



Data	Numer	Autor
30 stycznia 2017	1/2017	Marcin Zieliński
Prywatyzacja Pekao – mit „wyprzedaży garażowej”		

Synteza

Przy okazji „repolonizacji” czy „udomowienia” Pekao przez PZU i Polski Fundusz Rozwoju pojawiły się wśród publicystów, a nawet ekonomistów, głosy, że wcześniejsza prywatyzacja tego banku była dla UniCredit bardzo dobrym interesem (z powodu rzekomo zaniżonej wyceny). Spółka UniCredit, która w 1999 roku kupiła ponad 50 procent akcji banku za ok. 4 miliardy złotych, a teraz sprzedaje niecałe 33 procent za 10,6 miliarda złotych, w dodatku otrzymując przez ten czas kilkanaście miliardów złotych w dywidendach. W związku z tym w różnych publikacjach możemy przeczytać, że przed 17 laty miał się dokonać „szaber”, a teraz „[odkupujemy za grube](#)” to, co „sprzedaliśmy [...] za drobne” podczas „[wyprzedaży garażowej](#)”. Czy tak faktycznie było? Czy cena, jaką wówczas zapłacił UniCredit, była naprawdę okazjna? I czy przez te 17 lat, w samej strukturze banku i otaczającej nas rzeczywistości gospodarczej nie zmieniło się nic, co mogłoby wpłynąć na wycenę banku? Odpowiedzi na te pytania są istotne, ponieważ argument o zaniżonych wycenach sprzedawanych przez państwo spółek stanowi główny oręż krytyków polskiej transformacji, wysuwających twierdzenia o „złodziejskiej” prywatyzacji.

Aby móc właściwie porównać transakcję prywatyzacyjną Pekao z nabyciem banku przez konsorcjum PZU i PFR, należy uwzględnić:

- 1) ceny ustalone w transakcjach i odpowiednie kursy giełdowe;
- 2) inflację, której skumulowana wielkość od połowy 1999 roku wyniosła 64,6 procent;
- 3) dokapitalizowanie Pekao przez UniCredit w grudniu 2000 roku;
- 4) wartość włączenia do struktury Pekao 285 oddziałów BPH pod koniec 2007 roku;
- 5) wzrost kapitału własnego Pekao przez ostatnie 17,5 roku w związku z dwoma powyższymi operacjami oraz reinwestowaniem części zysków.

Po uwzględnieniu tego zauważymy, że:

- 1) w 1999 roku UniCredit płacił za jedną akcję Pekao cenę o ponad 15 procent wyższą od ówczesnego kursu giełdowego, a teraz odsprzedaje te akcje po cenie zbliżonej do obowiązującego kursu;
- 2) przez ostatnie 17,5 roku UniCredit zainwestował łącznie 15,7 miliarda złotych w ujęciu nominalnym albo 20,2 miliarda złotych po uwzględnieniu inflacji;
- 3) przy cenie ustalonej w umowie prywatyzacyjnej wskaźnik P/BV (pokazujący, ile inwestor płaci za jedną złotówkę aktywów netto, odpowiadających wartością kapitałowi własnemu) wynosił 2,2, a teraz wynosi 1,5, czyli za jedną złotówkę aktywów netto UniCredit płacił swego czasu więcej, niż teraz otrzymuje.
- 4) kapitał własny Pekao wzrósł przez ostatnie 17,5 roku o 498 procent w ujęciu nominalnym albo o 264 procent po uwzględnieniu inflacji.

Dokładna analiza pokazuje, że wbrew niepokojącym tezęom nie mamy podstaw, by stwierdzić, iż w 1999 roku Skarb Państwa sprzedał Pekao za „bezcen”. Wręcz przeciwnie, cena ustalona w umowie prywatyzacyjnej była korzystna przede wszystkim dla sprzedawcy, a nie dla kupującego, czyli UniCredit. Różnicę między ceną nabycia Pekao przez UniCredit w 1999 roku a cenami sprzedaży kolejnych pakietów akcji przez włoską spółkę, czego kulminacją była transakcja z konsorcjum PZU i PFR, można właściwie w całości wytłumaczyć rozwojem banku i panującą w Polsce inflacją. Ponadto średnia roczna stopa zwrotu z akcji Pekao dla UniCredit była niewiele wyższa od średniej rocznej stopy zwrotu z branżowego indeksu WIG-banki.

Historia prywatyzacji

Prywatyzacja Pekao zaczęła się w 1998 roku, kiedy to Skarb Państwa sprzedał w ofercie publicznej 20 647 500 akcji serii A (15 procent) po [cenie emisyjnej na poziomie 45 złotych, przy czym inwestorzy indywidualni otrzymali 5-procentowy rabat i płacili po 42,80 zł za akcję](#). Mniej więcej w tym samym czasie [Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju zgodził się objąć 7 690 000 akcji serii B po 45 złotych za akcję \(razem za 346 milionów złotych\), czego dokonał 7 września](#). Pekao zadebiutował na Giełdzie Papierów Wartościowych 30 czerwca 1998 roku, a jego akcje w dniu debiutu osiągnęły cenę 55 złotych, co dało inwestorom indywidualnym stopę zwrotu na poziomie 28,5 procent, a pozostałym na poziomie 22,2 procent. Przez pewien czas cena akcji jeszcze rosła, osiągając 20 lipca lokalny szczyt na poziomie 65 złotych, później jednak zaczął się spadek do poziomu 31,70 zł (9 października). We wrześniu 1998 roku struktura własnościowa banku przedstawiała się następująco: 66,03 procent – Skarb Państwa; w wolnym obrocie – 14,58 procent; uprawnieni pracownicy – 14,10 procent; EBOiR – 5,29 procent.

Tymczasem wciąż trwały poszukiwania inwestora strategicznego. W końcu [23 czerwca 1999 roku Skarb Państwa zawarł umowę z konsorcjum stworzonym przez włoski UniCredit i niemiecki Allianz, na mocy której spółki te miały nabyć 75 707 500 akcji serii A \(52,09 procent kapitału akcyjnego, z czego UniCredit – 50,09 procent; Allianz – 2 procent\) za łączną cenę 4,24 miliarda złotych](#) (s.9), z czego UniCredit miał zapłacić 4,08 miliarda złotych (za 72 800 700 akcji). Po podzieleniu tej kwoty przez liczbę nabytych akcji otrzymujemy cenę jednostkową wynoszącą 56 złotych za akcję. Sprzedaży akcji dokonano 3 sierpnia 1999 roku, kiedy to Pekao stał się częścią międzynarodowej grupy bankowej UniCredit. Co ciekawe, w dniu podpisania umowy cena akcji Pekao na GPW wynosiła 48,40 zł, a w dniu sfinalizowania transakcji osiągnęła cenę 45,40 zł; od 12 stycznia do 1 grudnia 1999 roku nie przekraczała poziomu 50 zł. A zatem w porównaniu do ówczesnie obowiązującego kursu **nie można w żadnym razie stwierdzić, że Skarb Państwa sprzedał akcje Pekao po okazyjnej dla UniCredit cenie** – wręcz przeciwnie, cena była bardzo korzystna dla Skarbu Państwa. Ostatnie pakiety akcji Pekao Skarb Państwa sprzedał przez giełdę w 2009 roku, jednak UniCredit nie był zainteresowany ich nabyciem.

Ewolucja kapitału własnego Pekao

Chociaż pod koniec lat dziewięćdziesiątych Pekao należał do największych banków w Polsce, to przez ponad 17 lat od sprywatyzowania go spółce UniCredit, wiele się w nim zmieniło. Analiza [ewolucji kapitału zakładowego](#) wskazuje na dwa istotne przypadki dokapitalizowania banku (możemy pominąć względnie nieistotne emisje akcji serii E, F, G i H w związku z realizowaniem programu opcji menedżerskich albo warunkowym podwyższeniem kapitału zakładowego, w ramach których wyemitowano łącznie zaledwie 0,75 procent całości akcji Pekao).

Po pierwsze, spółki UniCredit i Allianz zobowiązały się w umowie prywatyzacyjnej, że [w ciągu dwóch lat spowodują podwyższenie kapitału własnego banku o 1 miliard złotych](#) (zobacz link s. 15). 12 grudnia 2000 roku Pekao dokonał emisji 20 408 203 akcji serii C i D po cenie 49 zł za akcję, przy czym akcje serii C mieli proporcjonalnie objąć członkowie konsorcjum (UniCredit i Allianz), a akcje serii D trafiły do oferty publicznej. Jednak ze względu na umiarkowany popyt w ofercie publicznej

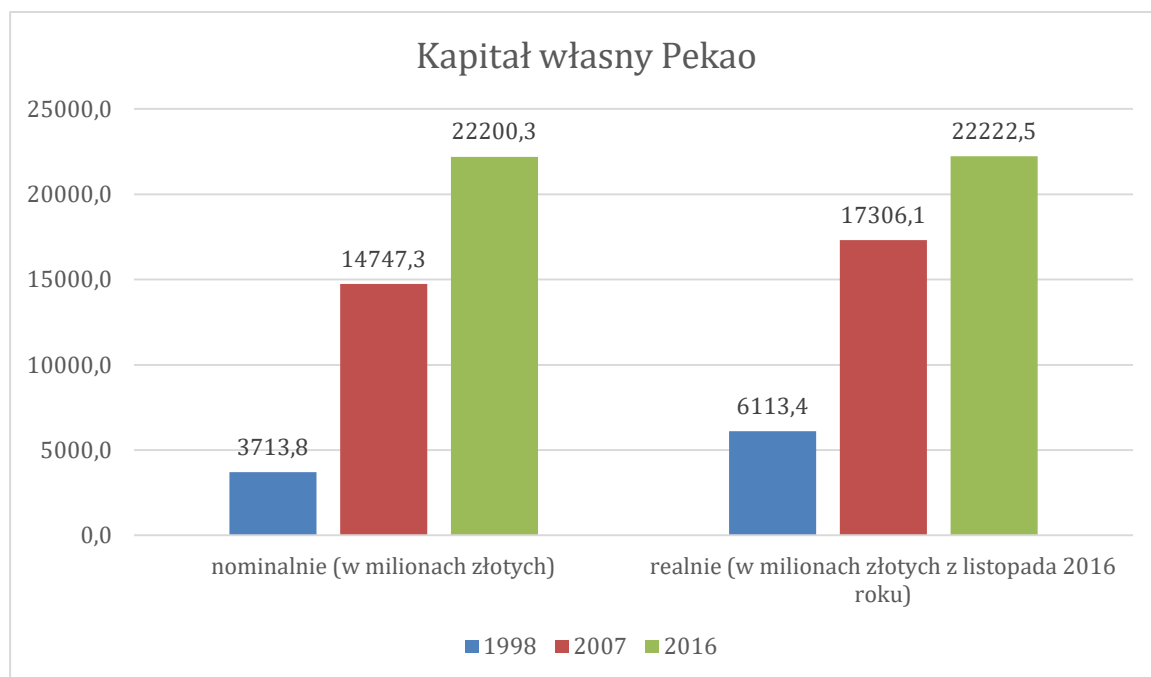
UniCredit, zobligowany postanowieniami umowy prywatyzacyjnej, objął w końcu 15,3 miliona akcji za 750,7 miliona złotych, natomiast Allianz – 607,4 tysiąca akcji za 29,8 miliona złotych.

Po drugie, 17 listopada 2005 roku UniCredit przejął niemiecką grupę HypoVereinsbank, której częścią był Bank Austria Creditanstalt – większościowy akcjonariusz Banku Przemysłowo-Handlowego (UniCredit naruszył tym samym postanowienia umowy prywatyzacyjnej zobowiązującej go do nieangażowania się w działalność konkurencyjną w stosunku do Pekao). Później, [3 listopada 2006 roku, otrzymawszy akceptację austriackiego organu nadzoru nad rynkiem finansowym UniCredit nabył od Bank Austria Creditanstalt 71,03 procent akcji BPH za kwotę 4,3 miliarda euro](#) (zob. s. 56), czyli za 16,6 miliarda złotych według [ówczesnego kursu średniego](#). W wyniku tego stał się bezpośrednio większościowym akcjonariuszem BPH.

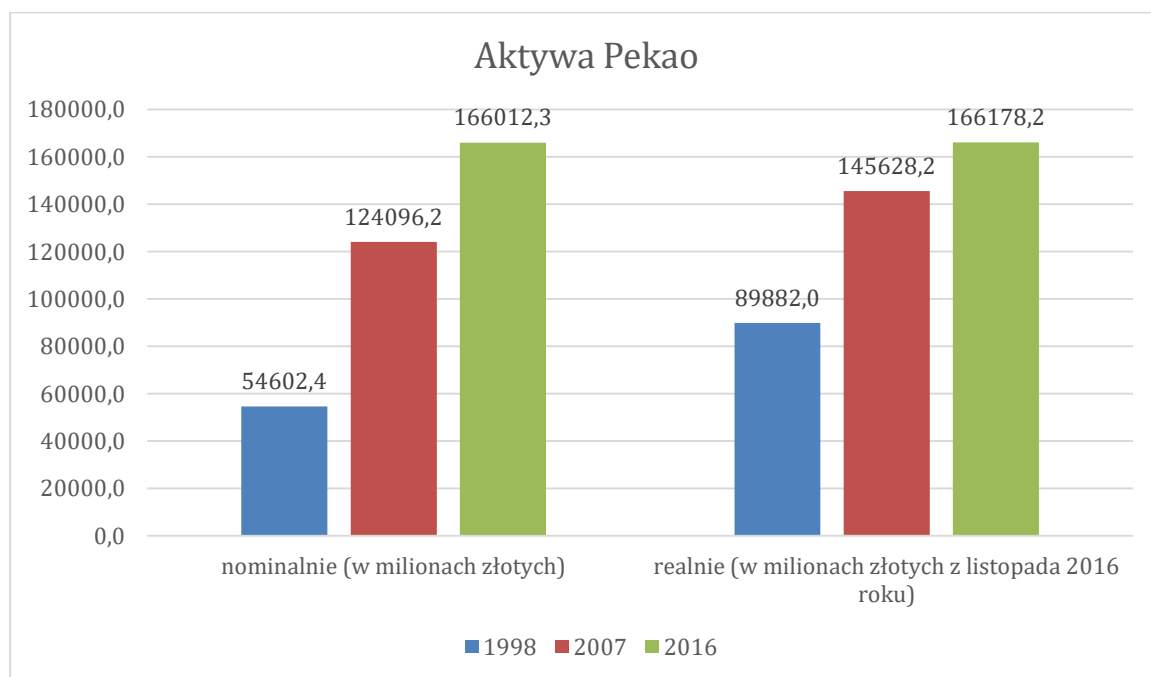
UniCredit planował dokonać fuzji Pekao z BPH, jednak ostatecznie otrzymał zgodę od polskiego rządu na włączenie tylko 285 z 485 oddziałów dawnego BPH do struktury Pekao, zobowiązując się jednocześnie do zbycia udziałów w powstałym w wyniku tej operacji tzw. mini-BPH. Wspomnianego włączenia dokonano 29 listopada 2007 roku, 4 grudnia był ostatni dzień notowań akcji BPH jako uprawniających do objęcia akcji Pekao, natomiast 18 grudnia akcjonariuszom BPH przyznano po 3,3 akcji Pekao na każdą akcję BPH przy zachowaniu dotychczasowego stanu posiadania akcji BPH (większość swoich udziałów w mini-BPH UniCredit sprzedał 17 czerwca 2008 roku grupie GE Money). W związku z tą operacją dokonano emisji akcji 94 763 559 akcji serii I, z czego UniCredit objął 67 312 030 akcji, stając się właścicielem 59,36 procent wszystkich akcji Pekao. W wyniku tego kapitał własny Pekao wzrósł o niemal 5,5 miliarda złotych, z czego 3,9 miliarda złotych (71,03 procent) przypadło na akcje objęte przez UniCredit.

Pozostaje problem oszacowania wartości pieniężnej wkładu wniesionego przez UniCredit. Po pierwsze, możemy wziąć ustaloną przez Pekao dla potrzeb określenia dopłat gotówkowych średnią cenę z ostatnich 30 dni sesyjnych, która wyniosła 256,69 zł. W takim przypadku wartość wkładu UniCredit wyniosłaby 17,3 miliarda złotych. Po drugie, możemy wziąć cenę akcji Pekao z 4 grudnia 2007 roku, tj. 230 złotych, która posłużyła do wyliczenia kursu odniesienia dla akcji BPH następnego dnia. Wartość wkładu UniCredit wyniosłaby wówczas 15,5 miliarda złotych. Po trzecie, [możemy wziąć wycenę BPH przedstawioną w opublikowanym rok wcześniej planie podziału](#). Ustalona przez analityków wartość średnia całego BPH wyniosła 19,2 miliarda złotych (zob. s. 114). UniCredit posiadał 71,03 procent akcji BPH o łącznej wartości teoretycznej 13,6 miliarda złotych. Ponieważ w wyniku włączenia 285 oddziałów do Pekao [wartość kapitału własnego i aktywów BPH](#) (zob. s. 6) zmniejszyła się o ok. 80 procent (podobnie jak cena akcji), to dla naszych celów powinniśmy przemnożyć 13,6 miliarda złotych przez tę właśnie wielkość, otrzymując kwotę 10,9 miliarda złotych – jest to dość konserwatywny szacunek, jednak ze względu na panującą wówczas na rynku hossę przyjmujemy, że wycena rynkowa była zawyżona. Jest to zarazem najniższa wartość, jaką możemy przyjąć do dalszych obliczeń, gdyż kwotę, która odpowiadała przypadającemu na UniCredit wzrostowi wartości księgowej kapitału własnego (3,9 miliarda złotych), trudno uznać za realistyczny szacunek z powodu ówczesnych warunków rynkowych (przykładowo w 2006 roku, czyli na rok przed włączeniem części BPH do Pekao, wskaźniki P/BV ukazujące stosunek ceny do wartości księgowej były dla obu banków wyższe od 4).

W wyniku dwóch opisanych powyżej operacji, a także na skutek reinwestowania części zysków kapitał własny Pekao wzrósł w ujęciu nominalnym z 3,7 miliarda złotych na koniec 1998 roku do 14,7 miliarda złotych na koniec 2007 roku i 22,2 miliarda złotych na koniec czerwca 2016 roku. Aktywa banku wzrosły z 54,6 miliarda złotych na koniec 1998 roku do 124,1 miliarda złotych na koniec 2007 roku i 166 miliardów złotych na koniec czerwca 2016 roku. Jeśli natomiast uwzględnimy [inflację](#), to okaże się, że w porównaniu z 1998 rokiem kapitał własny Pekao zwiększył się o 264 procent, a jego aktywa wzrosły o 85 procent. Jednocześnie należy zauważyć, że szybszy wzrost kapitału własnego niż aktywów wskazuje, że zwiększyło się bezpieczeństwo banku. Kapitał własny jest bowiem swoistym buforem bezpieczeństwa na pokrycie ewentualnych strat.



Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych Pekao i danych Głównego Urzędu Statystycznego na temat inflacji



Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych Pekao i danych Głównego Urzędu Statystycznego na temat inflacji

Przepływy pieniężne

Po oszacowaniu wartości inwestycji dokonanych przez UniCredit, możemy przejść do omówienia dodatnich przepływów pieniężnych. Poza wypłacanymi, w miarę regularnie, dywidendami (przy czym musimy pamiętać, by przy obliczaniu całkowitej kwoty, jaką włoska spółka otrzymywała w postaci dywidend, uwzględnić jej stan posiadania – dużą część dywidend

otrzymywali akcjonariusze mniejszościowi), na dodatnie przepływy pieniężne składają się kwoty, jakie UniCredit uzyskał ze sprzedaży kolejnych pakietów akcji Pekao.

Najpierw, [31 stycznia 2013 roku UniCredit sprzedał 23 936 267 akcji \(9,1 procent\) po 156 złotych](#), czyli za łączną kwotę 3,7 miliarda złotych. Następnie, [13 lipca 2016 roku pozbył się kolejnych 26 247 003 akcji \(10 procent\), tym razem po 126 złotych, czyli za łączną kwotę 3,3 miliarda złotych](#). W końcu, [w grudniu 2016 roku UniCredit doszedł po porozumieniu z PZU i PFR w sprawie sprzedaży 32,8 procent akcji Pekao za łączną kwotę 10,6 miliarda złotych](#) (po 123 złote za akcję, czyli po cenie zbliżonej do kursu giełdowego). Pozostałe 7,3 procent udziałów UniCredit sprzedał w postaci 1916 certyfikatów, z których każdy odpowiada 10 tysiącom akcji (certyfikaty mają zostać wymienione na akcje do 15 grudnia 2019 roku). [Łączna wartość referencyjna tych certyfikatów to 517,9 miliona euro](#), czyli 2,3 miliarda złotych.

Zestawienie ujemnych i dodatnich przepływów dla UniCredit ukazuje poniższa tabela (w nawiasach przedstawiono wartości po uwzględnieniu inflacji).

Ujemne i dodatnie przepływy dla UniCredit w milionach złotych (z listopada 2016 roku)

ujemne przepływy	mięsiąc/rok zdarzenie	dodatnie przepływy
-4076,8 (-6380,9)	sierpień/1999 nabycie 72,8 miliona akcji od Skarbu Państwa	
-750,7 (-1037,3)	grudzień/2000 objęcie 15,3 miliona akcji	
	kwiecień/2002 dywidenda za 2001 rok	+334,9 (+439,1)
	kwiecień/2003 dywidenda za 2002 rok	+368,3 (+482,6)
	kwiecień/2004 dywidenda za 2003 rok	+396,5 (+507,5)
	maj/2005 dywidenda za 2004 rok	+564,0 (+697,2)
	maj/2006 dywidenda za 2005 rok	+652,1 (+796,7)
	maj/2007 dywidenda za 2006 rok	+793,1 (+946,5)
-10 910,2 (-12 803,2)	grudzień/2007 objęcie 67,3 miliona akcji w związku z włączeniem 285 oddziałów BPH (konserwatywny szacunek)	
	maj/2008 dywidenda za 2007 rok	+1492,2 (+1705,3)
	maj/2010 dywidenda za 2009 rok	+450,8 (+486,1)
	maj/2011 dywidenda za 2010 rok	+1056,9 (+1088,7)
	czerwiec/2012 dywidenda za 2011 rok	+836,2 (+830,3)
	styczeń/2013 sprzedaż 23,9 miliona akcji	+3734,1 (+3711,4)
	czerwiec/2013 dywidenda za 2012 rok	+1103,3 (+1091,1)
	czerwiec/2014 dywidenda za 2013 rok	+1309,7 (+1291,4)
	czerwiec/2015 dywidenda za 2014 rok	+1315,0 (+1304,4)
	czerwiec/2016 dywidenda za 2015 rok	+1144,0 (+1145,2)
	lipiec/2016 sprzedaż 26,2 miliona akcji	+3307,1 (+3320,4)
	grudzień/2016 umowa sprzedaży 86,1 miliona akcji konsorcjum PZU i PFR	+10 589,1 (+10 589,1)
	grudzień/2016 sprzedaż 1916 certyfikatów inwestycyjnych	+2298,6 (+2298,6)
-15 737,7 (-20 221,4)	RAZEM +16 008,0 (+12 510,2)	+31 745,7 (+32 731,6)

Opracowanie własne na podstawie „Roczników Giełdowych” i informacji prasowych.

Zakładając możliwie najniższą wartość włączenia 285 oddziałów BPH do Pekao, otrzymujemy kwotę całkowitej inwestycji na poziomie 15,7 miliarda złotych (albo 20,2 miliarda złotych po uwzględnieniu inflacji) – co najmniej tyle zainwestował UniCredit, aby nabyć albo objąć 155 433 755 akcji, które posiadał do stycznia 2013 roku. Następnie akcje te sprzedał łącznie za 19,9 miliarda złotych (po uwzględnieniu inflacji kwota wychodzi podobna). Innymi słowy, na samym zakupie i sprzedaży akcji zyskał nominalnie 4,2 miliarda złotych, ale w ujęciu realnym stracił 0,3 miliarda złotych. Kiedy dodamy do tego dywidendy (nominalnie 11,8 miliarda złotych, a realnie 12,8 miliarda złotych), to okaże się, że UniCredit nominalnie zarobił 16 miliardów złotych, czyli podwoił swój wkład, jednak po uwzględnieniu inflacji zwiększył ów wkład zaledwie o 62 procent – niewiele, biorąc pod uwagę fakt, że działał w Polsce przez ponad 17 lat.

Pekao na GPW – stopy zwrotu i wskaźniki

Kiedy pod koniec czerwca 1999 roku Skarb Państwa podpisywał umowę prywatyzacyjną z konsorcjum UniCredit i Allianz, inwestor indywidualny mógł na GPW kupić akcje Pekao po 48,40 zł. Czy była to dobra inwestycja? Załóżmy, że inwestor nabył jakąś liczbę akcji Pekao, a następnie wszystkie otrzymane dywidendy przeznaczał na zakup kolejnych akcji tego banku. Porównajmy wynik inwestycji z dwoma indeksami dochodowymi (uwzględniającymi dywidendy i prawa poboru): WIG-banki, obejmującym spółki z sektora bankowego, i WIG, w którego skład wchodzi wszystkie spółki notowane na rynku podstawowym (dla 1999 roku podano stopę zwrotu dla okresu od 23 czerwca).

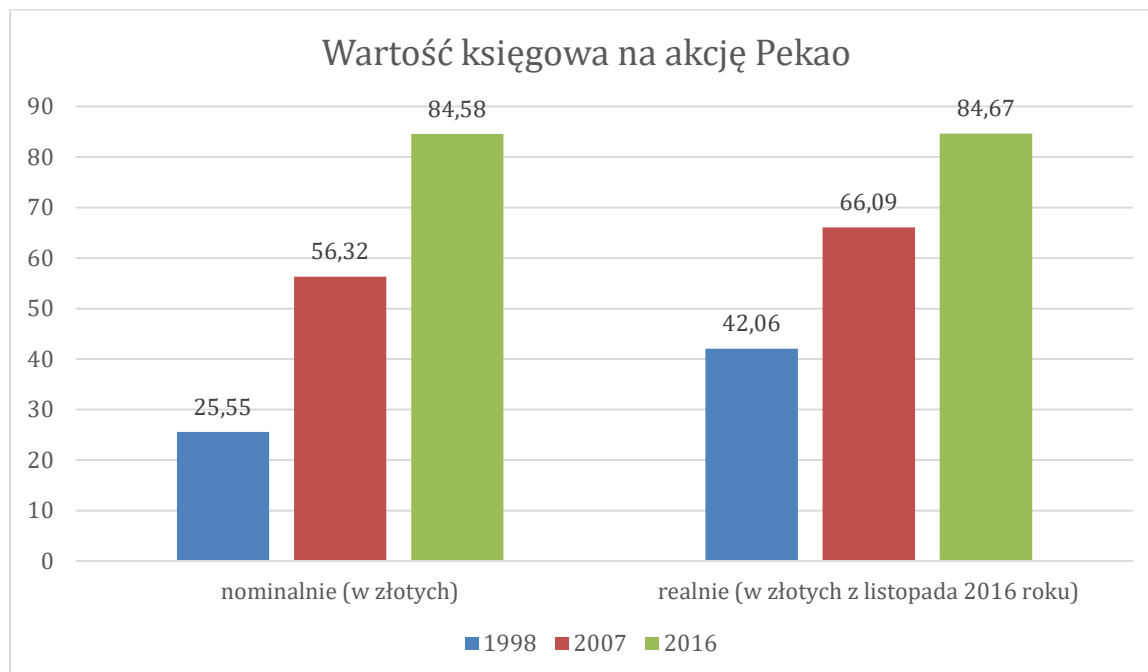
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Pekao	11,6%	15,7%	27,8%	22,7%	19,9%	32,2%	33,0%	35,0%	3,6%
WIG-banki	20,6%	-4,1%	8,9%	17,8%	8,8%	35,2%	32,0%	51,4%	12,2%
WIG	8,1%	-1,3%	-22,0%	3,2%	44,9%	27,9%	33,7%	41,6%	10,4%
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Pekao	-41,7%	28,1%	12,6%	-17,8%	23,1%	12,9%	5,0%	-15,0%	-8,6%
WIG-banki	-44,8%	33,7%	17,9%	-21,7%	22,6%	20,5%	-0,7%	-23,5%	2,3%
WIG	-51,1%	46,9%	18,8%	-20,8%	26,2%	8,1%	0,3%	-9,6%	10,0%

Opracowanie własne na podstawie „Roczników Giełdowych”.

Średnia roczna stopa zwrotu (w ujęciu nominalnym) z akcji Pekao w badanym okresie wyniosła 9,2 procent, z WIG-banki osiągnęła 8 procent, a z WIG była równa 6,6 procent. A zatem akcje Pekao były lepszą inwestycją od dwóch indeksów wybranych do porównania. Jednak taka stopa zwrotu była nieosiągalna dla UniCredit, który kupował akcje Pekao nie po 48,40 zł., lecz po 56 złotych. Ponieważ na koniec 1999 roku kurs akcji Pekao wynosił 54 złote, to stopa zwrotu dla UniCredit była w tamtym okresie ujemna i równała się -3,6 procent. Po uwzględnieniu tego faktu średnia stopa zwrotu dla UniCredit wyniosła 8,3 procent – niewiele powyżej średniej dla branży. Taka jest jednak stopa zwrotu dla pierwotnej inwestycji dokonanej w 1999 roku. Gdyby obliczyć średnią stopę zwrotu od początku 2008 roku, czyli po włączeniu części oddziałów BPH, co zbiegło się zarazem z wybuchem kryzysu finansowego, to okazałoby się, że jest ona ujemna i równa -2,7 procent (taka sama jak z indeksu WIG-banki w tym okresie).

Warto zwrócić jeszcze uwagę na wskaźnik P/BV – wskaźnik ten mówi nam, ile inwestor płaci za jedną złotówkę aktywów netto (odpowiadających wartości kapitałowi własnemu). Kiedy w 1999 roku Skarb Państwa sprzedawał większość swoich udziałów w Pekao, to przy cenie 56 złotych, jaką płać za jedną akcję UniCredit, P/BV wynosił 2,2. W 2006 roku, czyli na rok przed włączeniem części oddziałów BPH, P/BV dla Pekao był równy 4,5. Teraz konsorcjum PZU i PFR nabywa akcje Pekao po cenie, której odpowiada P/BV na poziomie 1,5. Jednocześnie wskaźnik BVPS (wartość księgową

na akcję) od 1998 roku wzrósł ponad trzykrotnie w ujęciu nominalnym i niemal dokładnie dwukrotnie w ujęciu realnym.



Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych Pekao, „Roczników Giełdowych” i danych Głównego Urzędu Statystycznego na temat inflacji.

A gdyby tak „odłączyć” BPH?

Możemy dla przykładu obliczyć wartość dywidend przypadających na pierwotny wkład UniCredit wynikający z nabycia akcji w 1999 roku i dokapitalizowania banku w 2000 roku. Wiemy przecież, jaka część akcji wynika z inwestycji dokonanych w 1999 i 2000 roku, a jaka z włączenia BPH – 57,7 procent akcji (88 121 725 z 155 433 755 akcji) posiadanych przez UniCredit po włączeniu BPH stało się jego własnością wcześniej, tj. w wyniku prywatyzacji i późniejszego dokapitalizowania banku. Możemy zatem (zakładając brak jakichkolwiek efektów synergii) przemnożyć wszystkie dywidendy wypłacone od 2008 roku przez 57,7 procent – łączna wartość dywidend przypadających na pierwotną inwestycję UniCredit to nominalnie 8 miliardów złotych (albo 8,9 miliarda złotych po uwzględnieniu inflacji). To samo możemy uczynić z kwotą uzyskaną przez UniCredit ze sprzedaży akcji – wartość sprzedanych akcji przypadających na pierwotną inwestycję to 11,3 miliarda złotych (nominalnie i realnie). A zatem w ujęciu nominalnym z pierwotnej inwestycji w łącznej kwocie 4,8 miliarda złotych UniCredit uzyskał 19,3 miliarda złotych, czyli aż czterokrotność pierwotnego wkładu. Jeśli jednak uwzględnimy inflację, to otrzymamy kwotę 2,7 razy większą od pierwotnego wkładu.

Podobne ćwiczenie możemy przeprowadzić do obliczenia przepływów pieniężnych przypadających tylko na akcje nabyte przez UniCredit od Skarbu Państwa w 1999 roku. Dywidendy otrzymane przez UniCredit w latach 2002–2007 musieliśmy wówczas przemnożyć przez 82,6 procent (72 800 700 z 88 121 725 akcji), a dywidendy z lat 2008–2016, podobnie jak kwoty uzyskane ze sprzedaży przez UniCredit kolejnych pakietów akcji, przez 46,8 procent (72 800 700 z 155 433 755 akcji). Nabyte od Skarbu Państwa akcje przyniosły UniCredit w ujęciu nominalnym łącznie 6,6 miliarda złotych w dywidendach (albo 7,4 miliarda złotych po uwzględnieniu inflacji) i 9,3 miliarda złotych (nominalnie i realnie) w wyniku ich sprzedania.

Podsumowanie

Kiedy wydzielimy z całości przepływów otrzymanych przez UniCredit przepływy przypadające na inwestycje dokonane w 1999 i 2000 roku, zauważymy, że sama prywatyzacja była dla włoskiej spółki dość korzystna. Nie oznacza to jednak, że Skarb Państwa sprzedał Pekao za drobne. UniCredit płacił za jedną akcję o ponad 15 procent więcej od obowiązującej wówczas ceny rynkowej. Wysokie stopy zwrotu, jakie osiągnął, wynikały w dużej mierze z wykorzystania koniunktury panującej w sektorze bankowym przed kryzysem, którego pierwsze symptomy dały o sobie znać w 2007 roku – na pewno nie z wyjątkowo korzystnej ceny zaoferowanej przez Skarb Państwa, bo cena ta wcale nie była okazjna. Na prywatyzacji Pekao więcej od UniCredit mógł zarobić każdy długookresowy inwestor indywidualny, skuszony w czerwcu 1999 roku informacją o sprzedaży banku włoskiej spółce. Konsorcjum PZU i PFR kupuje teraz zupełnie inny bank od tego, którego większość udziałów Skarb Państwa sprzedał w 1999 roku. W wyniku dokapitalizowania w 2000 roku i włączenia 285 oddziałów BPH w 2007 roku, a także reinwestowania części zysków kapitał własny Pekao wzrósł przez ten czas w ujęciu realnym ponad 3,5-krotnie, a jego aktywa zwiększyły się o 85 procent. Konsorcjum PZU i PFR nie kupuje wcale drogo w porównaniu do kwoty, jaką Skarb Państwa otrzymał 17,5 roku temu. Analiza wskaźnika P/BV pokazuje, że za jedną złotówkę aktywów netto konsorcjum PZU i PFR płaci mniej, niż płaciło konsorcjum UniCredit i Allianz ponad 17 lat temu. Prawdziwym problemem nie jest więc z pewnością to, że przed laty sprzedano inwestorowi zagranicznemu za grosze polskie srebra rodowe, które teraz trzeba odkupić, bo nadarzyła się taka możliwość. Prawdziwym problemem jest to, że najbardziej prawdopodobnym rezultatem tego posunięcia będzie [upolitycznienie polskiego sektora bankowego](#) z wszystkimi tego negatywnymi konsekwencjami.



Forum Obywatelskiego Rozwoju

FOR zostało założone w 2007 roku przez prof. Leszka Balcerowicza, aby skutecznie chronić wolność oraz promować prawdę i zdrowy rozsądek w dyskursie publicznym. Naszym celem jest zmiana świadomości Polaków oraz obowiązującego i planowanego prawa w kierunku wolnościowym.

FOR realizuje swoje cele poprzez organizację debat oraz publikację raportów i analiz podejmujących ważne tematy społeczno-gospodarcze, a w szczególności: stan finansów publicznych, sytuację na rynku pracy, wolność gospodarczą, wymiar sprawiedliwości i tworzenie prawa. Z inicjatywy FOR w centrum Warszawy i w Internecie został uruchomiony licznik długu publicznego, który zwraca uwagę na problem rosnącego zadłużenia państwa. Działania FOR to także projekty z zakresu edukacji ekonomicznej oraz udział w kampaniach na rzecz zwiększania frekwencji wyborczej.

Wspieraj nas!

Zdrowy rozsądek oraz wolnościowy punkt widzenia nie obronią się same. Potrzebują zaplanowanego, wyężonego, skutecznego wysiłku oraz Twojego wsparcia.

Jeśli jest Ci bliski porządek społeczny szanujący wolność i obawiasz się nierozsądnych decyzji polityków udających na Twój koszt Świętych Mikołajów, wesprzyj finansowo nasze działania.

Wyślij przelew na konto FOR (w PLN): 68 1090 1883 0000 0001 0689 0629

W sprawie darowizn, możesz się skontaktować:

Patrycja Satora, dyrektor ds. rozwoju FOR

Tel. 500 494 173

patrycja.satora@for.org.pl

Już dziś pomóż nam chronić wolność - obdarz nas swoim wsparciem i zaufaniem.

Wyślij przelew na konto FOR (w PLN): 68 1090 1883 0000 0001 0689 0629

KONTAKT DO AUTORA



Marcin Zieliński

ekonomista

e-mail: marcin.zielinski@mises.pl

Kontakt dla mediów:

Natalia Wykrota

dyrektor ds. komunikacji

e-mail: natalia.wykrota@for.org.pl

Fundacja Forum Obywatelskiego Rozwoju – FOR

ul. Ignacego Krasickiego 9A; 02-628 Warszawa

e-mail: info@for.org.pl; www.for.org.pl; tel. 22 628 85 11

[f](https://www.facebook.com/FundacjaFOR)/FundacjaFOR [t](https://twitter.com/FundacjaFOR)@FundacjaFOR