

# Wycena przedsiębiorstw ubezpieczeniowych

Przejdź do produktu na [ksiegarnia.beck.pl](https://ksiegarnia.beck.pl)

## WSTĘP

Problematyka wyceny wartości przedsiębiorstw jest szeroko analizowana w literaturze przedmiotu. Wynika z niej, że wartość nie jest pojęciem jednoznacznym. Może być postrzegana w różnym kontekście (filozoficznym, socjologicznym, ekonomicznym), a sam proces szacowania wartości przedsiębiorstwa jest wieloetapowy i skomplikowany, wiąże się bowiem z koniecznością rozstrzygnięcia wielu dylematów. Różne są także okoliczności sporządzania wyceny przedsiębiorstw, jej cele, a także podmioty zainteresowane wynikami. Wyceny przedsiębiorstw dokonywane są zarówno dla potrzeb zarządczych (*value based management*) – perspektywa wartości dla właścicieli (*shareholder value*), jak i na potrzeby transakcyjne – perspektywa wartości wymiennej (*value in exchange*), czyli wartość biznesu lub udziałów w biznesie, który rzeczywiście zmienia właściciela lub robi to hipotetycznie. Cel wyceny determinuje dobór standardu wartości, który jest konieczny w praktycznym procesie wyceny. Może to być m.in.: standard wartości inwestycyjnej, wartości godziwej (*fair value*), czy godziwej wartości rynkowej (*fair market value*). W piśmiennictwie prezentowane są liczne, zróżnicowane metody wyceny wartości przedsiębiorstwa (m.in. metody majątkowe, dochodowe, mnożnikowe, mieszane), dobierane do celu jej sporządzania oraz rodzaju wycenianego przedsiębiorstwa i charakteru jego działalności. W przypadku przedsiębiorstw ubezpieczeniowych konieczne jest szczególne podejście do procesu i metod ich wyceny [Panfil, Szablewski, 2007; Panfil, Szablewski, 2011; Panfil, Szablewski, 2013; Kamela-Sowińska, 2006; Kufel, 1992; Marcinkowska, 2000].

Ubezpieczyciele są szczególnymi podmiotami gospodarczymi, które są zaliczane do instytucji finansowych. Aktywa ubezpieczycieli składają się niemal wyłącznie z instrumentów finansowych, co ich odróżnia od przedsiębiorstw niefinansowych (produkcyjnych, handlowych), ale mocno ekspozuje na ryzyko rynkowe związane z działalnością inwestycyjną (ryzyko stopy procentowej, ryzyko cen akcji, ryzyko kursu walutowego itp.). Zasadniczym rodzajem ryzyka, które ma wpływ na funkcjonowanie ubezpieczycieli, jest ryzyko ubezpieczeniowe, generowane na tle złożonej działalności techniczno-ubezpieczeniowej, stanowiącej podstawę konstrukcji oferowanych przez nich produktów. Skutki ryzyka są przejmowane od klientów, a ubezpieczyciele nie mają na nie bezpośredniego wpływu i nie mogą ich w pełni ograniczać. Istotnym obszarem ryzyka dla ubezpieczycieli jest także ryzyko operacyjne, rozumiane jako „ryzyko straty wynikającej z niewłaściwych lub zawodnych procesów wewnętrznych, ludzi i systemów lub też zdarzeń zewnętrznych” [BKNB, 2012]. Z uwagi na społeczne i gospodarcze znaczenie działalności ubezpieczycieli, status „instytucji zaufania publicznego”, silne więzi z innymi sektorami gospodarki oraz zasięg działalności, przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe zostały poddane nadzorowi państwa. Ich działalność jest kontrolowana na każdym etapie, od momentu wejścia na rynek, poprzez działalność bieżącą (podstawową i dodatkową), możliwe zmiany właścicielskie, a także ewentualną fazę likwidacji przedsiębiorstwa.

Przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe odróżniają się od przedsiębiorstw niefinansowych także innymi cechami. Oprócz różnic natury ekonomicznej czy prawnej występują tutaj odrębne, im tylko właściwe stosunki pieniężne. Specyfika gospodarki finansowej przedsiębiorstw ubezpieczeniowych wynika m.in. z tzw. odwróconego cyklu produkcyjnego, określonych wymagań regulacyjno-nadzorczych oraz standardów rachunkowości. Ubezpieczyciele ustalają ceny usługi ubezpieczeniowej zanim poznają ostateczne koszty odszkodowań i świadczeń, co wprowadza do ich działalności dodatkowy element ryzyka aktuarialnego, wymagający modelowania w procesie wyceny. Działalność operacyjna ubezpieczycieli opiera się na finansowaniu zewnętrznym (podobnie jak innych instytucji finansowych), ale ma ono odmienny charakter niż w pozostałych przedsiębiorstwach, zarówno finansowych, jak i niefinansowych. W pasywach ubezpieczycieli dominują rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe, które są traktowane jako obce źródła kapitału. Nie mają one jednak cech klasycznego długu, co rzutuje zarówno na strukturę, jak i koszt kapitału [Bednarczyk, 2005]. Fakt ten ma zasadnicze znaczenie również dla wyceny ubezpieczycieli. Znaczna wartość zobowiązań oraz odwrócony proces produkcyjny sprawiają, że ubezpieczyciele muszą spełniać specyficzne i charakterystyczne tylko i wyłącznie dla nich wymogi w zakresie norm bezpieczeństwa finansowego i wypłacalności. Kapitały własne w przedsiębiorstwie ubezpieczeniowym pełnią rolę swoistego „bufora”, ponieważ są wykorzystywane w przypadku niedoszacowa-

nia zobowiązań przez zakład ubezpieczeń czy poniesienia straty. Mają zatem stanowić ekonomiczną gwarancję realności ochrony ubezpieczeniowej. Zmiany poziomu kapitałów własnych mają znaczący wpływ na szacowane przepływy pieniężne, zatem w przypadku wyceny wartości ubezpieczycieli mają istotne znaczenie.

Przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe wymagają wyspecjalizowanego podejścia do procesu wyceny, również z powodu szczególnego charakteru oferowanych produktów. Pewne istotne różnice, dotyczące np.: czasu trwania kontraktów ubezpieczeniowych, okresu zapadalności i struktury zobowiązań z tytułu zawartych umów ubezpieczeń czy struktury kapitału, występują nawet między przedsiębiorstwami ubezpieczeniowymi działu I (ubezpieczyciele życiowi) i działu II (ubezpieczyciele majątkowi)<sup>1</sup>. Różnice te narzucają konieczność stosowania nieco innych procedur i metod wyceny tych przedsiębiorstw. W wycenie ubezpieczycieli wymienione różnice wydają się ograniczać możliwości zastosowania metod wyceny przedsiębiorstw niefinansowych w ich tradycyjnych formułach. Pojawia się konieczność ich modyfikacji, aby z jednej strony prowadziły do obliczenia wiarygodnej wartości przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego, z drugiej zaś strony – były możliwe do zastosowania przy wykorzystaniu danych finansowych szacowanych i publikowanych przez samych ubezpieczycieli.

Rynek od lat poszukuje odpowiedniego sposobu wyceny wartości przedsiębiorstwa prowadzącego działalność ubezpieczeniową. W krajowej literaturze przedmiotu problematyka wyceny przedsiębiorstw ubezpieczeniowych dla potrzeb transakcyjnych jest dość wycinkowa. Dostrzec można swoje braki w zakresie teorii oraz rozwiązań modelowych. Jak do tej pory nie podjęto próby opracowania kompleksowego modelu wyceny zakładu ubezpieczeń. Publikacja pt. „Wycena i zarządzanie wartością zakładu ubezpieczeń” pod red. J. Handschke jest jedynym szerszym opracowaniem poświęconym opisywanym zagadnieniom. W publikacji tej skoncentrowano się na charakterystyce i możliwych modyfikacjach metody DCF dla potrzeb wyceny ubezpieczycieli. W literaturze zagranicznej problematyka wyceny ubezpieczycieli jest szerzej analizowana [Massari, Gianfrate, Zanetti, 2014; Nissim, 2010; Damodaran, 2012; Fuhrmann, 2019]. Jednocześnie należy zauważyć, że w praktyce rynkowej przeprowadza się wyceny przedsiębiorstw ubezpieczeniowych. Świadczy to o tym, że praktyka wyprzedza niejako teorię w opisywanym obszarze [Jańska, 2020]. A zatem potrzeby teorii jak i praktyki w kwestii modelowych metod wyceny ubezpieczycieli są oczywiste. Niniejsza publikacja stanowi częściowe wypełnienie tej luki. Zaprezentowane rozważania miały na celu zbadanie adekwatności metod wyceny wartości przedsiębiorstw niefinansowych pod kątem

<sup>1</sup> Zgodnie z załącznikiem do Ustawy z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz.U. z 2018 r., poz. 999 ze zm.), pełne nazwy to Dział I – Ubezpieczenia na życie, Dział II – Pozostałe ubezpieczenia osobowe oraz ubezpieczenia majątkowe.

możliwości ich zastosowania do wyceny ubezpieczycieli. W odpowiedzi na potrzeby praktyki, zaprezentowano uniwersalne rozwiązanie modelowe, objaśniające proces wyceny ubezpieczycieli majątkowych.

Monografia stanowi rozszerzoną wersję rozprawy doktorskiej pt. „Metody wyceny przedsiębiorstw ubezpieczeniowych”. W publikacji podjęto próbę odpowiedzi na pytanie, jakie są kluczowe czynniki generujące wartość ubezpieczycieli majątkowych (*value drivers*) i czym się one różnią od generatorów wartości w przedsiębiorstwach niefinansowych. Przeanalizowano, które metody wyceny przedsiębiorstw niefinansowych są odpowiednie do wyceny wartości przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego działu II oraz jakich modyfikacji wymagają metody wyceny przedsiębiorstw niefinansowych, aby można je było skutecznie zastosować przy wycenie wartości przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego działu II.

Pierwszy rozdział, który dotyczy wyceny wartości przedsiębiorstwa, ma charakter wprowadzający. Celem rozdziału jest określenie przestrzeni rozważań oraz zdefiniowanie pojęć podstawowych kluczowych dla badania. Przeprowadzona analiza literatury pomaga zrozumieć i wyjaśnić istotę oraz wieloaspektowe znaczenie pojęcia „wartość”. Dlatego w pierwszym rozdziale przedstawiono genezę pojęcia „wartość” i ewolucję myśli dotyczącej objaśnienia wartości, scharakteryzowano problematykę wyceny wartości przedsiębiorstwa oraz jej wieloaspektowe zastosowanie. W drugiej części rozdziału pierwszego szczególną uwagę zwrócono na proces prawidłowej wyceny przedsiębiorstwa oraz różnorodność stosowanych metod wyceny. Przeanalizowano przesłanki i funkcje wyceny przedsiębiorstwa. Przedstawiono kryteria doboru metody wyceny, z uwzględnieniem walorów i mankamentów różnorodnych metod oraz ewolucji znaczenia wartości materialnych i niematerialnych w przedsiębiorstwach na przestrzeni ostatnich dziesięcioleci. W końcowej części rozdziału pierwszego scharakteryzowano różnice w postrzeganiu wartości przedsiębiorstwa przez wybrane grupy interesariuszy, uwzględniając perspektywy: interesariuszy rynku kapitałowego, perspektywę fuzji i przejęć, percepcję zarządzania wartością przedsiębiorstwa; zidentyfikowano czynniki determinujące wybór metody wyceny z perspektywy wymienionych interesariuszy.

Celem drugiego rozdziału jest przeprowadzenie wielopłaszczyznowej charakterystyki przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego działu II jako przedmiotu wyceny. W pierwszej części rozdziału opisano dwoisty przedmiot działalności ubezpieczycieli (działalność techniczno-ubezpieczeniową i inwestycyjną) oraz związane z tym ryzyko (ryzyko ubezpieczeniowe, operacyjne i rynkowe). Wyodrębniono cechy specyficzne ubezpieczycieli wpływające na wycenę przedsiębiorstwa, w szczególności w obszarze ryzyka w działalności techniczno-ubezpieczeniowej. Kolejna część rozdziału jest poświęcona regulacjom funkcjonującym w sektorze ubezpieczeniowym, przesłankom ich stosowania

i ich wpływowi na funkcjonowanie ubezpieczycieli majątkowych oraz ich wartość. Szczególną uwagę poświęcono sprawozdaniu finansowemu, które jest źródłem informacji wykorzystywanych w procesie wyceny. Sporządzono zestawienia najważniejszych elementów sprawozdania finansowego ubezpieczycieli majątkowych z ich odpowiednikami stosowanymi w przedsiębiorstwach niefinansowych. Dokonano także identyfikacji czynników wpływających na wartość przedsiębiorstw ubezpieczeniowych. Uwzględniając cechy specyficzne ubezpieczycieli majątkowych, jak również charakter determinantów ich wartości, wyodrębniono przesłanki modyfikacji metod wyceny tych przedsiębiorstw oraz wskazano problemy w wykorzystaniu metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych w procesie wyceny przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego.

W rozdziale trzecim zaprezentowano autorską koncepcję zintegrowanego modelu wyceny przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego. Składa się on z wielu elementów, które obejmują: prognozę i analizę w trzech wariantach scenariuszowych, wielowariantową wycenę zmodyfikowaną metodą zdyskontowanych dywidend, wycenę metodą porównawczą, prezentację i interpretację uzyskanych wyników na tle wyceny rynkowej. W podejściu scenariuszowym do potrzeb wyceny przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego działu II zaproponowano, aby prognozy wyników finansowych zakładu ubezpieczeń sporządzać w trzech wariantach scenariuszowych, mających stanowić punkt wyjścia do szacowania wartości metodą dochodową. Jako podstawową metodę dochodową do wyceny ubezpieczycieli zaproponowano metodę zdyskontowanych dywidend (DDM). Metodę porównawczą, zawierającą zestaw wskaźników uwzględniających specyfikę działalności techniczno-ubezpieczeniowej i inwestycyjnej ubezpieczycieli, potraktowano jako metodę uzupełniającą i dostarczającą informacji dodatkowych. W rozdziale trzecim zarekomendowano trzy grupy wskaźników, które mają zastosowanie na etapie wyceny metodą porównawczą oraz mogą służyć np. do dodatkowej analizy przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego.

W ostatnim, czwartym rozdziale pokazano, jak wykorzystać zaproponowany model wyceny przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego na przykładzie Powszechnego Zakładu Ubezpieczeń SA (PZU SA). W badaniu empirycznym przyjęto perspektywę wartości wymiennej (*value in exchange*), a wycena badanego przedsiębiorstwa i jego udziałów została sporządzona według standardu godziwej wartości rynkowej (*fair market value*) dla celów transakcyjnych i zarządczych. Zakres i narzędzia badawcze zostały dobrane w sposób umożliwiający realizację założonych celów. Zakres przedmiotowy badania obejmował Powszechny Zakład Ubezpieczeń Spółka Akcyjna (PZU SA) jako spółkę wycenianą. W badaniu analizowano również niektóre wskaźniki wybranych spółek sektora ubezpieczeniowego, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA (GPW SA), jako przedsiębiorstw porównywalnych. Zakres czasowy badania obejmował lata 2011–2018 w ujęciu historycznym oraz lata

2019–2023 jako okres prognozy. Analizę przeprowadzono, opierając się na: sprawozdaniach finansowych ubezpieczycieli, wynikach notowań historycznych analizowanych spółek, rekomendacjach biur maklerskich, materiałach publikowanych w ramach relacji inwestorskich (m.in. strategia spółki, geneza i charakterystyka przedsiębiorstwa wycenianego itp.). Rozdział zakończono podsumowaniem uzyskanych wyników wyceny przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego. W zakończeniu przedstawiono wnioski i rekomendacje dotyczące dalszego rozwijania oraz praktycznej aplikacji zaprezentowanego modelu wyceny przedsiębiorstwa ubezpieczeń majątkowych. Zaakcentowano również bariery, na jakie natrafiono w trakcie prowadzenia badań, szczególnie na etapie weryfikacyjnym.

Zaprezentowane w książce studia literaturowe i analizy stanowią krok w kierunku poznawania złożonego problemu, jakim jest wycena wartości przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego. Problematyka ta stanowi obecnie jeden z bardziej interesujących teoretycznie, a jednocześnie istotnych praktycznie obszarów badawczych. Zebrana w niniejszej pracy wiedza może zostać wykorzystana zarówno przez ubezpieczycieli dla potrzeb zarządzania wartością przedsiębiorstwa, jak również przez praktyków wyceny przedsiębiorstw. Może ponadto stanowić źródło wiedzy dla studentów kierunków ekonomicznych oraz przyczynek do dalszych badań naukowych.

[Przejdź do księgarni →](#)



[ksiegarnia.beck.pl](https://ksiegarnia.beck.pl)