



GRUPA PZU

EUROPEAN

EMBEDDED VALUE

NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2011

14 MARCA 2012

EUROPEAN EMBEDDED VALUE NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2011

GRUPA PZU

1	Wprowadzenie.....	3
2	Metodologia i składniki EEV dla segmentu PZU Życie i PTE PZU	4
3	Założenia	9
4	Wyniki Embedded Value	13
5	Wartość nowej sprzedaży	19
6	Analiza wrażliwości	20
7	Implikowana stopa dyskonta (IDR) oraz tradycyjne embedded value	22
8	Oświadczenie Zarządów	23
9	Opinia Towers Watson	24

1 WPROWADZENIE

1.1 DEFINICJA EMBEDDED VALUE

Embedded value jest metodą wyceny, która odnosi się do wartości przyszłych zysków akcjonariuszy, które powstaną na obecnie istniejącym portfelu umów ubezpieczeniowych. W metodzie tej uwzględnia się ryzyko wynikające z niepewności co do czasu i wysokości oczekiwanych przyszłych zysków. Sprawozdawczość związana z *embedded value* obejmuje również analizę zmian wartości w trakcie danego okresu sprawozdawczego (dalej zwaną analizą zmian *embedded value*), włączając w to wpływ sprzedaży nowych polis w trakcie danego okresu sprawozdawczego.

1.2 ZASADY EEV

Wartość *embedded value* dla Grupy PZU została wyznaczona zgodnie z Zasadami EEV opublikowanymi w maju 2004 roku oraz październiku 2005 roku przez *CFO Forum*, reprezentujące dyrektorów finansowych głównych europejskich grup ubezpieczeniowych. Towers Watson, jako niezależny doradca aktuarialny Grupy PZU dokonał przeglądu pewnych aspektów obliczeń dotyczących EEV dla Grupy PZU. Opinia Towers Watson jest zawarta w rozdziale 9.

Obliczenia EEV dokonywane są przy zastosowaniu metodologii wyceny zgodnej z wyceną rynkową (*market-consistent*), w której to aktywa, zobowiązania oraz przyszłe przepływy środków pieniężnych są wyceniane w oparciu o te same zasady oraz zgodnie z cenami rynkowymi instrumentów finansowych o podobnym charakterze. Podejście to ma na celu zapewnienie, że ryzyko związane z przepływami środków pieniężnych jest kalibrowane do ceny rynkowej ryzyka zawartego w instrumentach finansowych, których wartość jest notowana na rynku.

1.3 SEGMENT UJĘTY W WYCENIE

Dla celów prezentacji wyników EEV wprowadzono rozróżnienie na „Segment ujęty w wycenie” (*covered business*) – do określenia wartości którego zastosowano metodykę EEV – oraz „segment nieobjęty wyceną”, który został przedstawiony jako nieskorygowana wartość aktywów netto na bazie MSSF. EEV dla segmentu ujętego w wycenie zawiera wartość EEV dla spółek PZU Życie i PTE PZU.

Grupa PZU definiuje segment ujęty w wycenie jako umowy zawarte przez dwa podmioty: Powszechny Zakład Ubezpieczeń na Życie S.A. („PZU Życie”) oraz Powszechne Towarzystwo Emerytalne PZU S.A. („PTE PZU”). Segment ujęty w wycenie zawiera następujące kategorie produktów: grupowe ubezpieczenia o charakterze wieloletnim, grupowe ubezpieczenia roczne odnawialne, ubezpieczenia indywidualnej kontynuacji ubezpieczeń grupowych (ubezpieczenia kontynuowane), tradycyjne ubezpieczenia na życie z udziałem w zysku, ubezpieczenia typu unit-linked, tzw. depozyty bancassurance oraz produkty emerytalne II filara. Definicja segmentu ujętego w wycenie EEV wprowadza klasyfikację umów odrębną od tej stosowanej w sprawozdawczości na bazie MSSF – szczególnie w odniesieniu do umów klasyfikowanych dla potrzeb MSSF jako umowy inwestycyjne. W MSSF umowy inwestycyjne są wyłączone z segmentu PZU Życie, zaś segment PTE PZU według MSSF jest konsolidowany i klasyfikowany wraz z segmentem zarządzania aktywami. Jednakże dla celów EEV umowy te są uwzględnione wspólnie jako segment spółek PZU Życie i PTE PZU.

Segment Grupy PZU nieobjęty wyceną dotyczy ubezpieczeń majątkowych i pozostałych osobowych (Działu II) oferowane przez Powszechny Zakład Ubezpieczeń S.A. (PZU SA), ubezpieczeń na życie sprzedawanych przez stosunkowo niewielkie spółki zależne PZU na Ukrainie i Litwie, usług związanych z zarządzaniem aktywami oraz wszelkich pozostałych usług.

2 METODOLOGIA I SKŁADNIKI EEV DLA SEGMENTU PZU ŻYCIE I PTE PZU

EEV dla segmentu PZU Życie oraz PTE PZU składa się z skorygowanych aktywów netto (*shareholders' adjusted net worth – SNW*) oraz wartości obecnego portfela dla segmentu PZU Życie oraz PTE PZU (*value of in-force – VIF*).

2.1 SKORYGOWANE AKTYWA NETTO

Skorygowane aktywa netto są zdefiniowane jako wartość rynkowa (*market value*) aktywów przypisanych do segmentu ujętego w wycenie, która nie jest wymagana do pokrycia statutowych zobowiązań na dzień wyceny. Skorygowane aktywa netto są obliczane przez Grupę na podstawie kapitałów własnych według polskich standardów rachunkowości (PSR), z zastosowaniem odpowiednich korekt. Korekty te służą przede wszystkim wyeliminowaniu wartości niematerialnych i prawnych oraz dostosowaniu wartości aktywów i zobowiązań do wartości rynkowej.

Uzgodnienie skorygowanych aktywów netto do kapitałów własnych według MSSF zostało przedstawione w rozdziale 4.5.

Skorygowane aktywa netto można podzielić na kapitał wymagany (*required capital – RC*) oraz wolny kapitał (wolne środki, *free surplus – FS*). Wymagany kapitał stanowi wartość rynkową aktywów przypisanych segmentowi ujętemu w wycenie ponad wartość wymaganą do pokrycia zobowiązań statutowych, przy czym możliwość wypłaty tych środków przez akcjonariuszy jest ograniczona. Kapitał ten co do zasady służy zapewnieniu możliwości funkcjonowania zakładu ubezpieczeń i zgodnie z prawem nie może być niższy niż ustawowy wymóg kapitałowy Solvency I. W przypadku PZU Życie wymagany kapitał zastosowany przy wycenie *embedded value* na koniec roku 2011 (podobnie jak w roku 2010) ustalono na poziomie 250% wymogu kapitałowego Solvency I. Dla PTE PZU w EEV 2011 skorzystano z formuły zaproponowanej przez nadzór w styczniu 2012 ustalającej poziom wymaganego kapitału odpowiadający wartości 1,25% aktywów zarządzanych przez PTE PZU na koniec roku 2011 (z uwzględnieniem kapitałów w funduszu gwarancyjnym). W EEV 2010 PTE PZU korzystało z formuły wypracowanej przez agencję ratingową.

Wolny kapitał stanowi wartość rynkową nadwyżki aktywów, która jest przyporządkowana segmentowi ujętemu w wycenie, lecz nie jest użyta do pokrycia rezerw bądź wymaganego kapitału dla tego segmentu.

2.2 WARTOŚĆ OBECNEGO PORTFELA SEGMENTU UJĘTEGO W WYCENIE

Obecny portfel segmentu ujętego w wycenie obejmuje polisy zawarte przed i pozostające w portfelu na dzień wyceny i nie obejmuje przyszłych nowych umów (porównaj rozdział 2.3.4).

W wycenie aktuarialnej przyszłe zyski (*distributable earnings*) rozpoznawane są w momencie, w którym mogą zostać podzielone pomiędzy akcjonariuszy. Tego typu wyceny przeprowadzane są zgodnie z regulacjami prawnymi rynku danego kraju, dotyczącymi zapewnienia wypłacalności zakładu ubezpieczeń. Przyszłe zyski, które będą mogły być przekazane akcjonariuszom, są uzależnione od faktycznej realizacji czynników takich jak: zwrot z inwestycji, rezygnacje, śmiertelność, koszty administracyjne, wysokość opodatkowania, jak również działania zarządcze oraz zachowanie ubezpieczonych. Wypłaty zysków w przyszłych latach, powstałych na bazie obecnego portfela umów i z uwzględnieniem zmian w poziomie wymaganego kapitału, są prognozowane w oparciu o odpowiedni zestaw założeń dotyczący przyszłego rozwoju portfela. Wartość obecnego portfela (*value of in-force – VIF*) ujętego w wycenie jest determinowana przez przebieg wygasania obecnego portfela ubezpieczeń.

Wartość obecnego portfela (VIF) składa się z:

- Wartości bieżącej przyszłych zysków (*present value of future profits – PVFP*);

- Wartości opcji i gwarancji (*time value of options and guarantees* – TVOG);
- Kosztu kapitału (*frictional cost of required capital* – FCRC); oraz
- Kosztu ryzyk niefinansowych (*cost of non-hedgeable risks* – CNHR).

Poniżej zaprezentowano sposób, w jaki obliczono poszczególne elementy.

2.2.1 PVFP – WARTOŚĆ BIEŻĄCA PRZYSZŁYCH ZYSKÓW

Przez PVFP należy rozumieć wartość bieżącą przyszłych zysków, które mogą być podzielone między akcjonariuszy.

Teoria wyceny zgodnej z wyceną rynkową (*market-consistent*) wymaga, aby każdy z przepływów środków pieniężnych został wyceniony osobno zgodnie z jego konkretnym profilem ryzyka tak, aby utrzymać zgodność rynkowych cen przepływów o podobnych profilach ryzyka z cenami instrumentów zawierających ryzyko, jakie występują w płynnym obrocie na rynkach finansowych. By zmniejszyć złożoność tego podejścia stosuje się metody oparte na teorii ekonomii – jedną z najczęściej wykorzystywanych jest tzw. metoda *certainty-equivalent*. W teorii, każda klasa aktywów o różnych profilach ryzyka (obligacje, akcje, nieruchomości) ze względu na różne oczekiwane stopy zwrotów powinna być dyskontowana oddzielną stopą dyskontową, tak aby otrzymać ich właściwe dzisiejsze ceny. Podejście takie komplikuje wycenę w znacznym stopniu, dlatego też w podejściu *certainty-equivalent* zakłada się, że wszystkie klasy aktywów posiadają ten sam profil ryzyka (jak również te same oczekiwane stopy zwrotów), przez co przepływy pieniężne mogą być dyskontowane jedną stopą dyskontową – stopą referencyjną. Z metody *certainty-equivalent* korzysta się często podczas wyceny instrumentów finansowych.

Przyszłe zyski są przewidywane przy zastosowaniu racjonalnych oczekiwań (*best estimate*) wyrażonych jako zestaw założeń operacyjnych oraz założeń ekonomicznych spójnych z wyceną instrumentów finansowych. PVFP jest obliczane przy użyciu podejścia *certainty-equivalent*, zgodnie z którym ta sama stopa jest stosowana zarówno do projekcji przychodów kapitałowych, jak również jako stopa dyskonta. Zapewnia to, że wartość aktywów w projekcji jest zgodna z obserwowanymi cenami rynkowymi tych aktywów. PVFP zawiera niezrealizowane zyski lub straty kapitałowe na aktywach stanowiących pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych na dzień wyceny.

2.2.2 TVOG – WARTOŚĆ OPCJI I GWARANCJI

Obliczenia PVFP oparte są na pojedynczym, deterministycznym scenariuszu ekonomicznym. Taki pojedynczy scenariusz niekoniecznie ukazuje jednak pełen wpływ z tytułu istnienia opcji oraz gwarancji finansowych w umowach ubezpieczeniowych. Mogą się one bowiem przyczyniać do powstania asymetrycznych przychodów z punktu widzenia akcjonariuszy, gdyż negatywny wpływ w niekorzystnym scenariuszu może przeważać nad pozytywnym wpływem korzystnych scenariuszy. Pomimo tego, że wewnętrzna wartość (*intrinsic value*) tego typu opcji oraz gwarancji finansowych jest już bezpośrednio uwzględniona w PVFP poprzez zyski przewidywane na podstawie deterministycznego scenariusza bazowego, potrzebne są bardziej zaawansowane techniki do uchwycenia tak zwanej wartości czasowej (*time value*), powstającej z asymetrycznego wpływu przyszłej stopy zwrotu z inwestycji.

Do oceny wpływu wielu alternatywnych przyszłych scenariuszy używane są techniki modelowania stochastycznego. Różnica pomiędzy wartością wewnętrzną (obliczoną za pomocą podejścia *certainty-equivalent*) oraz średnią wartością wszystkich scenariuszy stochastycznych stanowi wartość czasową opcji i gwarancji finansowych (*time value of options and guarantees*).

Stochastyczne modelowanie opcji i gwarancji finansowych obejmuje zwykle dokonywanie projekcji możliwych przyszłych przepływów finansowych zgodnie z scenariuszami ekonomicznymi, wygenerowanymi w oparciu o dane rynkowe. Grupa PZU użyła 1000 scenariuszy ekonomicznych skalibrowanych do odpowiednich danych rynkowych. Metoda wyceny zgodnej z wyceną rynkową wymaga, by scenariusze ekonomiczne generowane były na podstawie cen rynkowych obserwowanych instrumentów finansowych, tj. obligacji, opcji na akcje oraz swapcji (*swaptions*).

Asymetria, w wyniku której negatywny wpływ niekorzystnych scenariuszy przeważający nad pozytywnym wpływem korzystnych scenariuszy, może mieć miejsce w dwóch przypadkach: mianowicie dla ubezpieczeń tradycyjnych z gwarantowaną stopą zwrotu oraz w umowach emerytalnych II filara (powszechne towarzystwa emerytalne). W PTE PZU asymetrie powstają z powodu istnienia minimalnej gwarantowanej stopy zwrotu oraz w wyniku administracyjno-prawnych ograniczeń nałożonych na opłaty za zarządzanie.

2.2.3 KOSZT KAPITAŁU (FCRC)

FCRC (*frictional cost of required capital*) – koszt kapitału – stanowi dodatkowy koszt dla akcjonariuszy, związany z utrzymywaniem aktywów stanowiących pokrycie wymaganego kapitału w zakładzie ubezpieczeń. Koszt kapitału stanowią koszty opodatkowania oraz wszelkie dodatkowe koszty inwestycyjne poniesione z tytułu aktywów na pokrycie wymaganego kapitału. Koszt kapitału jest ponoszony do momentu, w którym wymagany kapitał będzie mógł zostać wypłacony akcjonariuszom. Przepływy pieniężne związane z obliczeniem kosztów kapitału dyskontowane są za pomocą stopy referencyjnej.

2.2.4 CNHR - KOSZT RYZYK NIEFINANSOWYCH

Zasady EEV wymagają „dostatecznego uwzględnienia” ryzyka w segmencie ujętym w wycenie. Takie dostateczne uwzględnienie ryzyka mogło nie nastąpić w składnikach PVFP, TVOG lub FCRC. CNHR uwzględnia niepewność w oszacowaniu przepływów pieniężnych, związaną z ryzykami niefinansowymi (lub dokładniej ryzykami, które nie mogą być zabezpieczone przez instrumenty finansowe, *non-hedgeable risks*), m.in. śmiertelność, rezygnacje, niepewność co do poziomu kosztów, w pewnym stopniu ryzyko systemowe związane z funduszami emerytalnymi, oraz ryzyko operacyjne. CNHR zawiera także koszt ryzyk, jakie powstają w wyniku kalibracji stóp referencyjnych do krzywej dochodowości obligacji Skarbu Państwa, w szczególności uwzględniając brak dostatecznej płynności rynku.

Grupa PZU dokonała obliczeń kosztu ryzyk niefinansowych CNHR stosując tzw. metodę kosztu kapitału w odniesieniu do kapitału na pokrycie ryzyk niefinansowych segmentu ujętego w wycenie. Roczny koszt ryzyk niefinansowych jest definiowany jako opłata obliczana od kapitału wymaganego na pokrycie ryzyk niefinansowych (kapitał NHR) dla segmentu ujętego w wycenie. Opłata, ponoszona corocznie, jest opisana w rozdziale 3.1.3.

Kapitał wymagany na pokrycie ryzyk niefinansowych (kapitał NHR) został wyznaczony zgodnie z wartością ekspozycji na ryzyko (Value-at-Risk) na poziomie ufności 99,5% w okresie jednego roku. Ryzyka niefinansowe, które były brane pod uwagę przez Grupę PZU, obejmują: śmiertelność, rezygnacje, koszty, ryzyko operacyjne, w pewnym stopniu ryzyko systemowe związane z funduszami emerytalnymi oraz ekstrapolację krzywej dochodowości.

Wyznaczenie kapitału NHR uwzględnia także jego redukcję w wyniku dywersyfikacji pomiędzy różnymi ryzykami niefinansowymi. Nie uwzględniono jednak efektu dywersyfikacji pomiędzy ryzykami finansowymi oraz niefinansowymi.

Kapitał NHR jest prognozowany przez cały okres projekcji z uwzględnieniem odpowiednich czynników ryzyka. Koszt ryzyk niefinansowych CNHR obliczany jest jako wartość bieżąca prognozowanego rocznego kosztu kapitału NHR, po zdyskontowaniu stopą referencyjną.

2.3 DODATKOWE KWESTIE DOTYCZĄCE METODOLOGII EEV DLA SEGMENTU PZU ŻYCIE ORAZ PTE PZU

2.3.1 KRÓTKI OPIS WYBRANYCH PRODUKTÓW PZU ŻYCIE I PTE PZU

Poniżej pokrótce omówione zostały kluczowe kwestie dotyczące wybranych produktów Grupy PZU ze względu na ich szczególny charakter.

Wiodącym produktem PZU Życie jest produkt grupowy P. Produkt ten ma pewne unikalne cechy w porównaniu do typowych produktów w ubezpieczeniach na życie. Produkt zapewnia ubezpieczenie życia pracowników oraz członków ich rodzin, stosując przy tym taką samą składkę taryfową w ramach jednej umowy. W momencie zmiany zatrudnienia lub rezygnacji z ubezpieczenia grupowego ubezpieczony ma prawo do kontynuowania ubezpieczenia indywidualnie (opcja indywidualnej kontynuacji).

Ubezpieczenie kontynuowane (indywidualna kontynuacja) ma charakter długoterminowy i obejmuje ubezpieczenie na życie osób (wraz z członkami ich rodzin), które posiadały poprzednio ubezpieczenie grupowe P lub wcześniejszą jego wersję, znaną jako typ D, i które wykorzystały opcję indywidualnej kontynuacji przy opuszczeniu ubezpieczonej grupy. Metoda wyceny dla portfela kontynuowanego reprezentuje to samo podejście, jakie jest stosowane w typowych produktach indywidualnych.

Produkty unit-linked obejmują ubezpieczenia sprzedawane zarówno w formie indywidualnej, jak i grupowej.

Grupa PZU oferuje również krótkoterminowe produkty inwestycyjne, na które składają się głównie ubezpieczenia na życie i dożycie na okres jednego roku – tzw. depozyty *bancassurance*.

2.3.2 PROGNOZOWANIE PRACOWNICZYCH UBEZPIECZEŃ GRUPOWYCH

Na pracownicze ubezpieczenia grupowe składają się dwa rodzaje produktów: produkt roczny odnawialny oraz produkt o charakterze wieloletnim z corocznym prawem do rezygnacji (produkt grupowy wieloletni). W prognozie oczekiwanych przyszłych przepływów pieniężnych oba typy produktów były modelowane oddzielnie.

Prognozy przepływów środków pieniężnych dla produktu rocznego odnawialnego dokonywane są dla zagregowanego portfela w całości. Oczekiwane przyszłe przepływy pieniężne dla produktu rocznego odnawialnego są prognozowane przez osiem lat od daty wyceny. Okres prognozy odzwierciedla oczekiwania zarządzających portfelem, co do zapadalności oraz stabilności tej części portfela grupowego. Zakładane stopy rezygnacji odzwierciedlają efekt netto opuszczania istniejących grup przez pojedyncze osoby ubezpieczone jak i przystępowania do tych grup nowych członków. Oczekuje się, że część ubezpieczonych będzie kontynuować ubezpieczenie na bazie indywidualnej. Stopa indywidualnej kontynuacji określa proporcję osób ubezpieczonych, które corocznie odchodzą z istniejących polis grupowych i korzystają z opcji indywidualnej kontynuacji. Prognozowane zyski z produktu rocznego odnawialnego zawierają również oczekiwane zyski z przyszłej fazy kontynuacyjnej, zgodnie z prognozami o skali przyszłego wykorzystania opcji kontynuacji. Projekcja przyszłej nowej kontynuacji jest zgodna z założeniami stosowanymi do wyceny istniejącego portfela kontynuowanego. Pod koniec ośmioletniego okresu projekcji, wszystkie polisy grupowe produktu rocznego odnawialnego uznawane są za wygasłe. Oczekiwane przepływy pieniężne w fazie kontynuacji prognozowane są dalej do wygaśnięcia portfela. Stopy rezygnacji w ubezpieczeniach dodatkowych do produktu grupowego są zgodne z założeniami dla produktu rocznego odnawialnego.

Prognozowane przepływy pieniężne dla grupowego produktu o charakterze wieloletnim bazują na profilu portfela ubezpieczonych pochodzącym z analiz statystycznych grup. Prognozy przepływów pieniężnych uwzględniają wiek i płeć głównych ubezpieczonych oraz współubezpieczonych opracowanych na podstawie ww. analiz. Ponadto, projekcja przepływów zakłada, że aktualna wysokość składki taryfowej pozostaje niezmienną aż do końca prognozy. Podejście to jest zgodne z wyliczeniem rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, w których suma ubezpieczenia oraz składka taryfowa traktowane są jako wielkości gwarantowane na wiele lat. Oczekuje się, że ubezpieczeni będą powiększać wysokość swoich składek oraz sumę ubezpieczenia według tej samej stopy indeksacji. Opcja indywidualnej kontynuacji jest w projekcji wykorzystana w momencie wejścia ubezpieczonego w wiek emerytalny, tj. 60 lat dla kobiet i 65 dla mężczyzn. Zakładany poziom rezygnacji odzwierciedla efekt netto opuszczania istniejących grup przez pojedyncze osoby ubezpieczone jak i przystępowania do tych grup nowych członków. Prognoza produktu o charakterze wieloletnim zakłada, że średni wiek w grupie rośnie zgodnie z latami projekcji.

Podczas kalkulacji *embedded value* nie założono potencjalnych przyszłych przejść z umów o charakterze wieloletnim na umowy roczne odnawialne..

2.3.3 TRADYCYJNE PRODUKTY Z UDZIAŁEM W ZYSKU

Produkty z udziałem zysku zapewniają posiadaczom ubezpieczeń tradycyjnych (*endowments*) uzyskanie premii (*bonus*), która powiększa świadczenie ubezpieczeniowe. W ogólnych warunkach ubezpieczenia dla produktów tradycyjnych, PZU Życie zagwarantowało minimalny udziału w zysku na poziomie 85% różnicy pomiędzy uzyskaną stopą zwrotu z inwestycji a stopą techniczną.

Przyszłe premie dla produktów z udziałem w zysku prognozowane są zgodnie z obecnie przyznawanymi premiami oraz spodziewanymi przyszłymi przychodami z inwestycji prognozowanymi w modelu aktywów dedykowanym dla portfela produktów tradycyjnych.

Produkty tradycyjne z udziałem w zysku zawierają gwarancje stopy technicznej oraz gwarancje wartości wykupu. Zasady udziału w zysku w połączeniu z gwarancjami stopy technicznej skutkują asymetrią przychodów dla akcjonariuszy z powodu nierównowagi między korzystnymi i niekorzystnymi scenariuszami ekonomicznymi.

Na koniec okresu projekcji nie przewiduje się pozostania w portfelu aktywów (aktywów rezydualnych).

2.3.4 NOWA SPRZEDAŻ

Wartość nowej sprzedaży (*New Business Value* – NBV) jest wartością oczekiwanych przyszłych zysków uzyskanych z tytułu nowych umów zawartych w danym okresie sprawozdawczym.

Nowa sprzedaż dla produktów grupowych pracowniczych jest zdefiniowana wyłącznie jako nowo pozyskana grupa.

W odniesieniu do produktów sprzedawanych klientom indywidualnym, nowa sprzedaż definiowana jest jako nowe polisy zawarte w okresie sprawozdawczym. Uwzględnia się w tym nowe ubezpieczenia dodatkowe sprzedane klientom indywidualnym pozostającym w portfelu kontynuowanym (klienci, którzy byli poprzednio członkami programów grupowych i wykorzystali opcję kontynuacji).

Obecny portfel (VIF) obejmuje klientów indywidualnych, którzy wykorzystali opcję kontynuacji przy wyjściu z ubezpieczenia grupowego oraz klientów przystępujących do już istniejących programów grupowych. Podobnie nowe ubezpieczenia dodatkowe, sprzedawane członkom istniejących programów grupowych, nie są traktowane jako nowa sprzedaż, ale jako element naturalnych zmian w obrębie istniejącego portfela.

Na wartość nowej sprzedaży składa się: wartość portfela nowej sprzedaży na koniec okresu sprawozdawczego (*value of in-force* - VIF) obliczona przy zastosowaniu odpowiednich założeń oraz wynik finansowy na tych umowach osiągnięty w okresie sprawozdawczym – wraz ze wszystkimi kosztami związanymi z pozyskaniem tych umów. Dalsze szczegóły dotyczące odpowiednich założeń dostępne są w rozdziale 3.

2.3.5 NOWELIZACJA USTAWY O FUNDUSZACH EMERYTALNYCH W ODNIESIENIU DO WYSOKOŚCI SKŁADEK PRZEKAZYWANYCH DO OFE

W trakcie 2011r. dokonano szeregu zmian w przepisach prawnych określających funkcjonowanie otwartych funduszy emerytalnych (m.in. ustawa z dn. 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych). Wszystkie zmiany prawne dokonane w ubiegłym roku uwzględniono w obliczeniach EEV na koniec 2011 roku:

- Natychmiastowe zmniejszenie wysokości składki do otwartych funduszy emerytalnych z dotychczasowego poziomu 7,3% wynagrodzenia do poziomu 2,3% (rok 2011) oraz jego sukcesywny wzrost w kolejnych latach do poziomu 3,5% wynagrodzenia w 2017 roku,
- Zakaz akwizycji,

- Zmiana sposobu naliczania opłat dla Rzecznika Ubezpieczonych oraz KNF. Opłaty te naliczane są obecnie jako procent wartości aktywów w przeciwieństwie do stosowanych wcześniej opłat w procencie składki,
- Zwiększenie maksymalnego limitu zaangażowania aktywów otwartych funduszy emerytalnych w akcje przy utrzymaniu dotychczasowego mechanizmu gwarancji minimalnej stopy zwrotu określonej na podstawie średniej ważonej stóp zwrotów pozostałych uczestników rynku w ostatnich 3 latach.

Ponadto, w styczniu 2012 r. KNF zarekomendował zwiększenie poziomu wymagań kapitałowych dla PTE.

3 ZAŁOŻENIA

W tej części przedstawiony jest opis kluczowych założeń, z jakich korzystała Grupa PZU przy przygotowaniu wyników *embedded value*.

Założenia stosowane do wyceny nowej sprzedaży są zgodne z założeniami stosowanymi do wyceny obecnego portfela.

3.1 ZAŁOŻENIA EKONOMICZNE

Scenariusze ekonomiczne zostały skalibrowane do warunków rynkowych zaobserwowanych dla określonych dat wyceny.

3.1.1 STOPY REFERENCYJNE

Krzywa stóp referencyjnych została wyznaczona w oparciu o kwotowania rentowności polskich obligacji skarbowych (bez dokonywania korekt). Krzywa referencyjna oparta jest o rentowności obligacji, a nie o stawki transakcji swapowych. Podejście to zapewnia spójność ze strategią zarządzania ryzykiem Grupy PZU. Grupa PZU uznaje, że rynek polskich obligacji skarbowych jest bardziej płynny niż rynek transakcji swapowych. Krzywa dochodowości obligacji publikowana przez Agencję Reuters dostępna jest dla 30-letniego horyzontu czasowego wraz z notowaniem rentowności obligacji o krótszych okresach zapadalności. Dla okresów dłuższych niż 30 lat Grupa PZU stosuje ekstrapolację krzywej dochodowości obligacji przy zachowaniu stałych jednorocznych stóp forward.

Poniższa tabela prezentuje stopy referencyjne, które zostały wykorzystane podczas wyceny spółek PTE PZU oraz PZU Życie.

TABELA 3.1

PODSUMOWANIE STÓP REFERENCYJNYCH

STOPY PROCENTOWE SPOT (%)

Okres	31 Grudnia 2011	31 Grudnia 2010	31 Grudnia 2009
1	4,49	4,22	4,18
2	4,78	4,72	4,77
3	5,02	5,00	5,25
4	5,16	5,28	5,62
5	5,40	5,50	5,93

PODSUMOWANIE STÓP REFERENCYJNYCH

STOPY PROCENTOWE SPOT (%)

Okres	31 Grudnia 2011	31 Grudnia 2010	31 Grudnia 2009
6	5,61	5,65	6,06
7	5,76	5,81	6,16
8	5,87	5,96	6,23
9	5,95	6,10	6,29
10	6,01	6,21	6,33
20	6,15	6,15	6,35
30	6,23	6,09	6,21

3.1.2 KALIBRACJA SCENARIUSZY EKONOMICZNYCH STOSOWANYCH W WYCENIE TVOG

Za pomocą modeli stochastycznych Grupa PZU dokonuje projekcji 1000 różnych scenariuszy ekonomicznych, dzięki czemu możliwe jest zbadanie wpływu na EEV takich parametrów jak: zmiana nachylenia oraz poziomu krzywej dochodowości, ceny obligacji, ceny akcji oraz ceny instrumentów pochodnych – także dla przyszłych okresów. Jednocześnie za pomocą modeli dokonuje się projekcji cen wszystkich kluczowych klas aktywów takich jak: obligacje, akcje, gotówka itp.

Modele stochastyczne są kalibrowane do kwotowanej zmienności swapcji (*swaption implied volatility*) oraz zmienności akcji (*equity implied volatility*) dla określonych dat wyceny.

Scenariusze dotyczące stóp procentowych zostały wygenerowane w taki sposób, aby replikować implikowaną zmienność swapcji *at-the-money* dla PLN o 10-letnim terminie swap. Implikowana zmienność takich swapcji o o terminie zapadalności 10 lat wynosiła odpowiednio 22,2% i 17,8% dla EEV 2011 i EEV 2010.

Z powodu braku średnio- i długoterminowych notowań opcji na indeks WIG na polskim rynku oraz w związku z niewielkim wpływem założeń o zmienności cen akcji dla wyceny EEV dla Grupy PZU, model akcji został skalibrowany do średniej zmienności historycznej, jako przybliżenie założenia zgodnego z wyceną rynkową (*market consistent*). Założona zmienność cen akcji wynosiła 25,6% i 26,8% odpowiednio dla EEV 2011 i EEV 2010. Założenia dotyczące korelacji w modelu stochastycznym zostały ustalone zgodnie z jej poziomem zaobserwowanym historycznie oraz zgodnie z praktyką stosowaną w Polsce oraz Europie. Założono stałą korelację pomiędzy zmianą cen akcji oraz obligacji Skarbu Państwa na poziomie 40%.

3.1.3 KOSZT RYZYK NIEFINANSOWYCH

Kapitał na pokrycie ryzyk niefinansowych (kapitał NHR) jest wielkością wynikającą z wartości ekspozycji na ryzyko (Value-at-Risk), potrzebną w przypadku zaistnienia niekorzystnego nadzwyczajnego zdarzenia losowego dla określonej klasy ryzyka. Na podstawie danych historycznych, analiz trendu oraz opinii eksperckiej zidentyfikowano dla każdego z typów ryzyka zdarzenia nadzwyczajne, które powinny wystąpić przeciętnie raz na dwieście lat. Innymi słowy, wielkość kapitału na pokrycie ryzyk niefinansowych została określona w wysokości wartości ekspozycji na ryzyko dla określonego zdarzenia na poziomie istotności 99,5% w jednorocznym horyzoncie czasowym. Należy zauważyć, że wartość bieżąca przyszłych zysków (PVFP) wynika ze zdyskontowanych przepływów pieniężnych według ich wartości oczekiwanej. Natomiast kapitał na

pokrycie ryzyk niefinansowych (CNHR) odzwierciedla sytuację obejmującą te same źródła ryzyka, ale w obliczu zaistnienia nadzwyczajnych zdarzeń losowych.

Podczas kalkulacji kapitału na pokrycie ryzyk niefinansowych możliwa jest redukcja wyniku poprzez dywersyfikację ryzyka pomiędzy różne klasy ryzyk niefinansowych (*non-hedgeable risks*). Podczas wyceny nie uwzględniono efektu dywersyfikacji ryzyka pomiędzy ryzyko finansowe (*financial non-hedgeable risk*) oraz niefinansowe (*non-financial non-hedgeable risk*).

Koszt ryzyk niefinansowych wyliczany jest według stopy 4,5% rocznie (po podatku) od prognozowanej wielkości wymaganego kapitału na pokrycie ryzyk niefinansowych w każdym roku projekcji.

3.1.4 INFLACJA

Stopa inflacji ustalana jest na podstawie obserwacji wskaźnika cen towarów i usług (CPI), stopy wzrostu wynagrodzeń oraz na podstawie długoterminowych oczekiwań Grupy PZU, co do kształtowania się tej zmiennej makroekonomicznej. Założenie jest poddawane regularnej ocenie. Założona stopa inflacji CPI została ustalona na poziomie 2,6% oraz 2,5% rocznie w wycenie EEV odpowiednio dla lat 2011 oraz 2010. Założona stopa wzrostu kosztów odnawialnych w modelu projekcyjnym stanowiła 125% założenia o inflacji CPI.

3.2 ZAŁOŻENIA EKONOMICZNE ZASTOSOWANE W KONTEKŚCIE PRZYROSTÓW OPERACYJNYCH EEV (OPERATIONAL EARNINGS) ORAZ IMPLIKOWANA STOPA DYSKONTA

Dla obliczeń oczekiwanego zwrotu ponad stopę referencyjną, użyto oczekiwań zarządzających portfelem co do kształtowania się zwrotu z inwestycji w prognozowanym okresie.

Dla instrumentów finansowych o stałym oprocentowaniu założono oczekiwany zwrot z inwestycji odpowiadający jednorocznej stopie referencyjnej dla początku każdego z okresów raportowych. Dla akcji założono nominalną stopę zwrotu w wysokości odpowiednio 10,2% oraz 9,6% w wycenie EEV dla lat 2011 oraz 2010.

Implikowana stopa dyskonta (*implied discount rate* – IDR) jest stopą dyskonta, która po zastosowaniu w tradycyjnej wycenie EV tzn. z premią za ryzyko uwzględnioną w zwrocie z inwestycji (po odjęciu tradycyjnego kosztu wymaganego kapitału, ale bez uwzględnienia wartości opcji i gwarancji finansowych oraz kosztu ryzyk niefinansowych), daje taką samą wartość, jak EEV dla segmentu PZU Życie oraz PTE PZU, wyznaczone z uwzględnieniem wartości opcji i gwarancji finansowych, kosztu wymaganego kapitału (FCRC) oraz kosztu ryzyk niefinansowych.

Dla kalkulacji IDR oraz testów wrażliwości tradycyjnej wyceny EV sporządzonych na dzień 31 grudnia 2011 roku, założenia tradycyjnej wyceny EV dotyczące stóp zwrotów z instrumentów o stałym oprocentowaniu były zgodne z założeniami użytymi w EEV.

3.3 ZAŁOŻENIA OPERACYJNE

3.3.1 ZAŁOŻENIA DEMOGRAFICZNE (M.IN. REZYGNACJE I ŚMIERTELNOŚĆ)

Założenia te określają spodziewany przyszły rozwój śmiertelności, szkodowości, rezygnacji oraz stóp przejścia na ubezpieczenie kontynuowane. Założenia opierają się na zasadzie racjonalnych oczekiwań (*best estimate*) co do przyszłego kształtowania się wymienionych zjawisk, na aktualnym doświadczeniu Grupy PZU oraz, jeśli to możliwe, na aktualnych danych demograficznych.

W szczególności, założenia dotyczące śmiertelności dla segmentu PTE PZU, indywidualnych polis na życie oraz grupowych polis na życie o charakterze wieloletnim zostały oparte na polskich tablicach trwania życia („PTTŻ”) publikowanych przez Główny Urząd Statystyczny. Założenia dotyczące śmiertelności oraz świadczeń dla ubezpieczeń grupowych rocznych odnawialnych oparte zostały na

aktualnym doświadczeniu Grupy PZU dla tego portfela oraz na oczekiwaniach Grupy PZU co do dalszego rozwoju tego rodzaju ubezpieczeń zgodnie z obowiązującym biznes planem.

Dla ubezpieczeń grupowych założono stałą stopę rezygnacji, skorygowaną o efekt nowych osób ubezpieczonych przyłączających się do istniejących polis grupowych, zgodnie z doświadczeniem Grupy PZU. Dla portfela ubezpieczeń kontynuowanych założono stopy rezygnacji zależne od wieku zgodnie z wieloletnimi analizami. Dla pozostałych ubezpieczeń na życie oraz dla PTE PZU stopy rezygnacji są zależne od roku trwania umowy zgodnie z doświadczeniem Grupy PZU.

Stopa nowej indywidualnej kontynuacji w modelowaniu produktu rocznego odnawialnego została ustalona na podstawie obecnego doświadczenia.

3.3.2 ZAŁOŻENIA DOTYCZĄCE KOSZTÓW

W wycenie EEV uwzględniono wszystkie koszty przypisane do segmentów PZU Życie oraz PTE PZU. Dokonano podziału tych kosztów na koszty akwizycji, koszty obsługi (odnawialne) dla całości portfela oraz koszty o charakterze jednorazowym (*one-off expenses*). Przyszłe założenia dotyczące kosztów uwzględniają koszty utrzymania portfela, koszty zarządzania aktywami oraz koszty likwidacji szkód. Wydzielono pewne kategorie kosztów, które nie zostały uwzględnione w wycenie. Należą do nich opłaty obowiązkowe na rzecz instytucji rynku ubezpieczeniowego, koszty transakcyjne związane z inwestowaniem aktywów oraz wydatki o charakterze nadzwyczajnym związane z projektami w Grupie PZU i wynoszą poniżej 50 milionów PLN.

Przy wycenie nie wzięto pod uwagę przyszłych wzrostów produktywności (*productivity gains*). Koszty administracyjne zostały wyrażone w postaci kosztów jednostkowych na poziomie polis. W sporządzonych prognozach podlegały one wzrostowi z wykorzystaniem odpowiednich założeń inflacyjnych.

Koszty wykazane w sprawozdaniu PZU SA, a związane z działalnością PTE PZU oraz PZU Życie nie zostały ujęte w kalkulacji EEV dla segmentu ujętego w wycenie. Wysokość tych kosztów została uznana przez Grupę PZU za nieistotną z punktu widzenia wyceny EEV.

3.3.3 INDEKSACJA SKŁADKI I SUM UBEZPIECZENIA

W ubezpieczeniach grupowych suma ubezpieczenia oraz składka indeksowane są tym samym współczynnikiem, który zmienia się przez okres pierwszych trzech lat, a w późniejszym okresie pozostaje na stałym poziomie. Wysokość tego współczynnika wynika z oczekiwań Zarządu co do wysokości przyszłych składek i sum ubezpieczenia. Ponadto zakłada się, że jest on jednorodny w skali całego portfela ubezpieczeń grupowych.

Dla umów kontynuowanych założono, że przyszłe składki będą wzrastały zgodnie z aktualnym doświadczeniem dla portfela tych ubezpieczeń oraz na podstawie racjonalnych oczekiwań (*best estimate*), co do przyszłego rozwoju wielkości składki.

Dla produktów tradycyjnych z udziałem w zysku założono, że stopy indeksacji składki i sum ubezpieczenia są zgodne z zasadami podziału zysku.

Dla polis unit-linked w formie planów emerytalnych założono, że wielkość składki będzie rosła zgodnie z oczekiwanym długoterminowym wzrostem wynagrodzeń w Polsce. W projekcji pozostałych ubezpieczeń unit-linked zakłada się indeksację składki na poziomie analogicznym do obecnych doświadczeń.

Dla PTE PZU założono, że przyszłe składki będą wzrastały w zależności od wieku członków OFE PZU, a założenie to oparto o aktualne doświadczenie Grupy PZU w tym zakresie.

Wolumen obecnego portfela oraz nowej sprzedaży dla każdego z okresów raportowych został oszacowany na podstawie składek przekazywanych do PTE PZU przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych.

3.4 ZAŁOŻENIA PODATKOWE

Dla każdego roku projekcji przy kalkulacji wielkości zysku lub straty netto przyjęto stawkę podatku od osób prawnych – 19%.

4 WYNIKI EMBEDDED VALUE

4.1 EEV DLA GRUPY PZU

EEV dla Grupy PZU składa się z wartości EEV dla segmentu PZU Życie oraz PTE PZU (segment ujęty w wycenie), wyliczonej zgodnie z powyżej opisanymi założeniami, oraz z wartości pozostałych segmentów Grupy PZU (segment nieujęty w wycenie), oszacowanej na podstawie metod opisanych poniżej (EEV dla Grupy PZU). Poniższa tabela podsumowuje EEV dla Grupy PZU na dzień 31 grudnia 2011, 2010 oraz 2009.

TABELA 4.1

EEV DLA GRUPY PZU

(MLN PLN)

	2011	2010	2009
Segment ujęty w wycenie	18 803	19 329	20 351
Segment nieujęty w wycenie	6 642	6 059	3 556
EEV dla Grupy PZU	25 445	25 388	23 907

4.2 SEGMENT UJĘTY W WYCENIE – EEV DLA SEGMENTU PZU ŻYCIE I PTE PZU

Poniższa tabela przedstawia komponenty EEV dla segmentu PZU Życie oraz PTE PZU, podzielone według rodzaju działalności. Wartość EEV dla PZU Życie oraz PTE PZU zawiera korekty dokonane przy konsolidacji PTE PZU.

TABELA 4.2**EEV DLA SEGMENTU PZU ŻYCIE ORAZ PTE PZU****(MLN PLN)**

	PZU Życie			PTE PZU			Ogółem		
	2011	2010	2009	2011	2010	2009	2011	2010	2009
Wymagany kapitał (RC)	4 288	4 245	3 278	248	152	127	4 536	4 397	3 405
Wolny kapitał (FS)	1 402	1 998	3 898	-7	129	195	1 395	2 127	4 093
PVFP	12 463	12 116	12 581	2 470	2 866	2 577	14 933	14 982	15 158
TVOG	-27	-14	-8	-272	-76	-190	-299	-90	-198
FCRC	-415	-423	-374	-97	-44	-40	-511	-467	-414
CNHR	-979	-1 325	-1 449	-271	-295	-244	-1 251	-1 620	-1 692
Ogółem	16 732	16 596	17 926	2 071	2 733	2 425	18 803	19 329	20 351

Analiza Zmian EEV dla PZU Życie oraz PTE PZU jest ujęta w rozdziale 4.6.

Podział EEV dla segmentu PZU Życie oraz PTE PZU, zgodnie z rodzajem działalności, został przedstawiony poniżej.

TABELA 4.3**EEV DLA SEGMENTU PZU ŻYCIE ORAZ PTE PZU - W PODZIALE NA LINIE PRODUKTOWE****(MLN PLN)**

	2011	2010	2009
Ubezpieczenia grupowe oraz kontynuowane ⁽¹⁾	13 256	12 562	12 268
Produkty z udziałem w zysku, polisy unit-linked oraz depozyty ⁽¹⁾	2 074	2 037	1 760
Produkty emerytalne II filara ⁽¹⁾	2 078	2 603	2 230
Wolny kapitał (FS)	1 395	2 127	4 093
Ogółem	18 803	19 329	20 351

(1) W tym kapitał wymagany (RC) dla danego typu działalności.

4.3 SEGMENT NIEUJĘTY W WYCENIE - POZOSTAŁY PORTFEL

Pozostały portfel obejmuje ubezpieczenia osobowe i majątkowe, usługi zarządzania aktywami oraz inne spółki serwisowe Grupy PZU, jak również zakłady ubezpieczeń na życie na Ukrainie i na Litwie. Korekty konsolidacyjne pomiędzy PZU Życie oraz PTE PZU oraz pozostałym portfelem zawarte są w wycenie tego drugiego komponentu.

Portfel ten został uwzględniony według wartości aktywów netto na bazie sprawozdania finansowego sporządzonego zgodnie z MSSF (bez dokonywania korekt).

Korekty o udział akcjonariuszy mniejszościowych nie zostały dokonane za względu na ich nieznaczny udział.

4.4 ANALIZA ZMIAN EEV DLA GRUPY PZU

Przyrost EEV dla Grupy PZU jest sumą przyrostu EEV dla segmentu PZU Życie oraz PTE PZU (patrz rozdział 4.6) oraz wyniku finansowego według MSSF na pozostałym portfelu.

Tabela poniżej przedstawia analizę zmian EEV dla Grupy PZU w roku 2011.

TABELA 4.4

ANALIZA ZMIAN EEV DLA GRUPY PZU W ROKU 2011

(MLN PLN)

	Segmenty ujęte w wycenie		Pozostały portfel	EEV dla Grupy
	PZU Życie	PTE PZU		
EEV dla Grupy PZU na początek roku	16 596	2 733	6 059	25 388
Przyrost operacyjny EEV	2 105	220	805	3 131
Przyrost EEV niezwiązany z działalnością operacyjną	-81	-783	-57	-921
Całkowity przyrost EEV	2 023	-562	749	2 210
Inne zmiany w kapitale wg MSSF	0	0	93	93
Dywidenda	-1 888	-100	-258	-2 245
EEV dla Grupy PZU na koniec roku	16 732	2 071	6 642	25 445

4.5 UZGODNIENIE KAPITAŁÓW WŁASNYCH WEDŁUG MSSF DO SKORYGOWANEJ WARTOŚCI AKTYWÓW NETTO W EEV SEGMENTU PZU ŻYCIE ORAZ PTE PZU

Poniższa tabela przedstawia uzgodnienie kapitałów własnych według MSSF do skorygowanej wartości aktywów netto w EEV dla segmentu PZU Życie oraz PTE PZU.

TABELA 4.5**UZGODNIENIE WARTOŚCI AKTYWÓW NETTO****(MLN PLN)**

	2011	2010	2009
Kapitał własny wg MSSF	12 870	12 800	11 267
Kapitał własny dla pozostałego portfela	-6 642	-6 059	-3 556
Kapitał własny wg MSSF dla PZU Życie oraz PTE PZU	6 227	6 741	7 711
Różnice z tytułu wartości niematerialnych odroczonego kosztów akwizycji i odroczonego podatku	-89	-77	-74
Różnice w wycenie aktywów	75	155	185
Różnice w rezerwach technicznych pomiędzy MSSF oraz EEV dla PZU Życie oraz PTE PZU	-326	-341	-366
Inne	44	46	43
Aktywa netto (SNW) dla PZU Życie oraz PTE PZU	5 931	6 524	7 498

Różnice pomiędzy skorygowaną wartością aktywów netto w EEV dla segmentu PZU Życie oraz PTE PZU oraz kapitałów własnych według MSSF zawierają:

- Kapitał własny pozostałego portfela. Wartość aktywów netto w EEV dla PZU Życie i PTE PZU dotyczy jedynie tych dwóch spółek Grupy PZU. Dlatego też, jakiegokolwiek kapitały własne odnoszące się do innych rodzajów działalności (portfel pozostały), a także korekty konsolidacyjne podlegają odliczeniu.
- *Różnice z tytułu wartości niematerialnych i prawnych, odroczonego kosztów akwizycji oraz zobowiązań z tytułu podatku odroczonego.* Wartości niematerialne i prawne w PZU Życie oraz PTE PZU są wyłączone z wartości skorygowanych aktywów netto tych podmiotów.
- *Różnice w wycenie aktywów.* Grupa PZU dokonuje korekty wartości księgowej aktywów nieużywanych do pokrycia rezerw techniczno-ubezpieczeniowych o wartość niezrealizowanych zysków i strat na tych aktywach (po uwzględnieniu efektu podatkowego).
- *Różnice w rezerwach technicznych pomiędzy MSSF oraz EEV dla segmentu PZU Życie oraz PTE PZU.* Skorygowana wartość aktywów netto w EEV dla PZU Życie oraz PTE PZU bazuje na rezerwach technicznych według polskich standardów rachunkowości, dla wyznaczenia których stosuje się inne stopy dyskonta niż w rezerwach technicznych według MSSF.

4.6 ANALIZA ZMIAN EEV DLA PZU ŻYCIE ORAZ PTE PZU

Poniższe tabele przedstawiają Analizę zmian EEV dla segmentu PZU Życie oraz PTE PZU.

TABELA 4.6

ANALIZA ZMIAN EEV DLA SEGMENTU PZU ŻYCIE ORAZ PTE PZU W ROKU 2011

(MLN PLN)

	Wolny kapitał (FS)	Wymagany kapitał (RC)	VIF	EEV
EEV na początek roku	2 127	4 397	12 805	19 329
Wartość nowej sprzedaży	-398	314	213	129
Oczekiwany przyrost EV (stopa referencyjna)	458	-268	719	909
Oczekiwany przyrost EV (ponad stopę referencyjną)	90	-10	9	89
Przeniesienie z VIF do FS	1 336	0	-1 336	0
Odchylenia operacyjne	381	14	44	439
Zmiana założeń operacyjnych	0	0	734	734
Inne przyrosty operacyjne	0	0	26	26
Przyrost operacyjny EEV	1 867	49	409	2 325
Odchylenia inwestycyjne	-477	5	395	-77
Inne odchylenia nie-operacyjne	-135	85	-737	-787
Całkowity przyrost EEV	1 255	139	67	1 461
Dywidenda	-1 987	0	0	-1 987
EEV na koniec roku	1 395	4 536	12 872	18 803

Poszczególne pozycje analizy zmian EEV są wyjaśnione poniżej. Wartość nowej sprzedaży została omówiona oddzielnie w rozdziale 5.

4.6.1 OCZEKIWANY PRZYROST EV

Pozycja „Oczekiwany przyrost EV (stopa referencyjna)” zawiera usunięcie jednorocznego dyskonta (według stopy referencyjnej) z VIF obliczonego na początek roku oraz przyrost aktywów netto (suma FS i RC) o stopę referencyjną oraz uwolnienie wymaganego kapitału do wolnego kapitału. Należy zaznaczyć, iż stopa referencyjna nie jest założeniem o spodziewanym zwrocie z inwestycji. W związku z tym, oddzielna pozycja wskazuje faktycznie spodziewany zwrot z inwestycji ponad stopę referencyjną. Wysokość spodziewanego zwrotu z inwestycji jest opisana w rozdziale 3.2.

4.6.2 ODCHYLENIA OPERACYJNE

Odchylenia operacyjne przedstawiają zmianę EEV dla segmentu PZU Życie oraz PTE PZU, będące konsekwencją różnic pomiędzy zakładanym, a rzeczywistym doświadczeniem operacyjnym w okresie sprawozdawczym. Do tego zalicza się doświadczenie związane z kosztami, śmiertelnością oraz rezygnacjami. Główne czynniki powodujące odchylenia operacyjne w roku 2011 w wysokości 439 mln PLN wymieniono poniżej:

- Efekt konwersji polis grupowych wieloletnich na roczne - około 93 mln PLN
- Pozytywny efekt wynikający z dojeżdżających osób do istniejących grup oraz sprzedaży dodatkowych umów (ryzyk) w istniejących grupach (elementy te nie są wykazywane jako nowa sprzedaż) - około 120 mln PLN
- Pozytywny efekt na modelowanych kosztach - około 38 mln PLN
- Wyższy niż oczekiwany zysk roku bieżącego wynikający ze śmiertelności i rezygnacji – około 68 mln PLN
- Dodatnie efekty na portfelu PTE PZU - około 42 mln PLN.
- Pozostałe odchylenia, w tym dodatni wynik na przychodach i kosztach rachunku ogólnego – około 79 mln PLN

Proces konwersji polis grupowych jest kontynuacją procesu związanego z coraz większą konkurencją na polskim rynku oraz z postępującą redukcją marży. Grupa PZU reaguje na ten trend oferując ubezpieczonym w miejsce wcześniejszych umów, nowe umowy ze zmodyfikowanym bądź rozszerzonym zakresem ryzyka. W przypadku wcześniejszych umów wieloletnich zmianie ulega również okres ubezpieczenia. W trakcie 2011 roku konwersja na polisy roczne odnawialne przyniosła pozytywne odchylenie operacyjne w wysokości około 93 mln PLN. Efekt ten obejmuje rozwiązanie rezerw (ok. 307 mln PLN po podatku) oraz obniżenie wyceny portfela o około 214 mln PLN.

Pozytywny wpływ efektu kosztów w kwocie ok. 38 mln PLN pochodzi w dużym stopniu z efektów zmian strukturalno-organizacyjnych w Grupie PZU i związany jest z obniżeniem kosztów jednostkowych obsługi umów zaalokowanych bezpośrednio do produktów. We wcześniejszych EEV prognozowane korzyści z tych zmian nie były ujmowane.

W przypadku PTE PZU, odchylenia operacyjne w wysokości 42 mln PLN są zdominowane przez transfer opóźnionych składek z ZUS-u.

Wynik pozostałych odchyleń od prognozy, jak również różnice w pozostałych przychodach i kosztach technicznych oraz na rachunku ogólnym przyniosła dodatkowy pozytywny efekt 79 mln PLN.

4.6.3 ZMIANY ZAŁOŻEŃ OPERACYJNYCH

Zmiany założeń operacyjnych w kwocie 734 mln PLN wynikają przede wszystkim ze zmian założeń dotyczących przyszłego poziomu kosztów, a także ze zmian założeń dot. produktów grupowych i kontynuowanych. Wpływ poszczególnych zmian przedstawiono poniżej:

- Zmiana założeń dotyczących przyszłych kosztów w segmencie PZU Życie wynikająca ze spadku kosztów jednostkowych obsługi umów powoduje wzrost EEV o kwotę 210 mln PLN. W segmencie PTE, podobna zmiana wyniosła 29 mln PLN.
- Zmiany założeń o przyszłej śmiertelności, wypadkowości oraz trwałości poszczególnych umów daje pozytywny efekt 219 mln PLN.
- Aktualizacja kalibracji wyceny ryzyka niefinansowych i związanego z nimi kosztu spowodowała wzrost EEV o 275 mln PLN. Aktualizacja ta jest w głównej mierze wynikiem zmiany charakteru ubezpieczeń grupowych, a w szczególności skrócenia okresu prognozy przyszłych przepływów pieniężnych będących konsekwencją konwersji umów wieloletnich na roczne odnawialne.

4.6.4 ODCHYLENIA INWESTYCYJNE

Ta pozycja zawiera zarówno efekt odchylenia na zwrocie z inwestycji w roku 2011 od poziomu oczekiwanego w EEV na koniec roku 2010, jak i efekt zmian założeń o przyszłych stopach zwrotu.

4.6.5 INNE ODCHYLENIA NIE-OPERACYJNE

Inne odchylenia nie-operacyjne obejmują wpływ zmian stanu prawnego na segment PTE PZU, a mianowicie niekorzystny efekt zmiany ustawy o funduszach emerytalnych w kwietniu 2011. Zmiany te obejmowały w szczególności:

- obniżenie wolumenu składek przekazywanych do OFE
- wprowadzenie zakazu akwizycji
- zmiany limitów inwestycyjnych, w szczególności przy inwestycjach w akcje.

Ten ostatni element miał istotny wpływ na wzrost wartości opcji i gwarancji finansowych w PTE PZU.

Zmiana ustawy o funduszach emerytalnych zaowocowała obniżeniem EEV dla segmentu PTE PZU o kwotę ok. 787 mln PLN w roku 2011.

4.6.6 DYWIDENDA

Pozycja „Dywidenda” przedstawia transfery kapitałowe wewnątrz Grupy PZU. W szczególności, PZU Życie zapłaciło dywidendę na rzecz PZU SA w wysokości 1 987 mln PLN.

5 WARTOŚĆ NOWEJ SPRZEDAŻY

Poniższa tabela przedstawia wartość nowej sprzedaży (efekt po opodatkowaniu). Jest to jeden z kluczowych wskaźników stosowanych przez Grupę PZU w celu zmierzenia rentowności nowej sprzedaży produktów segmentu PZU Życie oraz PTE PZU.

TABELA 5.1
WARTOŚĆ NOWEJ SPRZEDAŻY
(MLN PLN)

	2011			2010		
	PZU Życie	PTE PZU	Ogółem	PZU Życie	PTE	Ogółem
Wartość nowej sprzedaży	138	-9	129	81	14	95
Składka uroczniona	244	108	352	191	140	331
Składka jednorazowa	2 965	746	3 710	2 444	856	3 300
Wartość bieżąca składek nowej sprzedaży	4 217	2 180	6 397	3 527	3 588	7 115
Mnożnik dla składki rocznej ⁽¹⁾	5,1	13,3	7,6	5,7	19,5	11,5
Marża na nową sprzedaż (do PVNBP)	3,3%	-0,4%	2,0%	2,3%	0,4%	1,3%
APE ⁽²⁾	541	183	723	435	226	661
Marża na nową sprzedaż (do APE)	25,5%	-4,7%	17,8%	18,5%	6,3%	14,3%
Wewnętrzna stopa zwrotu (IRR)	20,9%	8,0%	18,0%	16,7%	10,2%	14,9%

(1) Obliczone zgodnie z następującą formułą: (PVNBP - składka jednorazowa)/składka uroczniona.

(2) APE = roczna składka + 10% jednorazowej składki (wraz z depozytami)

Większość wartości nowej sprzedaży, zarówno w roku 2011 jak i 2010, to produkty grupowe oraz dodatki do ubezpieczeń kontynuowanych. W porównaniu z rokiem poprzednim zaobserwowano wzrost wartości nowej sprzedaży ubezpieczeń tradycyjnych oraz z funduszem inwestycyjnym. Marża na nową sprzedaż jest zaburzona efektami pochodzącymi z produktów *bancassurance* (depozyty), które mają niską rentowność, lecz wysoki udział w składce nowej sprzedaży. Jeżeli produkty *bancassurance* zostałyby wyłączone z analizy, całkowita marża nowej sprzedaży EEV dla segmentu PZU Życie oraz PTE PZU (liczona według PVNBP) wynosiłaby 3,8% w roku 2011 i 1,9% w roku 2010.

6 ANALIZA WRAŻLIWOŚCI

Kalkulacja *embedded value* opiera się na racjonalnym oszacowaniu (*best estimate*) parametrów projekcji, tj. stóp procentowych, zwrotów z inwestycji, śmiertelności, stóp rezygnacji oraz założeń dotyczących kosztów.

W tabeli poniżej zaprezentowano wyniki *embedded value* dla alternatywnych założeń wykorzystywanych do kalkulacji. Tabela pokazuje analizę wrażliwości EEV dla PTE PZU oraz PZU Życie oraz wartości nowej sprzedaży obliczonych na dzień 31 grudnia 2011.

Należy zwrócić uwagę, że wyniki poszczególnych testów wrażliwości nie są addytywne.

TABELA 6.1**ANALIZA WRAŻLIWOŚCI DLA PZU ŻYCIE I PTE PZU NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2011****(MLN PLN)**

	EEV dla segment PZU Życie oraz PTE PZU		Wartość nowej sprzedaży	
	Wartość	Zmiana	Wartość	Zmiana
Wartość bazowa	18 803		129	
Analiza wrażliwości założeń ekonomicznych				
Stopy procentowe -1%	19 511	708	148	19
Stopy procentowe +1%	18 157	-646	113	-16
Wartość akcji -10%	18 580	-223	128	-1
Zmienność (implied volatility) swapcji + 25%	18 767	-36	128	-1
Zmienność (implied volatility) akcji + 25%	18 530	-273	120	-9
Krzywa dochodowości wg krzywej swap	18 957	154	147	18
Wymagany kapitał równy standardowi Solvency I	19 052	249	135	6
Analiza wrażliwości założeń operacyjnych				
Koszty administracyjne - 10%	19 135	332	138	9
Koszty akwizycji – 10%	N/A	N/A	139	10
Rezygnacje - 10%	18 839	36	144	15
Śmiertelność/szkodowość - 5%	19 725	922	144	15
Śmiertelność (renty)-5%	18 799	-4	129	0

Poniżej zaprezentowano skrócony opis zastosowanych testów wrażliwości.

Stopy procentowe -1% / +1%: Podczas testu wrażliwości dla stóp procentowych stosuje się jednoczesną zmianę krzywej dochodowości oraz wyceny aktywów i zobowiązań, za wyjątkiem założeń dotyczących indeksacji dla ubezpieczeń grupowych oraz kontynuowanych. Zmiany wynikłe z tytułu tego testu wrażliwości są relatywnie niewielkie, ponieważ zmiany marż inwestycyjnych są zniwelowane poprzez efekt zmiany stóp referencyjnych użytych do dyskontowania.

Akcje -10%: Niniejszy test wrażliwości pokazuje efekt nagłego spadku rynkowej wartości akcji o 10%. Wszystkie pozostałe założenia ekonomiczne, włączając w to stopy referencyjne, pozostają bez zmian. Skala zmian w tym teście jest niewielka. W przypadku PTE PZU ryzyko cen akcji ponoszone jest przez członków funduszu, a w przypadku PZU Życie akcje stanowią 35% aktywów netto i zmiana ich wartości skutkuje jednorazowym przeszacowaniem aktywów. Akcje nie są używane do pokrycia

rezerw technicznych dla ubezpieczeń grupowych, kontynuowanych oraz ubezpieczeń z udziałem w zysku.

Zmienność (implied volatility) swapcji + 25% / Zmienność (implied volatility) akcji + 25%: Niniejszy test wrażliwości polega na zwiększeniu o 25% zmienności implikowanej swapcji bądź akcji. Zwiększona zmienność zarówno akcji, jak i swapcji ma istotny wpływ na wielkość wyceny tylko w przypadku wartości opcji i gwarancji finansowych (TVOG) dla PTE PZU.

Krzywa dochodowości według krzywej swap: Grupa PZU stosuje stopy referencyjne oparte o zwroty z obligacji Skarbu Państwa. Jest to wynikiem spójności ze strategią zarządzania aktywami oraz przekonania Grupy PZU o tym, że obligacje Skarbu Państwa są instrumentem finansowym o większej płynności niż dostępne na rynku polskim instrumenty typu swap. Niemniej jednak, jako że stopy swap mogą być rozważane jako alternatywne stopy referencyjne, ten test wrażliwości ma na celu wskazywanie efektu zmiany tej podstawy założeń ekonomicznych. Grupa PZU zakłada, iż rynek kontraktów swapowych jest płynny tylko w zakresie instrumentów o zapadalności do 20 lat. Dlatego też krzywa dochodowości dla dłuższych terminów zapadalności została ekstrapolowana przy użyciu stałych stóp forward.

Wymagany kapitał równy standardowi Solvency I: Dla tego testu koszt wymaganego kapitału (FCRC) został obliczony przy założeniu wymogów kapitałowych na poziomie systemu *Solvency I* dla PZU Życie. W przypadku PTE PZU utrzymana została definicja wymaganego kapitału jak w wartości bazowej (formuła zaproponowanej przez nadzór w styczniu 2012 ustalająca poziom wymaganego kapitału odpowiadający wartości 1,25% aktywów zarządzanych przez PTE PZU, włączając w to kapitały w funduszu gwarancyjnym).

Rezygnacje -10%: W celu zilustrowania wpływu niekorzystnych zmian z tytułu rezygnacji, stopa rezygnacji została zmniejszona o 10% w stosunku do założeń bazowych. Relatywnie niewielki wpływ na wartość *embedded value* jest spowodowany niskim poziomem rezygnacji dla kluczowych produktów, a także dzięki równoważeniu się przeciwnych efektów występujących dla różnych składników portfela PZU Życie.

Śmiertelność/szkodowość -5%: W celu zilustrowania zmian podyktowanych zmniejszeniem śmiertelności, założono, że śmiertelność oraz szkodowość spadły o 5% w stosunku do założeń bazowych za wyjątkiem ubezpieczeń rentowych. Istotna zmiana wartości *embedded value* dla tego testu wskazuje, że istotną część portfela stanowią ubezpieczenia o charakterze ochronnym, w wyniku czego zmiany w założeniach dotyczących śmiertelności mogą istotnie wpłynąć na wycenę.

Śmiertelność (renty) - 5%: W celu zilustrowania zmian podyktowanych zmniejszeniem śmiertelności w przypadku ubezpieczeń rentowych, założono, że śmiertelność spadła o 5% w stosunku do założeń bazowych.

7 IMPLIKOWANA STOPA DYSKONTA (IDR) ORAZ TRADYCYJNE EMBEDDED VALUE

W celach informacyjnych obliczono implikowaną stopę dyskonta dla Grupy PZU.

Jak opisano wcześniej, IDR jest stopą dyskonta, która po zastosowaniu w tradycyjnej wycenie EV tzn. z premią za ryzyko wliczoną w zwrot z inwestycji (po odjęciu tradycyjnego kosztu wymaganego kapitału, ale bez uwzględnienia wartości opcji i gwarancji finansowych oraz kosztu ryzyk niefinansowych) daje taką samą wartość, jak EEV dla PZU Życie oraz PTE PZU, wyznaczone z uwzględnieniem wartości opcji i gwarancji finansowych, kosztu wymaganego kapitału (FCRC) oraz kosztu ryzyk niefinansowych.

Poniższa tabela przedstawia implikowaną stopę dyskonta obliczoną na dzień 31 grudnia 2011 roku oraz 31 grudnia 2010 roku dla całości portfela oraz nowej sprzedaży.

TABELA 7.1**IMPLIKOWANA STOPA DYSKONTA DLA PZU ŻYCIE I PTE PZU NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2011 ORAZ 31 GRUDNIA 2010**

%

	EEV dla segmentu PZU Życie oraz PTE PZU		Wartość nowej sprzedaży	
	2011	2010	2011	2010
PZU Życie	7,1%	7,4%	7,8%	8,5%
PTE PZU	8,0%	7,3%	9,5%	7,9%
Ogółem	7,3%	7,4%	8,4%	8,3%

Poniższa tabela przedstawia testy wrażliwości dla całości segmentu PZU Życie oraz PTE PZU oraz dla wartości nowej sprzedaży dla PZU Życie oraz PTE PZU na zmiany implikowanej stopy dyskonta na dzień 31 grudnia 2011 roku.

TABELA 7.2**ANALIZA WRAŻLIWOŚCI NA IMPLIKOWANĄ STOPE DYSKONTA NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2011 ROKU****(MLN PLN)**

	EEV dla segmentu PZU Życie oraz PTE PZU		Wartość nowej sprzedaży	
	Wartość	Zmiana	Wartość	Zmiana
Przy IDR	18 803		129	
Przy IDR + 1%	17 419	-1 384	107	-22
Przy IDR – 1%	20 438	1 653	155	26

8 OŚWIADCZENIE ZARZĄDÓW

Zasady EEV nakładają na zarządy PZU, PZU Życie i PTE PZU obowiązek przygotowania informacji dodatkowej zgodnie z metodyką zawartą we wspomnianych Zasadach EEV oraz obowiązek ujawnienia wszelkich niezgodności w metodach wyceny z wytycznymi zawartymi w Zasadach EEV. Podczas przygotowywania informacji dodatkowej Zarządy kierowały się Zasadami EEV oraz przestrzegały wszelkich wskazówek w nich zawartych.

W szczególności zarządy PZU, PZU Życie i PTE PZU:

- określili założenia w sposób racjonalny, biorąc pod uwagę przeszłe, bieżące oraz oczekiwane przyszłe doświadczenie własne, a także istotne dane zewnętrzne, które zostały wykorzystane w sposób spójny wewnętrznie;
- dokonały racjonalnych i spójnych oszacowań oraz
- dostarczyły dodatkowych wyjaśnień dotyczących niezgodności z Zasadami EEV, w zakresie umożliwiającym zrozumienie zmian wynikających z poszczególnych transakcji oraz innych zdarzeń, a także zrozumienie sytuacji finansowej Grupy PZU.

9 OPINIA TOWERS WATSON

Towers Watson dokonał oceny metody oraz założeń przyjętych przez Grupę PZU SA w celu przygotowania wyników *embedded value* dla Grupy PZU, a także dokonał przeglądu wyników tych obliczeń. Ocena obejmowała wyniki *embedded value* wyliczone przez Grupę PZU na dzień 31 grudnia 2011 roku, wartość nowej sprzedaży za rok 2011, analizę zmian *embedded value* za rok 2011 i analizę wrażliwości na rok 2011 w kontekście Zasad i Wytycznych European Embedded Value („EEV Principles”) opublikowanych przez Forum CFO w maju 2004 i październiku 2005 roku.

Towers Watson stwierdza, że metody i założenia stosowane przez Grupę PZU są zgodne z wymaganiami Zasad i Wytycznych EEV, a w szczególności, że:

- Metoda uwzględnia ryzyka dla segmentu ujętego w wycenie jak opisano w rozdziałach 2 oraz 3 niniejszego Dokumentu Ujawniającego EEV; w szczególności poprzez zastosowanie metody wyceny zgodnej z wyceną rynkową (market-consistent) dla oszacowania wartości opcji i gwarancji finansowych, zastosowanie metody kosztu kapitału dla wyceny ryzyk niefinansowych oraz dokonanie korekty na koszt kapitału
- Założenia operacyjne zostały ustalone z należyтым uwzględnieniem przeszłych, obecnych oraz oczekiwanych przyszłych doświadczeń;
- Za wyjątkiem inflacji, która jest wyznaczona zgodnie z długoterminową prognozą makroekonomiczną PZU SA, PZU Życie oraz PTE PZU, założenia ekonomiczne są wewnętrznie spójne oraz zgodne z obserwowanymi danymi rynkowymi. W przypadku, gdy dane rynkowe były niedostępne, założenia zostały ustalone we właściwy sposób; oraz
- Dla produktów z udziałem w zysku założony poziom udziału w zysku, alokacja aktywów, alokacja nadwyżki pomiędzy ubezpieczonych a akcjonariuszy oraz pozostałe decyzje zarządcze są spójne z pozostałymi założeniami przyjętymi w prognozach oraz praktykami stosowanymi na lokalnym rynku.

Zwracamy szczególną uwagę na następujące kwestie, które są opisane bardziej szczegółowo w niniejszym Dokumencie Ujawniającym EEV:

- Z uwagi na kompleksowość ubezpieczeń grupowych oraz brak szczegółowych danych o pojedynczych ubezpieczonych w tych produktach, Grupa PZU zastosowała różne uproszczenia w modelowaniu ubezpieczeń grupowych oraz przy ustalaniu kluczowych założeń. Oznacza to, że obliczenia *embedded value* dla tego produktu wymagają więcej założeń i uproszczeń niż zazwyczaj ma to miejsce w przypadku typowych indywidualnych produktów ubezpieczenia na życie.
- Wycena umów grupowych oparta jest na oczekiwaniach Zarządu co do poziomu składki taryfowej, stopy odnowień umów, trendów w szkodowości oraz indeksacji składki, które to mają wpływ na przyszłe utrzymanie tych umów w portfelu i na ich zyskowość. W konsekwencji, wartość portfela jest zależna od zdolności zarządu do zarządzania tymi umowami zgodnie z własnymi oczekiwaniami.
- W przeszłości PZU Życie dokonało konwersji znacznej części grupowych ubezpieczeń na życie o charakterze wieloletnim na umowy roczne odnawialne. W wycenie uwzględniono jedynie rezultat przeszłych konwersji. Ponadto, PZU Życie dla ubezpieczeń grupowych wieloletnich założyło, iż zachowane będą takie charakterystyki portfela jak np.: obecny poziom składki taryfowej, struktura grup oraz zakres świadczeń. W przeszłości konwersje miały zazwyczaj pozytywny wpływ na *embedded value*.
- Obliczenia EEV dla PTE PZU zostały przeprowadzone przy założeniu kontynuacji stanu prawnego obowiązującego na dzień 31 grudnia 2011 roku. W szczególności, w wycenie nie zostały uwzględnione możliwe dalsze zmiany ustaw emerytalnych poza niewielkim dodatkowym kosztem na pokrycie potencjalnych negatywnych zmian w obliczeniach CNHR. W praktyce trudno przewidzieć potencjalne zmiany, a wpływ rzeczywistych zmian może być materialnie różny od przyjętych dziś założeń.

Przegląd przeprowadzony przez Towers Watson zawierał sprawdzenie – na ogólnym poziomie – wyników obliczeń, które przedstawione zostały w niniejszym Dokumencie Ujawniającym EEV. Potwierdzono, że żadne wykryte kwestie nie mają istotnego wpływu na wyniki obliczeń *embedded value*, wartość nowej sprzedaży, analizę zmian oraz analizę wrażliwości. Sprawdziliśmy zasadność obliczeń EEV dla Grupy, opierając się na sprawozdaniu finansowym według standardów MSFF. Jednakże, Towers Watson nie przeprowadzał szczegółowych testów modeli i towarzyszących im procesów.

Wnioski i opinie Towers Watson oparte zostały na danych i informacjach dostarczonych przez PZU SA i jej spółki zależne. Niniejsza opinia została sporządzona wyłącznie na potrzeby PZU SA na podstawie warunków umowy (engagement letter) PZU SA z Towers Watson. W najszerszym dopuszczonym prawem zakresie, nie ponosimy żadnej odpowiedzialności oraz nie zaakceptujemy żadnych zobowiązań ani roszczeń osób trzecich, za wyjątkiem PZU SA, z tytułu jakiegokolwiek szkody poniesionej przez te osoby w wyniku lub w związku z naszym przeglądem, opiniami z przeglądu lub z wnioskami z niniejszej opinii.