

04.04.2019 r.

Analiza scenariuszy dotyczących kwestii OFE

- Scenariusze dotyczące rozwiązania kwestii OFE
- Analiza wpływu przekazania 100% środków na IKE i do ZUS-u¹
- Analiza wpływu wchłonięcia 25% środków w OFE przez FRD
- Analiza wpływu wchłonięcia 20% środków w OFE przez FRD

Spis treści

1.	Analiza scenariuszy dotyczących rozwiązania kwestii OFE	3
1.1.	Analiza scenariusza I.....	4
1.2.	Analiza scenariusza II.....	6
1.3.	Analiza scenariusza III.....	8
1.4.	Podsumowanie.....	9

1. Analiza scenariuszy dotyczących rozwiązania kwestii OFE

Przyszłość Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE) nie została jeszcze jednoznacznie określona. Nie uchwalono bowiem aktów prawnych, które regulowałyby ich ostateczny kształt. Niemniej jednak w połowie lipca 2016 r. premier Mateusz Morawiecki ogłosił pierwsze pomysły rozwiązania kwestii OFE. Zgodnie z pierwotnymi założeniami przedstawionej koncepcji 25% środków OFE w formie gotówki, obligacji, akcji spółek zagranicznych – czyli najbardziej płynnych aktywów – zostałyby przeniesione do Funduszu Rezerwy Demograficznej (FRD) i zapisane na subkontach w ZUS. Z kolei 15 kwietnia b.r. na konferencji poświęconej OFE premier przedstawił nową koncepcję, zgodnie z którą 100% środków domyślnie zostanie przekazane na indywidualne konta emerytalne (IKE), po uprzednim pobraniu opłaty przekształceniowej w wysokości 15% aktywów (po 7,5% w 2020 i 2021 r.). Środki z OFE mogą również trafić do ZUS-u, w tym przypadku posiadacze jednostek uczestnictwa muszą złożyć stosowną deklarację. Mając na uwadze podniesione kwestie można wyobrazić sobie trzy scenariusze.

Scenariusz I

- Ustawodawca przeniesie 100% aktywów OFE na indywidualne konta emerytalne (IKE).
- W ramach tego scenariusza przeanalizujemy dwa warianty. Osoby przekraczające 50 rok życia będą decydowały się na przeniesienie środków do ZUS-u w następującej proporcji: 20% (wariant I), 50% (wariant II). Dla pozostałych grup wiekowych założyliśmy ostrożną wartość 10%. Relatywnie wysoki udział przeniesienia środków do ZUS-u w przypadku osób starszych wynika z ich zaufania do tej instytucji oraz bardziej konserwatywnego podejścia do gromadzenia środków emerytalnych.
- W przypadku każdego wariantu założyliśmy, że środki zostały przekazane proporcjonalnie, przy czym gotówka i depozyty trafią do ZUS-u, a akcje i obligacje do FRD.
- Opłata przekształceniowa będzie naliczona od środków zgromadzonych w OFE (7,5% rocznie) pomniejszonych o transfery środków do ZUS-u i przekazana w formie gotówki, środków pieniężnych, należności oraz akcji zagranicznych.
- Okres naszej kalkulacji obejmuje 1 rok.

Scenariusz II

- Ustawodawca pozostanie przy początkowo zaproponowanej koncepcji. W efekcie 25% aktywów zostanie przekazanych do FRD. Spowoduje to dodatkową podaż akcji na giełdzie, gdyż OFE będą musiały przekazać nie tylko płynne aktywa (np. gotówkę, obligacje, akcje zagraniczne), ale również część akcji polskich.
- „Nowe OFE” następnie uptylnią część aktywów (akcji polskich), a ich docelowa struktura będzie zbliżona do tej z chwili obecnej i wyniesie ok. 80% akcji polskich, pozostałą część będą stanowiły inne aktywa.

Scenariusz III

- Ustawodawca dostosuje proponowany udział aktywów przekazywanych do FRD do bieżącej struktury OFE, co spowoduje, że nie obejmie on akcji polskich. W ten sposób portfele „nowych OFE” będą w blisko 100% złożone z akcji polskich.
- Ponadto nowe fundusze uptylnią część akcji polskich, podobnie jak w scenariuszu II, dążąc do alokacji zbliżonej do tej z chwili obecnej, czyli ok. 80% akcji polskich i 20% innych klas aktywów.

1.1. Analiza scenariusza I

W pierwszym scenariuszu przeanalizowaliśmy konsekwencje dla GPW przy założeniu, że 100% aktywów OFE zostanie przeniesionych na indywidualne konta emerytalne (IKE). Realizacja tego scenariusza i jednocześnie prywatyzacja środków mogłaby być istotnym krokiem w stronę odbudowania zaufania Polaków do systemu emerytalnego oraz niejako zachętą do partycypacji w innych programach dedykowanych gromadzeniu środków na „jesień życia”, np. w pracowniczych planach kapitałowych (PPK). W tym przypadku wpływ na giełdę w dużej mierze zależy od tego, ile osób zdecyduje się na przekazanie swoich środków do ZUS-u, stąd też zaproponowane warianty różnią się udziałem przekazanych aktywów do tej instytucji. Pierwszy zakłada, że 11,9% osób przeniesie swoje środki do ZUS-u, w drugim będzie to 17,6% uczestników OFE 1. Dodatkowo dla celów obliczeniowych założyliśmy, że każda osoba dysponuje średnio ok. 10 tys. zł.

W przypadku wariantu I do ZUS-u swoje środki przekaże ok. 1,6 mln osób, czyli co dziesiąta osoba. Jest to jednoznaczne z transferem środków do tej instytucji rzędu 19,3 mld zł.² W poniższej tabeli zaprezentowano wartość przekazanych aktywów do ZUS-u oraz zmiany w zagregowanym portfelu OFE.

Zmiany w zagregowanym portfelu OFE przy założeniu wariantu I*

Klasa aktywów	Wartość aktywów na 31.03.2019 r.	Wartość aktywów przekazanych do ZUS	Wartość portfela OFI po przekazaniu środków do ZUS	Struktura [%] portfela
papiery nieskarbowe krajowe	13 988,3	1 665,7	12 322,5	8,6%
depozyty	9 604,0	1 143,7	8 460,3	5,9%
akcje krajowe	126 205,3	15 028,7	111 176,6	78,0%
akcje zagraniczne	10 749,3	1 280,0	9 469,3	6,6%
jednostki uczest. krajowe	4,9	0,6	4,3	0,0%
środki pieniężne i należności	1 165,4	138,8	1 026,6	0,7%
Razem	161 717,2	19 257,5	142 459,7	100,0%

*szacunki na podstawie struktury aktywów z 31.03.2019 r. (mln zł) i założeniu, że aktywa do ZUS-u zostaną przekazane proporcjonalnie

Źródło: Analizy Online

W następstwie tej operacji środki zgromadzone w „nowych OFE” stopnieją z 161,7 mld zł do 142,5 mld zł, niemniej jednak ich struktura nie ulegnie zmianie. Ta transakcja prawdopodobnie nie będzie miała negatywnych skutków dla giełdy – do FRD zostaną przekazane aktywa w formie akcji, co nie będzie wiązało się z dodatkową podażą akcji na giełdzie (jeśli FRD ich nie upłynni). Ponadto zakładając, że opłata przekształceniowa będzie pobrana w formie płynnych aktywów (gotówki, należności, akcji zagranicznych), „nowe OFE” stałyby się bardziej „agresywne” – alokacja w akcje sięgnęłaby ok. 84,4%, a wpływ na GPW wynikałby z ich dostosowania do nowych limitów inwestycyjnych. Gdyby, zgodnie ze wstępnymi założeniami, „nowe OFE” upłynniły 2,5 pkt proc. akcji wówczas oznaczałoby to podaż rzędu 3,3 mld zł, co przedstawia poniższa tabela. W tym przypadku podobnie jak w kolejnych scenariuszach założyliśmy, że udział akcji z poszczególnych indeksów będzie zbliżony do tego sprzed operacji. W efekcie upłynnione zostaną akcje w następujących proporcjach: 70% akcji z WIG20, 20% z mWIG40 oraz 10% z sWIG80.

Wartość upłynnionych akcji w wariantie I*

Nazwa indeksu	Wartość upłynnionych aktywów	Średni miesięczny obrót z ostatnich 12-miesięcy	Udział w miesięcznych obrotach [%]
WIG20	2 306	13 347	17%
mWIG40	659	2 459	27%
sWIG80	329	675	49%

*szacunek na podstawie danych na dzień 31.03.2019 r. (mln zł)

Źródło: Analizy Online

¹ udział obliczony na podstawie danych z 31.03.2019 r. oraz przy założeniu niezmięionej struktury wiekowej uczestników OFE opublikowanej przez KNF na 31.12.2018 r.

² Wartość przekazanych aktywów została obliczona jako suma iloczynu liczby uczestników w danej grupie wiekowej, średniej wartości środków przypadających na uczestnika OFE oraz założonego poziomu partycypacji w ZUS-ie.

Jak wynika z powyższej tabeli w pierwszym roku wdrożenia zmian podaży akcji, jaka pojawi się na giełdzie, nie powinna wywołać znaczącego pogorszenia koniunktury giełdowej. Warto mieć jednak na uwadze, że nowe limity inwestycyjne oraz to, w jakiej formie zostanie pobrana opłata przekształceniowa, są kluczowe z punktu widzenia wpływu na GPW.

W drugim wariantcie przeanalizowaliśmy konsekwencje dla GPW w sytuacji, gdy na przeniesienie środków do ZUS-u zdecydowałoby się 17,6% uczestników OFE, czyli niemal co piąta osoba. Wartość przekazanych środków sięgnęłaby ok. 28,5 mld zł – została ona obliczona podobnie jak w wariantcie I, różniąc się jedynie większą partycypacją w ZUS-ie osób powyżej 50 roku życia. W poniższej tabeli zaprezentowano jak zmienił się portfel „nowych OFE” na skutek tej operacji.

Zmiany w zagregowanym portfelu OFE przy założeniu wariantu II*

Klasa aktywów	Wartość aktywów na 31.03.2019 r.	Wartość aktywów przekazanych do ZUS	Wartość portfela OFI po przekazaniu środków do ZUS	Struktura (%) portfela
papiery nieskarbowe krajowe	13 988,3	2 466,5	11 521,8	8,6%
depozyty	9 604,0	1 693,4	7 910,6	5,9%
akcje krajowe	126 205,3	22 253,1	103 952,2	78,0%
akcje zagraniczne	10 749,3	1 895,4	8 854,0	6,6%
jednostki uczest. krajowe	4,9	0,9	4,1	0,0%
środki pieniężne i należności	1 165,4	205,5	959,9	0,7%
Razem	161 717,2	28 514,7	133 202,4	100,0%

*szacunki na podstawie struktury aktywów z 31.03.2019 r. (mln zł) i założeniu, że aktywa do ZUS-u zostaną przekazane proporcjonalnie

Źródło: Analizy Online

Podobnie jak w powyższym wariantcie, z uwagi na proporcjonalne przekazanie środków do ZUS-u, struktura zagregowanego portfela „nowych OFE” nie uległa zmianie. Zmniejszyła się natomiast wartość aktywów o 28,5 mld zł. Dodatkowo przy założeniu, że opłata przekształceniowa zostałaby pobrana w postaci płynnych aktywów (środków pieniężnych, należności i akcji zagranicznych), to portfele OFE stałyby się bardziej agresywne – ich alokacja w akcje wzrosłaby do ok. 84,4%. W efekcie podaży akcji z tytułu obniżenia alokacji w akcje o 2,5 pkt proc. wyniosłaby nieco ponad 3 mld zł, co odzwierciedla poniższa tabela. Przy założeniu, że udział akcji z poszczególnych indeksów będzie zbliżony do tego sprzed operacji upłynnione zostaną akcje spółek w następujących proporcjach: 70% akcji z WIG20, 20% z mWIG40 oraz 10% z sWIG80.

Wartość upłynnionych akcji w wariantcie II*

Nazwa indeksu	Wartość upłynnionych aktywów	Średni miesięczny obrót z ostatnich 12-miesięcy	Udział w miesięcznych obrotach [%]
WIG20	2 156	13 347	16%
mWIG40	616	2 459	25%
sWIG80	308	675	46%

*szacunek na podstawie danych na dzień 31.03.2019 r. (mln zł)

Źródło: Analizy Online

W powyższej tabeli zaprezentowano, jaka byłaby podaży akcji w pierwszym roku zmian. Choć wartościowo byłaby ona największa w odniesieniu do spółek z WIG20, to jednak najbardziej odczuwalna byłaby w przypadku najmniejszych podmiotów (sięgnęłaby ok. połowy miesięcznych obrotów). Niemniej jednak ten wariant nie przyniósłby znacznej podaży akcji w analizowanym okresie. Podobnie jak wariant I, przy przyjętych założeniach, będzie miał on zdecydowanie mniejsze konsekwencje w postaci podaży akcji na GPW niż scenariusz II oraz III.

Analizując powyższe warianty warto również zwrócić uwagę, jak te zmiany wpłynęłyby na akcjonariaty spółek. Proporcjonalne przekazanie aktywów do FRD, zgodnie z zapowiedzą Pawła Borysa³, może doprowadzić do

³ Paweł Borys, *Borys: Pieniędźmi z OFE będzie można dowolnie dysponować dopiero na emeryturze*, „Forsa.pl”, 17.04.2019 r., <https://forsal.pl/finanse/aktualnosci/artykuly/1408547,pawel-borys-wywiad-pieniedzmi-z-ofe-mozna-dysponowac-na-emeryturze.html>

zwiększenia roli Skarbu Państwa w wielu przedsiębiorstwach. Niemniej jednak przy założonym poziomie przeniesienia środków do ZUS-u w 11,9% (w I wariantcie) oraz 17,6% (w II wariantcie) żadna ze spółek nie znalazłaby się pod znacznym wpływem Skarbu Państwa⁴. Wynika to z faktu, że udział Skarbu Państwa w akcjonariatach tych spółek nie przekroczyłby 20% (w tym przypadku uwzględniamy wyłącznie udział Skarbu Państwa, bez spółek w których sprawuje on kontrolę). Niemniej jednak, gdyby więcej osób zdecydowało się na transfer środków do ZUS-u, wówczas mogłoby to wiązać się z większymi reperkusjami. Dla przykładu, gdyby stosowną deklarację złożyła 1/3 uczestników OFE, wówczas zwiększyłaby się rola Skarbu Państwa szczególnie w przypadku tych spółek, w których OFE miały największe zaangażowanie, co zostało zaprezentowane w poniższej tabeli.

Struktura akcjonariatu wybranych spółek obecnych w portfelach OFE

Nazwa spółki	Akcjonariat przed przekazaniem aktywów do FRD			Akcjonariat po przekazaniu aktywów do FRD	
	OFE	Skarb Państwa	Pozostałe	Skarb Państwa	Pozostałe
Polski Holding Nieruchomości S.A.	25,0%	69,7%	5,3%	78,1%	21,9%
Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo S.A.	9,8%	71,9%	18,3%	75,2%	24,8%
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	15,1%	57,4%	27,5%	62,4%	37,6%
Grupa Lotos S.A.	16,1%	53,2%	30,7%	58,5%	41,5%
Enea S.A.	19,1%	51,5%	29,4%	57,9%	42,1%
Energa S.A.	11,2%	51,5%	37,3%	55,3%	44,7%
Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.	23,0%	35,0%	42,0%	42,7%	57,3%
KGHM Polska Miedź S.A.	27,4%	31,8%	40,8%	40,9%	59,1%
Powszechny Zakład Ubezpieczeń S.A.	17,4%	34,2%	48,5%	40,0%	60,0%
Grupa Azoty S.A.	21,2%	33,0%	45,8%	40,1%	59,9%
Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A.	29,1%	29,4%	41,4%	39,1%	60,9%
Polski Koncern Naftowy ORLEN S.A.	29,2%	27,5%	43,3%	37,2%	62,8%
Tauron Polska Energia S.A.	15,2%	30,1%	54,8%	35,1%	64,9%
Grupa Kęty S.A.	75,7%	0,0%	24,3%	25,2%	74,8%
Elektrobudowa S.A.	75,0%	0,0%	25,0%	25,0%	75,0%
Ferro S.A.	70,2%	0,0%	29,8%	23,4%	76,6%
LC Corp S.A.	65,2%	0,0%	34,8%	21,7%	78,3%
Sanok Rubber Co. S.A.	58,9%	0,0%	41,1%	19,6%	80,4%
AB S.A.	58,6%	0,0%	41,4%	19,5%	80,5%

* Szacunki na podstawie dostępnych danych dotyczących akcjonariuszy posiadających ponad 5% głosów na WZA na dzień 31.12.2018 r.

Źródło: Analizy Online

Według stanu na 31.12.2018 r. udział OFE był największy w odniesieniu do takich spółek jak Grupa Kęty, Elektrobudowa S.A., Ferro S.A., LC Corp S.A., Sanok S.A. Rubber Co. S.A., AB S.A. Dla tych przedsiębiorstw udział Skarbu Państwa oscylowałby w granicach 20-25% kapitału. Niemniej jednak te dane dotyczą stanu na 31.12.2018 r., zatem od tego czasu mogły ulec zmianie.

⁴ Poziom partycypacji w ZUS-ie odniesiony do aktywów z 31.12.2019 r.

1.2. Analiza scenariusza II

Jedną z najważniejszych kwestii poruszanych w ramach tematu OFE jest sprawa przeniesienia do FRD części akcji polskich. Jest to o tyle istotne, że mogłoby to wywołać znaczne implikacje dla giełdy, np. pogorszenie koniunktury z uwagi na dużą podaż akcji polskich. W tym scenariuszu zakładamy, że ustawodawca będzie sztywno trzymał się ram ustalonych w pierwotnych propozycjach, czyli dokładnie 25% aktywów OFE będzie przekazanych do FRD. Spowoduje to konieczność upłynnienia również części akcji polskich. Mając na uwadze, że struktura aktywów OFE jest zmienna w czasie (z uwagi na wysoką alokację w akcje polskie jest w dużej mierze uzależniona od kondycji polskiego parkietu) szacujemy, że dodatkowo sprzedane zostanie ok. 5% aktywów w formie akcji polskich. Zakładamy również, podobnie jak w III scenariuszu, że „nowe OFE” będą dążyły do upłynnienia części swoich portfeli.

W tym wariantcie przeanalizowaliśmy konsekwencje dla GPW przy założeniu, że „nowe OFE” powrócą przynajmniej do alokacji zbliżonej do tej z chwili obecnej. Ponadto zakładamy, że udział akcji z poszczególnych indeksów będzie zbliżony do tego sprzed operacji. W efekcie upłynnione zostaną aktywa w następujących proporcjach: 70% akcji z WIG20, 20% z mWIG40 oraz 10% z sWIG80.

Wartość dodatkowo upłynnionych 5% akcji*

Nazwa indeksu	Wartość upłynnionych aktywów	Średni miesięczny obrót z ostatnich 12 m-cy	Udział w miesięcznych obrotach (w %)
WIG20	5 660	13 347	42%
mWIG40	1 617	2 459	66%
sWIG80	809	675	120%

*Szacunek na podstawie danych na dzień 31.03.2019 r. (mln zł)

Źródło: Analizy Online

Realizacja tego scenariusza spowoduje, że na giełdzie pojawi się podaż akcji o wartości ok. 8,1 mld zł celem przekazania uzyskanych środków pieniężnych do FRD. Zgodnie z przyjętym założeniem, największa wyprzedaż dotknie spółek z WIG20 i będzie to niemal połowa miesięcznych obrotów na tym indeksie. Choć wartościowo mniej akcji będzie sprzedawanych w przypadku mniejszych spółek, to jednak wpływ na koniunkturę tego segmentu rynku może być zdecydowanie większy. Dla przykładu wartość podaży akcji z sWIG80 stanowiłaby ok. miesięczny obrót na indeksie sWIG80.

Wartość upłynnionych aktywów przez "nowe OFE"**

Nazwa indeksu	Łączna wartość upłynnionych aktywów**	Średni miesięczny obrót z ostatnich 12 m-cy	Udział w miesięcznych obrotach (w %)
WIG20	16 980	13 347	127%
mWIG40	4 852	2 459	197%
sWIG80	2 426	675	359%

*Szacunek na podstawie danych na dzień 31.03.2019 r. (mln zł)

** dla celów obliczeniowych zakładamy, że 25% aktywów OFE zostanie przekazanych do FRD

Źródło: Analizy Online

Ponadto zakładając, że OFE będą chciały powrócić do alokacji w akcje sprzed operacji, szacujemy, że na rynku pojawi się dodatkowa podaż akcji o wartości 24,4 mld zł. Co więcej, łącznie w ramach tego scenariusza na giełdę trafiłoby akcje o wartości ok. 32,3 mld zł. Niemniej jednak faktyczny wpływ na polski parkiet będzie zależał od tego, w jakim czasie „nowe OFE” będą dostosowywane oraz jaka będzie ich nowa polityka inwestycyjna.

Jeśli przyjąć, że OFE przekażą do FRD nie gotówkę, a akcje, to warto przyrzeć się także strukturze akcjonariatu spółek z ich portfeli). Tę analizę przeprowadziliśmy w oparciu o dwa warianty. W pierwszym założyliśmy, że do FRD zostaną przekazane najbardziej płynne spółki. Szacunek opiera się na ostatnim sprawozdaniu z 31.12.2018 r., a za kryterium doboru spółek przyjęto wskaźnik płynności obliczony jako iloraz

średniego wolumenu z grudnia 2018 r. i posiadanego pakietu akcji danej spółki. W drugim przyjęliśmy, że spółki będą upłynniane proporcjonalnie.

Struktura akcjonariatu upłynnianych spółek*

Nazwa spółki	Akcjonariat przed przekazaniem 5% aktywów OFE			Akcjonariat po przekazaniu 5% aktywów OFE		
	OFE	Skarb Państwa	Pozostałe	OFE	Skarb Państwa	Pozostałe
Jastrzębska Spółka Węglowa S.A.	9,6%	55,2%	35,2%		64,8%	35,2%
Energa S.A.	11,2%	51,5%	37,3%		62,7%	37,3%
Tauron Polska Energia S.A.	15,2%	30,1%	54,7%		45,3%	54,7%
Medicalgorithmics S.A.	36,1%		63,9%		36,1%	63,9%
Asseco South Eastern Europe S.A.	31,3%		68,7%		31,3%	68,7%
Zespół Elektrowni Pątnów-Adamów-Konin S.A.	31,0%		69,0%		31,0%	69,0%
Elemental Holding S.A.	27,2%		72,8%		27,2%	72,8%
Pfleiderer Group S.A.	22,8%		77,2%		22,8%	77,2%
Mangata Holding S.A.	20,9%		79,1%		20,9%	79,1%
MLP Group S.A.	20,1%		79,9%		20,1%	79,9%
CD Projekt S.A.	19,6%		80,4%		19,6%	80,4%
Rafako S.A.	17,9%		82,1%		17,9%	82,1%
Eurocash S.A.	16,9%		83,1%		16,9%	83,1%
Ciech S.A.**	20,1%		79,9%	6,5%	13,5%	79,9%
Torpol S.A.	13,0%		87,0%		13,0%	87,0%
TIM S.A.	9,6%		90,4%		9,6%	90,4%
ABC Data S.A.	8,8%		91,2%		8,8%	91,2%
Dino Polska S.A.	8,5%		91,5%		8,5%	91,5%
Bank Ochrony Środowiska S.A.	4,9%		95,1%		4,9%	95,1%
PZ Comay S.A.	3,0%		97,0%		3,0%	97,0%
Bank Polska Kasa Opieki S.A.**	2,9%		97,1%	2,9%	0,0%	97,1%
Arctic Paper S.A.	1,3%		98,7%		1,3%	98,7%
Neuca S.A.**	2,6%		97,4%	2,1%	0,5%	97,4%
Vivid Games S.A.	0,1%		99,9%		0,1%	99,9%

*Szacunki na podstawie dostępnych danych dotyczących akcjonariuszy posiadających ponad 5% głosów na WZA na dzień 31.12.2018 r.

**spółki częściowo upłynnione przez OFE

Źródło: Analizy Online

Z przeprowadzonych analiz w ramach pierwszego wariantu wynika, że upłynnione zostałyby 24 spółki (3 częściowo), przy czym 2 z nich przed przekazaniem aktywów do FRD były kontrolowane przez Skarb Państwa. Po przekazaniu papierów wartościowych w formie akcji jego rola wzrosłaby znacznie w odniesieniu do wielu spółek.

Spółki posiadające ponad 33% kapitału spółki

Nazwa spółki	Skarb Państwa	Przekazanie 5% do FRD	Łączny udział w kapitale spółki
Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo S.A.	71,9%	0,5%	72,4%
Polski Holding Nieruchomości S.A.	69,7%	1,2%	71,0%
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	57,4%	0,8%	58,1%
Grupa Lotos S.A.	53,2%	0,8%	54,0%
Enea S.A.	51,5%	1,0%	52,5%
Energa S.A.	51,5%	0,6%	52,1%
Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.	35,0%	1,2%	36,2%
Powszechny Zakład Ubezpieczeń S.A.	34,2%	0,9%	35,1%
Grupa Azoty S.A.	33,0%	1,1%	34,1%
KGHM Polska Miedź S.A.	31,8%	1,4%	33,2%

*Szacunki na podstawie dostępnych danych dotyczących akcjonariuszy posiadających ponad 5% głosów na WZA na dzień 31.12.2018 r.

Źródło: Analizy Online

W drugim przypadku warto zwrócić uwagę na te spółki, w których Skarb Państwa w wyniku przejęcia części aktywów przez FRD przekroczy 33%. Rodzi to bowiem kolejne implikacje. Przekroczenie tego progu powoduje konieczność ogłoszenia wezwania na akcje. Ten problem dotyczyłby dwóch spółek – Grupy Azoty S.A. oraz KGHM Polska Miedź S.A.

1.3. Analiza scenariusza III

W trzecim scenariuszu zakładamy, że do FRD nie zostaną przeniesione akcje polskie, a ustawodawca dostosuje proponowany udział aktywów transferowanych do FRD tak, aby nie przekraczała ona wartości środków ulokowanych w innych aktywach. Mimo to „nowe OFE” będą dążyły do upłynnienia części swoich portfeli, aby zachować poduszkę płynnościową.

W tym wariantcie przeanalizowaliśmy konsekwencje dla GPW, przy założeniu, że „nowe OFE” powrócą przynajmniej do alokacji zbliżonej do chwili obecnej. Ponadto zakładamy, że udział akcji z poszczególnych indeksów będzie zbliżony do tego sprzed operacji. W efekcie upłynnione zostaną aktywa w następujących proporcjach: 70% akcji z WIG20, 20% z mWIG40 oraz 10% z sWIG80.

Wartość upłynnionych aktywów przez "nowe OFE"

Nazwa indeksu	Łączna wartość upłynnionych aktywów**	Średni miesięczny obrót z ostatnich 12 m-cy	Udział w miesięcznych obrotach (%)
WIG 20	18 112	13 347	136%
mWIG40	5 175	2 459	210%
sWIG80	2 587	675	383%

*Szacunek na podstawie danych na dzień 31.03.2019 r. (mln zł)

** dla celów obliczeniowych zakładamy, że 20% aktywów OFE zostanie przekazanych do FRD

Źródło: Analizy Online

W powyższej tabeli zaprezentowano wartość podaży akcji, jaka mogłaby pojawić się na giełdzie po dostosowaniu struktury nowych OFE do przyjętych poziomów. Łącznie na polski parkiet mogłoby trafić ok. 25,9 mld zł. Przy przyjętych założeniach największa sprzedaż akcji dotyczyłaby spółek z WIG20, co stanowiłoby jednocześnie 136% miesięcznych obrotów na GPW. W przypadku średnich i małych spółek ta relacja jest jeszcze bardziej znacząca i stanowi odpowiednio równowartość dwukrotności i niemal czterokrotności średniomiesięcznych obrotów.

1.4. Podsumowanie

Konsekwencje dla GPW będą pochodną przyjętej przez rząd koncepcji. Duże znaczenia ma kwestia ostatecznego kształtu „nowych OFE” oraz ich docelowej polityki inwestycyjnej. Im okres dostosowawczy będzie dłuższy, tym implikacje dla giełdy będą mniej znaczące. Koncepcja przekazania 100% aktywów na IKE wydaje się być nie tylko korzystniejsza z punktu widzenia odbudowania zaufania Polaków do systemu emerytalnego, ale również w najbliższym czasie nie powinna wywołać znacznej podaży akcji. Niemniej jednak i w tym przypadku dużo zależy od tego, jaka będzie polityka inwestycyjna „nowych OFE” oraz jaki będzie ich okres dostosowawczy do nowych limitów inwestycyjnych. Znaczenie będzie miał również odsetek osób, które zdecydują się przenieść środki do ZUS-u oraz optata przekształceniowa. Jeżeli będzie ona przekazana w formie innej niż akcje polskie, to implikacje dla giełdy będą mniejsze.

Spółka **Analizy Online** została założona w 2000 roku w odpowiedzi na dynamiczny rozwój instytucji wspólnego inwestowania i rosnące zainteresowanie niezależnymi opracowaniami dotyczącymi rynku kapitałowego

Obecnie **Analizy Online** to wyspecjalizowany, niezależny ośrodek analityczny, który na bieżąco monitoruje i szczegółowo analizuje sytuację w poszczególnych obszarach rynku kapitałowego. W oparciu o doświadczenia założycieli firmy, którymi są osoby przez wiele lat zawodowo związane z doradztwem i zarządzaniem aktywami na rynku kapitałowym, spółka opracowała własną metodologię i narzędzia, umożliwiające wszechstronną i obiektywną analizę informacji rynkowych.

Głównym obszarem działalności spółki jest tworzenie i udostępnianie serwisów informacyjnych oraz dostawa danych dla instytucji rynku kapitałowego i związanych z nimi podmiotów. Firma zajmuje się także tworzeniem narzędzi wspierających sprzedaż produktów finansowych oraz umożliwiających monitoring i szczegółową analizę wielu obszarów działalności rynku instytucji wspólnego inwestowania. Samodzielną i stale rozwijaną grupę produktów stanowią szkolenia adresowane przede wszystkim do przedstawicieli sieci sprzedaży produktów finansowych – doradców finansowych, niezależnych dystrybutorów i agentów ubezpieczeniowych.

Analizy Online S.A.
ul. Hrubieszowska 6A
01-209 Warszawa
info@analizy.pl
tel./fax: (22) 431 82 93

Dział Analiz

analizy@analizy.pl

tel. (22) 431 82 94

Dział Sprzedaży

sprzedaz@analizy.pl

tel. (22) 431 82 96

NIP 113 22 71 535
REGON 016419531
KRS 0000360084
Sąd Rejonowy dla m. St. Warszawy,
XII Wydział Gospodarczy
Kapitał zakładowy 119 783,20 ZŁ
Rachunek bankowy
Raiffeisen Bank Polska S.A.
NR - PL 19 1750 0009 0000 0000 0097 1596