

Maciej Bolisęga
Katedra Rynków Finansowych

Analiza struktury portfela inwestycyjnego otwartych funduszy emerytalnych

1. Wprowadzenie

W otwartych funduszach emerytalnych (OFE) na koniec 2010 r. zostało zgromadzonych 221 mld zł [*Informacja... 2011, Biuletyn roczny... 2011*]. Około 40% powyższej kwoty stanowią instrumenty o charakterze udziałowym. Udział OFE w kapitalizacji GPW w Warszawie na koniec I kwartału 2011 r. wyniósł 9,9%, zaś w I kwartale 2008 r. 4,8% [*Informacja... 2011, Biuletyn roczny... 2011*]. Oznacza to istotne zwiększenie roli otwartych funduszy emerytalnych w okresie tych trzech lat. Głównym problemem podjętym w niniejszym artykule jest analiza struktury zagregowanego portfela inwestycyjnego OFE. W celu scharakteryzowania struktury portfela opisano ramy regulacyjne w zakresie kształtowania polityki inwestycyjnej oraz proces ich zmian na przestrzeni lat, a także instrumenty dłużne i udziałowe.

2. Ograniczenia inwestycyjne

Aby lepiej zrozumieć warunki, w jakich fundusze emerytalne podejmują decyzje inwestycyjne, należy w pierwszej kolejności wskazać ograniczenia, jakie prawo nakłada na OFE. Do momentu wejścia w życie reformy systemu otwartych funduszy emerytalnych z 2011 r. politykę inwestycyjną OFE regulowały trzy akty prawne [Dybał 2008]:

- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, wraz z późniejszymi zmianami,
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 3 lutego 2004 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne, wraz z późniejszymi zmianami,
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 23 grudnia 2003 r. w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszu emerytalnego poza granicami kraju.

Ustawa oraz wymienione dwa rozporządzenia określały, w jakiego rodzaju instrumenty oraz do jakiej wysokości OFE mają możliwość inwestować [Dybała 2008, s. 102]. Wśród 13 wymienionych znajdują się m.in.:

- obligacje, bony skarbowe i inne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski – 90% posiadanych aktywów,
- akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, a także notowanych na regulowanym rynku giełdowym prawach poboru, prawach do akcji oraz obligacji zamiennych na akcje tych spółek – 40% posiadanych aktywów,
- certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte – 10% posiadanych aktywów,
- jednostki uczestnictwa zbywane przez fundusze inwestycyjne otwarte lub specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte – 15% posiadanych aktywów,
- obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, ich związki lub miasto stołeczne Warszawa, które zostało dopuszczone do publicznego obrotu – 40% posiadanych aktywów,
- papiery wartościowe emitowane przez spółki notowane na podstawowych giełdach rynków kapitałowych państw obcych będących członkami OECD – 5% posiadanych aktywów.

Warto równocześnie zwrócić uwagę, że wartość instrumentów finansowych jednej emisji nie może przekroczyć 10% tej emisji. W przypadku gdy wartość posiadanych instrumentów finansowych nie przekracza 1% wartości aktywów funduszu, powyższy próg może zostać podniesiony do 20% całej emisji.

Kolejnym istotnym elementem w zakresie regulacji polityki inwestycyjnej funduszy jest ograniczony zakres możliwości inwestycji w instrumenty pochodne: „lokaty w prawa pochodne lub instrumenty finansowe [...] muszą mieć na celu ograniczenie ryzyka inwestycyjnego związanego z lokowaniem aktywów funduszu, mając na względzie typy ryzyka, które powinny być ograniczone, dostępność instrumentów umożliwiających zmniejszenie ryzyka, możliwość wyceny tych instrumentów oraz efekty ich stosowania” [Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. ...].

Analizując poszczególne limity inwestycyjne, można zauważyć istotny nacisk, jaki ustawodawca położył na instrumenty dłużne, jako lokaty charakteryzujące się niższym ryzykiem, ale też niższą oczekiwaną stopą zwrotu. „Z wykładni przepisów ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych wynika, iż celem działalności funduszy jest możliwie najbezpieczniejsze inwestowanie zgromadzonych aktywów. Nie powinny one dążyć do osiągnięcia wysokiej, ponadprzeciętnej stopy zwrotu za cenę nieuniknionego w takim przypadku wysokiego ryzyka” [Bujak i in. 2001].

Koncentracja ustawodawcy na ograniczaniu ryzyka kosztem wyższej stopy zwrotu jest często argumentowana obligatoryjnością objęcia systemem emerytalnym: „Wartością nadrzędną w tym przypadku jest zagwarantowanie bezpieczeństwa powierzonych środków, nawet kosztem ich efektywności inwestycyjnej. Należy jednak wziąć pod uwagę negatywne skutki restrykcyjnej polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych” [Czerwińska 2004].

Reforma systemu z 2011 r. dotyczyła zmiany m.in. wysokości składki przekazywanej do OFE oraz maksymalnej części aktywów, jakie mogą otwarte fundusze emerytalne inwestować w poszczególne kategorie lokat. Na mocy Ustawy z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych m.in.:

- obniżono od 1 maja 2011 r. wysokość składki przekazywanej do OFE z 7,3% podstawy wymiaru składek do 2,3%. W latach 2013–2017 wymiar składki ma stopniowo rosnąć do docelowego poziomu 3,5%;

- przyjęto sukcesywny plan zwiększania limitu zaangażowania OFE w akcje spółek notowanych na krajowym rynku regulowanym do poziomu docelowego 90% w 2034 r.;

- wprowadzono możliwość odkładania przez obywateli dodatkowych środków na emeryturę w ramach indywidualnych kont zabezpieczenia emerytalnego (IKZE);

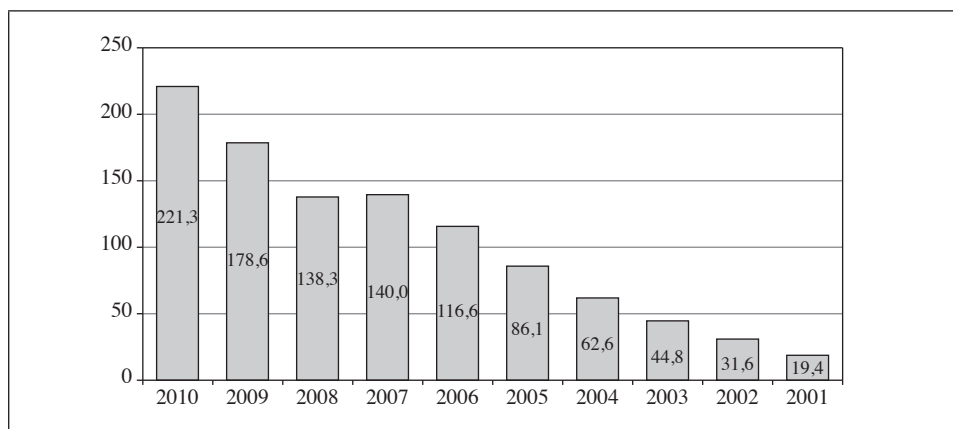
- wprowadzono zakaz akwizycji OFE począwszy od 2012 r.

Warto zauważyć, że działania mające na celu zmiany w obowiązkowym systemie emerytalnym miały miejsce również w innych krajach Unii Europejskiej. W ostatnim czasie poza Polską podobne zmiany wprowadziły rządy m.in. Estonii, Węgier i Słowacji [Jarrett 2011], jak również Litwy, Łotwy i Rumunii [Schwarz 2011].

3. Aktywa netto otwartych funduszy emerytalnych

Aktywa netto otwartych funduszy emerytalnych wyniosły na koniec 2010 r. 221,3 mld zł, oznacza to wzrost o 24% w stosunku do roku poprzedniego (rys. 1).

W całej poprzedniej dekadzie średni zannualizowany wzrost aktywów wyniósł 28%. Rok 2008 był jedynym okresem, w którym wartość aktywów netto zmalała w stosunku do poprzedniego roku. Spadek ten wynikał przede wszystkim ze spadku wartości portfela instrumentów udziałowych.



Rys. 1. Aktywa netto OFE na koniec roku w latach 2001–2010 (w mld zł)

Źródło: [Biuletyn kwartalny... 2011].

W Polsce na koniec 2010 r. zarejestrowanych było 14 OFE. Wśród trzech funduszy o największych aktywach w zarządzaniu na koniec 2010 r. wymienić należy: ING OFE (53,2 mld zł), Aviva OFE Aviva BZ WBK (52,9 mld zł), OFE PZU „Złota Jesień” (30,7 mld zł).

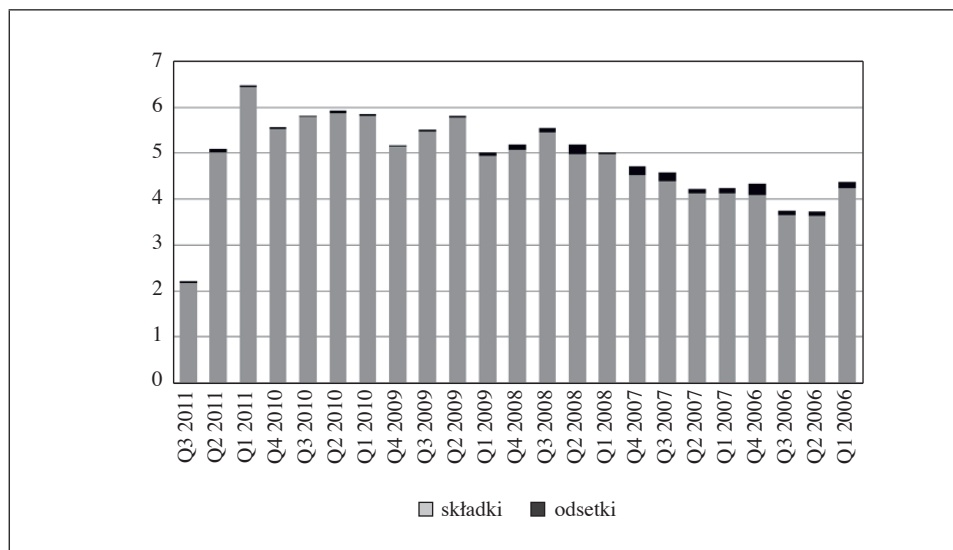
Wymienione trzy fundusze kontrolują 62% wszystkich aktywów zgromadzonych w OFE. Na tej podstawie można określić polski rynek jako istotnie skoncentrowany. Fundusz o najmniejszych aktywach (OFE Polsat) posiada w zarządzaniu 2,1 mld zł, co stanowi 1% wszystkich środków zgromadzonych w OFE.

Składki

Składki z ZUS, powiększone o odsetki, są głównym źródłem finansującym aktywa funduszy emerytalnych. Analizując zmianę wartości aktywów netto, należy uwzględnić także wynik finansowy, jaki OFE wypracowują poprzez dokonywane inwestycje. Niemniej jednak ponad połowa przyrostu aktywów netto pochodzi ze składek przesłanych przez ZUS.

Analizując dane kwartalne z lat 2006–2011, można zauważyć, że system otwartych funduszy emerytalnych był w tym czasie zasilany kwartalnie kwotą około 4,8 mld zł (rys. 2). W ujęciu rocznym kwotę tę charakteryzowała stała tendencja wzrostowa. Ma to związek przede wszystkim z wejściem na rynek pracy nowych

pracowników, a tym samym nowych członków systemu emerytalnego. W 2010 r. ZUS przekazał otwartym funduszom emerytalnym rekordową kwotę 23 mld zł. Warto zwrócić uwagę na istotną zmianę w dotychczas rosnącym trendzie, jaka nastąpiła w 2011 r. O ile w pierwszym kwartale osiągnięto historyczne maksimum w wysokości 6,4 mld zł z tytułu przekazywanej składki, o tyle kolejne kwartały charakteryzowały nie tylko niższe kwoty przekazywanych składek w porównaniu z początkiem roku, ale również różniły się istotnie od wartości notowanych w poprzednich latach. W III kwartale 2011 r. wysokość przekazywanej składki wyniosła 2,2 mld zł (spadek o 66% w porównaniu z I kwartałem 2011 r.). Tak duży spadek w pełni odzwierciedla zmianę w wysokości składek przekazywanych do OFE, która weszła w życie w trakcie II kwartału 2011 r. Biorąc pod uwagę poziom składki z III kwartału 2011 r., pewne jest, że dynamika wzrostu wartości aktywów netto OFE ulegnie istotnemu obniżeniu. Coraz większą rolę we wzroście aktywów netto będzie odgrywał wynik operacyjny z działalności inwestycyjnej aniżeli dopływ świeżego kapitału z tytułu przekazywanych składek. Należy też pamiętać, że w najbliższych dwóch dekadach stale będzie wzrastał limit inwestycji w instrumenty o charakterze udziałowym (docelowo do poziomu 90% aktywów netto w 2034 r.), co może poprawić rentowość portfela OFE, jednak będzie się to wiązało z rosnącym ryzykiem portfela.

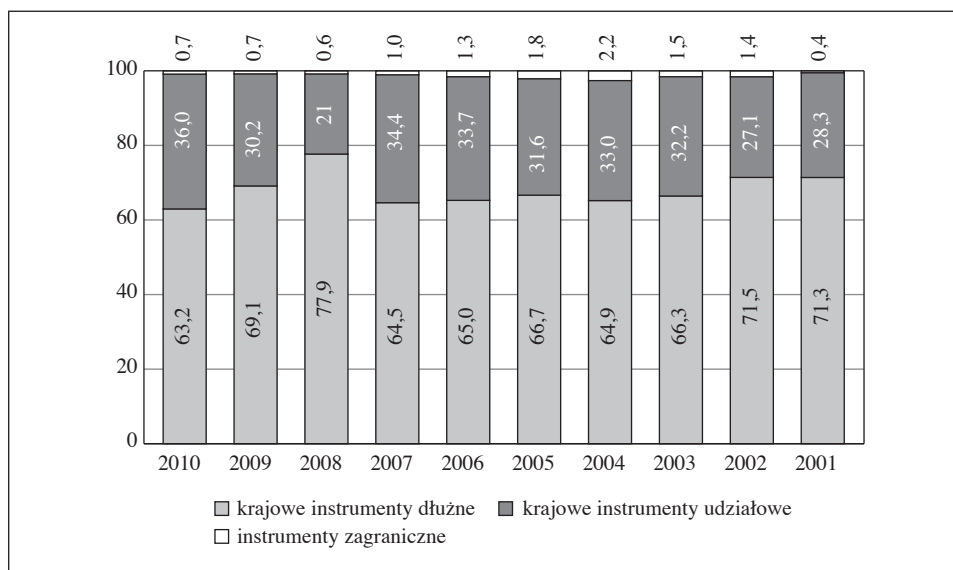


Rys. 2. Kwoty składek przekazywanych z ZUS do OFE (w mld zł)

Źródło: [Biuletyn kwartalny... 2011].

4. Zagregowany skład portfela OFE

Skład portfela funduszy emerytalnych zdominowany jest przez krajowe instrumenty dłużne od początku utworzenia OFE. Jest to wynik wprowadzenia wspomnianych już limitów inwestycyjnych. Udział krajowych instrumentów dłużnych w portfelu inwestycyjnym OFE mieścił się w przedziale 63–78% w ostatnich 10 latach (rys. 3). W ramach instrumentów dłużnych fundusze inwestowały przede wszystkim w obligacje skarbowe. Do najpopularniejszych rodzajów obligacji skarbowych należą obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu, obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu oraz obligacje skarbowe zerokuponowe. Na koniec 2010 r. stanowiły one odpowiednio 55%, 12% i 15% portfela wszystkich krajowych instrumentów dłużnych. W ostatnich 10 latach wymienione rodzaje obligacji pozostawały najważniejszymi instrumentami, w jakie inwestowały OFE.



Rys. 3. Struktura portfela inwestycyjnego OFE w latach 2001–2010 (w %)

Źródło: [Biuletyn kwartalny... 2011].

Bony skarbowe stanowiły 1–3% portfela instrumentów dłużnych w ostatniej dekadzie. Warto zwrócić uwagę, że w przeszłości udział obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu stanowił tradycyjnie 70–80% portfela instrumentów dłużnych. Jednak pod koniec 2010 r. stanowiły już one tylko 55%. Jednocześnie 7% tego portfela w 2010 r. stanowiły obligacje emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego finansujące Krajowy Fundusz Drogowy (tzw. obligacje auto-

stradowe). Są one papierami wartościowymi o stałym oprocentowaniu, gwarantowanymi przez Skarb Państwa. Najprawdopodobniej mniejszy udział obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu był przynajmniej w części wynikiem rozpoczęcia programu emisji obligacji autostradowych.

Udział instrumentów udziałowych w zagregowanym portfelu funduszy emerytalnych oscylował między 27 a 36% w ostatniej dekadzie. Bardzo interesującym okresem jest koniec 2008 r., w którym instrumenty udziałowe stanowiły jedynie 21,5%. Było to spowodowane światowym kryzysem na rynkach finansowych. Główny indeks warszawskiej giełdy WIG spadł w całym 2008 r. o 51%. OFE, aby ograniczyć straty, zmuszone były większą część swoich aktywów utrzymywać w bezpiecznych papierach dłużnych aniżeli w akcjach spółek notowanych na GPW. W miarę poprawy sytuacji na giełdzie udział akcji w portfelu otwartych funduszy emerytalnych ponownie wzrastał w kolejnych latach. Na koniec 2010 r. OFE utrzymywały 36% swoich aktywów w krajowych instrumentach udziałowych, co stanowiło najwyższy poziom w historii OFE.

Analizując strukturę portfela instrumentów udziałowych OFE, można powiedzieć, że portfel ten stanowiły niemal wyłącznie akcje notowane na rynku podstawowym GPW (99% portfela). Akcje narodowych funduszy inwestycyjnych oraz akcje notowane na rynku równoległym miały marginalny udział w portfelu. Taka struktura występuje w całym okresie będącym przedmiotem analizy.

Udział instrumentów zagranicznych w sumie aktywów OFE w okresie 10 lat nigdy istotnie nie przekroczył 2%. Zdecydowaną większość lokat w instrumentach zagranicznych stanowią akcje spółek giełdowych notowanych na zagranicznych giełdach papierów wartościowych. W latach 2006–2010 udział akcji stanowił 63–65% wartości portfela instrumentów zagranicznych. Wyjątkiem był 2008 r., w którym udział akcji w całym portfelu spadł do poziomu 48%. Powodem, tak jak w przypadku krajowych instrumentów udziałowych, była wysoka przecena na rynkach akcji w tym okresie. Około 20% portfela instrumentów zagranicznych stanowiły bankowe papiery wartościowe emitowane przez banki zagraniczne.

W pierwszej połowie 2011 r. zaobserwowano wyhamowanie tendencji rosnącego udziału instrumentów udziałowych w portfelu inwestycyjnym OFE (35,5% na koniec czerwca 2011 r.) i to pomimo wprowadzenia wyższego limitu alokowanych środków w te instrumenty do 42,5%. Zaangażowanie poszczególnych funduszy w instrumenty udziałowe wahało się w tym okresie między 33 a 42%. Taka sytuacja może ponownie mieć związek z pogarszającą się sytuacją na rynkach kapitałowych w I połowie 2011 r.

Analiza portfela instrumentów udziałowych OFE w ujęciu bezwzględny

W latach 2008–2011 (stan na 31.03.2011 r.) istotnie wzrosło znaczenie OFE jako inwestorów na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Biorąc pod uwagę kapitalizację spółek, w posiadaniu OFE było 9,9% wszystkich akcji notowanych na GPW (w 2008 r. było to 4,8%). Kiedy został uwzględniony jedynie *free float*¹, udział OFE wyniósł 19,4% (wzrost z poziomu 9,9% w 2008 r.). Na podstawie przedstawionych przez OFE sprawozdań z działalności w 2010 r. przeprowadzono analizę akcji, w które OFE zaangażowały największy kapitał. Na koniec 2010 r. OFE posiadały akcje 249 spółek spośród 400 notowanych na GPW w Warszawie w tym czasie. Tabela 1 przedstawia 20 spółek, w których zagregowane zaangażowanie OFE jest najwyższe pod względem zainwestowanych środków.

Spośród 20 wymienionych spółek 14 z nich uwzględniono w składzie indeksu WIG20 (na koniec 2010 r.), a więc indeksu 20 spółek o m.in. największej kapitalizacji oraz wartości obrotów ich akcjami na GPW. Jest to naturalne, że w wartościach bezwzględnych najwięcej środków OFE zainwestowały w akcje największych notowanych spółek. Przy tak wysokiej bezwzględnej wartości aktywów netto zaangażowanych w instrumenty udziałowe podaż tych instrumentów na GPW ma decydujące znaczenie.

Tabela 1. Akcje o najwyższym udziale w portfelu inwestycyjnym OFE na koniec 2010 r.

Spółka	Symbol giełdowy	Wartość (w mln zł)	Udział w wielkości portfela akcji (w %)	Udział w łącznej wielkości portfela inwestycyjnego (w %)
PKO BP	PKO	6746	8,51	3,05
Pekao	PEO	5723	7,22	2,58
KGHM	KGH	5629	7,10	2,54
PKN Orlen	PKN	4889	6,17	2,21
PGE	PGE	4866	6,14	2,20
PZU	PZU	3284	4,14	1,48
LW Bogdanka	LWB	2336	2,95	1,05
BZ WBK	BZW	1923	2,43	0,87
BRE Bank	BRE	1902	2,40	0,86
Telekomunikacja Polska	TPS	1842	2,32	0,83

¹ *Free float* określa akcje pozostające w wolnym obrocie na rynku giełdowym. Informuje on, jaka liczba akcji pozostaje w posiadaniu tzw. drobnych akcjonariuszy, a więc inwestorów posiadających mniej niż 5% akcji danej spółki.

cd. tabeli 1

Spółka	Symbol giełdowy	Wartość (w mln zł)	Udział w wielkości portfela akcji (w %)	Udział w łącznej wielkości portfela inwestycyjnego (w %)
Bank Handlowy	BHW	1664	2,10	0,75
Asseco Poland	ACP	1625	2,05	0,73
ING Bank Śląski	BSK	1535	1,94	0,69
Getin	GTN	1408	1,78	0,64
Tauron Polska Energia	TPE	1369	1,73	0,62
GTC	GTC	1338	1,69	0,60
PGNIG	PGN	1221	1,54	0,55
LPP	LPP	1167	1,47	0,53
MONDI Świecie	MSC	1091	1,38	0,49
ENEA	ENA	972	1,23	0,44

Źródło: obliczenia własne na podstawie [Biuletyn roczny... 2011].

Inwestycje w akcje spółek wymienionych w tabeli 1 stanowiły w 2010 r. 66,3% wartości portfela akcji (72% w 2009 r.). W skład omawianych 20 spółek wchodzi siedmiu przedstawicieli sektora bankowego, po 3 spółki z sektora paliwowego oraz energetyki. W pozostałych przypadkach są to pojedyncze spółki: deweloperska, handlu detalicznego, informatyczna, przemysłu drzewnego i papierniczego, przemysłu metalowego, telekomunikacyjna oraz ubezpieczeniowa. Można zauważyć bardzo silną koncentrację kapitału w sektorze finansowym, szczególnie bankowym, co odpowiada dominującej roli tego sektora na całym rynku giełdowym, zarówno w Polsce, jak i na wielu rynkach zagranicznych.

W świetle przedstawionych danych można wysnuć wniosek, że OFE inwestują przede wszystkim w spółki duże o wysokiej kapitalizacji. Niemniej jednak można postawić tezę, że funduszom emerytalnym nie pozostawia się wyboru i są one zmuszone alokować stosunkowo duże kwoty wyłącznie na rynku polskim. W takiej sytuacji podaż poszczególnych papierów wartościowych odgrywa decydującą rolę. Innymi słowy, fundusz emerytalny posiadający kilka miliardów złotych do dyspozycji nie jest w stanie zainwestować ich w bardzo obiecującą spółkę. Jeżeli nawet spółka w pełni wpisuje się w politykę inwestycyjną danego funduszu, ale jest stosunkowo mała, nie będzie na rynku wystarczającej liczby dostępnych akcji. W związku z tym OFE zmuszone są inwestować największe kwoty pieniężne w spółki o największej kapitalizacji, których podaż akcji jest wystarczająca. Nie bez znaczenia jest tutaj również ograniczenie ustawowe

w zakresie koncentracji kapitału w emisjach pojedynczych instrumentów finansowych, o czym wspomniano na początku tego opracowania.

Warto tu zwrócić uwagę, że wraz ze wzrostem aktywów funduszy emerytalnych narasta potrzeba rozluźnienia ograniczeń w zakresie inwestycji w zagraniczne instrumenty finansowe. Zwiększy to możliwość dywersyfikacji portfela oraz ograniczy ryzyko wystąpienia sytuacji, w której popyt na akcje zgłaszany przez OFE będzie dużo większy niż podaż krajowego rynku kapitałowego. Należy również zwrócić uwagę na niezakończony spór polskiego rządu z Komisją Europejską w sprawie ustawowych ograniczeń przy dokonywaniu inwestycji za granicą. Zdaniem Komisji naruszają one zasadę swobodnego przepływu kapitału.

Analiza portfela instrumentów udziałowych OFE w ujęciu względnym

Przedmiotem dalszej analizy jest zaangażowanie OFE w akcje w ujęciu względnym. Zaangażowanie to mierzone jest wielkością środków zainwestowanych przez OFE w poszczególne spółki w stosunku do ich kapitalizacji.

W tabeli 2 przedstawiono 20 spółek, w których otwarte fundusze emerytalne mają największy udział w kapitale spółek. Analiza spółek, w których OFE posiadają największy udział w akcjonariacie, skłania ku tezie, że są to z pewnością małe przedsiębiorstwa. W takich spółkach wystarczy kilkanaście milionów złotych, by stać się istotnym akcjonariuszem. W związku z tym, biorąc pod uwagę aktywa, jakimi dysponują OFE, powinny one dominować w akcjonariacie wielu małych spółek.

Tabela 2. Spółki o najwyższym udziale inwestycji OFE w kapitalizacji spółki na koniec 2010 r.

Spółka	Symbol giełdowy	Wartość (w mln zł)	Udział w kapitalizacji spółki (w %)	Relacja kapitalizacji spółki do wielkości całego portfela OFE (w %)
Elektrobudowa	ELB	612	77,27	0,28
Kęty	KTY	790	67,41	0,36
LW Bogdanka	LWB	2336	62,44	1,05
Polish Energy Partners	PEP	301	45,47	0,14
Automotive Components	ACE	83	43,37	0,04
Polimex Mostostal Siedlce	PXM	755	40,65	0,34
Asseco Poland	ACP	1625	39,53	0,73
Cersanit	CST	895	38,49	0,40
Mostostal Warszawa	MSW	431	35,22	0,19
COMP Warszawa	CMP	111	35,13	0,05

cd. tabeli 2

Spółka	Symbol giełdowy	Wartość (w mln zł)	Udział w kapitalizacji spółki (w %)	Relacja kapitalizacji spółki do wielkości całego portfela OFE (w %)
Echo Investment	ECH	708	35,11	0,32
Vistula	VST	81	34,61	0,04
Inter Cars	CAR	347	34,05	0,16
Stomil Sanok	SNK	125	33,89	0,06
Farmacol	FCL	309	33,03	0,14
PGF	PGF	220	33,00	0,10
Amrest	EAT	529	32,88	0,24
Sfinks	SFS	28	31,51	0,01
Kogeneracja	KGN	515	31,44	0,23
LPP	LPP	1167	30,80	0,53

Źródło: obliczenia własne na podstawie [Biuletyn roczny... 2011].

Interesujące jest, że na wspomnianej liście spółek o największym udziale OFE w akcjonariacie nie występują jedynie małe spółki. Są na niej również spółki wymienione w tabeli 2 przedstawiającej akcje, w które OFE zaangażowały bezwzględnie największe środki pieniężne, tj. LW Bogdanka, Asseco Poland oraz LPP. Są to również jedyne spółki z kapitalizacją powyżej 1 mld zł.

Największy udział w akcjonariacie na koniec 2010 r. fundusze emerytalne posiadały w spółce Elektrobudowa (72%), powyżej 60% – w Grupie Kęty (67%) oraz wspomnianej już LW Bogdanka.

Analizując powyższą listę spółek pod względem sektorowym, można zauważyć, że nie występuje tu żaden sektor dominujący. Wśród wspomnianej dwudziestki po 3 spółki działają w sektorze budowlanym oraz w handlu hurtowym. Występują także po 2 spółki z sektorów: energetyki, handlu detalicznego, hoteli i restauracji, informatyki oraz przemysłu motoryzacyjnego. Znajdują się tu również pojedynczy przedstawiciele deweloperów, przemysłu materiałów budowlanych, przemysłu metalowego oraz surowcowego. Trzy najmniejsze spółki na tej liście, tj. Sfinks, Vistula oraz Automotive Components, są jedyne przedsiębiorstwa o kapitalizacji poniżej 100 mln zł.

Akcje dokładnie połowy z omawianych 20 spółek wchodzi w skład indeksu mWIG40. Jest to indeks obejmujący 40 spółek średniej wielkości. Sześć spółek z omawianych 20 wchodzi w skład indeksu małych spółek sWIG80. Pozostałe spółki to przedsiębiorstwa o wysokiej kapitalizacji. Na tej podstawie można postawić hipotezę, że wysokie zaangażowanie OFE w poszczególne spółki,

liczone przede wszystkim względną wartością udziału w akcjonariacie, nie wynika z niskiej kapitalizacji tych spółek. Analizując dane przedstawione w tabeli, można zauważyć, że są to przede wszystkim spółki średniej wielkości.

Kolejne badania w tym zakresie należy skoncentrować na przeanalizowaniu większej liczby spółek z istotnym udziałem OFE w akcjonariacie. Celem analizy powinna być odpowiedź na pytanie, jakiego rodzaju spółki cieszą się największym zainteresowaniem OFE. Za kryteria w tej charakterystyce można przyjąć, poza przedstawioną w niniejszym opracowaniu kapitalizacją, przede wszystkim stopy zwrotu oraz ryzyko. Interesujące jest pytanie o istnienie sektorów będących przedmiotem szczególnej uwagi funduszy emerytalnych. Warto przetestować również hipotezę, że OFE inwestowały chętnie w spółki charakteryzujące się stabilnym wzrostem przychodów oraz zysków. Nie bez znaczenia może być również częstotliwość oraz wielkość wypłacanych dywidend.

5. Podsumowanie

Od początku XXI w. wpływ OFE na krajowy rynek finansowy stale wzrastał. Na koniec 2010 r. OFE stały się jednym z najważniejszych uczestników zarówno na rynku instrumentów dłużnych, jak i na rynku akcji. W związku ze zmianami wprowadzonymi na początku 2011 r. należy oczekiwać, że tempo wzrostu aktywów netto ulegnie obniżeniu. Mimo to wpływ funduszy emerytalnych ze względu na wielkość już zgromadzonych środków wciąż pozostanie wysoki. Należy pamiętać, że zmiany systemowe wprowadzone w 2011 r. zmieniają również limity inwestycyjne OFE. Docelowo w 2034 r. fundusze emerytalne będą miały możliwość inwestowania 90% środków w akcje i inne instrumenty o charakterze udziałowym. Wydaje się, że wciąż nierozwiązaną kwestią jest ograniczenie w zakresie inwestycji zagranicznych. Niemniej jednak do tej pory OFE nie zbliżyły się do aktualnie obowiązującego limitu. Należy się spodziewać, że to portfel instrumentów o charakterze udziałowym będzie głównym przedmiotem analiz badaczy w nadchodzących latach.

Literatura

- Biuletyn kwartalny. Rynek OFE 4/2010* [2011], Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Biuletyn roczny. Rynek OFE 2010* [2011], Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Bujak P. i in. [2001], *Średniookresowa projekcja działalności inwestycyjnej Otwartych Funduszy Emerytalnych na regulowanym rynku giełdowym akcji*, Raport CASE, nr 43, CASE, Warszawa.

- Czerwińska T.T. [2004], *Dywersyfikacja portfela inwestycyjnego OFE na tle rozwiązań międzynarodowych*, z. 3, KNUiFE, Warszawa.
- Dybał M. [2008], *Efektywność inwestycyjna funduszy emerytalnych*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.
- Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych w okresie 31.03.2008–31.03.2011* [2011], Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Jarrett P. [2011], *Pension Reforms in Poland and Elsewhere: the View from Paris*, CASE Network Studies and Analyses, No 425.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 26 kwietnia 2011 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, Dz.U. nr 90, poz. 517.
- Schwarz A.M. [2011], *New Realities of Pension Policy in Central Europe*, wystąpienie podczas EBRD Conference on Pensions Systems in Emerging Europe.
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, Dz.U. nr 139, poz. 934.
- Ustawa z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych, Dz.U. nr 75, poz. 398.

Streszczenie

Utworzenie systemu otwartych funduszy emerytalnych (OFE) było konsekwencją wprowadzonej w 1999 r. w Polsce reformy emerytalnej. Od tego czasu OFE ze względu na wielkość kontrolowanych aktywów stały się jednym z najważniejszych uczestników polskiego rynku finansowego. Celem opracowania jest analiza struktury zagregowanego portfela inwestycyjnego z uwzględnieniem zarówno instrumentów dłużnych, jak i udziałowych. Scharakteryzowano również uwarunkowania prawne, które mają wpływ na politykę inwestycyjną funduszy emerytalnych. W ramach analizy portfela instrumentów o charakterze udziałowym przebadano spółki, w których otwarte fundusze emerytalne zaangażowały najwięcej środków w wartościach bezwzględnych. Następnie przedmiotem badań były spółki, w których OFE posiadają największe udziały w akcjonariacie. W wypadku tych spółek uzyskane wyniki sugerują, że fundusze emerytalne najwięcej środków angażują w przedsiębiorstwa o średniej wielkości, niemniej jednak niezbędne są dalsze badania uwzględniające oprócz kapitalizacji również inne kryteria.

Słowa kluczowe: otwarte fundusze emerytalne, polityka inwestycyjna, portfel inwestycyjny, struktura portfela inwestycyjnego.

An Analysis of the Portfolio Structure of Open Pension Funds

The system of open pension funds (OFE) is a consequence of the pension re-organisation that took place in 1999 in Poland. Since then, thanks to the size of assets under management, OFEs have become one of the most important players on the Polish financial market. The aim of this analysis is to examine aggregated portfolio structure in terms of both debt instruments and shares. The study also comprises a description of legal restrictions regarding investment policy. Two approaches have been implemented for the shares

of an aggregated portfolio. One involves an analysis focused on stocks in which OFEs invested the highest absolute amount. The other approach focused on stocks in which OFEs had obtained the highest shareholder stake. Our results suggest that, in terms of relative stake of shareholders, OFEs invest the most in medium-size companies. However, further studies must take into account more factors in order to provide a more comprehensive view of the issue.

Keywords: open pension funds, investment policy, investment portfolio, structure of investment portfolio.