

Komunikat prasowy,
Warszawa, 29.08.2013

Wpływ reformy OFE na polski rynek kapitałowy - Analiza Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych

Wszystkie warianty zmian dotyczące Otwartych Funduszy Emerytalnych zaproponowane przez rząd będą miały negatywny wpływ na polski rynek kapitałowy i całą gospodarkę. Po wprowadzeniu wariantu dobrowolności w 72 spółkach giełdowych zaangażowanie Skarbu Państwa wynosić będzie powyżej 25%, co może spowodować poważne zmiany w ich funkcjonowaniu – wynika z analizy przeprowadzonej przez Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych.

Wśród wariantów modyfikacji II filara systemu emerytalnego pojawiły się propozycje zakładające przejęcie przez państwo aktywów OFE ulokowanych w obligacjach skarbowych (wariant „obligacyjny”) lub wprowadzenie „dobrowolności” przyszłych emerytów odnośnie członkostwa w OFE (wariant „dobrowolności”). Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych podjęło się przeanalizowania konsekwencji zaproponowanych zmian. Przeprowadzone przez SEG analizy wskazują, iż przyjęcie którejkolwiek z tych propozycji miałoby negatywny wpływ na rynek kapitałowy i – w rezultacie – na całą gospodarkę.

„Jeżeli rząd zdecyduje się na wdrożenie wariantu „obligacyjnego” okaże się dość szybko, że razem ze zniknięciem z portfeli OFE obligacji skarbowych pojawi się duży problem braku dywersyfikacji ryzyka z uwagi na bardzo niską podaż instrumentów o poziomie ryzyka zbliżonym do obligacji skarbowych, który doprowadzi do bardzo dużej zmienności wyceny aktywów OFE. Przy pierwszym poważnym załamaniu na giełdzie OFE z powodu niskich wycen aktywów zostaną zlikwidowane. Wariant ten w długim okresie oznacza nic innego jak doprowadzenie do likwidacji OFE” – argumentuje Mirosław Kachniewski, Prezes SEG

Jeszcze bardziej niepokojących wniosków dostarczyła analiza wariantu „dobrowolności”. Analiza została przeprowadzona przy założeniu, iż 100% przyszłych emerytów dokona wyboru ZUS.

„Założenie to wynika z przewagi państwa przy samym definiowaniu zasad wyboru, możliwości dowolnego kreowania zachęt formalnych, propagandowych i merytorycznych, a także z powodów czysto rynkowych – ograniczenie środków w OFE będzie powodować, iż zarządzanie nimi będzie coraz trudniejsze (mniejsze korzyści skali, w tym relatywnie większe koszty zarządzania i mniejsza dywersyfikacja ryzyka), a wyniki inwestycyjne przez długi czas będą obniżane z uwagi na wyprzedaż aktywów z puli środków przejętych przez Skarb Państwa (wskutek przejścia części przyszłych emerytów do ZUS)” – mówi Prezes Kachniewski

Jak wynika z analizy:

- **w przypadku 72 spółek o wartości około 320 mld zł zaangażowanie Skarbu Państwa po przejęciu aktywów OFE wynosić będzie powyżej 25% wartości akcji.** W 60 spośród nich obecnie Skarb Państwa nie jest istotnym akcjonariuszem.

Konsekwencje dla spółek: w przypadku 36 spółek Skarb Państwa stanie się największym akcjonariuszem, w przypadku kolejnych 24 Skarb Państwa będzie dużym akcjonariuszem, dysponującym wsparciem władzy legislacyjnej i wykonawczej, w odniesieniu do 12 spółek będzie to oznaczać powrót do Skarbu Państwa, w większości przypadków bez istotnego wpływu na kwestie korporacyjne.

- **w przypadku 41 spółek o wartości 286 mld zaangażowanie Skarbu Państwa po przejęciu aktywów OFE wynosić będzie powyżej 33% wartości akcji.** W 27 spółkach o wartości około 45 mld zł Skarb Państwa stanie się nowym, głównym akcjonariuszem.

Zgodnie z obowiązującymi regulacjami każdy inwestor przekraczający próg 33% zobowiązany jest do zaoferowania nabycia do 66% akcji, tak aby umożliwić wyjście z inwestycji dotychczasowym akcjonariuszom, którzy nie są zadowoleni z nowego inwestora. Ogłoszenie takich wezwań wymagałoby wyłożenia przez nowego akcjonariusza (ZUS lub Skarb Państwa) ok. 35 mld zł. Alternatywą jest sprzedaż posiadanych walorów, tak aby zejść poniżej progu 33%, jednak wówczas wymagałoby to zaoferowania podaży akcji o wartości ok. 36 mld zł, czyli kilkunastokrotności tego, co rynek zaabsorbował w ubiegłym roku. Wobec tego, że nie wydaje się możliwe ani dokupienie akcji, ani ich sprzedanie może pojawić się trzecia opcja, czyli próba wyłączenia obowiązywania w/w przepisów, a w rezultacie łamanie praw akcjonariuszy mniejszościowych. Wówczas Skarb Państwa mógłby wykonywać prawa głosu bez konieczności podejmowania opisanych działań. Przy czym należy podkreślić, że ostatnie rozwiązanie zostałoby z czasem zakwestionowane przez Trybunał Konstytucyjny lub Europejski Trybunał Sprawiedliwości, ponieważ złamane zostałyby regulacje Dyrektywy 2004 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.U.UE.L.2004.142.12 z późn. zmianami).

- **w przypadku 15 spółek o wartości 208 mld zł zaangażowanie Skarbu Państwa po przejęciu aktywów OFE wynosić będzie powyżej 50%.**

W przypadku 6 spółek z tej grupy, o wartości 10 mld zł obecnie Skarb Państwa nie jest akcjonariuszem i stanie się akcjonariuszem dominującym. Będzie to oznaczać pełne przejęcie kontroli nad spółką. Dodatkowo spółkę zaczną obowiązywać regulacje dot. ograniczenia płac, tzw. ustawa kominowa.

- **w przypadku 6 o wartości 72 mld zł zaangażowanie Skarbu Państwa po przejęciu aktywów OFE wynosić będzie powyżej 66 %.**

W przypadku 3 spółek o wartości 5 mld zł Skarb Państwa nie jest obecnie akcjonariuszem istotnym. Oprócz konsekwencji, które opisane były przy wcześniejszych progach zaangażowania, przy przekroczeniu progu 66% pojawia się konieczność ogłoszenia wezwania do sprzedaży akcji przez

wszystkich pozostałych akcjonariuszy wg podobnych zasad, jak w przypadku przekroczenia 33%. Ogłoszenie takich wezwań wymagałoby wyłożenia przez nowego akcjonariusza (ZUS lub Skarb Państwa) ok. 9 mld zł lub sprzedaży akcji o wartości ok. 5 mld zł, względnie przedstawionych powyżej zmian prawnych, które są niezgodne z regulacjami unijnymi.

„Stowarzyszenie na podstawie posiadanych danych przeanalizowało szczegółowo sytuację wszystkich spółek, w których po reformie OFE zaangażowanie Skarbu Państwa w akcjonariacie może przekroczyć 25% i z wszystkimi tymi spółkami nawiązaliśmy kontakt. Przy przedstawianiu wniosków z analizy nie odnosimy się natomiast bezpośrednio do sytuacji żadnej ze spółek” – mówi Prezes Kachniewski

W opracowaniu SEG na temat negatywnych konsekwencji zmian dotyczących OFE wypowiedzieli się również przedstawiciele kancelarii prawnych.

„Spółki notowane na GPW powinny przygotować się nie tylko na „nacjonalizację”, ale także na zwiększoną ekspozycję na wrogie przejęcie spowodowane obniżeniem wyceny akcji, będące rezultatem ryzyk związanych ze zmianą struktury akcjonariatu” - mówi Andrzej Mikosz, Partner, K&L Gates

„Sytuacja, gdy spółka prywatna zaczyna być kontrolowana przez państwo, to w większość przypadków najbardziej fatalna informacja dla akcjonariuszy – i tym bardziej wymagają oni ochrony. Natomiast wyłączenie obowiązku ogłaszania wezwań w stosunku do Skarbu Państwa, czy inny podmiot działający na jego zlecenie, byłoby jawnie sprzeczne z prawem europejskim” – dodaje Prof. dr hab. Aleksander Chłopecki, Uniwersytet Warszawski, Kancelaria Dentons

W opracowaniu Prezes SEG zaproponował również wyjście z sytuacji, które pozwoliłoby na wypełnienie celów rządu nie wpływając negatywnie na rynek.

Rozwiązaniem, który pozwalałby na realizację korzyści rządu wynikających z wariantu „obligacyjnego”, jednakże eliminowałby negatywne skutki dla rynku kapitałowego byłaby konwersja obligacji skarbowych na inny instrument finansowy (np. zobowiązanie ZUS wobec przyszłych emerytów będących członkami OFE), który z ekonomicznego punktu widzenia byłby bardzo zbliżony do obligacji, ale nie wymagałby uwzględnienia w statystykach długu publicznego (podobnie jak obecnie zobowiązania ZUS wobec emerytów) – proponuje Prezes Kachniewski

Opracowanie jest dostępne na stronie internetowej Stowarzyszenia: www.seg.org.pl

Dodatkowe informacje:

Magdalena Raczek

Manager ds. PR

e-mail: mraczek@seg.org.pl

tel. (22) 826 26 89

kom. 509 357 280

Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych jest organizacją ekspercką, która istnieje od 1993 roku. Podstawowym celem funkcjonowania SEG jest udzielanie wsparcia spółkom w aspekcie informacyjnym (przekazywanie informacji o zmianach legislacyjnych), edukacyjnym (organizacja seminariów i konferencji) oraz prawnym (opracowywanie opinii prawnych, rekomendacji i interpretacji dotyczących nowych przepisów). SEG podejmuje prace na rzecz rozwoju polskiego rynku kapitałowego oraz reprezentuje interesy spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Obecnie Stowarzyszenie skupia około 300 spółek notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych oraz alternatywnym rynku New Connect, reprezentujących ponad 80 proc. kapitalizacji emitentów krajowych.