

Według ogłoszonych planów zmiany w relacjach właścicielskich między PZU a Pekao, największą korzyścią z planowanej transakcji ma być uwolnienie od 15 do 20 mld zł kapitału, umożliwiające udzielenie do 200 mld złotych nowych kredytów. Kluczem do tego jest tak zwany kompromis duński. W skrócie, podmioty finansowe, takie jak banki i ubezpieczyciele muszą spełniać specyficzne dla nich wymogi kapitałowe. Określają one ściśle, jakie dany podmiot powinien mieć minimalne fundusze własne, być w stanie bez pomocy z zewnątrz przetrwać możliwe sytuacje kryzysowe. Wymagany poziom funduszy własnych zależy od skali i sposobu działania, składników portfela i oceny ich ryzyka. W szczególności za bardzo ryzykowne uważa się posiadane akcje innych podmiotów i wymagane wtedy fundusze własne na pokrycie tego ryzyka są równe wartości tych akcji, podczas gdy w innych przypadkach wymaga się pokrycia przez fundusze własne tylko pewnej części wartości aktywów.

I tak jeśli ubezpieczyciel posiada akcje banku, to od funduszy własnych musi odliczać 100% ich wartości. W drugą stronę było tak samo do roku 2012, kiedy to na wniosek kilku krajów skandynawskich tymczasowo wprowadzono łagodniejszą regułę i bank musiał odtąd na pokrycie ryzyka związanego z posiadaniem akcji ubezpieczyciela przeznaczać fundusze własne o wartości stanowiącej tylko część wartości tych akcji. To właśnie nazwano kompromisem duńskim i dzięki niemu kilka banków skandynawskich, mających znaczne udziały w zintegrowanych z nimi firmach ubezpieczeniowych nie musiało podnosić swoich kapitałów. Kompromis ten miał być również zachętą dla innych banków europejskich do tworzenia grup bankowo-ubezpieczeniowych, choć oczywiście jego długotrwałą tymczasowość działała raczej negatywnie.

Dyskusje wśród europejskich regulatorów trwały długo i dopiero przy okazji wprowadzenia kolejnej wersji regulacji sektora bankowego, Basel IV, zgodzono się na trwałe wpisanie doń kompromisu duńskiego od początku 2025. Idąca wbrew ogólnemu trendowi zacieśniania regulacji sektora finansowego zgoda na to ich poluzowanie, została opatrzona uwagami, że regulatorzy będą starannie przyglądali się każdej transakcji i ich zgoda nigdy nie będzie automatyczna. **Dotychczasowe wypowiedzi nie wskazują, by polski nadzór bankowy - KNF - miał stawiać jakieś poważniejsze przeszkody transakcji między PZU a Pekao.**

Błędne jest nazywanie tej transakcji fuzją, bo w istocie chodzi tu o zmianę w relacji własności. W tej chwili PZU posiada 20% akcji Pekao. Po transakcji Pekao będzie posiadało 100% akcji PZU. **Sama zamiana odbędzie się w dwóch krokach -**

pierw PZU stanie się spółką holdingową posiadającą udziały w spółkach operacyjnych prowadzących osobne działalności w zakresie ubezpieczeń majątkowych i ubezpieczeń na życie, a następnie Pekao przejmie tę spółkę holdingową. Zamiana posiadania akcji banku przez ubezpieczyciela na posiadanie akcji ubezpieczyciela przez bank umożliwi temu ostatniemu na skorzystanie z kompromisu duńskiego, obniżenie wymogów kapitałowych na posiadanie akcji drugiego podmiotu i uwolnienie wspominanych 20 mld zł. Należy dodać, że nie określono jeszcze, co będzie się działo z akcjami Aliora posiadanymi także przez PZU.

Jeśli kompromis duński miał zachęcić banki do tworzenia konglomeratów z ubezpieczycielami, to my już mamy taki konglomerat, tylko zorganizowany inaczej niż w innych przypadkach w Europie. Tam banki kontrolują ubezpieczycieli, u nas odwrotnie – bo 8 lat temu to bank Pekao był do kupienia, a nie PZU. U nas chodzi przede wszystkim o uwolnienie kapitału, no i oczywiście o synergie, których przy takich przekształceniach zawsze ma być wiele, zwłaszcza na etapie planowania, a potem wychodzi różnie.

Od strony zarządzania kapitałem w grupie transakcja jest korzystna, czy także od strony biznesowej, to się dopiero okaże. **Jednak 20 mld zł uwolnionego kapitału, będące głównym argumentem za transakcją, to swego rodzaju przekaz reklamowy, i jak to w reklamach bywa, przesadzony.** Niestety nie przedstawiono wyliczeń do tej liczby prowadzących, ale pewne ich elementy można próbować zidentyfikować.

Przed wszystkim nie należy o tych 20 mld zł myśleć jako o zupełnie nowych środkach do dyspozycji. Po pierwsze i Pekao, i PZU cały czas posiadają wskaźniki kapitałowe znacznie przekraczające minimalne wymagane poziomy i decydując się na ich obniżenie, już teraz mogłyby „uwolnić” niemało miliardów środków własnych. Po drugie, w zapisie „Memorandum o Współpracy” obu instytucji z 2 czerwca 2025:

Strony przewidują, że ewentualna realizacja Potencjalnej Transakcji może doprowadzić do uwolnienia znaczących nadwyżek kapitałowych grupy, szacowanych na od ok. 15 do ok. 20 miliardów złotych, w porównaniu do wymogów w zakresie adekwatności kapitałowej i wypłacalności, jakie musiałyby zostać zastosowane począwszy od 2027 roku (w związku z nowelizacją dyrektywy Solvency II) w obecnej strukturze grupy.

Wspomniano nowelizację Solvency II, regulacji dotyczącej wymogów kapitałowych ubezpieczycieli. Jej zastosowanie w obecnym kształcie grupy oznaczałoby podniesienie minimalnych wymogów kapitałowych PZU. Uniknięcie tego dzięki planowanej transakcji nie generuje więc nowych środków, a tylko oznacza brak konieczności przeznaczenia dodatkowych kapitałów w PZU.

Możliwe, że szandarowe 20 mld zł to suma trzech składników: już istniejących nadwyżek kapitałów, braku dopłaty z nowelizacji Solvency II i właściwej korzyści z kompromisu duńskiego. Wartość akcji Pekao w posiadaniu PZU to 10 mld zł. Nie wiemy, jaka będzie po transakcji wartość akcji PZU w posiadaniu Pekao, ale będą one w jakiejś części obciążały fundusze własne Pekao, więc **kompromis duński pozwoli uwolnić kilka mld zł z obiecanych 15 - 20 mld zł, a nie całość tej kwoty.**

O ile do samej transakcji trudno mieć poważniejsze zastrzeżenia, to prowadzące do niej regulacje budzą jednak wątpliwości. Przede wszystkim zaskakująco łatwo jest wygenerować wolne środki zamieniając miejscami bank i ubezpieczyciela. Co więcej, intuicja wskazuje obecny układ jako bezpieczniejszy.

Regulacje i wymogi kapitałowe mają za zadanie uchronienie klientów instytucji finansowych przed stratami w razie wystąpienia sytuacji kryzysowych. Z tego punktu widzenia klienci banków i klienci ubezpieczycieli powinni być chronieni w tym samym stopniu. Z drugiej strony, przypadków poważnych kryzysów nie ma na szczęście wiele i regulacje ustalane są w pewnym sensie po omacku. Klienci bankowo-ubezpieczeniowych konglomeratów nie znają szczegółów Basel IV i Solvency II, i pewnie żyją w przekonaniu, że są tak samo chronieni jako klienci jednej czy drugiej instytucji. Jak zatem odczytają uwolnienie 20 mld zł kapitału poprzez zamianę tego, kto w grupie posiada czyje akcje? Raczej nie docenią kreatywnego wykorzystania subtelności regulacyjnych. I przed, i po transakcji będą oczekiwali, że w razie kłopotów jedna instytucja będzie wspierała drugą, gdy ta znajdzie się w kryzysie. A tu skutek transakcji z grupy odpłynie (lub zostanie wykorzystane na inne cele) do 20 mld zł, więc na wsparcie będzie o tyle mniej. Można by rozważać, czy poprzednio regulacje wymagały o te 20 mld zł funduszy własnych za dużo, czy teraz będą wymagały ich o tyle za mało. Teraz wiemy, że banki są mimo wszystkich wymogów regulacyjnych systemowo bardziej ryzykowne niż ubezpieczyciele, skoro posiadanie akcji banku bardziej obciąża fundusze własne niż posiadanie akcji ubezpieczyciela.

Wyobraźmy sobie grupę składającą się z dwóch spółek – jednej bardziej, a drugiej

mniej ryzykownej (przez ryzyko rozumiemy tu prawdopodobieństwo znalezienia się w sytuacji kryzysowej). Jeśli spółka mniej ryzykowna jest dominującą w stosunku do bardziej ryzykownej, to w razie problemów tej drugiej z pewnością pospieszy jej na pomoc, bo problemy spółki zależnej, poprzez mechanizm wyceny aktywów, natychmiast stają się problemami spółki dominującej. A co, jeśli bardziej ryzykowna będzie spółka dominująca? Czy w razie kłopotów spółka zależna będzie także chętna do udzielenia jej pomocy? Cóż, po pierwsze wycena spółki dominującej nie wpływa bezpośrednio na wycenę spółki zależnej. Po drugie inni niż dominujący akcjonariusze spółki zależnej mogą w ogóle nie być zainteresowani angażowaniem jej w pomoc spółce dominującej. Wniosek z tego jest taki, że **bezpieczniejszy jest układ, w którym dominującą jest spółka mniej ryzykowna**. Kompromis duński za mniej ryzykownych uznaje ubezpieczycieli, a zatem w naszym przypadku bezpieczniej jest, gdy to PZU posiada akcje Pekao, czyli tak, jak w chwili obecnej. **Planowana transakcja, po której Pekao będzie posiadaczem akcji PZU prowadzi zatem do mniej bezpiecznej relacji właścicielskiej, a w dodatku z tak przeorganizowanej grupy odpływa do 20 mld zł kapitału.**

Być może ani Pekao, ani PZU nigdy nie wpadną w kłopoty. Być może, gdy to się jednak stanie, to ich własne zasoby będą wystarczyły na pokonanie trudności. Ale nie można wykluczyć sytuacji, w której konieczna będzie pomoc z zewnątrz. Podmiotem, który będzie musiał wtedy przystąpić do działania i użyć swoich zasobów będzie Bankowy Fundusz Gwarancyjny. Od początku swojego istnienia zajmuje się on bankami w kłopotach, ale od 2027 w zakresie jego działania znajdą się także ubezpieczyciele. Jeśli o te 20 mld zł jest za mało, a nie za dużo, to uzupełnienie brakujących sum spadnie na BFG, a biorąc pod uwagę wielkość konglomeratu Pekao-PZU, także na Skarb Państwa.

Krytyczne uwagi pod adresem regulacji europejskich nie dotyczą bezpośrednio planowanej transakcji, powinny one jednak zostać przeanalizowane przy podejmowaniu decyzji o wydaniu na nią zgody przez KNF.

Na marginesie, polskie banki od dawna mają nadpłynność i nie udzielają tylu kredytów, ilu by mogły. Zamiast tego wolą kupować obligacje skarbowe, przerzucając w ten sposób na państwo ryzyko finansowania projektów rozwojowych. Kto czeka zatem na te 200 mld kredytów – nie wiadomo.