

# STRATEGIE INWESTYCYJNE FUNDUSZY EMERYTALNYCH – REFORMA EMERYTALNA – SUKCES CZY PORAŻKA?

*Adam Chelchowski*

## 1. Wstęp

W opracowaniu dokonana zostanie próba wskazania zjawisk, które mogą mieć wpływ na długoterminową efektywność inwestycji otwartych funduszy emerytalnych, a co za tym idzie efektywności polskiego zreformowanego systemu emerytalnego.

Spróbujemy się zastanowić, co jest przyczyną, tego że dobrze zapowiadające się projekty nie kończą się sukcesem, a organizacje czy spółki, które kiedyś były efektywne upadają? W wielu przypadkach przyczyną porażek jest brak reakcji na dane dopływające z otoczenia, a co za tym idzie, brak adaptacji do zmieniających się warunków – chowanie głowy w piasek, czyli „strategia strusia”. Czy polska reforma emerytalna ma w dzisiejszym kształcie szanse na sukces? Co przez sukces rozumiemy? Spróbujemy sprawdzić czy nie zachowujemy się jak struś z głową w piasku i nie dostrzegamy wszystkich zagrożeń.

Stary system emerytalny polegał na finansowaniu wypłat emerytur z bieżących składek. Taki system może dobrze funkcjonować jedynie w warunkach, gdy bieżące wpływy od płacących składki są wystarczające w stosunku do bieżących wypłat emerytur. Wadą tego systemu jest brak przejrzystości oraz groźba wzrostu zobowiązań państwa do niebezpiecznego poziomu, gdy ten warunek nie jest spełniony.

Przyszłych zobowiązań wobec emerytów nie widać w raportach o zadłużeniu państwa. Wzrost poziomu tych zobowiązań nie powoduje zwiększenia deficytu budżetowego raportowanego w danym okresie.

W przypadku uzyskanej nadwyżki wpływów składek nad przyszłymi zobowiązaniami rodzi to pokusę skonsolidowania tej nadwyżki, natomiast w przypadku odwrotnym – pozostawienia problemu deficytu w spadku przyszłym pokoleniom.

## 2. Wybór strategii

Tendencje demograficzne wskazują, że liczba osób w wieku emerytalnym będzie się zwiększać i coraz mniejsza liczba pracujących będzie utrzymywać coraz większą liczbę emerytów. Przyszłe wpływy składek od zatrudnionych będą zbyt niskie, żeby sfinansować wypłaty emerytur dla oszczędzających dziś, co grozi załamaniem systemu emerytalnego.

Drogą do choćby częściowego uzdrowienia tej sytuacji jest reforma systemu polegająca na stworzeniu funduszy emerytalnych, które zarządzają środkami pochodzącymi ze składek. System jest przejrzysty, wysokość przyszłej emerytury zależy od wartości wpłaconych składek oraz efektywności inwestowania środków przez fundusze emerytalne, nie narastają ukryte zobowiązania państwa. Sukcesem jest fakt, że w Polsce zdecydowano się na wybór tego rozwiązania, szczególnie w zestawieniu z faktem, że wiele państw nadal „chowa głowę w piachu” i wydaje się nie dostrzegać problemu.

Czy fakt, że emerytury będą finansowane z oszczędności gromadzonych na kontach w funduszach emerytalnych sprawi, że reforma będzie w długim horyzoncie sukcesem? Co się stanie w przypadku, gdy długo-

terminowa stopa zwrotu uzyskana przez fundusze emerytalne będzie niska i przyszłe emerytury nie zapewnią nawet tak zwanego „minimum socjalnego”? Trudno wyobrazić sobie demokratyczne państwo, które przejdzie nad tym do porządku dziennego. Emerytury będą musiały być częściowo finansowane przez dodatkowe transfery, powrócimy więc do sytuacji, w której państwo ma jednak ukryte zobowiązania tylko w zmienionej formie i o trudnej do oszacowania wielkości.

### 3. Determinanty sukcesu reformy emerytalnej

O tym, czy reforma emerytalna będzie pełnym czy połowicznym sukcesem zdecyduje efektywność inwestowania środków przez Otwarte Fundusze Emerytalne. Musimy przy tym pamiętać, że w początkowym okresie składki będą przewyższały wypłaty. Efektem będzie stały dopływ środków na rynki finansowe, co sprawi, że popyt na aktywa finansowe a zarazem ich ceny powinny wzrastać. Z czasem wypłaty staną się równe składkom, a następnie będą od nich wyższe. Podaż aktywów finansowych przewyższy popyt, przez co ich ceny będą miały tendencję spadkową. Byłoby to szczególnie groźne, gdyby ograniczono możliwości inwestowania przez OFE wyłącznie do rynku krajowego. W ten sposób uzależnilibyśmy efektywność systemu emerytalnego od krajowych tendencji demograficznych. Środki otwartych funduszy emerytalnych będą na tyle duże w porównaniu

z polskim rynkiem kapitałowym, że w początkowym okresie mielibyśmy zapewniony trend wzrostowy, który niestety z czasem zmieniłby swój kierunek wraz z groźbą krachu o rozmiarach mogących mieć zgubny wpływ dla sfery realnej gospodarki.

Niestety w innych krajach, których rynki finansowe są na tyle rozwinięte, że OFE mogłyby tam inwestować, również spodziewany jest wzrost liczby emerytów w stosunku do pracujących. Tendencje demograficzne będą tam zbliżone do naszych, ale nie identyczne. Również systemy emerytalne w tych krajach są i będą różne i nie na wszystkich rynkach kapitałowych podaż aktywów będzie powodować jednakowe spadki cen. Inwestując środki gromadzone na kontach w OFE poza krajem możemy w dużym stopniu wyeliminować wpływ bieżącego bilansu składek i wypłat OFE na efektywność inwestowania, oraz zagrożenie dla gospodarki, które mógłby stanowić przyszły krach na krajowym rynku kapitałowym.

Symulacja stosunku aktywów gromadzonych w Otwartych Funduszach Emerytalnych do kapitalizacji i *free float* Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie pokazuje, że wpływ opisanych zjawisk na rynek kapitałowy będzie widoczny w stosunkowo bliskim czasie.

Już w 2004 roku inwestycje funduszy emerytalnych w akcje spowodują, że skupią one 50% akcji znajdujących się w wolnym obrocie (tabela 1).

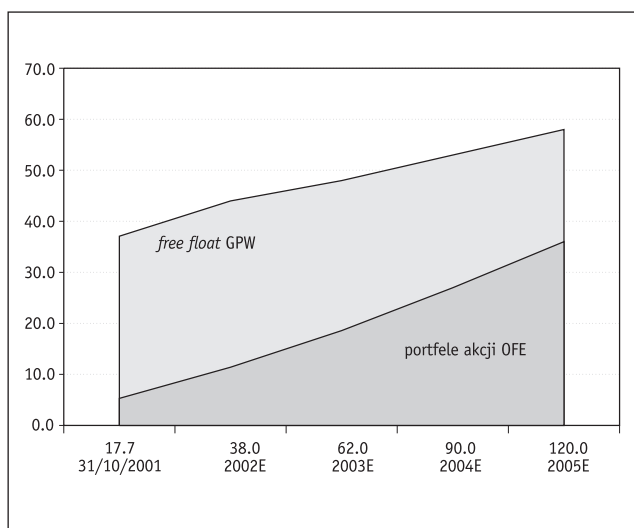
Kolejnym negatywnym zjawiskiem z tym związanym będzie niemożność realizacji przez fundusze strategii inwestycyjnych innej niż strategia pasywna „*buy and hold*”.

**Tabela 1. Stan obecny i symulacja wielkości kapitalizacji i *free float* Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i rynku Otwartych Funduszy Emerytalnych.**

[mld PLN]		31/10/2001	2002E	2003E	2004E	2005E
Aktywa OFE		17,7	38,0	62,0	90,0	120,0
Portfel akcji OFE	30%	5,3	11,4	18,6	27,0	36,0
Kapitalizacja GPW		98,9	115,0	130,0	145,0	160,0
Free float	37,5%	37,1	44,0	48,0	53,0	58,0
Udział OFE we free float GPW		14%	26%	39%	51%	62%

Źródło: PTE Nationale Nederlanden, obliczenia własne.

**Wykres 1. Stan obecny i symulacja wielkości kapitalizacji i *free float* GPW w Warszawie i rynku OFE**



Ceny akcji będą zapewne rosły w tym czasie bez względu na wyniki spółek. Jak będą się zachowywać ceny akcji, i co za tym idzie wartość środków na kontach w OFE w kolejnym okresie, gdy wypłaty przewyższą składki – pozostawiam wyobraźni czytelników.

Jeżeli OFE nie zaczną w krótkim czasie inwestycji poza granicami kraju, to grozi nam wyprodukowanie „systemowego” bąbla spekulacyjnego i następnie również „systemowe” jego rozładowanie powodujące obniżenie poziomu wypłacanych emerytur oraz najprawdopodobniej krach na rynku kapitałowym o rozmiarach zagrażających stabilności gospodarki kraju.

Dla porównania, jak w przypadku dopuszczenia inwestycji zagranicznych można wyeliminować problem płynności i rozmiaru polskiego rynku kapitałowego, zamieszczam tabelę z podstawowymi wskaźnikami GPW i NYSE (tabela 2).

Dotychczasowe rozważania doprowadziły nas do wniosku, że ograniczenie spektrum inwestycyjnego OFE do aktywów krajowych jest szkodliwe dla systemu emerytalnego bez względu na względną atrakcyjność polskiego rynku.

Spróbujmy się teraz zastanowić, czy abstrahując od opisanych wcześniej zjawisk, portfel zbudowany z polskich akcji notowanych na GPW daje szansę na osiągnięcie takiej samej stopy zwrotu jak portfel zbudowany z akcji spółek zagranicznych, na przykład europejskich czy amerykańskich.

**Tabela 2. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie i New York Stock Exchange – porównanie podstawowych wskaźników**

	NYSE	GPW
Liczba notowanych spółek	2586 ponad 2/3 spółek notowanych dłużej niż 12 lat 444 spółki spoza USA	225 jedynie 11 spośród 61 największych spółek ma <i>free float</i> większy niż 50%
Kapitalizacja	14 900 mld USD	24 mld USD
Dzienny obrót	43,1 mld USD średnia stycz. – paźdz. 2001	0,15 mld USD 2000 – razem z transakcjami pakietowymi

Źródło: NYSE, GPW, obliczenia własne

Dotychczasowa praktyka zaprzecza. Po prawie sześciu latach, od 29. 12. 1995 do 06. 12. 2001 roku, wyrażona w PLN stopa zwrotu z indeksu WIG była niższa od również wyrażonych w PLN stóp zwrotu z indeksu S&P 500 (USA) oraz DAX (Niemcy) odpowiednio o 124.0% i o 62.2%. Analizowany okres jest na tyle długi, że obejmuje zarówno trend wzrostowy jak i spadkowy. Co ciekawe, w tym okresie wzrost PKB był w Polsce znacząco wyższy niż w obu porównywanych krajach, co nie przełożyło się na wyższy wzrost wartości polskich spółek, mimo że szybszy wzrost gospodarczy w USA niż w Niemczech znalazł odzwierciedlenie w wyższej stopie zwrotu (po wyeliminowaniu wahań kursów walut): 213.2% (S&P 500 w PLN) vs. 151.4% (DAX w PLN).

#### 4. Wpływ globalizacji na rynki kapitałowe

Z analizowanych danych można wysnuć wniosek, że spółki notowane w Polsce rozwijają się wolniej niż gospodarka kraju. Spróbujmy zastanowić się, czy istnieją obiektywne przyczyny, które potwierdzają tę tezę. Wydaje się, że takie zjawiska da się zidentyfikować.

Potencjalnym „winowajcą” wydają się być procesy globalizacji i ich wpływ na gospodarki i rynki kapitałowe, w tym gospodarkę i rynek Polski. Wiele sektorów gospodarki zdominowanych jest przez firmy o ponadnarodowym zasięgu działalności. Efektem jest brak reprezenta-

**Tabela 3. Stopy zwrotu z indeksu WIG, S&P 500 (USA), DAX (Niemcy)**

	29. 12. 1995	06. 12. 2001	Stopa zwrotu
WIG	7 585,90	14 348,15	89,1%
USD	2,4680	4,0792	65,3%
S&P 500	615,93	1 167,10	89,5%
S&P 500 w PLN	1 520,12	4 760,83	213,2%
DEM	1,7235	1,8516	7,4%
DAX	2 253,00	5 271,29	134,0%
DAX w PLN	3 883,05	9 760,32	151,4%
	S&P500 (PLN) WIG		124,0%
	DAX (PLN) WIG		62,2%

**Wykres 2. Wartości indeksów S&P 500 oraz WIG (w USD)**



**Wykres 3. Wartości indeksów DAX 500 oraz WIG (w DEM)**



cji bądź jedynie marginalna reprezentacja na GPW wielu sektorów gospodarki, poczynając np. od producentów cementu, poprzez sieci sprzedaży detalicznej, a kończąc na sektorach o ponadprzeciętnych perspektywach wzrostowych, jak np. technologie informatyczne, farmaceutyki czy biotechnologia. Branżowa struktura GPW nie odzwierciedla struktury gospodarki. Sektory reprezentowane na GPW mogą rozwijać się w innym tempie niż cała gospodarka. Ponieważ próbka notowana na rynku nie zapewnia ekspozycji na sektory o oczekiwanym wzroście szybszym niż średnia, będzie to najprawdopodobniej wzrost niższy. Portfel złożony ze spółek jedynie z sektorów reprezentowanych na GPW nie przyniesie zadowalającej stopy zwrotu, pomimo wysokiego wzrostu PKB.

Tabela 4 ukazuje reprezentację sektorów gospodarki przez spółki stanowiące 95% kapitalizacji polskiego rynku akcji na tle sektorów gospodarki, reprezentowanych przez spółki notowane na NYSE. Białe plamy w tabeli to sektory, które są dziś niedostępne dla OFE.

Kolejnym zjawiskiem związanym z globalizacją, które z perspektywy efektywności inwestowania portfelowego negatywnie wpływa na polski rynek kapitałowy są

Tabela 4. Sektory gospodarki reprezentowane na NYSE oraz 61 spółek notowanych na GPW (95% kapitalizacji GPW)

Advertising	AGORA	AMS			
Aerospace & Defense					
Agricultural Products	SOKOŁÓW	AGROS			
Air Freight & Couriers					
Airlines					
Aluminum	IMPEXMET	KĘTY			
Apparel & Accessories					
Apparel Retail					
Application Software					
Auto Parts & Equipment					
Automobile Manufacturers					
Banks	PEKAO	HANDLOWY	INGBSK	BZWBK	PBK
	BPH	BRE	KREDYTB	BIG	BOS
	LGPETRO	DB24	FORTISPL	AMERBANK	
Biotechnology					
Brewers	ŻYWIEC	OKOCIM			
Broadcasting & Cable TV					
Building Products	CERSANIT	IZOLACJA	POLIFARBC		
Casinos & Gaming					
Commercial Printing					
Computer & Electronics Retail					

Tabela 4. c.d.

Computer Hardware	OPTIMUS				
Computer Storage & Peripherals					
Construction & Engineering	BUDIMEX	EXBUD	MITEX	MOSTALEXP	
Construction & Farm Machinery					
Construction Materials					
Consumer Finance	EFL				
Data Processing Services					
Department Stores					
Distillers & Vintners					
Diversified Chemicals					
Diversified Commercial Services					
Diversified Financial Services					
Diversified Metals & Mining	KGHM				
Drug Retail					
Electric Utilities	KOGENERA	MPECWRO			
Electrical Components & Equipment	KABLEHOLD				
Employment Services					
Environmental Services					
Food Distributors					
Food Retail					
Footwear					

Tabela 4. c.d.

Forest Products	GRAJEWO				
Gas Utilities					
General Merchandise Stores					
Gold					
Health Care Distributors & Services					
Health Care Equipment					
Health Care Facilities					
Health Care Supplies					
Home Furnishings					
Home Improvement Retail					
Homebuilding					
Hotels	ORBIS				
Household Appliances	AMICA				
Household Products	KROSNO				
Housewares & Specialties					
Industrial Conglomerates					
Industrial Gases					
Industrial Machinery					
Insurance Brokers					
Integrated Oil & Gas	PKN ORLEN				
Integrated Telecommunication Services	TPSA	ELEKTRIM	SZEPTTEL	NETIA	

Tabela 4. c.d.

Internet Software & Services					
IT Consulting & Services	PROKOM	COMPLAND	SOFTBANK	COMARCH	
Leisure Products					
Life & Health Insurance					
Managed Health Care					
Metal & Glass Containers					
Motorcycle Manufacturers					
Movies & Entertainment					
Multi-line Insurance	WARTA	COMPENSA			
Multi-Utilities					
Networking Equipment					
Office Electronics					
Office Services & Supplies					
Oil & Gas Drilling					
Oil & Gas Equipment & Services					
Oil & Gas Exploration & Production					
Packaged Foods					
Paper Packaging	ŚWIECIE				
Paper Products					
Personal Products					
Pharmaceuticals	JELFA	POLFKUTNO			



Tabela 4. c.d.

Photographic Products					
Property & Casualty Insurance					
Publishing & Printing					
Railroads					
Real Estate	ECHO				
Restaurants					
Semiconductor Equipment					
Semiconductors					
Soft Drinks					
Specialty Chemicals					
Specialty Stores					
Steel					
Systems Software					
Telecommunications Equipment					
Tires & Rubber	STOMIL	DĘBICA			
Tobacco					
Trading Companies & Distributors	PGF	ORFE	FARMACOL		
Trucking					
Wireless Telecommunication Services					
Other	MENNICA	7BULLS			

Źródło: NYSE, GPW.

---

przejęcia notowanych na GPW spółek przez inwestorów strategicznych, w tym w większości poprzez podmioty zagraniczne. Skutkiem jest dominujący udział inwestorów strategicznych w spółkach. Cele inwestora strategicznego są często inne niż inwestorów finansowych. Cele te są niejednokrotnie realizowane na poziomie spółki matki, spółka córka notowana na GPW jest jedynie „fragmentem układanki”, następuje *transfer pricing*, brak komunikacji z inwestorami mniejszościowymi a ewentualne wezwania do sprzedaży akcji odbywają się po niskich cenach. Związane jest z tym zagrożenie, że stopa zwrotu z inwestycji w takie spółki może być niższa nawet od średniej dla odpowiedniego sektora.

Spróbujmy przeanalizować notowane na GPW spółki pod kątem udziału inwestorów strategicznych w kapitale. Ograniczmy się do próbki reprezentującej 95% kapitalizacji giełdy. Warunek ten zapewnia próbka 61 spółek o najwyższej kapitalizacji (tabela 5). Stosunek *free float* do kapitalizacji wynosi w analizowanej grupie 37.5%, przy czym średni udział *free float* w kapitale spółki 32.9%. Udział inwestorów strategicznych jest więc w polskich spółkach na tyle znaczący, że rodzi się wątpliwość czy wszystkie z nich powinny stanowić obiekt inwestycji portfelowych.

W celu weryfikacji zastosujmy kryteria doboru spółek wg amerykańskiego indeksu Standard & Poors. Jedno z kryteriów używanych przez S&P to struktura właścicielska: nie więcej niż 50% akcji spółki kontrolowane przez jeden podmiot i nie więcej niż 60% akcji spółki kontrolowane przez kilka podmiotów [*Stanard & Poors, General Criteria for S&P US Index Membership 2001, www.spglobal.com/GeneralCriteria.pdf*]. Sprawdźmy jak wyglądałby hipotetyczny indeks polskich spółek, z którego wyeliminowalibyśmy spółki nie spełniające tych kryteriów.

Indeks obejmowałby jedynie 15 spółek stanowiących zaledwie 20.7% kapitalizacji giełdy, przy czym aż w 18 spółkach z analizowanej grupy, stanowiących 17.3% kapitalizacji GPW inwestorzy strategiczni posiadają ponad 80% akcji. Dla porównania, warto zestawić to z faktem, że zgodnie z metodologią S&P w USA stworzono indeks S&P 1500 Supercomposite, obejmujący swoim zakre-

sem 1500 spółek, stanowiących 87% kapitalizacji rynku USA.

Kryterium właścicielskie jest stosowane przez S&P, aby zapewnić odzwierciedlenie w indeksie spektrum inwestycji, które są możliwe do przeprowadzenia. Może on być wtedy używany przez zarządzających portfelami jako tak zwany „benchmark”. W tym celu eliminuje się spółki, w których w faktycznym obrocie giełdowym jest tylko niewielka część akcji. Zastosowanie tego kryterium do spółek notowanych na GPW pokazało, że niestety bardzo małą część z nich może być przedmiotem inwestycji portfelowych.

## 5. Wnioski

Inwestycje w spółki zagraniczne umożliwią funduszom emerytalnym konstrukcję zdywersyfikowanych portfeli akcji, z udziałem istotnych sektorów, które nie są obecne na GPW.

Bez tego uzyskanie satysfakcjonującej długoterminowej stopy zwrotu jest utrudnione, jeżeli nie niemożliwe.

Inwestując za granicą unikniemy, spowodowanej czynnikami demograficznymi, deformacji w alokacji kapitału na polskim rynku akcji. Deformacja ta mogłaby doprowadzić do realizacji sekwencji bąbel spekulacyjny – krach.

Wariantem alternatywnym jest jedynie strategia strusia...

---

Autor jest przewodniczący Rady Inwestycyjnej Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych

Tabela 5. Struktura właścicielska 61 spółek notowanych na GPW, stanowiących 95% kapitalizacji

Spółka		Kapitalizacja		Skumulowana kapitalizacja		Udział w ogólnej liczbie akcji inwestorów poza <i>free float</i>		<i>Free float</i>	
		(mln PLN)	%	(mln PLN)	%	%	Podmioty	%	[mln PLN]
1	TPSA	21,350	21.6%	21,350	21.6%	70.1%	SP, France Tel., Kulczyk Holding	29.9%	6,382
2	PEKAO	12,514	12.7%	33,864	34.2%	53.1%	Unicredito Italiano	46.9%	5,868
3	PKNORLEN	7,836	7.9%	41,700	42.2%	28.5%	SP, Nafta Polska	71.6%	5,607
4	HANDLOWY	6,024	6.1%	47,725	48.3%	91.4%	Citibank	8.6%	519
5	INGBSK	3,565	3.6%	51,289	51.9%	87.8%	ING Bank	12.2%	436
6	AGORA	3,139	3.2%	54,428	55.0%	41.6%	Agora Holding, Cox	58.4%	1,832
7	BZWBK	3,094	3.1%	57,522	58.2%	70.5%	AIB European Investments	29.5%	913
8	PBK	2,822	2.9%	60,344	61.0%	56.7%	Grupa Bank Austria	43.3%	1,223
9	BPH	2,739	2.8%	63,083	63.8%	76.6%	Bayerische Hypo-Verainsbank	23.4%	642
10	BRE	2,458	2.5%	65,541	66.3%	50.0%	Commerzbank	50.0%	1,229
11	KGHM	2,340	2.4%	67,881	68.7%	49.7%	SP, PKO BP	50.3%	1,178
12	KREDYTB	1,799	1.8%	69,680	70.5%	69.9%	KBC Bank, Banco Espirito Santo	30.2%	543
13	ELEKTRIM	1,726	1.7%	71,406	72.2%			100.0%	1,726
14	ŻYWIEC	1,467	1.5%	72,874	73.7%	59.5%	Heineken	40.5%	594
15	EFL	1,430	1.4%	74,303	75.1%	99.5%	Crdit Agricole, Leszek Czarnecki	0.5%	8
16	PROKOM	1,400	1.4%	75,703	76.6%	41.2%	Ryszard Krauze	58.9%	824
17	ŚWIECIE	1,275	1.3%	76,978	77.9%	64.9%	Framondi NV	35.1%	448
18	BIG	1,210	1.2%	78,188	79.1%	68.4%	BCP, Eureka,BV, Achmea Holding	31.7%	383
19	BOS	898	0.9%	79,086	80.0%	89.0%	SEB, NFOŚ	11.1%	99
20	WARTA	853	0.9%	79,939	80.9%	97.5%	Kulczyk Holding, KBC Insurance	2.5%	22
21	ORBIS	804	0.8%	80,743	81.7%	43.7%	Accor, DB, SP, M. Sołowow	56.3%	453

Tabela 5. (c.d.)

22	STOMIL	749	0.8%	81,492	82.4%	65.8%	Michelin	34.2%	256
23	KOGENERA	685	0.7%	82,177	83.1%	85.7%	SP, Elektrocr.Kraków, EDF Intl., Energie Baden Wurttemberg AG	14.3%	98
24	COMPLAND	677	0.7%	82,855	83.8%	11.7%	Tomasz Sielicki	88.4%	598
25	BUDIMEX	651	0.7%	83,506	84.5%	50.0%	Grupo Ferrovial SA	50.0%	326
26	LGPETRO	585	0.6%	84,091	85.0%	96.9%	LG, PKN, Totalizator Sp., KWB Bełchatów, Enegetyka Poznańska	3.1%	18
27	KABLEHOLD	514	0.5%	84,605	85.6%	70.5%	Elektrim	29.5%	152
28	KETY	474	0.5%	85,079	86.0%	37.4%	Enterprise Investors, SP, CSFB	62.6%	297
29	SOFTBANK	456	0.5%	85,535	86.5%	42.2%	Aleksander Lesz, Prokom Software	57.8%	263
30	DĘBICA	442	0.4%	85,976	87.0%	59.9%	Goodyear	40.1%	177
31	PGF	417	0.4%	86,394	87.4%	56.0%	J. Sz wajcowski, Z. Molenda, KIPF Sp. z o.o.	44.0%	184
32	DB24	411	0.4%	86,805	87.8%	91.7%	DB24 AG	8.3%	34
33	FORTISPL	377	0.4%	87,182	88.2%	75.0%	Fortis Bank	25.0%	94
34	OPTIMUS	363	0.4%	87,545	88.5%	85.8%	ITI, Onet, BRE, T. Kolbusz, P. Wilam	14.2%	51
35	MPECWRO	357	0.4%	87,901	88.9%	90.6%	GESO, Gmina Wrocław	9.4%	33
36	7BULLS	357	0.4%	88,258	89.3%	78.8%	A.i M.Szmagalscy, R.Dzienio, Unitruck	21.2%	75
37	JELFA	337	0.3%	88,595	89.6%	29.8%	SP	70.2%	237
38	COMARCH	333	0.3%	88,928	89.9%	70.7%	J. E Filipiak	29.3%	98
39	CERSANIT	326	0.3%	89,254	90.3%	65.9%	M.i B. Sołowow, A.Kłoczko	34.1%	111
40	ECHO	308	0.3%	89,562	90.6%	70.5%	M. B. Sołowow, A.Kłoczko, BEVA Hold	29.5%	91
41	GRAJEWO	292	0.3%	89,854	90.9%	83.0%	Pfleiderer	17.0%	50
42	EXBUD	285	0.3%	90,139	91.2%	94.0%	Skanska	6.0%	17
43	MITEX	281	0.3%	90,420	91.4%	51.9%	M. Sołowow, Eiffage Construction	48.1%	135

Tabela 5. (c.d.)

44	POLFKUTNO	277	0.3%	90,697	91.7%	58.5%	Enterprise Investors	41.6%	115
45	SZEPTEL	271	0.3%	90,968	92.0%	67.1%	P. Łuniewski + banki	32.9%	89
46	AMS	254	0.3%	91,222	92.3%	47.4%	BB Investments, BGŻ, Outdoor CE	52.6%	134
47	OKOCIM	242	0.2%	91,464	92.5%	94.2%	Carlberg, ARP, Investment Fund for CEE	5.8%	14
48	IZOLACJA	236	0.2%	91,700	92.7%	99.9%	Icopal A/S	0.1%	0
49	MENNICA	217	0.2%	91,917	93.0%	72.5%	SP, Multico, BRE	27.5%	60
50	AMICA	200	0.2%	92,117	93.2%	76.7%	Fabryka Armatury, Inwestycje I-IV, Holding Wronki	23.3%	47
51	COMPENSA	199	0.2%	92,316	93.4%	92.0%	Hamburg Mannheimer GmbH	8.0%	16
52	FARMACOL	190	0.2%	92,506	93.6%	75.0%	A.Z. Olszewscy	25.0%	47
53	POLIFARBC	182	0.2%	92,688	93.7%	66.7%	Kalon BV	33.3%	61
54	AGROS	180	0.2%	92,868	93.9%	98.4%	Santa Lina S.A.	1.6%	3
55	NETIA	167	0.2%	93,035	94.1%	47.6%	Telia AB	52.4%	87
56	SOKOŁÓW	163	0.2%	93,198	94.3%	71.6%	Lantbrukarnas AE, Invest Sokolow, Conrad Jacobs, Sweedish Meats, EBOiR	28.4%	46
57	IMPEXMET	159	0.2%	93,358	94.4%	82.9%	SP, Franklin Resources, Nomura, HA Konin, S&I S.A.	17.1%	27
58	ORFE	155	0.2%	93,513	94.6%	85.6%	Orphe Holdings, Bank Austria, Bank Arner	14.4%	22
59	AMERBANK	149	0.2%	93,662	94.7%	88.0%	DG Bank, PGNiG, F.T. Field, Osterreichische Volksbank AG	12.0%	18
60	MOSTALEXP	140	0.1%	93,802	94.9%	27.3%	M. Skipietrow, Bonn Partner, N. Bonn	72.7%	102
61	KROSNO	130	0.1%	93,931	95.0%	70.1%	Z. Sawicki, Krosno S.A.	29.9%	39
Razem									35,248
Stosunek <i>free float</i> /kapitalizacja								<b>37.5%</b>	
Średni udział <i>free float</i>								<b>32.9%</b>	

Źródło: GPW, Internet Securities, Notoria, Parkiet