

# Oferta PZU IPO wspomagana socjotechniką

## *Gra w ciemno, z dozowanym sztucznym oświetleniem i fajerwerkami*

Rozpoczynająca się oferta sprzedaży akcji PZU stanowi ciąg dalszy zaspokajania najskrytszych marzeń EUREKO. Widać wszystkie oczekiwania holenderskiej spółki znalazły swoje odzwierciedlenie w działaniach grupy urzędników ministerstwa skarbu, z ministrem Aleksandrem Gradem na czele. Wcześniej aktualna ekipa rządząca zawarła kontrowersyjne, korzystne dla Eureka porozumienie.

### **Skarb Państwa w rękach ministra**

Poprzednia prywatyzacja spółki PGE stała się obiektem powszechnej krytyki. Minister skarbu zgodził się by cena emisyjna akcji PGE była niższa niż wynikało z ówczesnego popytu. Z jednej strony grupa uprzywilejowanych podmiotów otrzymała akcje bez redukcji, z drugiej strony inne podmioty i osoby fizyczne aby nabyć cokolwiek musiały posiłkować się kosztownym lewarowaniem zapisów. Zatem były dwa różne koszty nabycia tych samych akcji – jedna cena dla osób uprzywilejowanych, którzy pozyskali względy oferującego i druga cena dla pozostałych osób.

Sprzedaż akcji PZU zasadniczo różni się od oferty PGE. W przypadku PGE była to nowa emisja akcji państwowej spółki, obecnie swoje akcje sprzedaje głównie prywatny akcjonariusz EUREKO (bezpośrednio oraz pośrednio przez spółkę celową Kappa).

Mając na uwadze zrozumienie ministra Aleksandra Grada jakim darzy argumentację EUREKO należy oczekiwać, że w przypadku sprzedaży akcji PZU (w odróżnieniu od oferty PGE) celem jest uzyskanie możliwie najwyższej ceny. Skądinąd taka powinna być dewiza każdej oferty, gdyż sprzedaż poniżej wartości to nieszczygólna sztuka ani zasługa – wówczas najczęściej zarabiają wybrani kosztem sprzedającego.

### **Akcje na kartki**

Oferta sprzedaży akcji PZU została oparta na pomyśle reglamentacji. Sprzedający akcje doszli do przekonania, że należy wmówić opinii publicznej, iż reglamentacja jest konieczna z uwagi na niebywałą atrakcyjność przedmiotu reglamentacji.

W Polsce socjalistycznej były kartki na mięso, masło, papierosy i wiele innych produktów. Skoro coś jest na kartki to znaczy musi być wartościowe, w czasie wojny ludność cywilna także otrzymuje talony na niezbędne produkty. Socjotechniczny zabieg ma bardzo duże szanse powodzenia, zważywszy iż prywatyzacja największych spółek jest często postrzegana w Polsce jako wyprzedaż rodowych sreber. W całym zgiełku może umknąć powszechnej uwadze, że PZU już zostało raz sprzedane ...obecnie sprzedającemu akcje.

### **Nauka szybkiego czytania**

Prospekt emisyjny liczący ponad 700 stron został upubliczniony 19 kwietnia 2010 r., natomiast zapisy inwestorów indywidualnych rozpoczęły się już od 20 kwietnia i potrwać do 28 kwietnia. Równocześnie w mediach kreowane jest przekonanie, że mogą pojawić się kolejki chętnych stąd sugerowane jest złożenie zapisu jak najwcześniej. Pierwszego dnia zapisów pojawiły się więc w biurach maklerskich osoby, które dotychczas miały nikły kontakt z rynkiem papierów wartościowych, w Polsce są to najczęściej osoby starsze na emeryturze. Informacje o kolejkach (nawet tylko wirtualnych) mają jeden cel – wykreować kolejki, a te jak wiadomo są dla istot stadnych drogowskazem.

Zgodnie z prospektem emisyjnym „*zapis na Akcje Sprzedawane jest bezwarunkowy, nieodwołalny, nie może zawierać jakichkolwiek zastrzeżeń oraz wiąże osobę składającą zapis do czasu przydziału Akcji Sprzedawanych w Ofercie Publicznej albo do dnia odstąpienia od przeprowadzenia Oferty*” (jedynie aneks do prospektu z mocy prawa daje możliwość odstąpienia od zapisu).

Skoro nieodwołalne zapisy są przyjmowane od następnego dnia po upublicznieniu prospektu emisyjnego to należałoby zadać ministerstwu skarbu pytanie w jakim celu został sporządzony prospekt emisyjny? Jest oczywiste, że nikt prospektu emisyjnego w ciągu jednego dnia nie przeczyta, zwłaszcza nie zapozna się z nim dokładnie.

**Panie Ministrze,**

jaka jest według Pana rola prospektu emisyjnego i komu on ma służyć (poza osobami, które otrzymały miliony dolarów za jego sporządzenie)?

Im osoba ma mniejszy kontakt z rynkiem tym więcej czasu potrzebuje na przeanalizowanie prospektu i spółki. Okazuje się natomiast, że pan minister zaproponował inwestorom lekcję ultra szybkiego czytania, a osobom fizycznym chcącym złożyć zapis na początku oferty nadprzyrodzone umiejętności. Równie dobrze można było rozpocząć przyjmowanie zapisów na kilka dni przed upublicznieniem prospektu, większej różnicy odnośnie rzetelnego poznania dokumentu by nie było.

W cywilizowanym świecie prospekty emisyjne są udostępniane po to aby potencjalni inwestorzy mogli zapoznać się z ich treścią, jak i raportami, opiniami powstałymi na bazie danych zawartych w prospekcie przed złożeniem zobowiązującego zapisu. Wydaje się to nadzwyczaj oczywiste. Im bardziej oferta jest skierowana do szerokiej publiczności tym dłuższy powinien być czas od publikacji prospektu do dnia rozpoczęcia przyjmowania zapisów na akcje. Wielu indywidualnych inwestorów wszakże i tak nie przeczyta prospektu niezależnie od czasu jaki mieliby do dyspozycji, jednak są osoby które chciałyby wiedzieć co kupują! Ponadto zaś, także ci, którzy nie mają zamiaru czytać prospektu i są skłonni zagrać w ciemno, w przypadku pojawienia się opinii, raportów i rekomendacji mogą podjąć bardziej racjonalną decyzję. Regulacje publicznego obrotu papierami wartościowymi w cywilizowanym świecie mają na celu ochronę najmniej doświadczonych inwestorów, właśnie takich którzy są skłonni pod wpływem impulsu, reklamy dokonać inwestycji. A to jednak nie to samo co zjeść batonik czekoladowy. Czas życia prospektu emisyjnego w domenie publicznej przed rozpoczęciem przyjmowania zobowiązujących zapisów pełni funkcje gwaranta przejrzystości rynku. Tak jest na świecie.

**Fajerwerki są widoczne**

Osoba fizyczna, która zakupi akcje PZU i przetrzyma je nieprzerwanie przez okres roku może liczyć na rabat w kwocie 100 zł na określone produkty z oferty. Jednak jakich to produktów będzie dotyczył upust zapisujący dowiedzą się po zakończeniu przyjmowania zapisów, spółka dała sobie czas na wypowiedź do 30 czerwca 2010. Ani osoba zapisująca się na akcje nie wie obecnie czy 100 zł sobie w przyszłości „odbierze”, ani inwestorzy nie są w stanie ocenić ciężącego na spółce zobowiązania z tytułu deklarowanego upustu. W mediach upust 100 złotowy jest jak najbardziej obecny i ma zachęcić do kupna akcji, oczywiście najlepiej by już ustawić się w kolejce.

Skądinąd bardzo to ciekawa konstrukcja łącząca sprzedaż akcji ze zobowiązaniem spółki wobec akcjonariuszy. Kto na takim rozwiązaniu korzysta?

Załóżmy hipotetycznie, że mamy spółkę, która traci udziały w rynku, akcjonariusze właśnie wypłacili sobie gigantyczną dywidendę, konkurencja na rynku coraz większa. Zamiarem akcjonariuszy jest wyjście z inwestycji.

Składający zapis de facto nie kupuje akcji ale produkt łączony: akcje plus przyszłe świadczenie spółki. Sprzedający akcje by uzyskać wyższą cenę mogą zaproponować wiele, im więcej proponują w postaci przyszłych świadczeń spółki tym bardziej mogą liczyć na wyższą cenę za akcje, zwłaszcza gdy potencjalnymi nabywcami jest szeroka publiczność. W taki sposób w skrajnym przypadku można jest nawet zaoferować więcej niż spółka będzie w stanie się wywiązać. Nabywca zamiast akcji z rabatem, może w swoim przeświadczeniu kupować rabat z akcjami. Natomiast sprzedający jak najbardziej odjedzie z pieniędzmi za akcje.

Powiązanie świadczenia spółki z zakupem akcji inaczej by wyglądało gdyby zamiast sprzedaży akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy miała miejsce nowa emisja gdzie wpływy pozostają w spółce. W przypadku PZU jest to jednak mechanizm z wewnętrznym ryzykiem polegającym na tym, że im więcej akcjonariusze (za pośrednictwem zarządu) „dodadzą” do akcji tym wyższą uzyskają cenę, a spółka zostanie z wyższymi zobowiązaniami.

### **Wartość zapisów osób fizycznych**

Okazuje się, że przeciętny zapis osób fizycznych w ostatnich ofertach prywatyzacyjnych oscylował wokół 10.000 zł, Maksymalna liczba reglamentowanych akcji w ofercie PZU – 30 sztuk po 312,50 zł – została więc dopasowana do zachowań inwestorów. Czyli ze względu na wartość zapisu reglamentacja w niewielkim stopniu może ograniczyć popyt na akcje, natomiast w wielki stopniu wpływa na postrzeganie akcji PZU jako dobra rzadkiego. Osoby skuszone zachętą nabycia towaru spod ludy mogły będą przecież złożyć zapis wykorzystując rodzinę i znajomych. Reglamentacja wbrew intuicyjnemu spojrzeniu może zwiększyć faktyczną wartość inwestycji przez osoby fizyczne, które pierwotnie zamierzały nie uczestniczyć w ofercie lub nabyć akcje za mniejszą kwotę. Taki schemat zachowań w obliczu pojawienia się syndromu reglamentacji jest jak najbardziej prawdopodobny i możliwy do oszacowania. I zapewne o to chodziło twórcom oferty.

### **Inwestorzy instytucjonalni**

Inwestorzy instytucjonalni są uprzywilejowani faktem posiadania wiedzy o przebiegu oferty dla osób fizycznych, a także będą mieli czas na zapoznanie się z prospektem. Zamysł oferty mógł być taki, rozbudować i wykorzystać zainteresowanie osób fizycznych zakupem akcji PZU, także stadny odruch (w tym bez możliwości rzetelnej oceny prospektu i spółki), następnie na bazie zgłoszonego od osób fizycznych popytu pokazać inwestorom instytucjonalnym jak wielkie jest zainteresowanie publiczności i „odłożony popyt” związany z redukcjami części zapisów.

Na zakończenie oceny struktury oferty warto zauważyć, że przetrzymywanie akcji PZU przez osoby fizyczne dla uzyskania rabatu to posunięcie moderujące rynek po stronie podaży. Z tego co widać po pobieżnym obejrzeniu prospektu lock-up dla EUREKO wynosi zaledwie 180 dni i do tego może zostać odwieszony za zgodą Globalnych Współkoordynatorów i Współzarządzających Księgą Popytu.

### **Zagraniczne SEC przyglądają się polskim standardom**

W Polsce coraz więcej osób związanych z rynkiem kapitałowym ma poważne zastrzeżenia do działalności Komisji Nadzoru Finansowego, gdzie urzędnicy dopuszczający spółki do publicznego obrotu równocześnie odpłatnie i prywatnie świadczyli tym podmiotom usługi doradcze jak sprawnie uzyskać status spółki publicznej. Spółki nadzorowane przez Komisję Nadzoru Finansowego płaciły prywatnie najwyższym urzędnikom Komisji za szkolenia...

W przypadku oferty PZU jest rzecz niespotykana, następnego dnia po upublicznieniu prospektu przyjmowane są zobowiązujące zapisy na akcje od indywidualnych inwestorów. Ponadto zasady przydziału akcji w przypadku redukcji premiuja te osoby, które złożyły zapis wcześniej. Ten mechanizm jest przywoływany przez media i kreuje stadny pęd. Osoby niezwiązane z rynkiem kierują się tym kryterium jak i syndromem produktu reglamentowanego, w rezultacie w kolejkach po akcje ustawiają się osoby starsze, emeryci (w Polsce te osoby są najczęściej najmniej znającymi mechanizmy rynkowe) by dokonać zapisu na akcje PZU.

Oferta PZU ma wymiar międzynarodowy i zachowania rynkowe odbiegające od standardów wpływają na inwestycje podmiotów zagranicznych na polskim rynku.

Dla rynku publicznego, w szczególności dla osób najłabszych na tym rynków – osób fizycznych podatnych na techniki sprzedaży – ważne jest aby sfera obrotu szczególnym produktem jakim są papiery wartościowe była odpowiednio nadzorowana.

APRIL 25, 2010

Ponieważ polski SEC działa jak działa międzynarodowe organa nadzorcze na rynkach papierów wartościowych powinny zbadać ofertę PZU pod kątem zagwarantowania praw inwestorów i przejrzystości oferty.

### Wartość PZU

Inwestorom instytucjonalnym nie trzeba tłumaczyć kluczowej roli wartości księgowej dla wyceny podmiotów finansowych. Mówiąc jednym zdaniem – źródłem zysku takich podmiotów są w większości aktywa finansowe, objęte nadzorem i rygorami ostrożnościowymi, co w konsekwencji ma zapewnić względne bezpieczeństwo systemu, ale ceną jest średnia rentowność instrumentów finansowych oscylująca dla branży niewiele powyżej zwrotu z inwestycji uznawanych za w miarę bezpieczne.

W szczególności ubezpieczyciele stosujący rachunek aktuarialny do szacowania wartości rezerw, stosujący zasady bezpiecznego oraz zdywersyfikowanego portfela inwestycyjnego, mają podobny potencjał ekonomiczny (dla podmiotów o zbliżonej skali działalności), stąd w zdecydowanej większości (odrzucając firmy o skrajnych wynikach) wycena ubezpieczycieli oscyluje z niewielkimi odchyleniami wokół podobnej wartości współczynnika P/BV. I tak dla przytoczonych poniżej europejskich ubezpieczycieli mediana wskaźnika P/BV wynosi ok. 1,2.

Europejscy ubezpieczyciele	P/E 2009	P/BV
Aegon	-	0,54
Allianz	8,8	1,03
AXA	11,8	0,82
Generali Deutschland	13,7	1,12
Hannover REG	6,1	1,2
Legal & General Group	6,1	1,26
Mapfre	8,3	1,59
Old Mutual	-	0,77
RSA Insurance Group	10,3	1,21
Sampo	15,7	1,59
Standard Life	26,3	1,33
Uniqa	-	1,3
Vienna Insurance Group	10,3	1,21
Zurich Financial Services	10,7	1,2
<b>Mediana</b>	<b>10,3</b>	<b>1,2</b>
PZU	7,2	2,4

*Tabela: Szacunkowe wyliczenia dla europejskich ubezpieczycieli*

Natomiast PZU dla ceny 312 PLN ma wskaźnik P/BV na poziomie 2,4. Uważam, że nie ma żadnego uzasadnienia aby PZU miał być wyceniany znacznie powyżej 1,2 x kapitałów własnych.

Ktoś mógłby twierdzić, że tak wysoki wskaźnik P/BV został spowodowany jednorazowym czynnikiem w postaci wypłaty zaliczki na poczet dywidendy za 2009 rok. Tyle że ten jednorazowy czynnik w postaci zmniejszenia kapitałów własnych z ok. 24 mld do ok. 11,3 mld PLN ma jak najbardziej trwały charakter dla sytuacji finansowej i bezpośrednio dla wartości spółki.

W skrócie wymienię niektóre dodatkowe czynniki wpływające na wartość PZU.

1. Wpływ z PZU ogromnej kwoty w postaci zaliczki na wypłatę dywidendy (zysk netto za wiele lat) związany jest z koniecznością zamknięcia pozycji inwestycyjnych. Pomimo funkcjonowania wartości godziwej to transakcje zamykające inwestycje mówią o definitywnej wartości danego aktywa. Pytaniem jest jakie pozycje PZU zamyka, a jakie zostają w bilansie? Na to pytanie powinien sobie odpowiedzieć każdy inwestor i wziąć pod uwagę ewentualne intencje dotychczasowych akcjonariuszy odnośnie wyniku finansowego za 2009 rok. Reasumując, ważne jest co zostało w aktywach finansowych.
2. Na wynik za 2009 rok wpływ miał wzrost indeksów giełdowych roku 2009, jakie będą przyszłe trendy każdy inwestor powinien wziąć pod uwagę w kontekście wartości godziwej aktywów PZU.
3. Spółka wraca do „Państwa” i Skarb Państwa będzie miał znaczący wpływ na jej funkcjonowanie.
4. PZU ma mocną pozycję na rynku ubezpieczeniowym w Polsce. Jednak czy jest to zaleta? Być może PZU miał ugruntowaną pozycję na mocno zmonopolizowanym rynku, natomiast rynek się zmienia i PZU traci w nim udziały.
5. Wielu pracowników PZU otrzymało duże pieniądze w postaci akcji pracowniczych i wysokiej mega-dywidendy, co może w istotny sposób zmienić relacje pracownik-pracodawca w tej firmie. Znacząca grupa pracowników PZU może chcieć odejść ze spółki i stać się np. przedstawicielami konkurencji, w tym w schematach organizacyjnych zapewniających kompleksowe produkty ubezpieczeniowe pochodzące od kilku różnych ubezpieczycieli. Równocześnie w PZU przeprowadzana jest restrukturyzacja zatrudnienia.

Reasumując, wskazane powyżej czynniki raczej nie przemawiają moim zdaniem za wyższą wyceną PZU na tle innych europejskich firm ubezpieczeniowych. W moim prywatnym przekonaniu akcje PZU mają wartość w przedziale 150-180 PLN w odniesieniu do wartości indeksu WIG20 na poziomie 2500 pkt.

Zobaczymy jak rynek zweryfikuje wartość PZU na tle indeksów giełdowych w horyzoncie kilkunastu miesięcy od debiutu.

Jarosław Supłacz

[www.Polandsecurities.com](http://www.Polandsecurities.com)