

Wpływ reformy OFE na polski rynek kapitałowy

Analiza
Stowarzyszenia
Emitentów
Giełdowych



Trudna sytuacja fiskalna zmusiła rząd do zaproponowania daleko idących modyfikacji II filara systemu emerytalnego. Przedstawione propozycje zakładają przejęcie przez państwo aktywów OFE ulokowanych w obligacjach skarbowych lub wprowadzenie „dobrowolności” przyszłych emerytów odnośnie członkostwa w OFE. Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych podjęło się przeanalizowania konsekwencji proponowanych zmian. Przeprowadzone przez SEG analizy wskazują, iż przyjęcie którejkolwiek z tych propozycji miałyby bardzo negatywny wpływ na rynek kapitałowy i – w rezultacie – na całą gospodarkę.

1. Wariant „obligacyjny”

Obecnie w obligacjach skarbowych ulokowane jest około 43% aktywów OFE, co powoduje, iż portfel przyszłego emeryta jest w miarę stabilny. Przejęcie tych aktywów przez Skarb Państwa spowodowałoby drastyczną zmianę poziomu ryzyka, gdyż akcje stanowiłyby ponad 68% w składzie portfeli OFE, a dodatkowo niemożliwe byłoby ponowne dokonanie dywersyfikacji ryzyka z uwagi na bardzo niską podaż instrumentów o poziomie ryzyka zbliżonym do obligacji skarbowych. Ponadto, dywersyfikacja ryzyka wymagałaby od OFE sprzedaży części aktywów akcyjnych, co (biorąc pod uwagę, że wymagałoby to wyprzedzaży akcji o wartości kilkudziesięciu miliardów złotych) przyczyniłoby się do olbrzymiego spadku ich wyceny. Brak dywersyfikacji natomiast prowadziłby do bardzo dużej zmienności wyceny tych portfeli i byłby przyczyną likwidacji OFE w sytuacji najbliższego krachu na giełdach, wobec drastycznych spadków wycen w krótkim okresie.

Portfel inwestycyjny OFE na dzień 31.07.2013 r.: 284 mld zł
w tym:

- obligacje skarbowe: 121 mld zł (43%)
- akcje spółek notowanych na rynku regulowanym: 111 mld zł (39%)

Źródło: KNF

Symulacja portfela inwestycyjnego OFE bez obligacji skarbowych
Wartość aktywów OFE na dzień 31.07.2013 r.: 163 mld zł
w tym:

- akcje spółek notowanych na rynku regulowanym: 111 mld zł (68%)
- pozostałe aktywa: 52 mld zł (32%)

Konsekwencje przyjęcia wariantu „obligacyjnego”

Obecny skład portfeli OFE:

obligacje skarbowe 43% akcje 39% pozostałe aktywa 18%

Skład portfela po „wyprowadzeniu” obligacji skarbowych:

akcje 68% pozostałe aktywa 32%

Konsekwencje przyszłych spadków na giełdach:

- Spadki bardziej gwałtowne niż obecnie z uwagi na:
 - a) mniejsze zaangażowanie OFE
 - b) niższą płynność (wynikającą z odpływu inwestorów obecnych dotychczas na polskim rynku z uwagi na stabilizującą rolę OFE)
- Bliski dwukrotnie większy wpływ notowań giełdowych na wycenę portfela OFE

Drastyczny spadek wyceny portfeli OFE

Likwidacja OFE

2. Wariant „dobrowolności”

Jeszcze bardziej niepokojących wniosków dostarczyła analiza wariantu „dobrowolności”. 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).

Wyliczenia przeprowadzone zostały w oparciu o dostarczone przez firmę Analizy Online SA dane według stanu na dzień 31 grudnia 2012 roku, nie oddają zatem w pełni bieżącej sytuacji (tym bardziej że odnoszą się do udziału w kapitale, nie zaś w liczbie głosów), jednakże stanowią jej przybliżenie. Biorąc pod uwagę fakt, że w analizie nie zostały uwzględnione inwestycje OFE dokonane po 1.01.2013 roku, ani zaangażowanie instytucji finansowych pośrednio zależnych od Skarbu Państwa należy podkreślić fakt, iż wpływ reformy OFE na rynek może mieć w chwili obecnej większy zasięg niż opisany w niniejszym opracowaniu.

Pod uwagę wzięte zostały wszystkie spółki giełdowe, których akcje w dniu 31 grudnia 2012 roku były notowane na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Stowarzyszenie na podstawie posiadanych danych przeanalizowało szczegółowo sytuację wszystkich spółek, w których po reformie OFE zaangażowanie Skarbu Państwa w akcjonariacie może przekroczyć 25%. Spółki te otrzymały od Stowarzyszenia indywidualne pisma z opisem sytuacji. Dane przedstawione w niniejszym opracowaniu będą opisywały w sposób zbiorczy możliwe konsekwencje wpływu przyjęcia wariantu „dobrowolności” na rynek kapitałowy, nie będą natomiast odnosiły się bezpośrednio do sytuacji żadnej ze spółek.

Potencjalne konsekwencje przejęcia aktywów OFE przez Skarb Państwa

➤ Przekroczenie 25%

Przekroczenie zaangażowania ZUS lub Skarbu Państwa poziomu 25% dotyczy 72 spółek o wartości ok. 320 mld zł, w tym:

- 60 spółek o wartości blisko 86 mld zł, w których obecnie Skarb Państwa nie jest istotnym akcjonariuszem, w tym:
- 36 spółek o wartości 50 mld zł, w których Skarb Państwa stanie się głównym akcjonariuszem;

Konsekwencje dla spółek: w przypadku 36 spółek faktyczne przejęcie kontroli, w przypadku kolejnych 24 pojawienie się dużego, silnego akcjonariusza, dysponującego 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.

➤ Przekroczenie 33%

Przekroczenie 33% dotyczy 41 spółek o wartości 286 mld zł, w tym:

29 spółek o wartości 53 mld zł w których obecnie Skarb Państwa nie jest akcjonariuszem, w tym 27 spółek o wartości 46 mld zł, w których Skarb Państwa stanie się głównym akcjonariuszem.

Konsekwencje dla spółek – jw. oraz zaproponowanie odkupu akcji. 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 ub. r. 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 to ostatnie rozwiązanie miałyby krótkie nogi, gdyż zostałyby 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).

➤ **Przekroczenie 50%**

Przekroczenie 50% dotyczy 15 spółek o wartości 208 mld zł, w tym 6 spółek o wartości 10 mld zł w których obecnie Skarb Państwa nie jest akcjonariuszem i stanie się akcjonariuszem dominującym.

Konsekwencje dla spółek – jw. oraz pełne przejęcie kontroli nad spółką. Dodatkowo spółkę zaczynają obowiązywać regulacje dot. ograniczenia płac, tzw. ustawa kominowa.

➤ **Przekroczenie 66%**

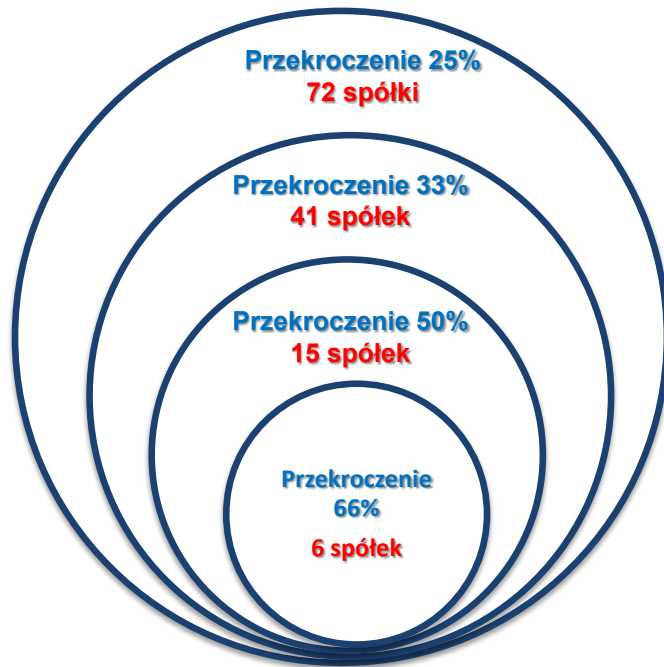
Przekroczenie 66% – dotyczy 6 spółek o wartości 72 mld zł, w tym 3 spółek o wartości 5 mld zł w których obecnie Skarb Państwa nie jest akcjonariuszem.

Konsekwencje dla spółek – jw. oraz konieczność ogłoszenia wezwania do sprzedaży akcji przez wszystkich pozostałych akcjonariuszy wg podobnych zasad, jak w przypadku przekroczenia 33%. Wymagałoby to wyłożenia ok. 9 mld zł lub sprzedaży akcji o wartości ok. 5 mld zł, względnie przedstawionych powyżej krótkonogich zmian prawnych.

Podsumowując orientacyjny koszt wezwań do odkupienia akcji w przypadku realizacji wymaganych dzisiejszymi regulacjami wezwań wynosi 44 mld zł.

Orientacyjna wartość podaży akcji w przypadku chęci uniknięcia ogłaszania tych wezwań wynosi 41 mld zł.

Praktyczne konsekwencje przejęcia przez Skarb Państwa aktywów OFE (wg obecnego stanu prawnego)



Zaangażowanie Skarbu Państwa:

Przekroczenie 25% - dotyczy 72 spółek o wartości 320 mld PLN

- „Normalne” konsekwencje wynikające z pojawienia się nowego dużego akcjonariusza – wpływ na decyzje WZA, możliwość powołania członków Rady Nadzorczej, pośredni wpływ na kompozycję Zarządu spółki.
- W przypadku rozdrobnionego akcjonariatu możliwe przejęcie kontroli nad spółką.

Przekroczenie 33% - dotyczy 41 spółek o wartości 286 mld PLN

- Wszelkie konsekwencje niższego poziomu zaangażowania oraz:
- Konieczność ogłoszenia wezwania nabycia do 66% akcji spółki lub zejście poniżej 33% (w terminie 3 miesięcy), w przeciwnym razie brak możliwości wykonywania prawa głosu
 - Przy braku inwestora strategicznego przejęcie kontroli nad spółką

Przekroczenie 50% - dotyczy 15 spółek o wartości 208 mld PLN

- Wszelkie konsekwencje niższego poziomu zaangażowania oraz:
- Przejęcie kontroli nad spółką
 - Objęcie władz spółki ustawą kominową
 - Ewentualne objęcie konsolidacji aktywów przepisami o ochronie konkurencji

Przekroczenie 66% - dotyczy 6 spółek o wartości 72 mld PLN

- Wszelkie konsekwencje niższego poziomu zaangażowania oraz:
- Konieczność ogłoszenia wezwania nabycia do 100% akcji spółki lub zejście poniżej 66% (w terminie 3 miesięcy), w przeciwnym razie brak możliwości wykonywania prawa głosu

OPINIE



**dr Mirosław
Kachniewski**
Prezes
Zarządu,
Stowarzyszenie
Emitentów
Giełdowych

Opracowana przez SEG analiza dość jednoznacznie wskazuje, iż zaproponowane przez rząd warianty modyfikacji II filara emerytalnego prowadzą w krótszej lub dłuższej perspektywie do likwidacji OFE ze wszystkimi negatywnymi skutkami dla rynku kapitałowego, gospodarki i przyszłych emerytów. Zdając sobie doskonale sprawę z wielu niedoskonałości funkcjonowania OFE uważam jednak, że należy podejmować działania mające na celu usprawnienie ich funkcjonowania, nie zaś likwidację. Żałuję zatem, że wskazane przez rząd warianty w ogóle nie odnoszą się do tych niedoskonałości i nie zawierają propozycji naprawy.

Jednocześnie w pełni rozumiem przesłanki podejmowanych działań, tj. próbę doraźnego rozwiązania (lub raczej odsunięcia w przyszłość) problemu finansów publicznych. Chciałbym jednak, aby rozwiązanie to miało możliwie mały negatywny wpływ na polską gospodarkę. Rozwiązaniem takim mógłby być wariant „obligacyjny plus” (przedstawiony zresztą przez SEG już w 2011 r. w ramach debaty o obniżeniu wartości środków przekazywanych do OFE), który pozwalałby na realizację korzyści rządu wynikających z wariantu „obligacyjnego”, jednakże eliminowałby negatywne skutki przedstawione w analizie SEG. Lepszym rozwiązaniem niż odebranie OFE obligacji skarbowych byłaby ich konwersja 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).

Przyjęcie takiego rozwiązania dałoby złapać oddech finansom państwa poprzez obniżenie składki odprowadzanej do OFE o 43% (czyli około 7 mld w skali roku) oraz dzięki przejściu od OFE ok. 150 mld zł w obligacjach skarbowych. Natomiast z punktu widzenia emeryta portfel OFE pozostałby w zasadzie niezmieniony (choć takie zobowiązanie ZUS byłoby obciążone nieco większym ryzykiem niż obligacja skarbową), przy czym istotnie zmalałyby opłaty (bo przecież pobieranie opłaty od „zarządzania” aktywami „uloowanymi” w ZUS nie miałoby żadnego uzasadnienia). Oczywiście rozwiązanie to nie jest wolne od wad – umożliwia bowiem zwiększenie zadłużenia państwa, za które przyjdzie nam kiedyś słono zapłacić, ale wydaje się, że w obecnej sytuacji makroekonomicznej jest to najniższy możliwy wymiar kary.

Spółki notowane na GPW, powinny przygotować się nie tylko na „nacionalizację” ale także na zwiększoną ekspozycję na wrogie przejęcie spowodowane obniżeniem wyceny akcji. Poniżej przedstawiamy kilka możliwych strategii, przy czym nie wykluczają się one i mogą być ze sobą łączone.

1. Ograniczenie uprawnień nabywców znacznych pakietów akcji

W wielu spółkach, kontrolowanych faktycznie przez MSP, w których zszedł on poniżej 50% głosów na Walnym Zgromadzeniu, wprowadzono w statutach postanowienia, które ograniczają prawo nabywców znacznych pakietów akcji do wykonywania prawa głosu. Nie dotyczy to tych akcjonariuszy, którzy przed wprowadzeniem zmian dysponują większym pakietem akcji. Służy to największemu akcjonariuszowi.

2. Ograniczenie prawa głosu dla podmiotów prawa publicznego

Ustawodawca nakazuje „jednakowe traktowanie akcjonariuszy w jednakowych okolicznościach”. To, że akcjonariusz jest podmiotem prawa publicznego może być okolicznością uzasadniającą ograniczenie jego uprawnień. W spółkach bez udziału Skarbu Państwa powinno być możliwe ograniczenie wykonywania prawa głosu przez podmioty prawa publicznego (gminy, Skarb Państwa czy ZUS). Taki zakaz nie łamie prawa polskiego czy europejskiego. Chroni także przed skutkami przejęcia akcji przez Urząd Skarbowy czy przez gminę na podstawie „prawa kaduka” (nieobjętego spadku).

3. Ucieczka do przodu

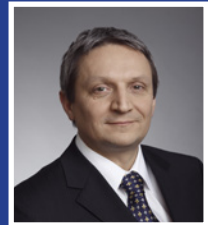
Polegająca na wprowadzeniu uprawnienia dla Zarządu do inflacyjnego podwyższenia kapitału zakładowego. Ze względu na ograniczenie wysokości podwyższenia kapitału zakładowego na podstawie przepisów o „kapitale docelowym”, skuteczne jest tylko warunkowe podwyższenie kapitału i wydanie akcjonariuszom przez zarząd, w sytuacji zagrożenia „nacionalizacją” warrantów subskrypcyjnych. MSP akcji nie kupuje. W przypadku „uzusowienia” aktywów OFE, ZUS może wpaść na pomysł, by warranty mu przyznane wykonać i nowe akcje nabyć. Już dzisiaj ZUS „aktywnie” zarządza „funduszem rezerwy demograficznej”.

4. Ucieczka za granicę

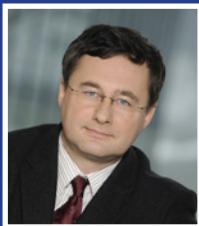
Dla spółek dużych, mających dobre wyniki, metodą „ratunku przed nacionalizacją” może być wejście na inny rynek. Podwójne notowanie akcji nie jest czymś skomplikowanym, a w sytuacji zagrożenia „nacionalizacją” czy wrogim przejęciem w związku z pogorszeniem wyceny polskich spółek, może być całkiem rozsądnym rozwiązaniem, pomagającym utrzymać rynkową wartość spółki na wyższym poziomie.

5. Ucieczka w prywatność

Dla mniejszych spółek rozwiązaniem może być powrót do „prywatności”. Poprzez wykup akcji, korzystając ze spadku cen i delisting. Może to otworzyć nowe możliwości inwestycyjne dla funduszy PE w Polsce. Jest to jednak możliwe tylko dla spółek o dużym potencjale wzrostu i dużym potencjale generowania wolnej gotówki.



Andrzej Mikosz,
Partner,
K&L Gates



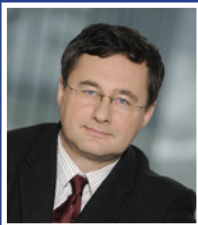
**Prof. dr hab.
Aleksander
Chłopecki**
Uniwersytet
Warszawski,
Kancelaria
Dentons

Niektóre konsekwencje realizacji planu „przejęcia środków OFE”

Sytuacja, gdyby w wyniku realizacji projektów rządowych miało nastąpić „przejście” uczestników OFE do ZUS może być realizowana w kilku scenariuszach. Każdy z nich ma wymiar mniej lub bardziej katastroficzny, z kolei ten ze scenariuszy, który dla rynku kapitałowego wydaje się najmniej katastroficzny, w wielu punktach będzie sprzeczny z prawem Unii Europejskiej.

Przyjmując „wariant pieniężny”, czyli przekazanie do ZUS równowartości jednostek rozrachunkowych przysługujących członkowi OFE i zakładając, że metodologia zaproponowana przez rząd doprowadzi do masowego odpływu członków OFE do ZUS – należy wskazać na kilka zagrożeń. Po pierwsze sytuacja dużej podaży papierów wartościowych w krótkim czasie zrodzi efekt podaży, czyli spadek ceny a w praktyce znaczące obniżenie poziomu indeksów giełdowych. Powstaje pytanie, czy Kowalski, który w dniu podjęcia decyzji (lub podjęcia tej decyzji przez ustawodawcę) ma na rachunku jednostki rozrachunkowe wartość 100 złotych (modelowo) ma otrzymać te 100 złotych, również gdy przypadające na jego jednostki aktywa zostaną zbyte za 60 złotych? Powszechnie Towarzystwa Emerytalne różnicy tej nie wyrównają, nie będzie je zresztą, w przypadku masowego odpływu członków OFE, na to stać. Ekonomicznie i logicznie rzecz biorąc, stratę powinien ponieść Kowalski, tego jednak populistyczny, przynajmniej w tzw. sprawie OFE, rząd nie zaakceptuje. Być może zatem zapisze Kowalskiemu na koncie w ZUS owe 100 złotych powiększając dług wewnętrzny, którym martwić się będą przyszłe pokolenia i przyszłe rządy. A OFE przypisze kolejną „winę” tj. efekt popytowy i znaczące spadki cen na giełdzie.

Druga ewentualność, to przejście aktywów tj. akcji i obligacji w OFE w proporcji do wartości jednostek rozrachunkowych „przepisanych” z OFE do ZUS. Pozornie nie wpłynie to samo przez się na rynek kapitałowy. Pozornie – albowiem cały plan rządu polega na możliwości zaspokojenia potrzeb budżetowych i zmniejszeniu wydatków budżetowych. Ten drugi cel zrealizuje brak konieczności wpłat do OFE. Zrealizuje jednak tylko częściowo i trudno uznać, by rząd powstrzymał się od wyprzedzaży posiadanych aktywów. Pamiętać należy, że akcje spółek publicznych są obecnie rozproszone między wiele podmiotów w tym OFE. W części z nich liczba posiadanych przez OFE akcji sumarycznie przewyższa 33%, 50% czy 66% głosów. I tu istotną przeszkodą regulacyjną może być Dyrektywa 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). Wskazać należy, że celem tej Dyrektywy jest „zabezpieczenie interesów posiadaczy papierów wartościowych spółek podlegających prawu Państwa Członkowskiego, gdy spółki te są przedmiotem oferty przejęcia lub zmian kontroli i przynajmniej część ich papierów wartościowych jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym w Państwie Członkowskim”. Musi się to dokonywać (przejęcie kontroli) poprzez złożenie oferty wszystkim posiadaczom papierów wartościowych spółki na wszystkie ich papiery po godziwej cenie. Innymi słowy przejęcie kontroli nad spółką publiczną powinno być efektem ogłoszenia stosownego wezwania



**Prof. dr hab.
Aleksander
Chłopecki**
Uniwersytet
Warszawski,
Kancelaria
Dentons

po godziwej cenie, a w pewnych sytuacjach, np. gdy uzyskanie kontroli nastąpiło pośrednio np. wskutek umorzenia akcji innych podmiotów – wezwanie może mieć charakter następczy. Stosowanie tej Dyrektywy jest wyłączone w stosunku do niektórych podmiotów – w szczególności banków centralnych (tj. do akcji banku centralnego, ale nie do banku centralnego jako nabywcy akcji spółek publicznych) i do instytucji wspólnego inwestowania. Ale nie jest wyłączone w stosunku do państw. Jest to oczywiste – sytuacja, gdy spółka prywatna zaczyna być kontrolowana przez państwo, to w większość przypadków najbardziej fatalna informacja dla akcjonariuszy – i tym bardziej wymagają oni ochrony. Wracając do kwestii czysto formalnych – nasuwające się „rozwiązanie” tj. wyłączenie obowiązku ogłaszania wezwań w stosunku do Skarbu Państwa, czy inny podmiot działający na jego zlecenie, byłoby jawnie sprzeczne z prawem europejskim. Można przyjąć, że polski ustawodawca i polski rząd świadomie złamią prawo europejskie. Nie byłoby to zresztą po raz pierwszy. Można też spekulować, że potencjalne rozwiązania ustawowe będą iść w kierunku takiego przekazywania aktywów, które wyłączy konieczność zastosowania przepisów o wezwaniach. Np. Skarb Państwa będzie odmawiał przyjęcia określonych aktywów, żądając w zamian innych. Wówczas jednak nie będzie jednak mowy o proporcjonalnym przekazywaniu aktywów a portfel funduszu po operacji „wyprowadzenia” znaczącej części członków OFE będzie ukształtowany w sposób sztuczny. Można sądzić ze znacznym prawdopodobieństwem, że takie rozwiązanie dokonywałoby się świadomie ze szkodą dla członków OFE pozostałych w OFE. Co w świetle intencji rządu, jasno wyrażonych w projektach, nie budziłoby najmniejszego zdziwienia.

Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych

ul. Nowy Świat 35/5A, 00-029 Warszawa

tel.: (22) 826 26 89, faks: (22) 892 90 91

e-mail: biuro@seg.org.pl

www.seg.org.pl