

MALWINA LEMKOWSKA

Cykl koniunkturalny a dynamika fuzji i przejęć na rynku ubezpieczeniowym – analiza teoretyczna

Zmiana natężenia aktywności gospodarczej w warunkach gospodarki rynkowej jest zjawiskiem powszechnym, naturalnym i wieloaspektowo omówionym w literaturze przedmiotu. Zgodnie z klasyczną definicją, cykle koniunkturalne opisuje się, jako wahania występujące w agregatach przedstawiających działalność gospodarczą narodów¹. Zmiany aktywności gospodarczej powtarzają się ze względną regularnością i wyrażają się w mniej lub bardziej regularnych fluktuacjach wokół trendu². Zmienność podstawowych agregatów przenosi się z różną siłą na wiele aspektów działalności podmiotów gospodarujących, w tym również na fuzje i przejęcia w sektorze ubezpieczeniowym. W artykule przedstawione zostały zależności pomiędzy czynnikami charakteryzującymi poszczególne fazy cyklu koniunkturalnego, a poziomem aktywności na rynku transakcji konsolidacyjnych w sektorze ubezpieczeń. Pierwszym etapem przeprowadzonej analizy było zidentyfikowanie zależności pomiędzy ogólnogospodarczym cyklem koniunkturalnym a cyklem ubezpieczeniowym. Następnie określono konotacje tego drugiego na rynku ubezpieczeniowych transakcji konsolidacyjnych. Zagadnienie to jest tym bardziej interesujące, że historyczne ujęcie ilościowego i wartościowego poziomu fuzji i przejęć wskazuje wyraźnie na falowość aktywności konsolidacyjnej³. Powstaje zatem, pytanie, czy zjawisko to jest powiązane z wahaniami koniunkturalnymi gospodarki, a jeśli tak, to jaki rodzaj zależności o tym przesądza.

Uwagi wprowadzające – cel opracowania

Transakcje konsolidacyjne są stałym elementem przemian rynków ubezpieczeniowych. Twierdzi się nawet, że fuzje i przejęcia w sektorze ubezpieczeń wynikają immanentnie z jego funkcji i zasad. Trwałość tendencji konsolidacyjnych nie niweluje jednak

1. A.F. Burns, W.C. Mitchell, za: R. Orłowska, S. Pangsy-Kania, *Cykle koniunkturalne. Teoria, analiza i praktyka*, Gdańsk 2003, s. 11.

2. *Op. Cit.*, s. 8.

3. Więcej m.in.: H. Levy, M. Sarnat, *Principles of Financial Management*, Prentice Hall 1988, s. 525 - 527; P.J. Szczepankowski, *Fuzje i przejęcia*, Warszawa 2000, s. 57 - 60; P. Alberciak, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw. Implikacje teoretyczne*, Łódź 2002, s. 29 - 40.

cyklicznych zmian poziomu aktywności na rynku tych transakcji. Należy zatem, dokonać analizy tych zmian, pod kątem czynników je determinujących. W szczególności natomiast konieczne jest zweryfikowanie hipotezy istnienia wyraźnych zależności pomiędzy cyklicznością aktywności na rynku ubezpieczeniowych transakcji konsolidacyjnych, a koniunkturą ogólnogospodarczą, czy w szczególności koniunkturą na rynku ubezpieczeniowym. Celem opracowania jest zidentyfikowanie i opis zależności pomiędzy czynnikami charakteryzującymi poszczególne fazy cyklu koniunkturalnego a determinantami aktywności konsolidacyjnej na rynku ubezpieczeniowym.

Cykl koniunkturalny

Wahania koniunkturalne analizować można bądź to w ramach systemu, jaki stanowi cała gospodarka światowa, bądź na poziomie podsystemów, czy to w ujęciu geograficznym, czy też branżowym. Daleko idące wzajemne przenikanie się poszczególnych sektorów oraz rosnące – wraz z postępującą globalizacją – zależności pomiędzy gospodarkami różnych państw, prowadzą do sytuacji, w której zmiany agregatów gospodarczych charakteryzujących jeden podsystem, są najczęściej płynnie przenoszone do innych. Nie można jednak pominąć szeregu partykularizmów determinujących cykle sektorowe, a te są szczególnie widoczne na rynku ubezpieczeniowym.

Koniunkturalny cykl ubezpieczeniowy, zwany też cyklem *underwritingowym* polega na naprzemiennym występowaniu fazy wysokich i niskich cen ubezpieczenia (tzw. *hard market phase* i *soft market phase*). Zmienność ta ma szereg różnych źródeł, klasyfikowanych według odmiennych kryteriów. Jedną z koncepcji klasyfikacji determinant cykli *underwritingowych* dzieli źródła zmienności, na te, które zależą od samych ubezpieczycieli (w tym naiwne metody szacowania składek, uleganie presji konkurencji czy ograniczenia w pojemności ubezpieczeniowej) oraz te, które mają względem zakładów ubezpieczeń charakter zewnętrzny (tj. czynniki instytucjonalne⁴, ogólnogospodarczy cykl koniunkturalny, czy kształtowanie się poziomu stóp procentowych)⁵. Według innej koncepcji – bardziej przekonującej ze względu na dychoamiczność podziału determinant – czynniki wywołujące ubezpieczeniowe cykle koniunkturalne są kreowane bądź to przez stronę podażową rynku ubezpieczeniowego, bądź też czynniki popytowe, przy dominacji jednak tych pierwszych, co w szczególności jest widoczne na rynku reasekuracyjnym⁶. Podażowe determinanty cykli *underwritingowych* znajdują podstawę w dwóch rodzajach bazowej działalności ubezpieczycieli, tj. działalności polegającej na zawieraniu i wykonywaniu umów ubezpieczenia oraz działalności inwestycyjnej zakładów ubezpieczeń. W ramach tej pierwszej, tj. działalności *stricte* ubezpieczeniowej, kluczowym czynnikiem wpływającym na kształtowanie się cyklu koniunkturalnego jest zmienność relatywnej szkodowości

4. Np. Czynniki prawne, czynniki związane z dostępnością danych stanowiących podstawę do kalkulacji składki, aspekty rachunkowe itp.

5. Por. M Eling, M. Luhnen, *Underwriting Cycles in German Property/Liability Insurance*, „Working Papers on Risk Management and Insurance” 2008, No. 62, s. 3.

6. R. Enz, *The insurance cycles as an entrepreneurial challenge*, Swiss Re Technical publishing, Zurich 2002, s. 6.

ubezpieczyciela, rozumianej jako stosunek szkodowości faktycznie zrealizowanej do szkodowości przewidywanej. Zdarzenia losowe, będące źródłem określonego poziomu szkodowości, mają same w sobie charakter przypadkowy (a zatem nie cykliczny), niemniej, gdy występują w masie zawartych – na określonych warunkach – umów, ich znaczenie dla sektora ubezpieczeń jest cykliczne, zarówno od strony podaży jak i popytu usługi ubezpieczenia⁷. Źródłem procyklicznego oddziaływania działalności inwestycyjnej w sektorze ubezpieczeń jest przede wszystkim koniunkturalna cykliczność całej gospodarki. Niezależnie od podstaw wahań gospodarczych, czy to realnych, czy też finansowych, kryzys gospodarczy odbija się negatywnie na wynikach inwestycyjnych ubezpieczycieli, a co za tym idzie, wymusza wzrost cen usług ubezpieczeniowych. To z kolei warunkuje wejście do fazy tzw. *hard market*.

Czynniki wpływające na popyt (którego wielkość bezpośrednio wpływa na cenę ubezpieczenia i rentowność zakładów ubezpieczeń), stanowią bogate spectrum determinant. Z punktu widzenia analizy cyklu underwritingowego konieczne jest zidentyfikowanie tych determinant, które mają charakter cykliczny. Bez wątplenia zaliczyć do nich należy czynniki związane z globalną koniunkturą gospodarczą, które przekładają się na siłę nabywczą ubezpieczających. Autonomicznym czynnikiem wpływającym na wielkość popytu jest też bez wątplenia wielkość szkód powstałych na skutek zrealizowania się określonego rodzaju ryzyka. Zwiększona szkodowość zwiększa potrzebę ubezpieczenia, niemniej potrzeba ta może nie być zaspokajana ze względu na mniejszą siłę nabywczą ubezpieczających (co wynika ze wzrostu cen ochrony ubezpieczeniowej).

Źródło procyklicznych czynników w sektorze ubezpieczeń pozostaje poza sferą decyzyjną zarówno ubezpieczyciela, jak i ubezpieczającego. Niemniej siła oddziaływania tych czynników na sytuację konkretnego zakładu ubezpieczeń, czy decyzje podmiotu poszukującego ochrony ubezpieczeniowej, zależy w dużej mierze od szeregu czynników wewnętrznych tj. m.in. polityki *underwritingu*, polityki składkowej ubezpieczyciela, skłonność do ryzyka w działalności inwestycyjnej – po stronie ubezpieczyciela lub stopień świadomości ubezpieczeniowej, jakość systemu zarządzania ryzykiem, stopień awersji do ryzyka u potencjalnego ubezpieczającego. Uważa się, że ubezpieczyciele powinni spełniać pięć kryteriów konkurencyjności, aby zmniejszyć oddziaływanie cyklu koniunkturalnego na ich działalność, tj. kontrolowany poziom wskaźnika kosztów, skuteczny system zarządzania informacją, skuteczny system zarządzania ryzykiem, nastawienie na wzrost wartości dla akcjonariuszy, nawet jeśli oznacza to zmniejszenie skali działania oraz inwestowanie w kapitał ludzki⁸.

Doświadczenie ostatniego kryzysu potwierdza wyżej zidentyfikowane procykliczne oddziaływanie niektórych czynników. Choć sektor ubezpieczeniowy został wyraźnie mniej dotknięty załamaniem gospodarczym niż dwa pozostałe filary rynku finanso-

7. Przy założeniu wystąpienia mechanizmu dostosowywania się ubezpieczycieli i ubezpieczających do warunków rynkowych. Przez dostosowanie się należy rozumieć podwyższanie przez ubezpieczycieli ceny ochrony ubezpieczeniowej na skutek wyższych niż przewidywane szkód, co z kolei skutkuje zmniejszeniem popytu ze strony ubezpieczających (przy założeniu braku wpływu wzrostu szkodowości na odczuwanie potrzeby ubezpieczenia i decyzję o jej zaspokajaniu).

8. Por. za: J.B. Rozet, J.H. Lobregt, *Riding the cycle: Keeping one step ahead of the competition*, „European Insurance Digest”, PricewaterhouseCoopers, September 2008, s. 8.

wego⁹, to jednak sytuacja niektórych ubezpieczycieli (np. AIG, Swiss Re, Yamato Life) pozwala zdiagnozować możliwe mechanizmy transmisji zjawisk kryzysowych na stan sektora ubezpieczeń¹⁰. W dobie załamania na rynkach finansowych w latach 2008-2009 wyróżnia się dwie drogi oddziaływania kryzysu na sytuację ubezpieczycieli: zmniejszanie wartości aktywów (straty na rynku akcji i obligacji, zwiększenie ryzyka kredytowego), bądź też pogorszenie struktury zobowiązań (zobowiązania z tytułu ubezpieczeń kredytów, D&O, E&O, zmniejszony popyt na ochronę ubezpieczeniową)¹¹.

Na tle powyższych uwag – w zamierzeniu porządkujących zagadnienia genezy cykli *underwritingowych* – przeanalizować należy zjawisko fuzji i przejęć na rynku ubezpieczeniowym, przede wszystkim w kontekście celowości podejmowania takich transakcji. Dla zidentyfikowania zależności pomiędzy cyklem koniunkturalnym a natężeniem aktywności na rynku konsolidacyjnym, przygotowane w pierwszej kolejności cele należy następnie odnieść do charakterystyk poszczególnych faz ubezpieczeniowego cyklu koniunkturalnego.

Celowość aktywności konsolidacyjnej na rynku ubezpieczeń

Ogół czynników motywujących decydentów zakładów ubezpieczeń do uczestnictwa w transakcjach konsolidacyjnych podzielić można na dwie grupy. Po pierwsze czynniki, których pierwotnym źródłem jest dążenie organizacji, bądź jej członków, do realizacji określonych, wcześniej wyartykułowanych celów (np. działania będące wyrazem strategii ubezpieczyciela, bądź stanowiące realizację interesów własnych członków zarządu). Po drugie natomiast te, których podstawą są jedynie uwarunkowania rynkowe, pojawiające się możliwości i okazje.

Uzasadnieniem wielu podejmowanych transakcji konsolidacyjnych jest jedna z poniższych przesłanek¹²:

- ekonomia skali, rozumiana jako zmniejszenie przeciętnego kosztu produkcji jednostki na skutek zwiększenia rozmiarów produkcji, która w sektorze ubezpieczeń przybiera zarówno wymiar tradycyjny (oparty na niepodzielności czynników produkcji) oraz wymiar szczególny dla działalności ubezpieczeniowej (związany z zastosowaniem w ubezpieczeniach prawa wielkich liczb¹³);
- ekonomia zakresu, której efekt jest podobny do wyżej opisanego, a wynika z rozszerzenia produkcji na szerszą gamę oferowanych produktów. Podobnie jak ekonomia skali, przyczyną występowania ekonomii zakresu może być charakterystyka pewnych

-
9. Por. m.in. M. Loney, F. Ellenbürger, *Insurance – What's next?*, „Frontiers in finance”, KPMG December 2008, s. 9.
 10. Por. M. Eling, H. Schmeiser, *Insurance and the Credit Crisis: Impact and Ten Consequences for Risk Management and Supervision*, „Working Papers on Risk Management and Insurance” 2009, No. 70, s. 7; *Erstes japanisches Finanzkrisenopfer: Versicherer Yamato Life kollabiert*, „Financial Times Deutschland”, 10 października 2008.
 11. Por. M. Eling, H. Schmeiser, *Insurance and the Credit Crisis: Impact and Ten Consequences for Risk Management and Supervision*, „Working Papers on Risk Management and Insurance” 2009, No. 70, s. 4; szerzej na temat mechanizmów transmisyjnych: J. Lisowski, *Wpływ kryzysu finansowego na rynek kredytu kupieckiego*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2009, nr 1, s. 44.
 12. Por. K. Poposki, *Merger activity in the insurance industry*, „Facta Universitatis” University St. Kliment Ohridski, series „Economics and Organization” 2007, vol. 4, No. 2, s. 165 - 166.
 13. Dzięki zwiększeniu rozmiarów działalności wyniki w zakresie danego portfela ubezpieczeń są mniej zmienne, poprzez co zmniejsza się zapotrzebowanie zakładu ubezpieczeń na kapitał.

czynników produkcji, które mogą być stosowane w produkcji więcej niż jednego rodzaju dóbr, bądź też element stricte ubezpieczeniowy, tj. właściwości geograficznej bądź produktowej dywersyfikacji portfela ubezpieczeń;

- weryfikacja działań organów zarządzających towarzystwami ubezpieczeń. Teoria kontroli korporacyjnej, na gruncie której powstała ta przesłanka zakłada, że przedsiębiorstwa źle zarządzane są podstawowym celem transakcji konsolidacyjnych;
- synergia finansowa, która jest możliwa do zrealizowania wówczas, gdy asymetria informacji pomiędzy spółką przejmowaną a rynkiem finansowym jest większa niż asymetria pomiędzy spółką przejmowaną a potencjalnym nabywcą. Taka sytuacja jest możliwa, gdy spółka przejmowana – choć słaba finansowo – posiada duże możliwości wzrostu na rynku;
- interesy własne członków zarządu. Przesłanka ta opiera się na teorii agencji i wynika z podejmowania przez organy zarządzające zakładami ubezpieczeń decyzji niekoniecznie zgodnych z interesami właścicieli.

Podejmowanie transakcji konsolidacyjnych w wyżej wymienionych celach musi być zawsze decyzją podpartą faktyczną analizą sytuacji spółki przejmującej i przejmowanej. W rzeczywistości jednak nierzadko dochodzi do maskowania celów (pod hasłem ekonomii skali, czy zakresu realizuje się własne interesy członków zarządu) lub do realizowania transakcji konsolidacyjnych bez sprecyzowanego celu (co nie wyklucza posługiwania się marketingowymi pojęciami ekonomii skali, synergii etc.). W analizie fuzji i przejęć, w kontekście kształtowania się cyklu koniunkturalnego, konieczne jest wyraźne wyróżnienie transakcji celowych (wynikających z jednej bądź kilku wyżej wymienionych przesłanek) i przypadkowych, będących odpowiedzią na pojawiające się okazje rynkowe.

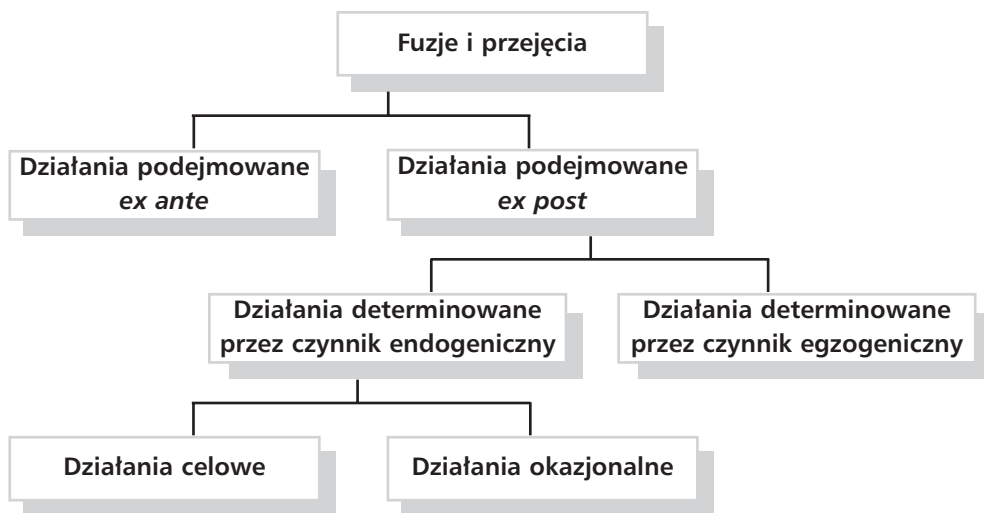
Charakterystyka faz cyklu koniunkturalnego a ubezpieczeniowa aktywność konsolidacyjna

Znając w zarysie czynniki motywujące do podejmowania transakcji konsolidacyjnych oraz charakterystyki cyklu koniunkturalnego, można przejść do analizy zależności pomiędzy tymi wartościami. Fuzje i przejęcia mogą być podejmowane bądź to jako element strategii przedsiębiorstwa zmniejszający podatność ubezpieczyciela na kształtowanie się cyklu koniunkturalnego (działania podejmowane *ex ante*), bądź też mogą stanowić odpowiedź zakładów ubezpieczeń na konkretną fazę cyklu (transakcje podejmowane *ex post*). Przy czym druga grupa przedsięwzięć może być determinowana albo czynnikiem endogenicznym (celowe lub przypadkowe wykorzystywanie uwarunkowań rynkowych), albo egzogenicznym (tzw. przymus ekonomiczny).

Działania podejmowane *ex ante* służą umocnieniu pozycji ubezpieczyciela, tak by osłabić oddziaływanie niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych na jego sytuację. Strategiczne decyzje dotyczące konsolidacji, dzięki którym umacnia się pozycja rynkowa ubezpieczycieli w długim okresie, mogą być zaliczone do tej grupy. Fuzje i przejęcia mogą bowiem, wspomagając długoterminową strategię opartą na perspektywicznej analizie rynku, w tym też porządkować politykę *underwritingu* w zgodzie z przyjętym w zakładzie ubezpieczeń systemem zarządzania ryzykiem, tak by tworzony portfel ubezpieczeń był odpowiednio zdywersyfikowany i dzięki temu był mało podatny na ryzyka wynikające

z koniunkturalnej zmienności gospodarki¹⁴. Nie bez znaczenia dla odporności ubezpieczycieli względem cyklu koniunkturalnego jest także odpowiednio zdywersyfikowany i elastyczny system dystrybucji ubezpieczeń¹⁵, czy jakość polityki inwestycyjnej ubezpieczycieli, która powinna zapewnić płynny, bezpieczny i jednocześnie rentowny portfel zakładu ubezpieczeń. O tyle, o ile fuzje i przejęcia są skutecznym narzędziem w restrukturyzowaniu działalności w wyżej podanych zakresach, o tyle można je uznać za formę działalności antycyklicznej danego towarzystwa. Mając na względzie fakt, że antycykliczne działania podejmowane są w celu zredukowania oddziaływania na ubezpieczycieli potencjalnych, niekorzystnych uwarunkowań rynkowych, fuzje i przejęcia o charakterze *ex ante* realizowane są najczęściej w okresie *hossa* gospodarczej. Wykorzystując dobrą koniunkturę, odpowiednio wysoki poziom zasobów, ubezpieczyciele mogą się przygotowywać na okresy twardego rynku i kształtują wówczas stronę popytową na rynku transakcji konsolidacyjnych. W takich okolicznościach powstaje pytanie, którzy ubezpieczyciele tworzą podaż tego rynku. Można wyróżnić dwa źródła podaży: po pierwsze, mając na względzie fakt, że również dezinvestycje są elementem restrukturyzacji przedsiębiorstw, które mogą stanowić element antycyklicznej działalności ubezpieczycieli, podaż na rynku M&A stanowią te spółki, które nie należą do tzw. kluczowej działalności (*core business*) grup ubezpieczeniowych¹⁶. Po drugie, *hossa* na rynku ubezpieczeniowym to okres tzw. miękkiego rynku. Wysoka presja konkurencyjna, niskie stopy składek nie pozwalają na realizację zamierzonego poziomu rentowności w działalności technicznej. Ekonomiczny przymus konsolidacji dotyka głównie ubezpieczycieli małych z niewielkim zapleczem inwestycyjnym, które potencjalnie mogłyby subsydiować działalność techniczną.

Schemat 1: Fuzje i przejęcia względem poszczególnych faz cyklu koniunkturalnego



Źródło: opracowanie własne.

14. Por. J.B. Rozet, J.H. Lobregt, *Riding the cycles: Keeping one step ahead of the competition*, „European Insurance Digest”, September 2008, s. 7 www.pwc.com.

15. *Ibidem*.

Załamanie koniunktury na rynku ubezpieczeniowym, niezależnie od przyczyny, czy to związanej z wyższą niż przewidywana wielkością szkód¹⁷, czy też spowolnieniem ogólnogospodarczym¹⁸, ma bogate konotacje dla rynku transakcji konsolidacyjnych. Ubezpieczyciele odpowiadają *ex post* na turbulencje gospodarcze. Przy czym odpowiedź ta jest wielokierunkowa i zależna m.in. od zakresu podejmowanych wcześniej działań o charakterze *ex ante*. Zarówno zwiększona szkodowość¹⁹, jak i pogarszający się zwrot z inwestycji, wpływają na stan kapitałów sektora ubezpieczeń. Dodatkowo, rosnące ceny ubezpieczeń – jako efekt przechodzenia od fazy rynku miękkiego (*soft market*) do rynku twardego (*hard market*) – a także zmniejszająca się pojemność ubezpieczeniowa sektora²⁰ – redukują zarówno popyt, jak i podaż usług ubezpieczenia. Dla wielu towarzystw oznacza to ekonomiczny przymus konsolidacji, jako alternatywę dla zakończenia działalności. Presja na poprawę stanu wypłacalności poszczególnych ubezpieczycieli oraz – w obliczu wprowadzania regulacji wypłacalności opartych na systemie zarządzania ryzykiem²¹ – nacisk na wdrożenie skutecznego systemu *risk management*, stanowią impuls dla generowania podaży na rynku M&A w sektorze ubezpieczeń. Nacisk ten jest dwójako uwarunkowany. Po pierwsze, drobne podmioty nie są w stanie bez zewnętrznego zaangażowania poprawić stanu wypłacalności²² i rozwinąć skutecznego systemu zarządzania ryzykiem. Konsolidacja staje się wtedy szansą na pozyskanie dodatkowych kapitałów²³ oraz *know-how* w zakresie *risk management*. Po drugie, grupy ubezpieczeniowe o znacznie zdywersyfikowanej działalności pozbywają się biznesu *non-core*, w celu poprawy stanu swoich kapitałów, a także jako efekt strategicznych decyzji w zakresie zarządzania ryzykiem²⁴.

Czynniki determinujące stronę popytową w warunkach kryzysu są rozbudowane i oddziałują wielostronnie. Pierwszą reakcją na czynnik generujący spowolnienie w sek-

16. Np. strategia szwajcarskich ubezpieczycieli (Zurich Financial Services i Winterthur), por. *Financial Services M&A, Review of and Outlook for Mergers and Acquisitions in the European Financial Services Market*, PricewaterhouseCoopers 2004, s. 19, www.pwc.com.

17. W ostatnich latach przyczyną załamania koniunktury ubezpieczeniowej były konsekwencje huraganu Katrina w 2005 r., zob. J.B. Rozet, J.H. Lobregt, *Riding the cycles: Keeping one step ahead of the competition*, „European Insurance Digest”, September 2008, s. 5, www.pwc.com; *Risks call for big capital cushion – insurance execs*, „Insurance Acquisition Monthly”, July 2009, www.kpmg.com.

18. Porównanie konsekwencji wystąpienia dwóch źródeł spowolnienia na rynku ubezpieczeniowym, zob. H. Fromme, *Exklusiv Münchener Rück sieht Krise „wie nach dem 11. September”*, *Financial Times Deutschland* z 22.09.2008 r., www.ftd.de.

19. Zwłaszcza, jeśli zdarzenia katastroficzne uderzają w bilans ubezpieczycieli po okresie rynku miękkiego i rozluźnionej dyscypliny underwritingowej.

20. Jako efekt niedoboru kapitałów oraz awersji do ryzyka, por. S. Bäuer, H. Fromme, *Branche erwartet Zerschlagung von AIG*, „*Financial Times Deutschland*” z 18.09.2008, www.ftd.de.

21. Więcej m.in.: A.F. Giffin, M. Lombardi, *Financial Services: Toward a Global Solvency Standard*, „*Emphasis*” 2006, nr 2, s. 18.

22. O trudnościach z pozyskaniem kapitałów, zob. *US life insurance industry Outlook, 2009 Outlook*, Global Insurance Center, Ernst&Young 2009, www.ey.com.

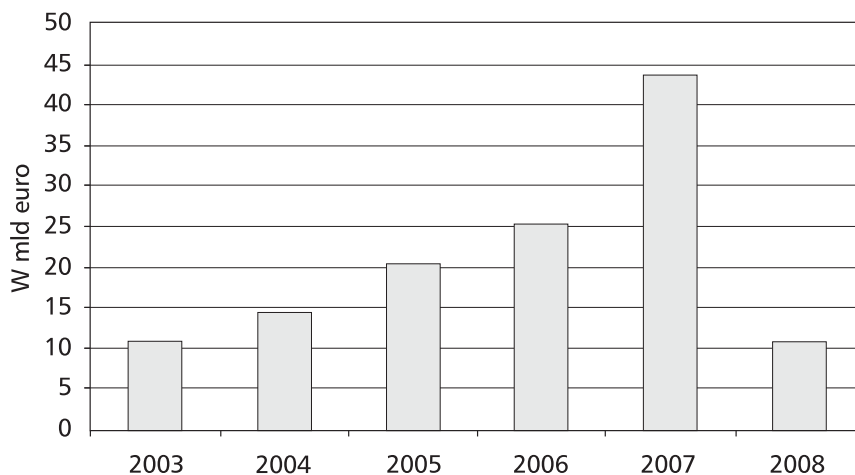
23. K. Poposki, *Merger activity in the insurance industry*, „*Facta Universitatis*” University St. Kliment Ohridski, series „*Economics and Organization*” 2007, vol. 4, No. 2, s. 166.

24. Por. *ING wyprzedaje aktywa*, „*Dziennik Ubezpieczeniowy*” 2218, 10 kwietnia 2009 r.; *ING pozbywa się ubezpieczeń*, „*Dziennik Ubezpieczeniowy*” 2356, 27 października 2009 r.

torze ubezpieczeniowym jest niepewność²⁵, co do aktualnej sytuacji własnego przedsiębiorstwa, potencjalnych kandydatów do nabycia, uwarunkowań całego sektora, czy też czasu oddziaływania negatywnych czynników²⁶, a także osłabienie sytuacji kapitałowej potencjalnych nabywców. Rezultatem tego, jest daleko idąca powściągliwość w podejmowaniu inwestycji zewnętrznych²⁷.

Odzwierciedleniem takiej tendencji jest osłabienie poziomu M&A na rynku ubezpieczeniowym w ujęciu wartościowym w latach 2008 i 2009 (por. wykres 1 i 2), które stanowiło wyraźną reakcję na osłabienie gospodarcze.

Wykres 1: Fuzje i przejęcia na europejskim rynku ubezpieczeniowym w latach 2003-2008.



Źródło: opracowanie własne na podstawie *Financial Services M&A, 2004-2009*, PricewaterhouseCoopers, www.pwc.com.

Niepewność, co do sytuacji ekonomicznej podmiotu nabywanego, rodzi trudności w oszacowaniu jego wartości i ustaleniu ceny transakcji. Problem ten jest dodatkowo pogłębiony w transakcjach międzynarodowych poprzez nieprzewidywalność kształtowania się kursów walutowych i tym samym trudność wyceny w walucie kandydata chętnego do nabycia²⁸.

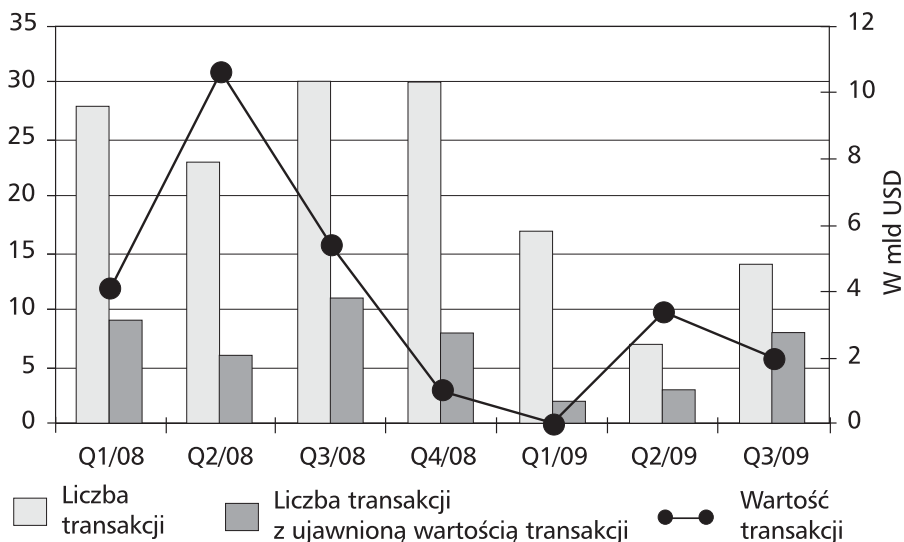
25. Szerzej na temat niepewności jako czynnika kryzysu na rynku finansowym: B. Półtorak, *Czynniki kryzysu płynności na rynkach finansowych w 2007 r.*, [w:] „Rynek finansowy. Inspiracje z integracji europejskiej”, red. J. Węclawski, Lublin 2008, s. 21 - 27.

26. Por. C. Foulger, C. Homan, A. Wightman, *Confronting the down cycle: seeking opportunity in uncertain times*, „European Insurance Digest”, September 2008, s. 35, www.pwc.com.

27. Przykładem jest wycofanie się grupy Fortis z inwestycji w polskim sektorze ubezpieczeń, por. *Rok 2008 pod znakiem tajfunu Kryzys*, „Gazeta Ubezpieczeniowa” z 23 grudnia 2008 roku, www.gu.com.pl.

28. O wpływie zmienności kursów walutowych na transakcje konsolidacyjne, zob. m.in. B.A. Benet, J.H. Godwin, S.R. Goldberg, *The Decline of Euro M&A*, Wileys Periodicals, Inc. 2005, www.interscience.wiley.com.

Wykres 2: Fuzje i przejęcia na rynku amerykańskim 2008-2009



Źródło: opracowanie własne na podstawie *Insurance Acquisition Monthly, May – November 2009*, www.kpmg.com.

Ponadto, dysproporcja pomiędzy oczekiwaniami sprzedawców i nabywców w warunkach niepewności, znacznie się powiększa. Sprzedawcy z opóźnieniem zmniejszają swoje oczekiwania cenowe, podczas gdy nabywcy znacznie szybciej reagują skorygowaną o premię za ryzyko, presją cenową²⁹. Postępujące spowolnienie sektora ubezpieczeń redukuje jednak wycenę spółek. Rzeczywistość cyklu koniunkturalnego naraża ubezpieczycieli na zmienność takich pozycji jak zyski, wartość rynkowa, wartość księgową, a w konsekwencji modyfikuje takie wskaźniki jak P/E (cena/zysk), *price to book* (cena/wartość księgową) czy ROE. Konsekwencją załamania rynku w 2008 r. był 37,4 proc. spadek zysków sektora w Stanach Zjednoczonych. Jednocześnie wartość rynkowa ubezpieczycieli spadła o 61 proc.³⁰. W konsekwencji obserwowano pogarszającą się wartość wskaźnika P/E. Przełom lat 2008/2009 wyróżnia się także pogarszającymi wartościami mnożnika ceny do wartości księgowej (jeszcze w marcu 2008 r. wynosił on 1,3; 1,1; 1,5 odpowiednio dla ubezpieczeń na życie, ubezpieczeń majątkowych, ubezpieczeń zdrowotnych i wypadkowych, by po roku przyjąć wartości 0,4; 0,8; 0,8)³¹. Warto odnotować fakt nierównomiernego kształtowania się wskaźników działalności ubezpieczycieli. Podczas gdy od

29. D. Guly, S. How, S. Osei-Mensah, R. Taylor-Rea, Sustaining profitable growth, „European Insurance Digest”, September 2008, s. 11, www.pwc.com.

30. IQ Capital za J. Balcombe, Credit Crisis and Insurance Companies, November 2008, www.irmi.com z 10 listopada 2009 r.

31. Dane zaprezentowane w tej części artykułu pochodzą z raportów „Insurance – Acquisition Monthly”, KPMG May - November 2009.

marca 2009 r. P/E oraz *price to book* systematycznie wzrasta we wszystkich rodzajach ubezpieczeń na rynku USA, wskaźnik ROE pozostaje na bardzo niskim poziomie do lipca 2009 (-4 proc.), by osiągnąć wartość 0 proc. w sierpniu i we wrześniu. Oznacza to, że pomimo balastu kryzysu roku 2008, który cały czas pozostawia piętno na wynikach ubezpieczycieli, rośnie optymizm wśród inwestorów, który będzie napędzał kolejne transakcje konsolidacyjne na rynku.

Zredukowane oczekiwania cenowe sprzedawców, a także ujawnienie się pierwszych efektów spowolnienia gospodarczego w wynikach spółek (co ogranicza niepewność działającą destymulująco na działania konsolidacyjne w pierwszej fazie kryzysu), zwiększają wydatnie popyt na rynku transakcji konsolidacyjnych. Po pierwotnym osłabieniu aktywności fuzji i przejęć spodziewać się można wzrostu wolumenu tych transakcji. Badania wskazują, że 73 proc. osób zarządzających zakładami ubezpieczeń, spodziewa się zwiększenia aktywności na rynku M&A w 2010 roku, pomimo trudności z dostępem do kapitału potencjalnie finansującego takie transakcje³². Zarówno zasoby gotówkowe ubezpieczycieli, jak i siła nabywczą akcji własnych, są w warunkach spowolnienia gospodarczego ograniczone, bądź to poprzez spadek rentowności działalności technicznej i inwestycyjnej, bądź też globalny spadek kursów akcji³³.

Czynniki stymulująco wpływające na popyt w warunkach spowolnienia gospodarczego determinują zarówno działania celowe, jak i okazjonalne ubezpieczycieli nabywających³⁴. Uwarunkowania rynkowe mogą więc, stanowić bądź to ułatwienie realizacji wcześniej opracowanej strategii, bądź też nieprzewidzianą szansę realizacji dodatkowych korzyści. W jednym i w drugim przypadku konieczne jest przeprowadzenie skrupulatnego procesu *due diligence*, ponieważ warunki pogarszającej się koniunktury sprzyjają sytuacji nabycia spółki z ukrytymi problemami³⁵. Spółki przejmujące stają najczęściej przed problemem presji czasowej (korzystne oferty sprzedaży przyciągają wielu nabywców) z jednej strony, z drugiej natomiast przed koniecznością precyzyjnego oszacowania ryzyka związanego z ewentualnym przejęciem spółki.

Powyższe uwagi wskazują jednoznacznie na wielowymiarowość powiązań między natężeniem aktywności na rynku konsolidacyjnym, a fazą cyklu koniunkturalnego. Tabele 1 i 2 wskazują ponadto powiązania pomiędzy zmiennością poszczególnych faz

32. Por. *Insurance Industry Executives Expect Stronger 2010, But Remain Subdued on Underwriting Profit*, „Insurance Acquisitions Monthly”, KPMG, October 2009, www.kpmg.com; Podkreślenia wymaga fakt, że dodatkowym czynnikiem stymulującym strategiczne transakcje konsolidacyjne jest to, że okres spowolnienia i twardego rynku jest korzystnym czasem na penetrowanie nowych rynków (zmniejszona presja konkurencyjna, wyższe stopy składek), por. J.B. Rozet, J.H. Lobregt, *Riding the cycles: Keeping one step ahead of the competition*, „European Insurance Digest”, September 2008, s. 5, www.pwc.com.

33. Axa zrezygnowała w 2009 r. z przejęć, ze względu na spadek kursu jej akcji, spowodowany ogólną tendencją rynkową, zob. *Axa nie będzie akwirować*, „Dziennik Ubezpieczeniowy nr 2218”, 10 kwietnia 2009 r.

34. Por. m.in. nastawienie do transakcji konsolidacyjnych kanadyjskiego ubezpieczyciela Manulife: P. Jordan, *For Manulife, the Acquisitive Spirit is Willing*, „Insurance Acquisitions Monthly”, KPMG, July 2009, www.kpmg.com.

35. Przykładem szeregu porażek transakcji M&A z tego tytułu jest sektor bankowy: przejęcie części Lehman Brothers przez Nomura, Merrill Lynch przez Bank of America, Wachowias przez Wells Fargo, HBOS przez Lloyds. Por. Ch. Mai, *Konsolidierung in der Krise. Wenn Banken mit Übernahmen kämpfen*, „Financial Times Deutschland”, 18.09.2008, www.ftd.de.

cyklu, uwarunkowaniami w zakresie aktywów i pasywów ubezpieczyciela, a czynnikami determinującymi działalność konsolidacyjną. Choć historycznie rzecz ujmując, nie ma podstaw do twierdzenia o występującej ścisłej korelacji pomiędzy natężeniem aktywności na rynku M&A (*mergers & acquisitions*) a fazą cyklu koniunkturalnego³⁶, to jednak – jak wskazuje powyższa analiza, a także literatura przedmiotu – pewne jest, że niektóre zjawiska obserwowane na poszczególnych etapach cyklu mogą wpływać i wpływają na decyzje w zakresie transakcji konsolidacyjnych³⁷.

Tabela 1: Wpływ zmienności aktywów i pasywów ubezpieczycieli w warunkach osłabienia koniunktury ubezpieczeniowej na popyt i podaż na rynku fuzji i przejęć

Umiejscowienie efektów załamania		Strona aktywów	Strona pasywów
Strona transakcji	Oslabienie	Niepewność	
	Wzmocnienie	Niepewność	
Strona popytowa	Oslabienie	Trudności z finansowaniem: - niedobór gotówki	Trudności z finansowaniem: - ograniczona możliwość emisji akcji – niedowartościowanie akcji - ograniczona możliwość pozyskania długu
	Wzmocnienie	Zwiększona siła nabywczą na skutek spadku wartości rynkowej spółek potencjalnie nabywanych	
Strona podażowa	Oslabienie	Niepewność, co do charakterystyk składników majątkowych i w konsekwencji zawyżone oczekiwania cenowe	
	Wzmocnienie	Pogorszenie struktury aktywów, spadek wartości inwestycji	Straty na działalności inwestycyjnej, spadek kapitałów własnych

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2: Wpływ zmienności aktywów i pasywów ubezpieczycieli w warunkach ożywienia koniunktury ubezpieczeniowej na popyt i podaż na rynku fuzji i przejęć

Umiejscowienie efektów załamania		Strona aktywów	Strona pasywów
Strona transakcji	Oslabienie	Niepewność	
	Wzmocnienie	Niepewność	
Strona popytowa	Oslabienie	Zmniejszona względnie siła nabywczą aktywów (ze względu na rosnącą wartość rynkową kandydatów do nabycia)	X
	Wzmocnienie	Zwiększona bezwzględnie siła nabywczą aktywów	
Strona podażowa	Oslabienie	Korzystna obecna i prognozowana przyszła struktura aktywów i pasywów pozwala zaspokoić wysokie oczekiwania cenowe	
	Wzmocnienie	X	Straty na działalności technicznej (jako efekt wzmożonej konkurencji cenowej) prowadzą do konieczności wzmocnienia kapitałów własnych

Źródło: opracowanie własne.

36. Por. P. Alberciak, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*. „Implikacje teoretyczne”, Łódź 2002, s. 39.

37. Por. M. Lewandowski, *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, Warszawa 2001, s. 17.

Podsumowanie

Choć cykliczność zarówno w zakresie aktywności gospodarczej, jak i w obszarze ubezpieczeniowych transakcji konsolidacyjnych jest faktem, analiza teoretyczna nie pozwala wyciągać wniosków dotyczących ścisłej korelacji (dodatniej, bądź ujemnej) tych zjawisk. Wynika to z dwóch kategorii uwarunkowań. Po pierwsze, determinanty koniunkturalnego cyklu ubezpieczeniowego nie zawsze pokrywają się z czynnikami wpływającymi na ogólnogospodarczą cykliczność. W szczególności występowanie koniunkturalnego cyklu na rynku ubezpieczeń nie jest jedynie pochodną zmian w zakresie gospodarki finansowej i realnej świata. Istotną determinantą tego pierwszego jest także zmienność szkodowości, która z kolei może pozostać bez wpływu na gospodarkę realną. Po drugie, każda faza cyklu koniunkturalnego generuje zarówno takie czynniki, które wpływają pozytywnie na aktywność konsolidacyjną, jak i takie, których działanie jest odwrotne. Efekt w postaci nasilenia bądź osłabienia skłonności do fuzji i przejęć zależy od siły oddziaływania poszczególnych grup czynników. Statystyki ostatnich lat pozwalają stwierdzić, że przynajmniej w pierwszym okresie spowolnienia gospodarczego prym wiodą czynniki osłabiające skłonność do transakcji konsolidacyjnych. Jednocześnie jednak można postawić tezę, że aktywność na rynku fuzji i przejęć odradza się szybciej niż stan gospodarki, ze względu na występowanie czynników wzmacniających popyt i podaż na tym rynku. Pamiętać jednak należy, że poziom transmisji zjawisk pomiędzy zmiennością stanu gospodarki ogólnoswiatowej a rynkiem ubezpieczeniowym, zależy w dużej mierze od charakterystyki danej fazy cyklu i jej struktury w danym momencie³⁸.

Dr MALWINA LEMKOWSKA jest pracownikiem naukowym Katedry Znormalizowanych Systemów Zarządzania Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.

Recenzenci: prof. dr hab. Jan Monkiewicz, prof. dr hab. Stanisław Owsiak.

Wykaz źródeł:

- Alberciak P., *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw. Implikacje teoretyczne*, Łódź 2002.
- Axa nie będzie akwirować, „Dziennik Ubezpieczeniowy” nr 2218, 10 kwietnia 2009 r.
- Balcombe J., *Credit Crisis and Insurance Companies*, November 2008, www.irmi.com z 10 listopada 2009 r.
- Benet B.A., Godwin J.H., Goldberg S.R., *The Decline of Euro M&A*, Wileys Periodicals, Inc. 2005, www.interscience.wiley.com.
- Eling M., Luhn M., *Underwriting Cycles in German Property/Liability Insurance*, „Working Papers on Risk Management and Insurance” 2008, No. 62.
- Eling M., Schmeiser H., *Insurance and the Credit Crisis: Impact and Ten Consequences for Risk Management and Supervision*, „Working Papers on Risk Management and Insurance” 2009, No. 70.

38. Każdy cykl koniunkturalny ma indywidualny zestaw czynników go charakteryzujących, odmienną strukturę i w efekcie odmiennie konsekwencje. Nie można zatem jednoznacznie przewidywać układu zjawisk w przyszłości na podstawie doświadczeń przeszłych.

- Enz R., *The insurance cycles as an entrepreneurial challenge*, Swiss Re Technical publishing, Zurich 2002.
- Erstes japanisches Finanzkrisenopfer: Versicherer Yamato Life kollabiert*, „Financial Times Deutschland“, 10 października 2008.
- Financial Services M&A*, Review of and Outlook for Mergers and Acquisitions in the European Financial Services Market, PricewaterhouseCoopers 2004, s. 19, www.pwc.com.
- Foulger C., Homan C., Wightman A., *Confronting the down cycle: seeking opportunity in uncertain times*, „European Insurance Digest“, September 2008, www.pwc.com.
- Fromme H., *Exklusiv Münchener Rück sieht Krise*, „wie nach dem 11. September“, Financial Times Deutschland z 22.09.2008 r., www.ftd.de.
- Giffin A.F., Lombardi M., *Financial Services: Toward a Global Solvency Standard*, „Emphasis“ 2006, nr 2.
- Guly D., How S., Osei-Mensah S., Taylor-Rea R., *Sustaining profitable growth*, „European Insurance Digest“, September 2008, s. 11, www.pwc.com.
- ING pozbywa się ubezpieczeń*, „Dziennik Ubezpieczeniowy“ nr 2356, 27 października 2009 r., *ING wyprzedaje aktywa*, „Dziennik Ubezpieczeniowy“ nr 2218, 10 kwietnia 2009 r.
- Insurance – Acquisition Monthly*, KPMG May - November 2009.
- Insurance Industry Executives Expect Stronger 2010, But Remain Subdued on Underwriting Profit*, „Insurance Acquisitions Monthly“, KPMG, October 2009, www.kpmg.com.
- Jordan P., *For Manulife, the Acquisitive Spirit is Willing*, „Insurance Acquisitions Monthly“, KPMG, July 2009, www.kpmg.com.
- Levy H., Sarnat M., *Principles of Financial Management*, Prentice Hall 1988.
- Lewandowski M., *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, Warszawa 2001.
- Lisowski J., *Wpływ kryzysu finansowego na rynek kredytu kupieckiego*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe“ 2009, nr 1.
- Loney M., Ellenbürger F., *Insurance – What's next?*, „Frontiers in finance“, KPMG December 2008, s. 9.
- Mai Ch., *Konsolidierung in der Krise. Wenn Banken mit Übernahmen kämpfen*, „Financial Times Deutschland“, 18.09.2008, www.ftd.de.
- Orłowska R., Pangsy - Kania S., *Cykle koniunkturalne. Teoria, analiza i praktyka*, Gdańsk 2003.
- Poposki K., *Merger activity in the insurance industry*, „Facta Universitatis“ University St. Kliment Ohridski, series „Economics and Organization“ 2007, vol. 4, No. 2.
- Półtorak B., *Czynniki kryzysu płynności na rynkach finansowych w 2007 r.*, [w:] „Rynek finansowy. Inspiracje z integracji europejskiej“, red. J. Węclawski, Lublin 2008.
- Risks call for big capital cushion – insurance execs*, „Insurance Acquisition Monthly“, July 2009, www.kpmg.com.
- Rok 2008 pod znakiem tajfunu Kryzys*, „Gazeta Ubezpieczeniowa“ z 23 grudnia 2008 roku, www.gu.com.pl.
- Rozet J.B., Lobregt J.H., *Riding the cycles: Keeping one step ahead of the competition*, „European Insurance Digest“, September 2008, www.pwc.com.
- S. Bäuer, H. Fromme, *Branche erwartet Zerschlagung von AIG*, „Financial Times Deutschland“ z 18.09.2008, www.ftd.de.
- Szczepankowski P.J., *Fuzje i przejęcia*, Warszawa 2000.
- US life insurance industry Outlook*, 2009 Outlook, Global Insurance Center, Ernst&Young 2009, www.ey.com.

Business cycle and the activity level of mergers and acquisitions on the insurance market: theoretical analysis

– SUMMARY

There are two sources of appearance of a business cycle in insurance: (i) loss ratio higher than expected (Katrina hurricane in 2005 e.g.), or (ii) economic downturn (2008). Successive phases of the cycle affect the assets and liabilities subsequently: advantageously, and then disadvantageously. In the consequence, this determines the proneness of consolidations. Insurers' awareness of appearance of the periods of a recession on the market causes that some insurers take actions aimed at reducing a negative influence of the cycle on their standing. The catalogue of ex ante actions covers also mergers and acquisitions. However, significant number of transactions can be regarded as a response to the market environment, being effect of the subsequent phases of the cycle. There are two groups of these transactions: (i) determined by external factors (like economic necessity), and (ii) basing on voluntary, internal decision, being a strategic or incidental response of the insurer to the particular conditions.