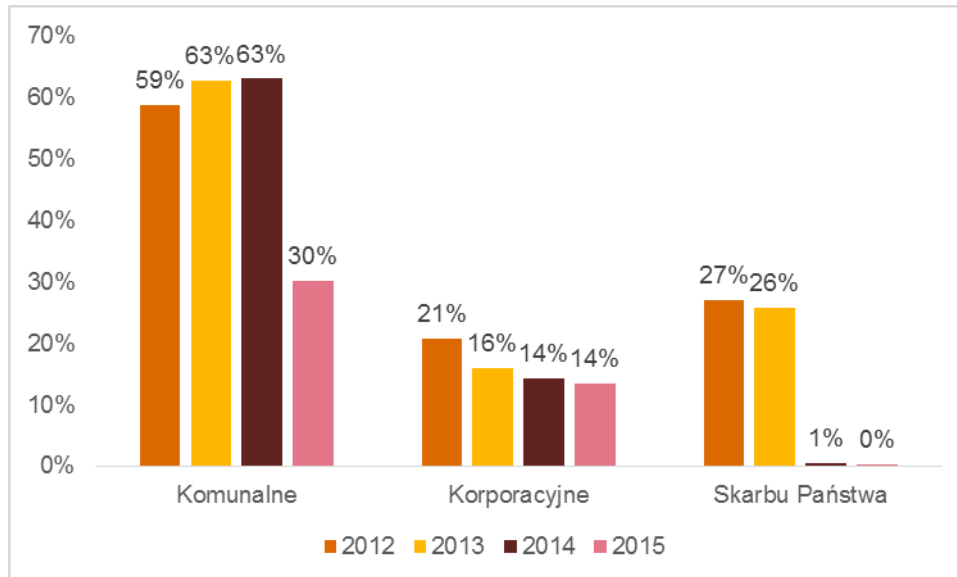
pozostała praktycznie bez zmian. Spadły także środki przechowywane na depozytach bankowych, jednak ich wartość jest nadal wyższa niż była jeszcze w 2010 roku. Obligacje skarbowe zostały zgodnie z ustawą przekazane do ZUS. Na koniec 2015 roku OFE pozostało już ok. 400 milionów złotych w obligacjach skarbowych, podczas gdy w 2013 roku było to ponad 125 miliardów złotych. Inną kategorią obligacji, które znikną z portfela OFE to tak zwane obligacje autostradowe emitowane przez BGK. Ten segment obligacji wzrastał z niecałych 10 miliardów złotych w 2010 roku do ponad 17 miliardów w 2013 natomiast na koniec 2015 roku OFE posiadały je już w wartości nieprzekraczającej półtora miliarda złotych.

Radykalne zmiany w zakresie przepisów prawa wynikające z reformy z początku 2014 r. wpłynęły znacząco na strukturę portfela OFE. Zmiany te wymagały podjęcia działań dostosowawczych, których efekty łatwo zauważalne były już krótko po wejściu w życie tych zmian. W ciągu ponad półtora roku funkcjonowania rynku w nowych realiach prawnych struktura portfela OFE uległa stabilizacji, a ewentualne zmiany są już nieznaczne. OFE miały czas do 4 lutego 2016 roku na dostosowanie się do zakazu posiadania obligacji skarbowych oraz obligacji gwarantowanych przez SP.

Do 2014 roku obligacje komunalne były dla OFE na tyle atrakcyjnym rodzajem aktywów, że posiadały one w swoim portfelu ok 60% wyemitowanych w Polsce papierów dłużnych naszych samorządów. Nie był to duży rynek, w 2015 roku wart był on 3,2 miliarda złotych i obligacje te nie mogły stanowić kluczowej pozycji w aktywach OFE. Można wobec tego pokusić się o postawienie tezy, że dla polskich samorządów OFE były i są o wiele ważniejsze niż ich obligacje są istotne dla OFE. W roku 2015 udział OFE w emisji obligacji komunalnych był już znacznie mniejszy i wynosił już tylko 30%. Udział OFE w finansowaniu obligacji korporacyjnych także ulega zmniejszeniu, choć w znacznie wolniejszym tempie i obecnie (2015 rok) wynosi 15%.

Od początku istnienia OFE w Polsce, ważnym składnikiem ich aktywów były akcje i ich wartość nie została zachwiana przez ostatnie zmiany w systemie emerytalnym utrzymując wartość zbliżoną do roku 2013 (ponad 120 miliardów złotych). Diametralnie zmieniła się natomiast ich rola w całym portfelu OFE, ponieważ na koniec 2014 roku stanowiły one ponad 80% aktywów funduszy. Niesie to za sobą szereg implikacji zwłaszcza dla przyszłych emerytów.

**Rysunek 4. Udział OFE w wartości emisji papierów dłużnych według rodzaju ich emitenta w latach 2012-2015.**



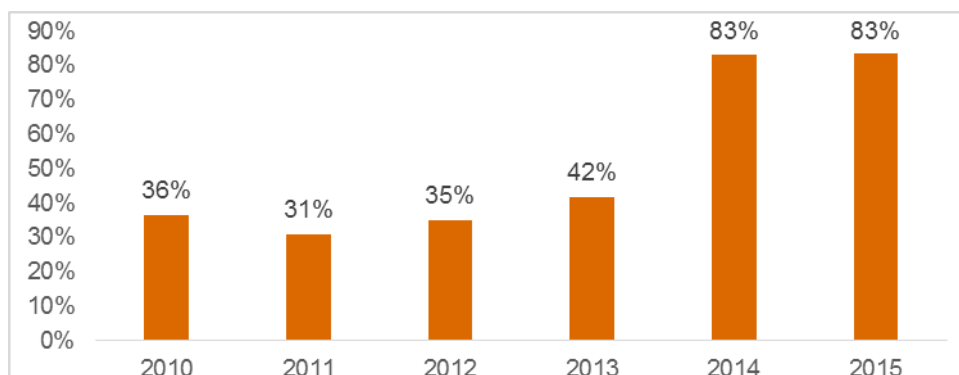
Źródło: Szacunki własne PwC na podstawie danych KNF oraz Catalyst.

W długim terminie, inwestycja w akcje to potencjalnie największa stopa zwrotu spośród dostępnych instrumentów finansowych. Należy mieć jednak na uwadze, że także najbardziej ryzykowna i zwłaszcza w krótkim okresie wartość oszczędności emerytalnych może znacząco zmaleć. O ile wcześniej zarządzający funduszami mogli tym ryzykiem zarządzać dzięki możliwości przeniesienia aktywów w bezpieczniejsze instrumenty w czasie bessy, to obecnie zostali tego niemal pozbawieni.

Z jednej strony OFE obowiązuje dolny próg udziału akcji w aktywach, z drugiej znacznie skurczyły się alternatywne, bezpieczniejsze instrumenty, w które OFE mogłyby zainwestować powierzone im środki. Obligacje korporacyjne są zbyt małym rynkiem, aby przejąć rolę obligacji skarbowych, natomiast depozyty i lokaty bankowe są stosunkowo mało opłacalne ekonomicznie przez niskie oprocentowanie i wysokie opłaty bankowe. Wprowadzenie w 2016 roku podatku od niektórych instytucji finansowych nie będzie sprzyjać zmianie tej sytuacji.

Ponadto, w obecnej sytuacji małej płynności akcji na GPW proces sprzedaży przez OFE posiadanych akcji najprawdopodobniej pociągnąłby za sobą znaczne spadki cen akcji. Przyniosłoby to istotne straty nie tylko dla OFE, ale także dla innych uczestników rynku kapitałowego.

**Rysunek 5. Udział akcji w portfelu OFE w latach 2010-2015.**

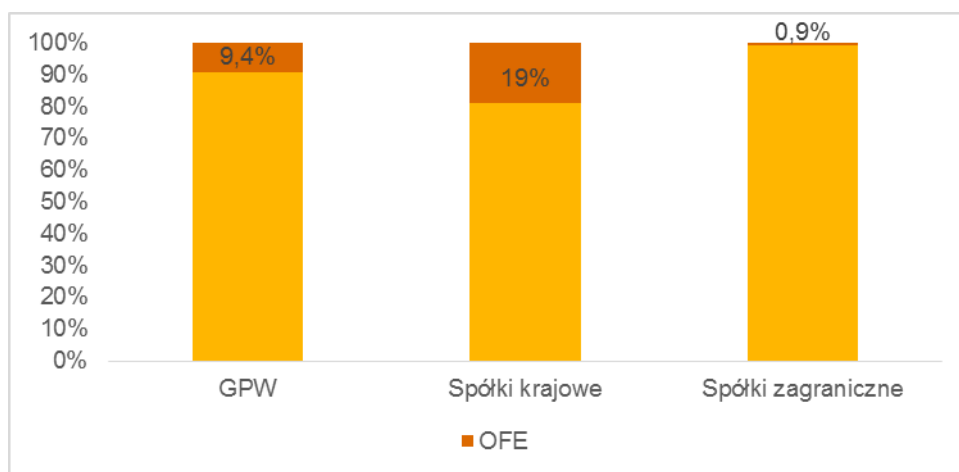


Źródło: Opracowanie własne PwC na podstawie danych KNF.

Na koniec 2015 roku, OFE posiadały portfele akcji o wartości 117 miliardów złotych. Stanowiło to 11,6% kapitalizacji wszystkich spółek notowanych na GPW (1,08 biliona złotych).

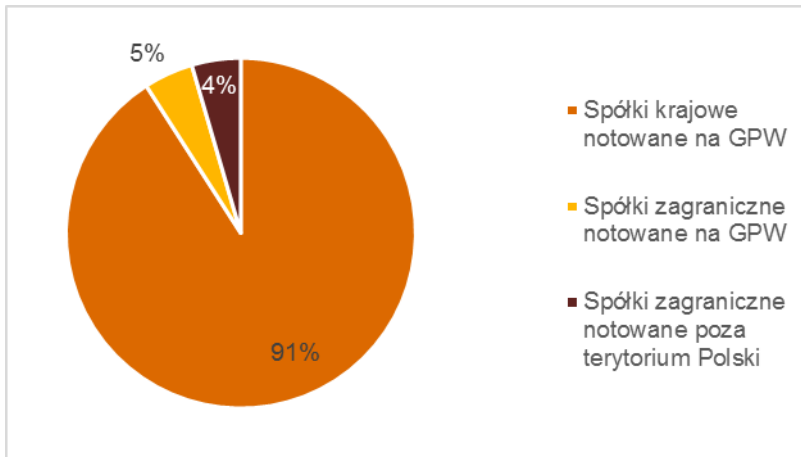
Jeszcze większy jest udział OFE w kapitalizacji spółek polskich notowanych na GPW. W roku 2014 (ostatni rok, dla którego są dostępne takie dane) wyniósł on 19% - wtedy udział w kapitalizacji wszystkich spółek wynosił 9,4% (patrz Rysunek 6). Znacznie większy udział OFE w kapitalizacji spółek polskich niż zagranicznych wynika to z faktu, iż w strukturze akcji posiadanych przez OFE spółki polskie stanowią ponad 90% (Patrz Rysunek 7).

**Rysunek 6. Udział OFE w kapitalizacji spółek ogółem, spółek polskich i zagranicznych notowanych na GPW w 2014.**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF

**Rysunek 7. Portfel akcji OFE w zależności od kraju pochodzenia i notowania emitenta w 2014 roku.**



Źródło: Opracowanie własne PwC na podstawie danych KNF.

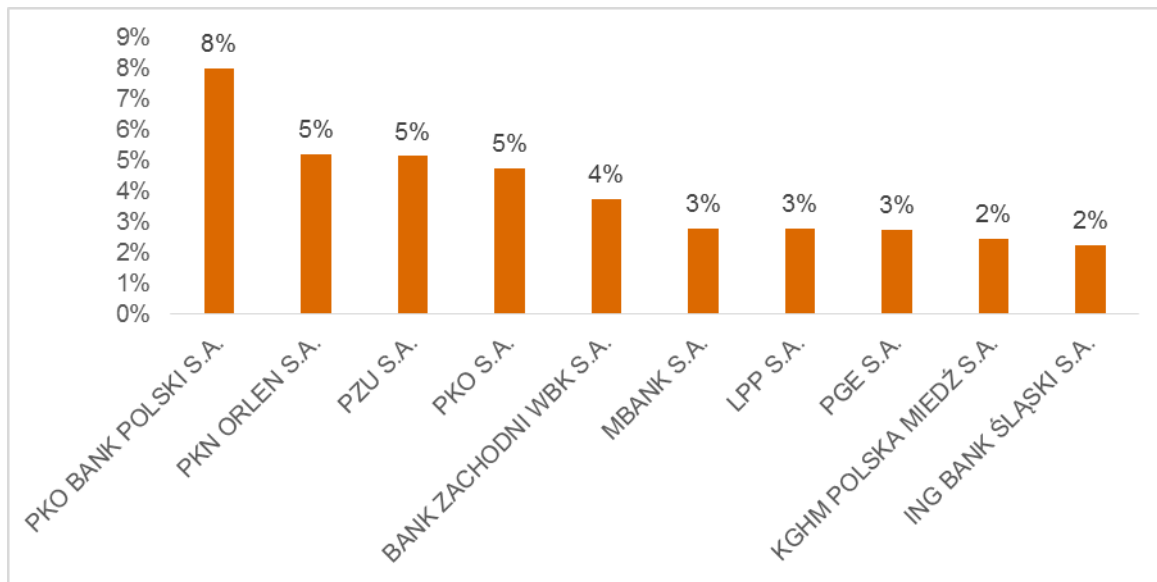
W portfelu inwestycyjnym OFE największą rolę odgrywają spółki z sektora finansowego, szczególnie zaś banki. Z 10 spółek o największym udziale w aktywach funduszy stanowiących zarazem 40% ich portfela inwestycyjnego, aż 6 to instytucje finansowe stanowiące w sumie 27% portfela (patrz Rysunek 8). Spółki sektora finansowego odnotowywały w ostatnich latach dobre wyniki finansowe, charakteryzują się dużą kapitalizacją i płynnym obrotem akcjami, a więc są atrakcyjne dla zarządzających funduszami.

Należy jednak mieć na uwadze, że taka koncentracja aktywów OFE, czyli oszczędności emerytalnych Polaków w jednym sektorze sprawia, że aktywa te są szczególnie narażone na wszelkie zawirowania w sektorze finansowym.

Z drugiej strony, możemy też znaleźć wiele spółek, których kurs w bardzo dużym stopniu zależy od OFE. Na warszawskiej giełdzie jest kilkanaście spółek, w których OFE posiadają w sumie ponad połowę akcji. W przypadku rekordzisty udział ten wynosił pod koniec 2014 roku 75%. Jeśli przyjrzymy się pierwszym 10 spółkom o największym udziale OFE w kapitalizacji, zobaczymy, że są to przede wszystkim firmy przemysłowe. Z jednej strony spółki te zawdzięczają OFE kapitał i korzystny wpływ na stabilność kursu, z drugiej strony jednak są znacznie bardziej narażone na nagłe zawirowania na rynku OFE, zwłaszcza nagłej konieczności zwiększenia płynnych aktywów przez sprzedaż akcji portfela inwestycyjnego.



**Rysunek 8. Spółki o największym udziale w portfelach OFE w 2014 roku.**

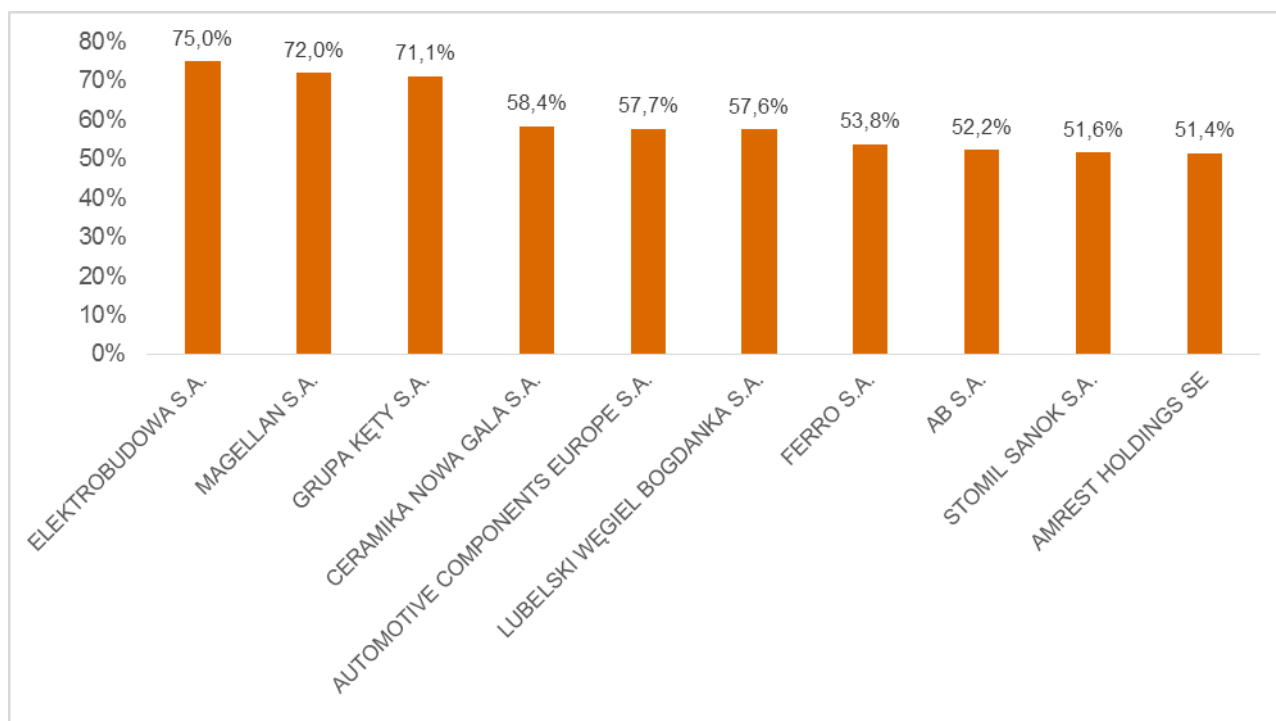


Źródło: KNF

Koncentracja aktywów OFE w sektorze finansowym, a z drugiej strony zależność wielu spółek sektora przemysłowego od kondycji systemu OFE pokazują siłę powiązań pomiędzy systemem emerytur kapitałowych, rynkiem kapitałowym i realną gospodarką Polski. Z jednej strony oznacza to określone ryzyka z drugiej jednak wskazuje na pozytywną rolę OFE w budowaniu siły polskiej gospodarki.

Te pozytywne doświadczenia, w tym także w rozwoju poszczególnych spółek, w których OFE mają zaangażowane środki pozwala oczekiwać, iż podobny efekt przyciągania innych inwestorów mógłby zostać osiągnięty w przypadku zaangażowania OFE w instrumenty służące realizacji strategicznych planów rozwojowych.

**Rysunek 9. Spółki o największym udziale OFE w ich akcjonariacie w 2014 roku.**



Źródło: KNF.

Poniżej pokazujemy statystyki przemawiające za zwiększonym zaangażowaniem OFE w poszczególne elementy Planu, przykłady z innych państw, w których zaangażowanie funduszy emerytalnych w poszczególne typy aktywów jest powszechne oraz podstawowe warunki jakie musiałyby być spełnione aby do takich inwestycji doszło.

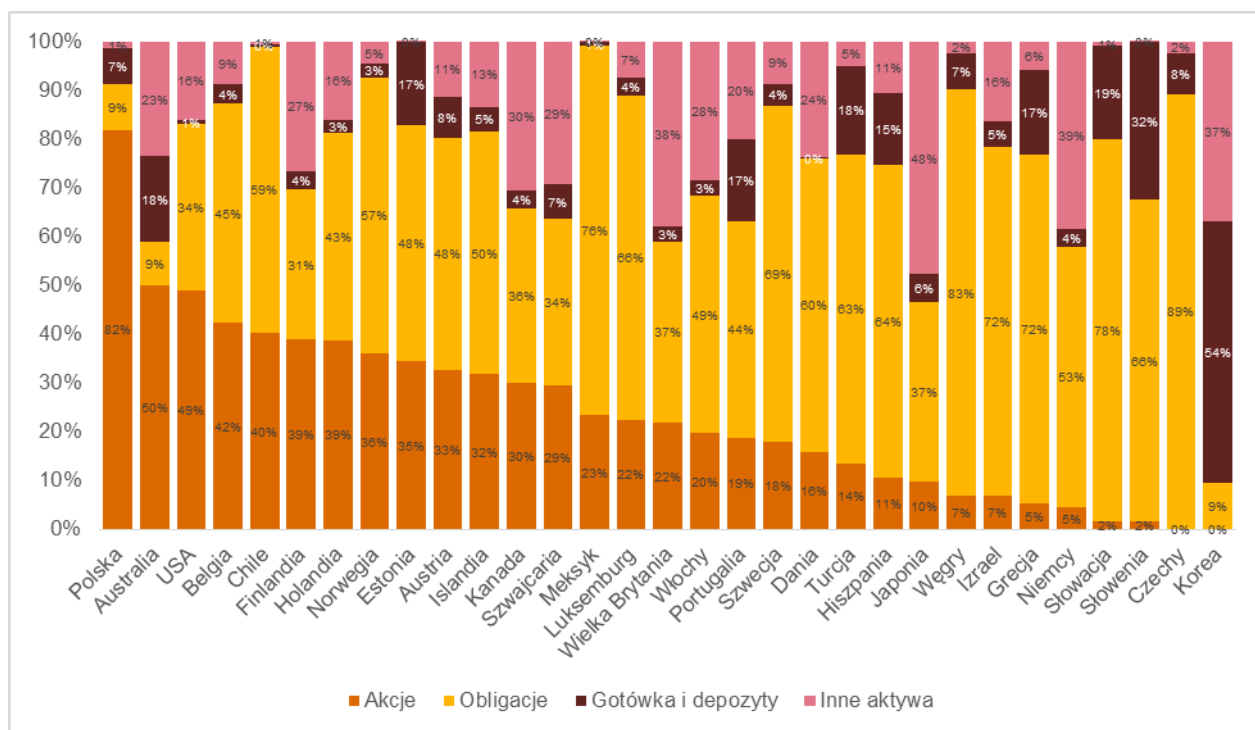
### 3. *Możliwości inwestycji OFE w alternatywne rodzaje aktywów*

#### 3.1. **Miejsce alternatywnych aktywów w portfelach funduszy w najbardziej rozwiniętych gospodarkach**

Struktura inwestycyjna funduszy emerytalnych w większości najbardziej rozwiniętych gospodarek OECD jest znacznie bardziej zdywersyfikowana niż w Polsce. Relatywnie rzadko pojedyncza grupa aktywów skupia ponad połowę portfeli funduszy i znacznie częściej są to obligacje niż akcje. W większości państw aktywa skupiają się wokół akcji i obligacji, między którymi różnica wynosi kilkanaście punktów procentowych.

Jest jednak także znaczna grupa państw, gdzie istotną rolę w aktywach funduszy emerytalnych pełnią inne produkty, takie jak nieruchomości, pożyczki, detaliczne i prywatne fundusze inwestycyjne i tym podobne. W państwach takich jak Japonia, Korea, Niemcy czy Kanada udział tych aktywów w ogólnych portfelach funduszy emerytalnych wynosi powyżej 30%. W wielu krajach, w tym w Polsce, inwestycje w tego typu aktywa przez fundusze emerytalne podlegają ścisłym ograniczeniom (patrz Tabela 2).

**Rysunek 10. Alokacja aktywów funduszy emerytalnych w wybranych kategoriach inwestycyjnych w państwach OECD (procent całkowitych inwestycji), 2014.**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych OECD

**Tabela 2. Restrykcje funduszy emerytalnych dotyczące inwestowania w nieruchomości, detaliczne i prywatne fundusze inwestycyjne oraz w pożyczki w wybranych krajach OECD.**

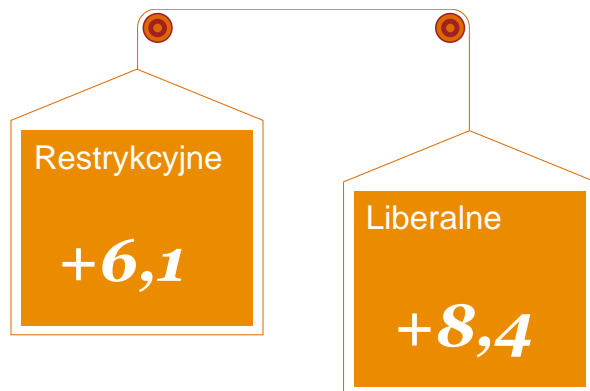
<b>Państwo</b>	<b>Nieruchomości</b>	<b>Detaliczne fundusze inwestycyjne</b>	<b>Prywatne fundusze inwestycyjne</b>	<b>Pożyczki</b>
Australia	Brak	Brak	Brak	Brak
Austria	Brak	Brak	Brak	Brak
Belgia	Brak	Brak	Brak	Brak
Chile	Tak	Tak	Tak	Tak
Czechy	Tak	Tak	Tak	Tak
Dania	Tak	Tak	Tak	Tak
Estonia	Tak	Brak	Brak	Tak
Finlandia (Obowiązkowe)	Tak	Brak	Tak	Tak
Finlandia (Dobrowolne)	Brak	Brak	Tak	Tak
Grecja	Brak	Tak	Tak	Tak
Hiszpania	Tak	Tak	Tak	Tak
Holandia	Brak	Brak	Brak	Brak
Islandia	Tak	Brak	Tak	Tak
Izrael	Tak	Brak	Brak	Tak
Japonia	Tak	Brak	Brak	Tak
Kanada	Brak	Brak	Brak	Brak
Korea	Tak	Tak	Tak	Tak
Luksemburg	Brak	Brak	Brak	Brak
Meksyk	Tak	Tak	Tak	Tak
Niemcy (Fundusze pracownicze)	Tak	Tak	Tak	Tak
Niemcy (Fundusze emerytalne)	Brak	Brak	Brak	Brak
Norwegia	Brak	Brak	Tak	Tak
Nowa Zelandia	Brak	Brak	Brak	Brak
Polska (OFE)	Tak	Tak	Tak	Tak
Polska (PPE)	Tak	Brak	Tak	Tak
Portugalia	Brak	Tak	Tak	Brak
Słowacja	Tak	Tak	Tak	Tak
Słowenia	Tak	Tak	Tak	Tak
Szwajcaria	Tak	Brak	Brak	Tak
Turcja	Tak	Tak	Tak	Tak
USA	Brak	Brak	Brak	Brak
Węgry	Tak	Brak	Tak	Tak
Włochy	Tak	Brak	Tak	Tak

Źródło: OECD

Polskie ograniczenia dla OFE dotyczące możliwości inwestycyjnych są relatywnie restrykcyjne. W większości państw OECD fundusze emerytalne mają szersze możliwości inwestowania w alternatywne rodzaje aktywów.

Na podstawie danych OECD można wnioskować, że liberalne podejście władz do wpływania na politykę inwestycyjną funduszy emerytalnych opłaca się ich beneficjentom. Średnia rentowność funduszy w krajach gdzie restrykcji dla kategorii z tabeli 2 nie ma wyniosła 8,4% (za okres od grudnia 2013 do grudnia 2014). Kraje, w których przynajmniej jedna kategoria aktywów jest objęta restrykcjami osiągnęły wynik 6,1%.

**Rysunek 11. Stopa zwrotu funduszy emerytalnych w 2014 roku w krajach o restrykcyjnych i liberalnych politykach inwestycyjnych.**



Źródło: Szacunki własne PwC na podstawie danych OECD.

### **3.2. Inwestycje funduszy emerytalnych w nieruchomości**

#### **3.2.1. Inwestycje w nieruchomości funduszy emerytalnych na świecie.**

Alokacja aktywów funduszy emerytalnych na poziomie globalnym jest nastawiona na akcje i obligacje, ale znaczenie alternatywnych aktywów systematycznie wzrasta. Nieruchomości są najważniejszą alternatywną klasą aktywów.

Polskie fundusze emerytalne nie mogą bezpośrednio inwestować na rynku nieruchomości. Zgodnie z danymi OECD obejmującymi 24 państwa, Polska jest jednym z sześciu, gdzie fundusze emerytalne nie mogą bezpośrednio kupować nieruchomości. W Europie na tej liście znajdują się także: m.in. Estonia, Islandia, Luksemburg i Słowenia. Zgodnie z Ustawą polskie OFE mogą lokować kapitał na rynku nieruchomości, ale wyłącznie w sposób pośredni, czyli kupując akcje posiadających nieruchomości spółek albo jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych.

W ostatnim okresie fundusze emerytalne w niektórych państwach OECD wykazują coraz większą otwartość na inwestycje w nieruchomości. Znajdują się one w także coraz częściej w portfelach

innych grup inwestorów, którzy w przeszłości mieli niewielki lub nawet żaden udział nieruchomości w swoich portfelach.

**Tabela 3. Nieruchomości w portfelach funduszy emerytalnych wybranych krajów OECD w 2014 roku.**

<b>Kraj</b>	<b>Ziemia i budynki</b>	<b>Fundusze inwestujące w nieruchomości</b>	<b>Razem</b>
Szwajcaria	8,9%	8,1%	16,9%
Portugalia	8,5%	5,5%	14,1%
Kanada	5,9%	2,4%	8,3%
Niemcy	2,6%	2,4%	5,0%
Włochy	2,1%	1,1%	3,2%
Holandia	0,7%	1,6%	2,3%
Belgia	0,6%	0,5%	1,1%

Źródło: OECD

Niektóre segmenty rynku nieruchomości doskonale wpisują się w potrzeby oszczędności emerytalnych. Najlepiej widać to na przykładzie nowoczesnych powierzchni handlowych i biurowych oraz budynków mieszkaniowych na wynajem. Wymagają one początkowo wysokiego nakładu inwestycyjnego, jednak później generują niemal stały i przewidywalny strumień przepływów z długoterminowego wynajmu powierzchni.

Można wskazać trzy główne powody, dla których fundusze emerytalne zwiększają zaangażowanie inwestycyjne w nieruchomości:

1. dywersyfikację i zmniejszenie ogólnego ryzyka portfela,
2. zabezpieczenie przed inflacją,
3. dostarczanie stabilnych przepływów pieniężnych do portfolio (dochody z najmu).

W państwach, gdzie bezpośrednie inwestycje w nieruchomości są dozwolone, zgodnie z danymi OECD, obserwuje się w ostatnich latach stopniowy wzrost bezpośredniego zaangażowania funduszy emerytalnych na tym rynku. Szacuje się, że instytucjonalne fundusze emerytalne w Stanach Zjednoczonych przeznaczają zwykle od około 5% do 10% swoich aktywów na inwestycje w nieruchomości, głównie komercyjne.

Popularność bezpośredniego inwestowania w nieruchomości przez fundusze emerytalne w niektórych państwach OECD jest w oczywisty sposób związana z obecnością w ich zespołach inwestycyjnych odpowiednio doświadczonych ekspertów. Pozwolić sobie na to mogą też raczej większe fundusze emerytalne z uwagi na mniejsze ryzyko poniesienia dotkliwych dla całego portfela aktywów strat z tytułu niepowodzenia pojedynczego projektu. Mniejsze (choć nie tylko)

fundusze mogą korzystać z pośrednictwa wyspecjalizowanych funduszy inwestycyjnych, które już same w sobie posiadają zdywersyfikowany portfel nieruchomości i odpowiednią kadre.

### **3.2.2. Jak zwiększyć zaangażowanie OFE w nieruchomości?**

Jak wynika z wywiadów przeprowadzonych z przedstawicielami PTE bezpośrednio inwestycje w nieruchomości mogą wiązać się ze zbyt wysoką ekspozycją portfela OFE na porażkę pojedynczej inwestycji. OFE o wiele chętniej inwestowałyby w emitowane przez deweloperów obligacje przychodowe oraz w jednostki wyspecjalizowanych w tym obszarze funduszy.

Obecnie jednak stoi temu na przeszkodzie zakaz pobierania opłat za zarządzania aktywami zainwestowanymi w inne fundusze wyspecjalizowane. To ograniczenie było zresztą wymieniane przez naszych rozmówców, jako jedna z istotnych przyczyn niskiego poziomu dywersyfikacji aktywów funduszy emerytalnych. Zniesienie tego zakazu wydawałoby się jak najbardziej uzasadnione zważywszy na fakt, iż powierzenie aktywów wyspecjalizowanym funduszom jest wyrazem ostrożnego zarządzania powierzonymi oszczędnościami, a nie jego brakiem.

Od kilku lat w debacie publicznej systematycznie powraca pomysł stworzenia w Polsce odpowiedników REIT-ów, które mogłyby przyczynić się do powstania synergii z OFE i potrzebami rynku nieruchomości.

Pomysł polega na stworzeniu polskich odpowiedników REIT-ów, wzorowanych na rozwiązaniach m.in. z Francji, Belgii czy Hiszpanii. Wedle propozycji miałyby powstać spółki rynku wynajmu nieruchomości (SRWN). Posiadałyby status spółki akcyjnej będącej jednocześnie spółką publiczną, której akcje byłyby dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Ponadto spółka ta musiałaby mieć siedzibę na terytorium Polski oraz stosunkowo wysoki poziom kapitału zakładowego (w debacie pojawia się próg 60 mln złotych). Większość majątku SRWN składałaby się z portfela nieruchomości, udziałów lub akcji w spółkach zależnych oraz akcji innych spółek rynku wynajmu nieruchomości, zaś zobowiązania powinny kształtować się poniżej 70% jej wartości godziwej. SRWN powinna mieć odpowiednio zdywersyfikowany portfel nieruchomości, stąd propozycja wymogu posiadania przez tę spółkę co najmniej trzech nieruchomości lub ich części (wszystkie położone na terytorium RP). Spółka inwestowałaby w biurowce, obiekty handlowe czy magazyny z wyłączeniem jednak budynków i lokali mieszkalnych oraz gruntów. Aby SRWN faktycznie zajmowała się inwestycjami w nieruchomości, proponowany jest wymóg aby jej zysk brutto pochodził w przynajmniej 70% z wynajmu i zbycia nieruchomości. Na

dywidendy musiałyby zostać przeznaczone, co najmniej 80% wypracowanego zysku. Z uwagi na prospołeczny i progospodarczy charakter funduszy proponowane są zachęty podatkowe dla nich i ich właścicieli. Zwolnienie z opodatkowania miałyby objąć dochody SRWN uzyskane z najmu i sprzedaży nieruchomości lub ich części oraz dochody spółek zależnych. Obecny brak regulacji o REIT-ach nie znaczy bynajmniej, że nie są one w Polsce obecne. Popularne w innych krajach REIT-y inwestują w działające na naszym rynku nieruchomości spółki. W ten sposób, dzięki stosowanej optymalizacji budżet Polski korzysta z tego w niewielkim stopniu, a swoje oszczędności budują dzięki nim przyszli emeryci z Niemiec czy Australii. W ten sposób, zakupy robione w centrach handlowych wspierałyby wzrost oszczędności emerytalnych Polaków.<sup>9</sup> Ponadto, przyszli emeryci dzięki swoim składkom pomagaliby pośrednio swoim dzieciom, które nie mogą sobie pozwolić lub nie chcą brać kredytu na znalezienie mieszkania. Dodatkowym efektem byłoby pewne zwiększenie bezpieczeństwa oszczędności emerytalnych, ponieważ rynek wynajmu nieruchomości jest znacznie mniej wrażliwy na dekonjunkturę gospodarczą niż dominujący w aktywach OFE rynek akcji (wymuszone zmianą systemu emerytalnego z 2013 roku).

### **3.2.3. Potencjalna rola OFE w rozwoju rynku budownictwa na wynajem**

Gdyby zniknęły bariery opisane powyżej, to zgodnie z obserwowanym trendem na świecie można szacować, iż udział nieruchomości w portfelach otwartych funduszy emerytalnych mogłoby dochodzić nawet do 10% sumy aktywów. Najprawdopodobniej większość z nich ulokowana byłaby w funduszach nieruchomościowych i REIT-ach. Przy obecnej wielkości aktywów OFE oznaczałoby to, że sektor budowlany wzbogaciłby się o 15 miliardów złotych na finansowanie projektów.

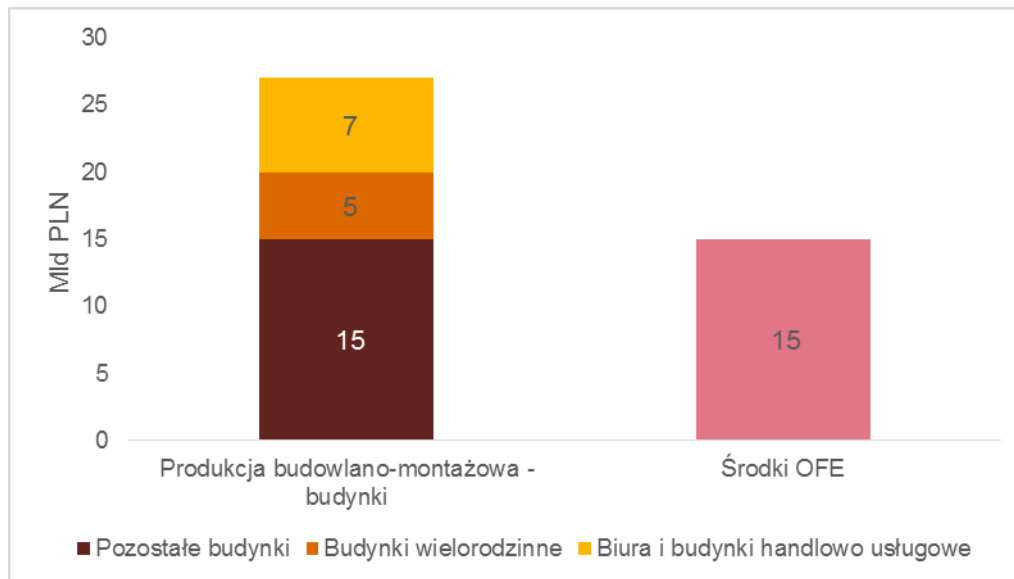
Co mogłoby to oznaczać dla tego sektora? W 2014 roku produkcja budowlana związana ze wznoszeniem budynków wyniosła 28 miliardów złotych. Wielorodzinne budownictwo mieszkaniowe, czyli potencjalny cel inwestycji REIT-ów to 5,3 miliarda. Ponadto w budowie znajdowały się budynki biurowe i handlowo-usługowe o wartości 7,3 miliarda złotych. Środki, jakie OFE mogłyby potencjalnie dostarczyć rynkowi nieruchomości odpowiadają połowie obecnych nakładów, jakie są przeznaczane na budownictwo wielorodzinne i skierowane dla biznesu (Patrz Rysunek 12).

---

<sup>9</sup> Eurobuild Central & Eastern Europe, kwiecień 2016.



**Rysunek 12. Produkcja budowlano-montażowa związana z wznoszeniem budynków w Polsce w 2014 roku oraz potencjalne środki, jakie OFE mógłby by zainwestować w instrumenty dłużne związane z tym rynkiem.**



Źródło: Szacunku własne PwC na podstawie GUS.

### **3.3. Potencjalne inwestycje infrastrukturalne funduszy emerytalnych**

Według OECD infrastruktura to system robót publicznych w kraju, stanie/województwie lub regionie, w tym drogi, linie użytkowe oraz budynki użyteczności publicznej.

Oczekuje się, że inwestycje infrastrukturalne wyprodukują przewidywalne i stabilne przepływy pieniężne w długim okresie. Aktywa infrastrukturalne normalnie funkcjonują w środowisku o ograniczonej konkurencji, co wynika z istnienia monopolii, regulacji rządowych lub koncesji. Tego typu inwestycje są zazwyczaj kapitałochłonne i obejmują środki trwale, które muszą być obsługiwane i utrzymywane przez długi okres czasu.

Fundusze emerytalne ze zwiększoną uwagą rozważają takie inwestycje, aby zdywersyfikować swoje portfele – z powodu niskiej korelacji produktów infrastrukturalnych z tradycyjnymi klasami aktywów. W zasadzie długoterminowy horyzont inwestycyjny funduszy emerytalnych, a także innych inwestorów instytucjonalnych sprawia, że są to najbardziej naturalni inwestorzy w mniej płynne, długoterminowe aktywa takie jak projekty infrastrukturalne.

Niestety nie są dostępne przekrojowe dane pokazujące skalę zaangażowania funduszy emerytalnych w inwestycje infrastrukturalne na świecie. Jedynie fundusz inwestycyjny Aurium

Capital Markets, opublikował dane, z których wynika, iż w roku 2015 ponad 185 funduszy emerytalnych na świecie inwestowało w infrastrukturę, w porównaniu z 136 funduszami rok wcześniej.

Ciekawe jednak wydają się przykłady wybranych krajów, w których fundusze emerytalne wykazują w ostatnim okresie zwiększone zainteresowanie inwestycjami infrastrukturalnymi.

### **3.3.1. Inwestycje infrastrukturalne funduszy emerytalnych w wybranych krajach**

Australia i Kanada są liderami w inwestycjach funduszy emerytalnych w produkty infrastrukturalne. Pionierem w tej dziedzinie jest Kanada gdzie fundusze emerytalne inwestują w infrastrukturę od początku XXI wieku. Australia dołączyła, gdy we wczesnych latach 90tych poprzedniego wieku przedstawiciele sektora finansowego doszli do wniosku, że projekty infrastrukturalne są możliwe i warte włączenia do portfela aktywów. Obecnie te dwa państwa mają najwyższą alokację aktywów infrastrukturalnych wśród funduszy emerytalnych na całym świecie i wynosi ona ok. 5% w porównaniu ze średnią światową w wysokości około 1%.

W kontekście międzynarodowym, Australia, jest krajem z jedną z najwyższych alokacją aktywów w akcje oraz w inwestycje alternatywne (23%). Szacuje się, że w inwestycje infrastrukturalne zaangażowanych jest średnio 5-6% aktywów. Udział ten i tradycja inwestowania w tego rodzaju aktywa w Australii to m.in. wynik aktywnego procesu prywatyzacji majątku publicznego mającego miejsce w czasie wprowadzania obowiązkowego kapitałowego systemu emerytalnego w tym kraju.

Alokacja środków kanadyjskich funduszy emerytalnych w alternatywne aktywa podąża za światowym trendem i ich udział w portfelu zwiększył się z 13% w 2002 roku do 23% w 2012 r.

Wśród europejskich krajów, brytyjskie fundusze emerytalne chętnie inwestują w projekty infrastrukturalne. Inwestują w nie jednak głównie fundusze największe. The London Pensions Fund Authority, jeden z największych państwowych funduszy emerytalnych (Local Government Pension Schemes), zarządzający w 2010 roku portfelem o wartości ponad 4 miliardami funtów, 5% swoich aktywów inwestował w infrastrukturę, włączając w to projekty energii solarnej w Hiszpanii, a także różne inne przedsięwzięcia, m.in. w Chinach. Universities Superannuation Scheme, czyli drugi co do wielkości fundusz emerytalny w Wielkiej Brytanii z 25 miliardami

funtów aktywów (2011 rok) inwestuje w infrastrukturę od 2005 roku a jego docelowy poziom inwestycji w tym obszarze to 3% portfela<sup>10</sup>.

W Wielkiej Brytanii stworzono dodatkowo ciekawy wehikuł inwestycyjny, przeznaczony specjalnie dla funduszy emerytalnych – The Pensions Infrastructure Platform (PIP). Mógłby on świetnie wpisać się w Polskie realia pod warunkiem wycofania się z zakazu pobierania opłat za zarządzanie tego rodzaju aktywami. Celem PIP są długoterminowe inwestycje w projekty infrastrukturalne w Wielkiej Brytanii. PIP zarządza aktywami wartymi 2 miliardy funtów, z czego ok. połową w własnym funduszu (Multi-Strategy Infrastructure Fund), a resztą w funduszach zarządzanych przez wybrane instytucje zarządzające aktywami. Co ciekawe, PIP w swoim portfolio projektów ma głównie szpitale i uczelnie, niewiele natomiast projektów stricte infrastrukturalnych np. drogowych. PIP skierowany jest do inwestorów instytucjonalnych, przede wszystkim dla funduszy emerytalnych.

Wydaje się, iż w przypadku Polski korzystanie z finansowania poprzez OFE także nie musiałyby być ograniczone tylko do wąsko pojętej infrastruktury transportowej lub komunikacyjnej. Otwarte Fundusze Emerytalne mogłyby być potencjalnie zainteresowane także inwestycjami w sektor energetyczny, infrastrukturę naukowo-badawczą lub zdrowotną.

### **3.3.2. Potencjalna rola OFE w rozwój inwestycji w infrastrukturę**

Doświadczenia światowe pokazują, iż w celu przyciągnięcia funduszy emerytalnych do inwestycji w infrastrukturę i zagwarantowania powodzenia i trwałości takich inwestycji w dłuższej perspektywie, należy zlikwidować bariery, które stoją na przeszkodzie tym inwestycjom.<sup>11</sup> Możliwości inwestycyjne są często ograniczane przez niestabilność systemu prawnego i brak długoterminowego zaangażowania politycznego spowodowane przez kadencyjność władz. Dla dużych i efektywnych kosztowo projektów barierami są często rozdrobnienie odpowiedzialności samorządu terytorialnego i wysokie koszty przygotowań do przetargów.

W swojej dotychczasowej historii OFE dość chętnie wspierały projekty infrastrukturalne, m.in. przez zakup tzw. obligacji autostradowych emitowanych przez BGK. Obecnie, w nowym reżimie prawnym funkcjonowania OFE muszą się z tych inwestycji wycofać i na koniec 2015 roku miały ich już jedynie 1,5 miliarda złotych, podczas gdy jeszcze w 2013 było to 17 miliardów.

---

<sup>10</sup> Olivier Wyman, Pension Funds investment in infrastructure, a survey. OECD 2011.

<sup>11</sup> Tamże.

Bezpośrednie inwestycje OFE w projekty infrastrukturalne musiałyby być w początkowym okresie ograniczone z tym samych powodów co bezpośrednie zaangażowanie w inwestycje w nieruchomości. O wiele bardziej atrakcyjne byłyby dla nich i ich klientów obligacje projektowe, choć wiele zależałoby od tego, czy inwestycja taka posiadałaby odpowiednie gwarancje. Największą szansę na popularność miałyby inwestycje za pośrednictwem innych wyspecjalizowanych funduszy, ale również pod warunkiem możliwości pobierania przez OFE opłat za zarządzanie tego rodzaju aktywami, co jak pisaliśmy wcześniej uważamy za jak najbardziej uzasadnione.

Udział OFE w finansowaniu inwestycji infrastrukturalnych bezpośrednio czy pośrednio byłoby korzystne dla samych inwestycji. Projekty zostałyby na warunkach rynkowych ocenione i finansowanie uzyskiwałyby tylko te o ekonomicznym uzasadnieniu. Co ważniejsze finansowanie ważnych dla gospodarki projektów ze środków OFE zamiast pochodzących z budżetu najprawdopodobniej pozwoli Polsce realizować je bez narażania się na zarzut o niedopuszczalną pomoc publiczną.

Obligacje projektowe to cały czas mniej ryzykowne aktywa niż akcje, co z perspektywy emerytów zbliżających się do końca okresu aktywności zawodowej może zwiększyć bezpieczeństwo ich środków i wysokość zbliżającej się emerytury. Zwiększenie udziału instrumentów opartych o projekty infrastrukturalne zmniejsza zasadność stosowania „suwaka”. Środki te nadal stanowiłyby oszczędności emerytów, a jednocześnie finansowałyby rozwój gospodarki zwiększając w długim okresie ich bezpieczeństwo. Nie bez znaczenia jest, że cały czas przynosiłyby odsetki zarówno w okresie, gdy obecnie działa „suwak”, jak i podczas pobierania emerytury ze stopą zwrotu niezależną od decyzji politycznych o współczynniku waloryzacji.

Obecnie, niewątpliwą barierą dla tych instrumentów jak i możliwości inwestowania w nie przez OFE, jest bardzo mały rynek obligacji przychodowych. Mimo ciekawych przykładów udanych emisji obligacji na potrzeby infrastruktury wodno-kanalizacyjnej m.in. w Bydgoszczy czy Łodzi niewiele innych miast poszło tą drogą. A szkoda, bo pozwala one rozłożyć koszt obsługi długu na znacznie dłuższy okres niż w przypadku kredytów bankowych czy obligacji komunalnych.

W przypadku powstania atrakcyjnego i odpowiednio płynnego rynku obligacji przychodowych emitowanych przez spółki celowe przy projektach infrastrukturalnych, zarządzający OFE, z którymi przeprowadziliśmy wywiady wskazali, że chętnie widzieliby w swoich portfelach średnio do 5% papierów dłużnych tego typu. Przy wartości aktywów OFE z 2014 roku w wysokości prawie 150 miliardów złotych oznaczałoby to, że projekty infrastrukturalne mogłyby liczyć na 7,5 miliarda złotych ze strony samych OFE. Dla porównania, w roku 2014 całkowite nakłady na

budowę obiektów o charakterze infrastrukturalnym w Polsce (wg GUS<sup>12</sup>) wyniosły w sumie około 36 miliardów złotych.

Plan Odpowiedzialnego Rozwoju, jako jedno ze źródeł finansowania projektów infrastrukturalnych wskazuje m.in. zagraniczne fundusze emerytalne. Pojawia się zatem pytanie czy nie lepiej poszukać potrzebnych środków bliżej i pozwolić Polakom przyszłym emerytom korzystać na starość z zysków wypracowanych przez Polskie podmioty?

### **3.4. Potencjalne zaangażowanie OFE w fundusze Private Equity, w tym Venture Capital.**

Inwestycje Private Equity (PE) definiowane są jako inwestycje na niepublicznym rynku kapitałowym, w celu osiągnięcia średnio - i długoterminowych zysków z przyrostu wartości kapitału. PE/VC może być wykorzystane na rozwój nowych produktów i technologii, zwiększenie kapitału obrotowego, przejmowanie spółek lub też na poprawę i wzmocnienie bilansu spółki.

Fundusze Venture Capital są jedną z odmian funduszy PE. Są to inwestycje dokonywane we wczesnych stadiach rozwoju przedsiębiorstw, służące uruchomieniu danej spółki lub jej ekspansji.<sup>13</sup> Venture Capital to kapitał długoterminowy. Inwestycje mają kilkuletnią perspektywę, kapitał pozostaje w spółce zwykle od 3 do 7 lat. Ten segment może zarazem w największym stopniu wspierać innowacje i komercjalizację rodzimych technologii.

**Tabela 4. Udział inwestycji Private Equity w aktywach funduszy emerytalnych wybranych krajów OECD w 2014 roku.**

<b>Kraj</b>	<b>Udział PE w portfelu</b>
Islandia	6,3%
Brazylia	4,0%
Izrael	2,0%
Szwajcaria	1,4%
Holandia	1,1%
Hiszpania	0,6%
Niemcy	0,4%

Źródło: OECD

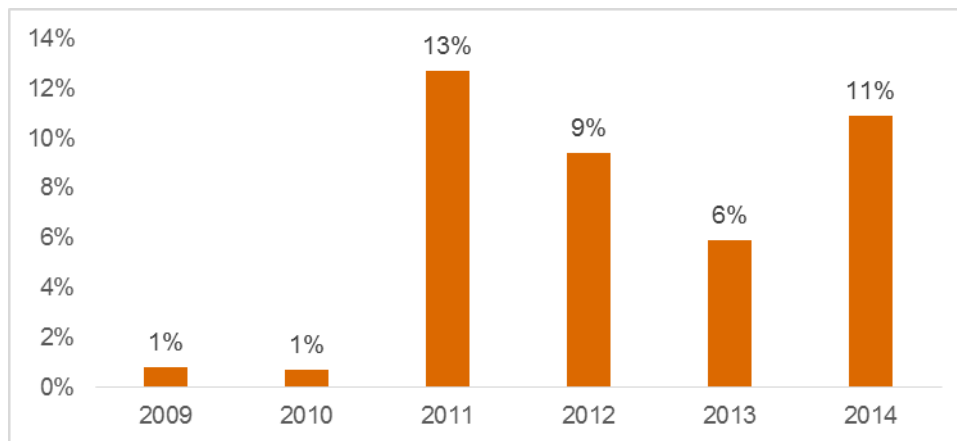
W ciągu ostatnich dwudziestu lat, fundusze emerytalne w ramach dywersyfikacji swoich portfeli, zaangażowały się także w inwestycje w fundusze Private Equity, w tym w fundusze Venture Capital.

<sup>12</sup> GUS, Budownictwo – wyniki działalności 2014.

<sup>13</sup> Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, [www.psik.org.pl](http://www.psik.org.pl)

Niepełne dane OECD (patrz Tabela 4) wskazują, iż największe zaangażowanie w Private Equity wykazują fundusze emerytalne z Islandii. Jednak zgodnie z innymi dostępnymi na rynku informacjami w fundusze tego typu inwestują także fundusze emerytalne z innych krajów.

**Rysunek 13. Udział funduszy emerytalnych w finansowaniu inwestycji Venture Capital w krajach CEE.**

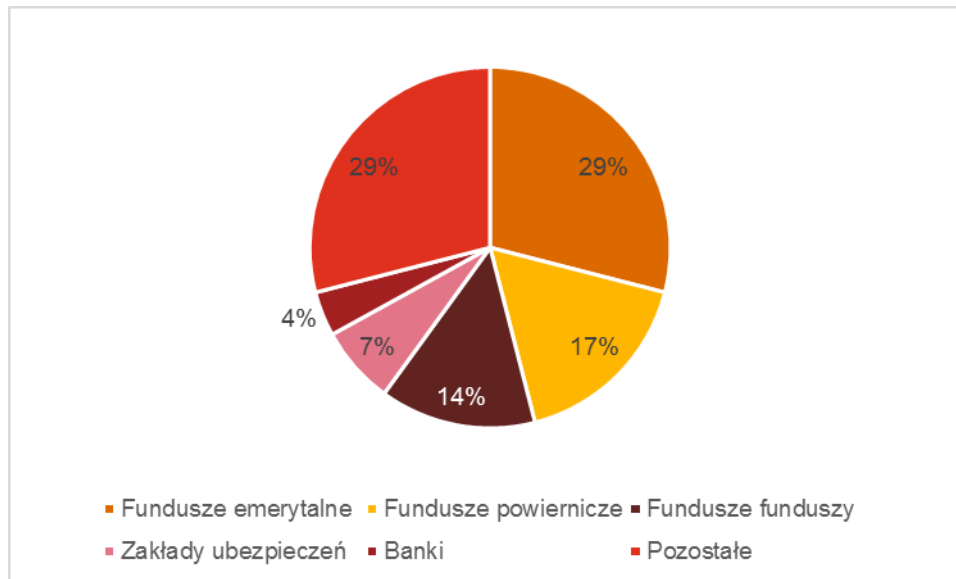


Źródło: EVCA

Alokowanie kapitału w Venture Capital przez fundusze emerytalne systematycznie rosło na przestrzeni ostatnich lat. Widać to między innymi w innych krajach Europy Środkowej i Wschodniej, gdzie jeszcze na koniec ubiegłej dekady fundusze emerytalne dostarczały mniej niż 1% kapitału inwestowanego przez fundusze VC podczas gdy w latach 2011-2014 udział ten wahał się już od 6% do prawie 13%.

Jeszcze silniejszy jest związek funduszy emerytalnych z funduszami Venture Capital w USA. Według badania Dow Jones Private Equity Analyst Sources of Capital z 2014 roku fundusze emerytalne dostarczyły prawie jedną trzecią kapitału na inwestycje typu Venture Capital, przy czym 20% stanowią publiczne fundusze emerytalne.

**Rysunek 14. Źródła kapitału funduszy Venture Capital według typu inwestora w USA w 2014 roku.**



Źródło: Bloomberg.

Rekordzistą wśród Amerykańskich funduszy był California Public Employees' Retirement System (CalPERS) który zainwestował w tego typu aktywach 0,5% swojego portfela inwestycyjnego, czyli 1,8 miliarda dolarów. Inny z publicznych fundusz emerytalnych, Indiana Public Retirement System (INPPRS) w tym czasie ulokował w funduszach VC ponad 360 milionów dolarów, co stanowiło 1,6% jego aktywów<sup>14</sup>.

### **3.4.1. Jak zwiększyć zaangażowanie OFE w Venture Capital. ?**

Obecnie polskie OFE nie inwestują w fundusze Venture Capital. Stan ten wynika z co najmniej kilku przyczyn. Po pierwsze, mimo optymistycznych prognoz dla rozwoju tego rynku w Polsce, zwłaszcza na tle innych krajów CEE rynek kapitału wysokiego ryzyka jest stosunkowo niewielki. Po drugie, fundusze VC środki na inwestycje gromadzą w postaci zobowiązań (*commitments*) ze strony inwestorów. Taka postać bezpośredniego wchodzenia w inwestycje uniemożliwia OFE udział w nich w świetle obowiązującego prawa. Także sami zarządzający OFE nie są zwolennikami takich instrumentów.

---

<sup>14</sup> Behind the Venture Capital Boom: Public Pensions, September 2014, [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

Rozwiązaniem, które mogłoby zlikwidować te przeszkody byłoby powstanie instytucji – funduszu pomiędzy OFE w funduszami VC. Wówczas OFE inwestowałyby w papiery wartościowe emitowane na potrzeby inwestycji rozproszonych w dużo większym portfelu projektów.

Stworzenie takiej (lub takich) instytucji obok wsparcia dla finansowania polskich start-upów mogłoby stanowić doskonale uzupełnienie obecnych planów finansowania dużych przedsięwzięć innowacyjnych opisanych w Planie Odpowiedzialnego Rozwoju, takich jak: „Luxtorpeda”, „Polski Kombajn Górniczy”, czy „Centrum Rozwoju Biotechnologii im. Kazimierza Funka”. Podobnie jak w przypadku przedsięwzięć infrastrukturalnych wkład środków OFE w tego typu projekty najprawdopodobniej nie byłyby uważane za niedopuszczalną pomoc publiczną, a także byłyby istotnym źródłem kapitału własnego stanowiącego podstawę do uzyskania wyższego finansowania dłużnego. Oczywiście warunkiem niezbędnym powodzenia tego typu projektu jest pozostawienie zarządzającym OFE oraz stworzonym wehikulem inwestycyjnym swobody w rynkowym doborze finansowanych projektów.

Rozwiązanie takie pozwoliłoby rozproszyć ryzyko, które z samej natury inwestycji typu VC jest wysokie a jednocześnie utrzymać wysoką stopę zwrotu. Tu jednak na drodze staje ponownie zakaz pobierania opłat za zarządzanie tą częścią aktywów.

### **3.4.2. Potencjalna rola OFE w rozwoju rynku Venture Capital**

Według danych Invest Europe fundusze VC zainwestowały w Polsce w 2014 roku ok. 1,4 miliarda złotych. Część funduszy emerytalnych byłaby skłonna do inwestowania w instrumenty oparte o fundusze VC. Szacujemy, że średnio OFE mogłyby zainwestować do około 1% swoich aktywów do zainwestowania w te środki w krótkim okresie. Obecnie, oznaczałoby to dla rynku VC w Polsce możliwość podwojenia inwestycji. Byłby to silny impuls dla rynku i gospodarki z uwagi na zwykle wysoka innowacyjność projektów inwestycyjnych. Wymagałoby to, oprócz zmian prawnych dotyczących bezpośrednio OFE także silnego i płynnego rynku kapitałowego umożliwiającego funduszom VC zrealizowanie zysków z inwestycji.



*Opracowanie Raportu*

**PwC Polska sp. z o.o.**

*Raport przygotowany we współpracy z:*

**Izbą Gospodarczą Towarzystw Emerytalnych**

Data wydania

**10 Maja 2016**

Niniejszy Raport został przygotowany przez PwC Polska sp. z o.o. („PwC”). Praca nad dokumentem trwała od marca do maja 2016 r. i polegała na przeprowadzeniu niezależnych badań przedmiotowego rynku oraz na analizie jego wpływu na sektory gospodarki. Aby zapewnić niezależność i obiektywizm Raportu, PwC prowadziła prace niezależnie. Strony trzecie nie miały możliwości ingerencji w treść Raportu.

Dokument przedstawiony przez PwC jest oparty o informacje uzyskane z wielu źródeł, m.in. od uczestników rynku, a także z analizy danych zastanych, publikacji medialnych itp. PwC nie weryfikowała jednak źródeł oraz prawdziwości informacji przez nie dostarczanych lub opisanych. W związku z powyższym PwC nie odpowiada za nie i nie udziela gwarancji dotyczących kompletności i dokładności niniejszego Raportu.

PwC nie świadczyła dodatkowych usług po 10 maja 2016 r., tj. dacie dostarczenia produktów końcowych projektu. Raport nie uwzględnia efektów zdarzeń i okoliczności, które miały miejsce oraz informacji, które pojawiły się po tej dacie, tj. po terminie dostarczenia produktów końcowych prac. PwC nie odpowiada za wpływ ww. efektów zdarzeń, okoliczności oraz informacji na wynik końcowy Raportu.

Zwracamy uwagę na zawarte w Raporcie istotne komentarze dotyczące zakresu prac PwC, celu, w jakim Raport został sporządzony i będzie używany oraz założeń i ograniczeń w dostępie do informacji, na których opieraliśmy nasz Raport. Niezależnie od podstawy działania – czy to kontraktowej, czy deliktowej – w ramach obowiązującego prawa PwC nie ponosi żadnej odpowiedzialności za czyny i konsekwencje ponoszone przez osoby trzecie ani żadne decyzje podjęte lub nie na podstawie niniejszego Raportu.