

MARIETTA LEONOWICZ-LOMOTT

Kryzysy finansowe szansą dla ubezpieczeń wzajemnych? Obserwacje globalnego kryzysu finansowego

Kryzysy finansowe nie pozostają bez wpływu na rynek ubezpieczeń. Ubezpieczenia wzajemne, które stanowią naturalny element rynku również odczuwają skutki załamania na rynku finansowym. Obserwacje z obecnego kryzysu pozwalają jednak na sformułowanie wniosków, iż towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych łagodniej znoszą oddziaływanie kryzysu, który staje się wręcz dla nich szansą na poprawę swej sytuacji rynkowej mierzonej zbiorem składki i udziałem w rynku. Zasada wzajemności nie jest jednak, jak wskazuje zawarta w artykule analiza, gotowym rozwiązaniem dla przetrwania trudnych czasów.

Wprowadzenie

Naturalnym zjawiskiem rozwiniętych rynków ubezpieczeniowych jest koegzystencja dwóch odmiennych zasad prowadzenia działalności ubezpieczeniowej – handlowej i wzajemnościowej. W zależności od rynku, tradycji i uregulowań prawnych reprezentować je mogą różne formy organizacyjne przedsiębiorstw ubezpieczeniowych, najpowszechniejszymi są spółki akcyjne (dla zasady komercyjnej) i towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych (dla ubezpieczeń opartych na zasadzie wzajemności). Podstawową cechą różniącą oba typy przedsiębiorstw jest cel działalności. Nie pozostaje on jednak bez wpływu na ich zachowania rynkowe. Okresami szczególnie dla działalności ubezpieczeniowej są kryzysy finansowe i gospodarcze.

Autorka analizuje w artykule dotychczasowy wpływ obecnych zawirowań na rynkach finansowych na działalność towarzystw ubezpieczeń wzajemnych oraz weryfikuje hipotezę, że kryzysy finansowe łagodniej dotykają przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe opierające swe działanie na zasadzie wzajemności. Dotychczasowa praktyka wskazuje, iż formuła wzajemności predysponuje zakłady wzajemne nie tylko do łatwiejszego i mniej bolesnego przetrwania kryzysów finansowych, ale też do wykorzystania przewagi z tego wynikającej i do poprawy swojej pozycji rynkowej. Dla weryfikacji tej

hipotezy autorka dokonała analizy sytuacji towarzystw ubezpieczeń wzajemnych na największych światowych rynkach ubezpieczeniowych w oparciu o dostępne dane finansowe zakładów ubezpieczeń z okresu obecnego kryzysu finansowego. Badaniem zostały objęte kraje znajdujące się w pierwszej ósemce największych rynków finansowych (wg zbioru składki w roku 2008) w latach 2005-2008, oraz w uzasadnionych przypadkach lata poprzedzające ten okres. Z analizy wyłączono rynek chiński, gdzie nie działają towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych.

1. Wpływ kryzysu na sektor ubezpieczeń

Kryzys na rynku amerykańskim spowodowany został niezwykle liberalną polityką w zakresie udzielania kredytów hipotecznych, której towarzyszył brak nadzoru nad pośrednikami kredytowymi i niezwykle korzystne otoczenie makroekonomiczne (niskie stopy procentowe, rosnące ceny nieruchomości). W efekcie szybkiego wzrostu stóp procentowych podmioty o niskiej zdolności kredytowej zaprzestały spłaty zobowiązań kredytowych, a upadłości banków hipotecznych stały się przyczyną drastycznego spadku wartości instrumentów finansowych zabezpieczonych hipotecznie.

W tym momencie kryzys dotyczący wyłącznie rynku amerykańskiego staje się globalnym kryzysem finansowym, którego skutki odczuwają w pierwszej kolejności instytucje inwestujące w USA w papiery wartościowe zabezpieczone na kredytach o niskiej wiarygodności kredytowej kredytobiorcy. Sekurytyzacja kredytów hipotecznych powoduje kłopoty finansowe banków, a nawet ich bankructwa, oraz spadki notowań na światowych giełdach. Kryzys finansowy rozprzestrzenił się na gospodarkę globalną wywierając istotny wpływ nie tylko na sektor finansowy, ale również na sferę realną. Skutki tego kryzysu stają się także dostrzegalne w ubezpieczeniach. Podstawowymi obszarami, które dotyczą branżę ubezpieczeniową są:¹

- bardzo istotny spadek płynności w sektorze bankowym, który spowodował znaczący wzrost ryzyka systemowego,
- bezpośredni wpływ strat związanych z instrumentami strukturyzowanymi opartymi na kredytach hipotecznych (CDS, MBS) i instrumentami zabezpieczającymi spłatę kredytów hipotecznych (gwarancje, ubezpieczenia),
- drastyczny spadek wartości aktywów.

Poprzez oddziaływanie w tych trzech obszarach zakłady ubezpieczeń odczuły wyraźny wpływ kryzysu na swoją sytuację, która przejawiała się w:

- spadku wartości rynkowej zakładów ubezpieczeń, poprzez wyraźne obniżenie ich notowań i wycen²,
- deprecjacji aktywów³,

1. Liedtke P. M., *The Financial Crisis – Preparing for the Aftermath*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” nr 1, 2009, s. 5.

2. Zob. Lisowski J., *Wpływ kryzysu finansowego na rynek ubezpieczeń kredytu kupieckiego*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” nr 1, 2009, s. 45-46.

3. Blom F., Kuenen J.W. *Building a Crisis-proof Insurance Sector in The Netherlands*, Boston Consulting Group, BV, January 2009, s. 22.

- spadku rentowności działalności lokacyjnej⁴,
- spadku sprzedaży w efekcie załamania koniunktury gospodarczej⁵,
- wzroście wartości odszkodowań i świadczeń nie tylko w związku z produktami zabezpieczającymi kredyty hipoteczne i gwarantowaniem emisji papierów wartościowych zabezpieczonych hipotecznie⁶, ale także z polisami D&O⁷, czy zwiększającym się w kryzysie procesem wyłudzenia odszkodowań,
- możliwości „efektu domina” – zakłady będące częścią większej grupy finansowej, mogą być dotknięte problemami biorącymi początek w innych podmiotach z ich grupy (głównie z sektora bankowego)⁸,
- wzroście ryzyka reputacji, które jest charakterystycznym elementem składowym obecnego kryzysu⁹.

Należy jednak zaznaczyć, iż efekty kryzysu finansowego w różny sposób dotknęły różne rynki ubezpieczeniowe (najboleśniej rynek amerykański, mniej europejski¹⁰, a w tym polski¹¹), branże, a nawet pojedyncze zakłady ubezpieczeń.

2. Kryzys a ubezpieczenia wzajemne

Wpływ kryzysu na cały sektor finansowy związany jest, jak wskazano wyżej, ze znaczącą utratą reputacji przez sektor finansowy. Obecny kryzys pokazuje więcej. Weryfikuje trzy podstawowe idee, na których opiera się współczesna ekonomia:¹²

1. Racjonalizm ekonomiczny, który powoduje, że wszystkie decyzje ekonomiczne oparte są na przesłankach racjonalnych – miernikach efektów finansowych decyzji. Ignorowany jest aspekt moralny, czy etyczny działania, a zasadniczym celem działalności staje się zwiększenie zysku lub/i wartości przedsiębiorstwa.
2. Niezawodność rynku, która została wyraźnie podważona przez obecny kryzys. Zawiodła „niewidoczna ręka” wolnego rynku, wyraźny stał się brak efektywnej kontroli nad rynkiem finansowym i jego uczestnikami.
3. Wiarygodność informacji księgowych i ocen ratingowych, zostały bardzo mocno osłabione. Inżynieria finansowa stosowana w celu „poprawy” informacji finansowych wprowadziła w błąd zarówno inwestorów, jak i cały rynek.

-
4. *Systemic Risk in Insurance An analysis of insurance and financial stability*, Special Report of The Geneva Association Systemic Risk Working Group, The Geneva Association, March 2010, s. 35 i dalsze.
 5. Hess T., Karl K., Wong C., *Global insurance review 2008 and outlook 2009: Weathering the storm*, Economic Research & Consulting, Special Report, Swiss Re, 9 December 2008.
 6. *Ibidem* s. 6.
 7. *The Credit Crisis and the Insurance Industry. 10 Frequently Asked Questions*, Insurance and Finance SC 2, The Geneva Association, 19 November 2008.
 8. *Eight key messages on the financial turmoil*, November 2008, CEA, s. 3
 9. *Ibidem*, s. 3.
 10. *Ibidem*, s. 3-4.
 11. Kluza S., *Wpływ kryzysu na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych na polski rynek ubezpieczeń*, w: „Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce”, Zeszyty BRE Bank – CASE 2008, nr 96.
 12. Zob. wystąpienie prof. Alana Robbsa na spotkaniu IMCIF *Intelligence Committee Opportunities for mutuals and cooperatives „Voice”*, Issue 64, 2009, s. 12-13.

Podważenie tych idei staje się paradoksalnie szansą dla wzajemności ubezpieczeniowej, która ma źródła w solidaryzmie grupowym, i dla której nie są najistotniejsze działania na rzecz osiągnięcia dobrych, wysokich wyników finansowych, a cel w postaci taniej i pewnej ochrony ubezpieczeniowej¹³.

Na światowych rynkach ubezpieczeniowych T UW-y są podmiotami angażującymi się w przedsięwzięcia mniej ryzykowne – zarówno, jeśli chodzi o produkty ubezpieczeniowe, jak i rejony geograficzne¹⁴. Dzieje się tak w dużej mierze dlatego, że zakłady ubezpieczeń wzajemnych nie są zmuszane do wykazywania za wszelką cenę dobrych wyników finansowych, tak jak zakłady komercyjne. Dla oceny działalności T UW-ów i ich zarządów, także przez podmioty wyspecjalizowane (agencje ratingowe), kluczowym obszarem nie stają się osiągnięte przez nie wyniki finansowe¹⁵, choć oczywiście zysk (czy nadwyżka finansowa) jest jednym z ważnych elementów utrzymania czy poprawy ich pozycji rynkowej, wzrostu kapitałów i wypełnienia wymogów wypłacalności wynikających z przepisów prawa.¹⁶ W efekcie braku silnych nacisków na osiągnięcie zysków również zabiegi dążące do poprawy jakości aktywów poprzez inżynierię finansową, czy kreatywną księgowość, nie leżą w naturze T UW-ów. Priorytetem działania T UW jest interes członków nie zaś interes inwestorów. Dzięki temu T UW-y przejawiają większą predyspozycję do angażowania się w działania etyczne zarówno wobec ubezpieczonych, jak i społeczności¹⁷. To w sytuacji podważonego przez kryzys zaufania do sektora finansowego może mieć kolosalne znaczenie dla pozytywnego odbioru tych instytucji.

W ocenie skutków oddziaływania kryzysu na działalność zakładów ubezpieczeń istotna jest analiza działalności lokacyjnej. Jak wskazują dotychczasowe badania zawarte w literaturze przedmiotu, T UW-y są mniej skłonne do inwestycji związanych z wyższym ryzykiem niż spółki akcyjne¹⁸. Jest kilka powodów takiego stanu. Zasadniczym jest tzw. „presja na zysk” czyli oczekiwania zysku z zainwestowanego kapitału właścicieli zakładów komercyjnych. Jeśli dodatkowo wyniki finansowe pozostaną jednak w spółkach akcyjnych to zyski zakumulowane, zwiększają kapitały własne, a zatem zmniejszają ryzyko działalności. Ta druga sytuacja dotyczy także T UW-ów. Jednak brak możliwości przenoszenia praw właścicielskich w towarzystwach ubezpieczeń wzajemnych, w których prawa członkowskie są zasadniczo nierozdzielnie związane z umową ubezpieczenia, powoduje, iż ewentualne korzyści ze zwiększonego ryzyka inwestycyjnego są rozproszone. Ważnym argumentem jest również to, iż spółki akcyjne premiuje kadre

13. Kostecki A., *O zabezpieczeniach czyli asekuracjach w ogóle, a w szczególności o zabezpieczeniach w naszym kraju*, Czas, Kraków 1862, s. 2.

14. Lamm-Tennant J., Starks L.S.: *Stock versus Mutual Ownership Structures: The Risk Implications*, „Journal of Business” 1993, nr 66.

15. *Rating European Mutual Insurers*, Best's Rating Metodology, September 3, 2007.

16. Cummins J. D., Doherty N. A., *Capitalization of the Property – Liability Insurance*, „Journal of Financial Services Research” 2002, nr 21 i Kiedrowska M., *Kapitały własne w rachunkowości towarzystw ubezpieczeń wzajemnych*, [w:] T. Sangowski (red.), „Towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych w polskim systemie ubezpieczeń” (stan i perspektywy), Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001.

17. AISAM, *Social Responsibility: Key Theme for Mutual Insurance Companies*, Liege 2006.

18. Mayers D., Smith C.W. Jr., *Ownership structure and control*, „Journal of Financial Economics” 1986, no 16, s. 19-39.

menedżerską (np. poprzez pakiety zawierające opcje na akcje) tworząc zachęty do podejmowania większego ryzyka¹⁹. Niższa skłonność do podejmowania ryzykownych inwestycji staje się powodem lepszych wyników na działalności lokacyjnej w okresach kryzysów.

Szereg publikacji wskazuje, iż okresy kryzysów finansowych i katastrof naturalnych to czas aktywnego działania wzajemności ubezpieczeniowej i spadającego udziału spółek akcyjnych w rynku²⁰. Z jednej strony, inwestorzy/akcjonariusze w wyniku poniesionych strat mocno ograniczają swą aktywność inwestycyjną²¹. Z drugiej zaś strony, kiedy koszt kapitału jest wysoki, klienci zakładów ubezpieczeń stają się bardziej skłonni do ponoszenia nieco wyższego ryzyka związanego z ubezpieczeniami wzajemnymi (dopłaty, podniesienie składki)²². W wyniku takich zachowań obserwowana jest wyraźna cykliczność ubezpieczeń wzajemnych, a okresy kryzysowe, czy fazy tzw. twardego rynku, stwarzają pole do aktywności społecznej i przejmowania rynku przez ubezpieczenia wzajemne.

3. Efekty oddziaływania kryzysu na zakłady komercyjne i towarzystwa wzajemne na świecie²³

3.1 ZASILANIE KAPITAŁOWE

W efekcie zawirowań na światowych rynkach finansowych notowania giełdowe spółek ubezpieczeniowych spadły znacząco (Wykres 1)²⁴. Ubezpieczycieli majątkowych spadki te dotknęły wprawdzie nieco mniej niż podmioty gospodarcze sektora niefinansowego, ale ubezpieczenia na życie odczuły ten spadek nawet dotkliwiej niż sektor niefinansowy (indeks AMBGL dla ubezpieczycieli *life*, wciąż osiąga poziom niższy niż indeks S&P 500, w skład którego wchodzi 500 firm o największej kapitalizacji, notowanych na New York Stock Exchange i NASDAQ). Spadki notowań zakładów ubezpieczeń i załamanie rynków

-
19. Por. Camino D., *Ownership structure, investment and corporate value of insurance companies: implications for management*, „International Insurance Society Annual Seminar 2002”, s. 10-11.
20. Smith B. D., Stutzer M., *A Theory of Mutual Formation and Moral Hazard with Evidence from the History of the Insurance Industry*, „The Review of Financial Studies”, 1995, Vol. 8, No 2, s. 565-566 i cytowaną tam literaturę.
21. Laux C., Muermann A., *Mutual versus Stock Insurers: Fair Premium, Capital, and Solvency*, CFS Working Paper Series from Center for Financial Studies, No 26, 2006, s. 6-7.
22. Znajani G., *Mutuality and the Underwriting Cycle: Theory with Evidence from Pennsylvania Fire Insurance Market 1873-1909*, working paper, Federal Reserve Bank of New York, 2004.
- 23 Określenie towarzystwa wzajemne w niniejszym artykule używane będzie w odniesieniu do wszystkich form organizacyjnych opierających swą działalność na idei wzajemności w odróżnieniu od zakładów komercyjnych. Dla uproszczenia autorka będzie używać nazwy TUW rozumiejąc pod nią jednakże nie tylko klasyczne TUW-y, ale także wszelkie ich odmiany. Zob. Janowicz-Lomott M., *Towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych na wybranych rynkach ubezpieczeń*, w: „Ubezpieczenia gospodarcze wobec wyzwań globalizacji rynków finansowych”, red. T. Michalski, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2007, s. 56-57.
24. Skład i metodologia liczenia indeksów A.M. Best zob. <http://www.ambest.com/stocks/criteria.asp>

finansowych stało się istotnym problemem nie tylko dla akcjonariuszy zakładów ubezpieczeń, ale także dla samych przedsiębiorstw ubezpieczeniowych, które w efekcie mają bardzo utrudniony dostęp do finansowania zewnętrznego.

Wykres 1. Indeksy A.M. Best Global Non Life Insurance (AMBGNL) oraz A.M. Best Global Life Insurance (AMBGL), porównane do indeksu S&P 500 w latach 2007-2010

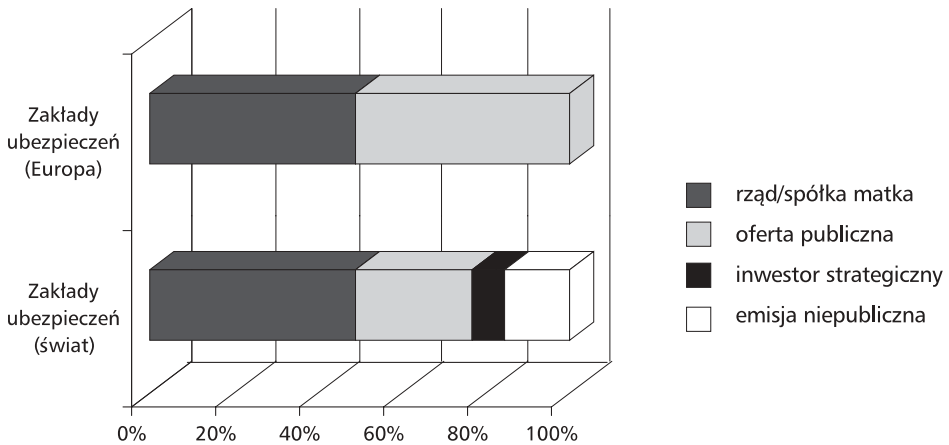


Źródło <http://www.ambest.com/stocks/default.asp> (07.02.2010).

W literaturze przedmiotu niezwykle często podkreśla się słabość zakładów ubezpieczeń wzajemnych, która polega na ich utrudnionym dostępie do kapitału. Jest to jeden z głównych powodów podnoszonych przez wielu autorów, jako zasadnicza przyczyna komercjalizacji (demutualizacji) towarzystw ubezpieczeń wzajemnych²⁵. W kontekście tych rozważań warto poddać analizie sytuację, w jakiej znalazły się zakłady komercyjne w efekcie ostatniego kryzysu finansowego. Niektóre z nich zostały zmuszone do dodatkowego zasilenia kapitałowego pochodzącego z różnych źródeł (Wykres 2).

25. Zamiast wielu zobacz Milewski P., *Towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych. Demutualizacja i holding*. (cz.I), „Wiadomości Ubezpieczeniowe”, 2000, nr 9/10.

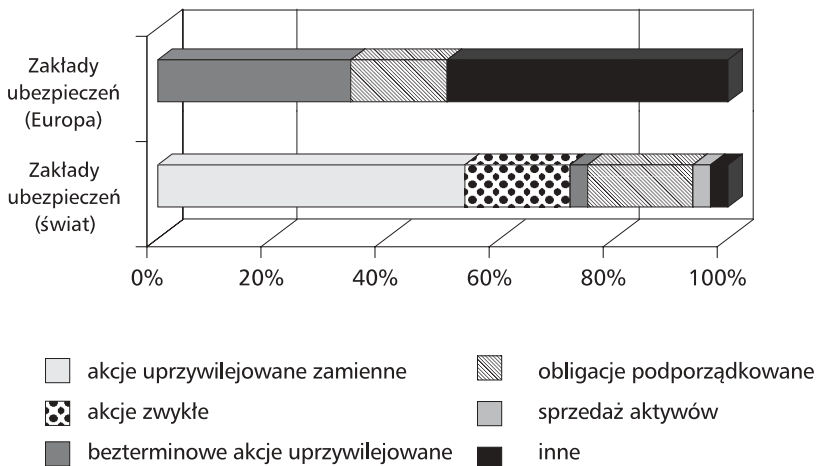
Wykres 2. Źródła zasilania kapitałowego zakładów ubezpieczeń w Europie i na świecie (2008)



Źródło: A.M. Best, *Economic Slump, Financial Crisis Hit Europe's Insurance Industry*, *Financial Review*, 14.05.2009, s. 3.

Dla światowych zakładów ubezpieczeń najistotniejszymi źródłami zasilania były pomoce rządowe lub kapitały wniesione przez spółki matki (49 proc. kapitału). W Europie źródło to (również udział na poziomie 49 proc.), jedynie nieznacznie zostało wyprzedzone przez ofertę publiczną (51 proc.). Okazuje się zatem, iż łatwy dostęp do finansowania zewnętrznego, poprzez rynki finansowe, będący atrybutem zakładów komercyjnych, nie staje się zasadniczą metodą uzupełniania kapitałów w okresie kryzysu finansowego. Ciekawych informacji dostarcza również analiza źródeł pochodzenia kapitału według rodzajów aktywów (Wykres 3).

Wykres 3. Wzrost kapitałów według typów aktywów



Źródło: *Ibidem*, s. 3.

Wyłączając inne źródła rekapitalizacji, które w przypadku ubezpieczycieli w Europie stanowią niemal 1/2 zasilania kapitałowego, z tytułu emisji instrumentów udziałowych na świecie pochodzi około 77 proc. kapitału, natomiast w Europie dokładnie 2/3, przy czym w przeważającej mierze są to instrumenty uprzywilejowane. W Europie nie ma dodatkowego kapitału pochodzącego z emisji akcji zwykłych, a na świecie są one źródłem ok. 1/5 kapitału. Powód wydaje się oczywisty – kryzys finansowy wywołujący spadki notowań giełdowych nie jest dobrym czasem dla emisji akcji. Dodatkowy kapitał z emisji instrumentów dłużnych wynosi w Europie 1/3 ogółu kapitału, natomiast na świecie ok. 1/5.

Kryzys rynków finansowych wskazuje, iż zakłady komercyjne mają ogromne trudności w pozyskaniu kapitału ze źródeł zewnętrznych (zwracając się niejednokrotnie o zasilanie kapitałowe do rządów lub spółek matek). Trudności, które napotykają TUV-y w funkcjonowaniu powodują, iż zakłady te, w sposób efektywny, sięgają do finansowania wewnętrznego. Dostępne są dla nich także instrumenty dłużne dość powszechnie wykorzystane przez zakłady ubezpieczeń w obecnym kryzysie finansowym. Warto też dodać, iż TUV-y są wyposażone w możliwość ogłaszania dopłat, które mogą stać się źródłem podnoszenia kapitału. Nie jest to jednak instrument stosowany powszechnie w zakładach opierających swą działalność na idei wzajemności²⁶.

3.2. DYNAMIKA SPRZEDAŻY I UDZIAŁ W RYNKU MIERZONE ZBIOREM SKŁADKI

Spowolnienie gospodarcze niesie za sobą spadek sprzedaży ubezpieczeń. Przewidywane są znaczące różnice w dynamice przypisu składki na różnych rynkach ubezpieczeniowych i powolne przełamanie ich dekonunktury w roku 2010 (Tablica 1).

Tablica 1. Dynamika składki na rynkach ubezpieczeniowych w latach 2007-2010 (proc.)*

	Ubezpieczenia życiowe				Ubezpieczenia nieżyciowe			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
USA	5,4	-3,8	3,2	5,0	-2,0	-3,1	3,0	6,6
Japonia	-15,8	-5,6	-1,7	0,3	-2,5	-1,1	1,2	1,9
Wielka Brytania	31,5	-15,7	-1,3	4,4	-0,7	-3,2	0,1	2,6
Francja	-3,0	-13,4	-0,7	3,6	2,1	0,0	0,0	-1,6
Niemcy	-1,6	-1,0	-0,7	0,6	-0,6	-1,5	0,3	1,4
Włochy	-13,5	-15,6	2,3	5,5	0,1	-3,3	0,4	2,7

* lata 2009-2010 projekcja

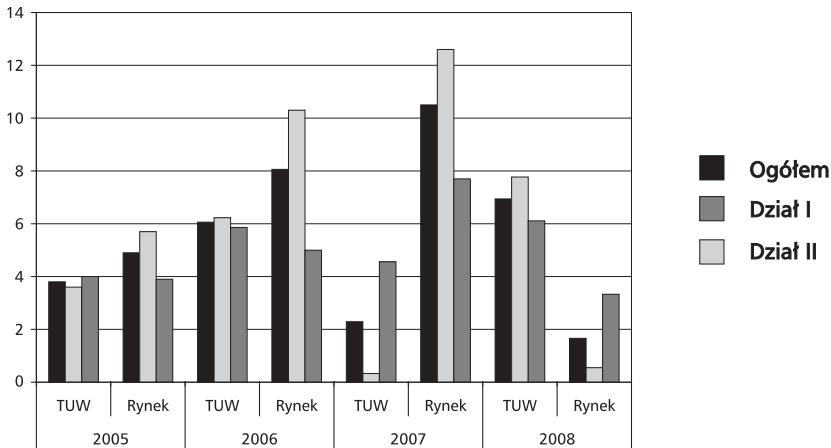
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Hess T., Karl K., Wong C., *Global insurance review 2008 and outlook 2009: Weathering the storm*, Economic Research & Consulting, Special Report, Swiss Re 2008, Swiss Re, *World insurance in 2008: life premiums fall in the industrialized countries – strong growth in the emerging economies*, „Sigma” nr 3, 2009.

Na tym tle ciekawa staje się sytuacja ubezpieczeń wzajemnych. W okresie 1999-2004 w Europie średnia dynamika składki w ubezpieczeniach *life* dla TUV-ów wyniosła 14,2 proc., a dla spółek akcyjnych 6,4 proc. Przy czym największa przewaga TUV-ów

26. Należy jednocześnie zauważyć iż praktyki dopłat są powszechne m.in. w opartych na zasadach wzajemności klubach armatorskich P&I.

dotyczyła okresu 1999-2002, natomiast w ubezpieczeniach nieżyciowych odpowiednio 5,3 proc. w TUW-ach i 4,7 proc. w spółkach akcyjnych. Największe różnice w tym przypadku dotyczą lat 2002-2004 kiedy TUW-y osiągnęły wzrost dwukrotnie wyższy niż spółki akcyjne (odpowiednio 18 proc i 9 proc.)²⁷. W latach 2005-2008 dynamika składki TUW-ów na całym światowym rynku ubezpieczeń była zbliżona do rynkowej (Wykres 4). Rok 2007 charakteryzowała znacząco wyższa dynamika składki w ubezpieczeniach komercyjnych niż wzajemnych, co zmieniło się całkowicie w roku następnym. Dynamika składki TUW w roku 2008 była niemal czterokrotnie wyższa niż dynamika rynkowa²⁸. Różnica ta była jeszcze wyraźniej widoczna w przypadku zakładów prowadzących ubezpieczenia typu *life*, gdzie dynamika składki TUW była niemal piętnastokrotnie wyższa. Obserwacje te wskazują, iż dynamika składki TUW-ów jest lepsza od rynkowej na rynkach trudnych, kryzysowych (2001 w Europie i 2008 na świecie), co potwierdza poglądy spotykane w literaturze przedmiotu.

Wykres 4. Dynamika składki towarzystw wzajemnych na tle dynamiki składki wszystkich zakładów ubezpieczeń w latach 2005-2008 (w proc.)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ICMIF, SwissRe i A.M. Best, Economic, op. cit., s. 7.

W efekcie wyższej dynamiki składki towarzystw ubezpieczeń wzajemnych, w stosunku do pozostałej części rynku, udział towarzystw wzajemnych w rynku mierzony zbiorem składki, w porównaniu do zakładów komercyjnych wzrósł o 1,3 punktu procentowego z poziomu 25,2 proc. do 26,5 proc. (Tablica 2). Tendencje wzrostowe/spadkowe kształtują się niejednorodnie na największych rynkach ubezpieczeniowych świata. Warto jednak odnotować, iż w zdecydowanej większości przypadków (wyjątkiem jest rok 2005 we Francji i 2007 we Francji, Włoszech i Holandii) spadkowi przypisuje składki towarzyszy

27. *Valuing our Mutuality III*, ACME 2007, s. 5-6.

28. Analiza dynamiki składki i udziału TUW-ów w rynku w roku 2008 została przeprowadzona na badaniach rynków gromadzących około 77 proc. światowego przypisu składki. Brak jeszcze aktualnych badań dotyczących całego światowego rynku ubezpieczeń.

wzrost znaczenia TUV-ów w rynku, zaś wzrostowi dynamiki składki spadek znaczenia TUV-ów. Świadczyć to może o niezwykle stabilnej pozycji tych zakładów, które wprawdzie nie korzystają w pełni z rosnącego rynku ubezpieczeń, ale za to korzystają z rynku trudnego nie tylko nie tracąc swoich dotychczasowych klientów, ale jak wskazuje wzrost dynamiki składki, uzyskując większe znaczenie na rynku.

Tablica 2. Udział towarzystw ubezpieczeń wzajemnych w zbiorze składki i dynamika składki na największych rynkach ubezpieczeniowych w latach 2004-2008 (w proc.)

	Udział TUV w rynku					Dynamika składki w ujęciu realnym			
	2004	2005	2006	2007	2008	05/04	06/05	07/06	08/07
USA	b.d.	33,0	29,3	28,7	30,1	-0,3	2,13	1,8	-3,5
Japonia	b.d.	36,1	37,7	41,6	38,1	0,7	-1,49	-3,2	7,1
Wielka Brytania	7,4	6,1	5,8	4,5	4,6	1,3	20,9	15,3	-23,5
Francja	34,0	39,2	39,6	38,2	38,6	9,3	10,61	-2,9	-7,5
Niemcy	40,7	42,1	42,8	43,5	43,2	1,4	0,56	-1,3	-1,8
Włochy	14,0	14,0	15,0	13,6	14,7	6,5	-4,90	-8,8	-10,9
Holandia	18,0	27,4	24,2	25,8	33,6	0,3	2,92	1,0	2,0
Ogółem	b.d.	24,7	23,6	22,6(25,2)*	(26,5)*	2,5	4,97	3,3	-3,7

* dane w nawiasach dotyczą jedynie części rynku ubezpieczeniowego stanowiącego około 77 proc. całego rynku.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Mutual Market Share 2006-2007 & Global 500. The Top 500 Mutual and Cooperative Insurers, ICMIF 2009; A.M. Best, Economic, op. cit., s. 6; Swiss Re, World insurance in 2005: moderate premium growth, attractive profitability „Sigma” nr 5, 2006, Swiss Re, World insurance in 2006: premiums came back to „life”, „Sigma” nr 4, 2007 Swiss Re, World insurance in 2007: emerging markets leading the way, „Sigma” nr 3, 2008 s. 35 oraz Swiss Re, World insurance in 2008: life premiums fall in the industrialized countries – strong growth in the emerging economies, „Sigma” nr 3, 2009, s. 37.

Na światowym rynku ubezpieczeniowym wzrosło zatem znaczenie TUV-ów. Zdaje się to przeczyć podnoszonym niekiedy głosom o ich zmierzchu, anachronizmie i niedostosowaniu do współczesnego rynku ubezpieczeniowego. Warto też dodać, że jest to odwrócenie tendencji z roku 2007, kiedy to w porównaniu do roku 2006 udział ubezpieczeń wzajemnych w całym globalnym rynku ubezpieczeń spadł o blisko jeden punkt procentowy (z poziomu 23,63 w 2006 roku do 22,55 w 2007²⁹). Spadek ten był głównie efektem spadku znaczenia TUV w ubezpieczeniach *life* o 1,37 punktu procentowego.

3.3. SPADEK WARTOŚCI AKTYWÓW ZAKŁADÓW UBEZPIECZEŃ

Istotnym efektem oddziaływania kryzysu na zakłady ubezpieczeń stał się spadek wartości aktywów ubezpieczycieli spowodowany głównie spadkiem wartości lokat finansowych w ich portfelach. Najboleśniej kryzys finansowy odczuły zakłady ubezpieczeń z rynku amerykańskiego. Wartość aktywów sektora ubezpieczeń spadła tam o 3,2 proc.³⁰. Nie ominął on jednak także instytucji europejskich. W tym samym czasie wartość aktywów TUV-ów wzrosła na dziesięciu największych rynkach ubezpieczeniowych o 2,8 proc. (Tablica 3).

29. Mutual Market, op. cit., s. 3-5.

30. Blom F., Kuenen, J.W. Building a Crisis-proof Insurance Sector in The Netherlands, Boston Consulting Group, BV, January 2009, s. 22.

Tablica 3. Zmiana wartości aktywów towarzystw ubezpieczeń wzajemnych w roku 2008

Kraj	Liczba badanych zakładów	Zmiana wartości aktywów (%)
USA	549	-2,2
Japonia	46	-3,8
Wielka Brytania	60	-6,0
Francja	72	-1,3
Niemcy	84	-0,1
Włochy	4	-7,2
Holandia	126	9,5
Ogółem	1 048	2,8

Źródło: A.M. Best, *Economic*, op. cit., s. 5.

Największa deprecjacja aktywów dotyczy głównie rynków włoskiego i brytyjskiego. Ponieważ odnotowały one jedynie niewielki wzrost udziału w rynku, spadek ten jest zapewne wynikiem agresywniejszej polityki lokacyjnej i wskutek tego większej utraty wartości inwestycji w okresie bessy na rynku. Jednocześnie na uwagę zasługuje wzrost wartości aktywów zakładów holenderskich, do którego bezsprzecznie przyczynił się bardzo istotny wzrost udziału w rynku tych zakładów.

3.4. DZIAŁALNOŚĆ LOKACYJNA

Najbardziej widoczne efekty kryzysu finansowego obserwowane są w działalności inwestycyjnej zakładów ubezpieczeń. Celem zasadniczym lokat zakładów ubezpieczeń nie jest osiągnięcie zysków, a zabezpieczenie ich przyszłych zobowiązań wobec ubezpieczonych. Stąd charakteryzują się one najczęściej dość niskim ryzykiem i znaczącą dywersyfikacją, oraz synchronizacją czasową zobowiązań i lokat. Działalność inwestycyjna zakładów ubezpieczeń jest dodatkowo, w większości krajów, obwarowana szeregiem obstrzeżeń wynikających z przepisów prawa ubezpieczeniowego i działalności kontrolnej organów nadzoru. Mimo ostrożniejszej polityki inwestycyjnej, zakłady ubezpieczeń nie mogą jednak nie odczuć dramatycznego spadku wartości aktywów finansowych, spadku wartości akcji na osłabionym rynku kapitałowym, czy spadku rentowności innych papierów wartościowych zależnych od rynkowych stóp procentowych, które przekładają się na pogorszenie ich wyników finansowych zarówno w postaci zrealizowanych, jak i niezrealizowanych, strat na aktywach. Dotyczy to zarówno podmiotów komercyjnych, jak i towarzystw wzajemnych, które operują przecież w tych samych realiach rynkowych. Należy jednak podkreślić, iż w literaturze ubezpieczeniowej spotykany jest pogląd, że zakłady wzajemne prowadzą zdecydowanie bardziej konserwatywną, bezpieczną politykę lokacyjną niż spółki akcyjne. W efekcie, w okresach dekonjunktury, osiągać mogą wyższe wskaźniki rentowności niż spółki akcyjne. Tak prowadzona polityka inwestycyjna przynosi jednak gorsze efekty w czasach dobrej konjunktury na rynkach finansowych.³¹

Analiza danych historycznych z lat 1995-2004 wskazuje, iż wyniki na działalności lokacyjnej (mierzone wskaźnikiem rentowności lokat) towarzystw wzajemnych są nieznacznie

31. Zob. Fama E.F., Jensen M.C., *Organizational Forms and Investment Decisions*, „Journal of Financial Economics 1985”, Vol. 14, s. 101-119.

gorsze niż zakładów komercyjnych. Średni wskaźnik w całym badanym okresie wynosił dla towarzystw wzajemnych 5,9 proc., a dla spółek akcyjnych 6,1 proc. Analiza danych poszczególnych największych rynków ubezpieczeniowych obejmująca okres 1995-1999 wykazuje bardzo duże zróżnicowanie w tym zakresie. Od przewagi T UW-ów o 2,3 punktu w Wielkiej Brytanii, po przewagę spółek akcyjnych o 1,5 punktu na rynku włoskim (Tablica 4).

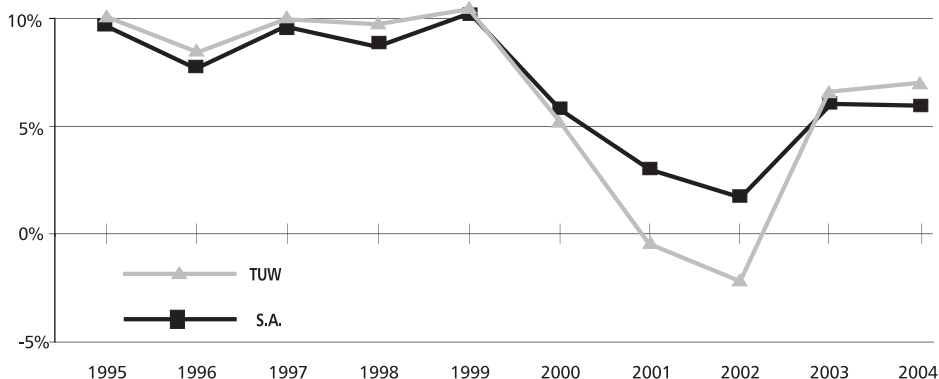
Tablica 4. Średnia rentowność działalności lokacyjnej T UW i spółek akcyjnych na rynkach krajowych w latach 1995-1999 i globalnie w latach 1995-2004

Kraj	T UW	spółki akcyjne
Wielka Brytania	15,1	12,8
Francja (wyłącznie Dział II)	6,2	7,2
Niemcy	6,7	7,2
Włochy	5,7	7,2
Holandia	8,9	7,9
OGÓŁEM w latach 1995-2004	5,9	6,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Valuing our Mutuality, ACME 2001* i *Valuing our Mutuality III, ACME 2007*.

Ciekawych informacji dostarcza jednak analiza wskaźników rentowności w poszczególnych latach. W okresie 1995-1999 właściwie nie ma różnic w efektach działalności lokacyjnej obu form organizacyjnych. Kluczowe są lata 2001-2002, kiedy rentowność lokat T UW staje się znacząco niższa niż spółek akcyjnych. Jest to okres kryzysu związany z tzw. pęknięciem bańki internetowej. Zdaje się to przeczyć teorii, iż T UW-y osiągają lepsze efekty działalności inwestycyjnej w okresach kryzysowych. Efekt słabej rentowności dotyczy jednak niemal wyłącznie rynku brytyjskiego³², co także uzasadnia Wykres 5 wskazujący, iż T UW-y brytyjskie prowadziły w okresie poprzedzającym ten kryzys dość agresywną politykę inwestycyjną przynoszącą im rentowność lokat wyższą niż spółkom akcyjnym.

Wykres 5. Rentowność działalności lokacyjnej T UW i spółek akcyjnych w latach 1995-2004



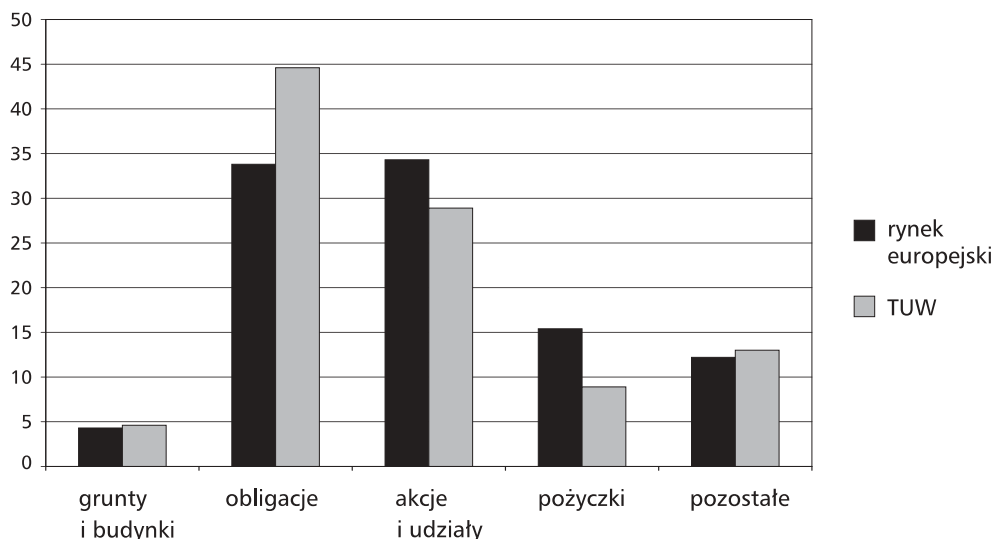
Źródło: *Valuing III, op. cit, s. 11.*

32. *Valuing III, op. cit, s. 11.*

Analizując efekty działalności inwestycyjnej w okresie obecnego kryzysu, najprawdopodobniej byłaby analiza porównawcza wyników na działalności lokacyjnej TUV-ów i spółek akcyjnych. Niestety dane takie nie są jeszcze dostępne.

Pewne wnioski dotyczące wyników na działalności inwestycyjnej można wyciągnąć analizując strukturę lokat towarzystw ubezpieczeń wzajemnych na tle rynku ubezpieczeniowego (Wykres 6).

Wykres 6. Struktura inwestycji finansowych zakładów ubezpieczeń w roku 2008



Źródło: Opracowanie własne na podstawie CEA, *European Insurance in Figures, Statistics Nr 37, 2009*, http://www.cea.eu/uploads/DocumentsLibrary/documents/1256830604_eif-october-2009.xls, (20.11.2009) i A.M. Best, *Economic, op. cit.*, s. 4.

Analiza ta jednoznacznie wskazuje, iż europejskie TUV-y posiadają w swoim portfelu nieco więcej instrumentów bezpiecznych w postaci obligacji, a mniej tych, które były najbardziej narażone na skutki kryzysu, czyli akcji i nieruchomości. Potwierdza to prezentowaną w literaturze przedmiotu dyskusję o ich niższej skłonności do ryzykownych inwestycji. Wydaje się zatem, iż efekty ich działalności lokacyjnej w kryzysie powinny być nieco lepsze niż w przypadku spółek akcyjnych. Dołączając do tego analizę spadku wartości aktywów przeprowadzoną w punkcie 3.3 oraz dane historyczne można zaryzykować stwierdzenie, iż towarzystwa wzajemne na rynku brytyjskim prowadzą agresywną politykę lokacyjną (bardziej nawet ryzykowną niż działające na tym samym rynku zakłady komercyjne) i ich wyłączenie ze struktury inwestycji (na razie niestety niemożliwe ze względu na brak danych) mogłoby w istotny sposób zmienić strukturę lokat towarzystw wzajemnych na jeszcze bardziej korzystną, bezpieczniejszą, a zatem przynoszącą lepsze efekty działalności lokacyjnej. Również znaczący spadek wartości aktywów na rynku włoskim wskazuje, iż polityka lokacyjna działających tam TUV-ów była bardziej agresywna. Dla

porównania TUV-y w Niemczech, Francji, USA czy Japonii łagodniej odczuły spadek wartości aktywów, posiadały zatem w swych portfelach mniej instrumentów znacząco narażonych na ryzyko rynkowe.

Podsumowanie

Towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych, jak i zakłady komercyjne, nie uniknęły oddziaływania kryzysów finansowych. Najwyraźniejszym efektem kryzysu dla zakładów ubezpieczeń stał się spadek wartości rynkowej aktywów. TUV-y uniknęły tego spadku. Ich aktywa na 10 największych rynkach ubezpieczeniowych świata wzrosły o 2,8 proc. Wprawdzie poszczególne rynki charakteryzują spadki wartości aktywów, przy czym na samym tylko rynku amerykańskim są one o ponad 1 proc. niższe niż dla całego amerykańskiego rynku ubezpieczeniowego. Wzrost wartości aktywów i analiza struktury inwestycji towarzystw wzajemnych w porównaniu do rynku ubezpieczeniowego wskazuje na możliwości osiągnięcia przez te towarzystwa lepszych wyników na działalności lokacyjnej niż w zakładach komercyjnych. A zatem, drugi istotny element oddziaływania kryzysu na zakłady ubezpieczeń wydaje się nieco łagodniejszy dla TUV-ów.

Towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych uzyskały jednak premię za swój konserwatyzm w działaniu. Pomimo niekorzystnych tendencji rynkowych, dynamika składki i znaczenie towarzystw ubezpieczeń wzajemnych na światowym rynku ubezpieczeniowym wzrosło. Potwierdza to dotychczasowe badanie zawarte w literaturze i wskazujące, iż trudny rynek ubezpieczeniowy daje szansę wzajemności ubezpieczeniowej. Wydaje się, iż w okresie kryzysu zaufania do instytucji ubezpieczeniowych, niezwykle ważna dla ubezpieczonych stała się etyczna strona działania zakładów wzajemnych zarówno wobec ubezpieczonych, jak i społeczności. Nie bez znaczenia jest też szczególnie lojalność ubezpieczonych wobec towarzystw ubezpieczeń wzajemnych. TUV-y, a szczególnie ich organizacje, rozumiejąc znaczenie tej lojalności coraz częściej starają się promować wartość organizacji opierających swą działalność na idei wzajemności w społecznościach.

TUV-y opierając swą działalność na idei oferowania dobrej i taniej ochrony ubezpieczeniowej nie przetrwają łatwo zawirowań na rynkach finansowych tylko dlatego, że są oparte na wzajemności, na co wskazuje przykład rynku brytyjskiego. Konieczne jest dobre zrozumienie tej idei przez menedżerów i ubezpieczonych oraz rozważna długoterminowa strategia działania.

Na zakończenie należy jednak dodać, iż analizie poddany został dość krótki okres oddziaływania kryzysu. A zatem, dla wyciągnięcia ogólniejszych wniosków i szukania potwierdzenia powyższych tendencji i rozważań zawartych w literaturze przedmiotu, konieczna jest dalsza analiza oddziaływania kryzysu na działalność towarzystw ubezpieczeń wzajemnych i zakładów komercyjnych.

Wykaz źródeł

- AISAM, *Social Responsibility: Key Theme for Mutual Insurance Companies*, Liege 2006.
- A.M. Best, *Economic Slump, Financial Crisis Hit Europe's Insurance Industry*, „Financial Review”, 14.05.2009.
- Blom F., Kuenen , J.W. *Building a Crisis-proof Insurance Sector in The Netherlands*, Boston Consulting Group, BV, January 2009.
- Camino D., *Ownership structure, investment and corporate value of insurance companies: implications for management*, International Insurance Society Annual Seminar 2002.
- CEA, *European Insurance in Figures, Statistics Nr 37*, 2009, http://www.cea.eu/uploads/DocumentsLibrary/documents/1256830604_eif-october-2009.xls, (20.11.2009).
- CEA , *Eight key messages on the financial turmoil*, November 2008.
- Cummins J. D. , Doherty N.A., *Capitalization of the Property – Liability Insurance*, „Journal of Financial Services Research” 2002, nr 21.
- Fama E.F., Jensen M.C, *Organizational Forms and Investment Decisions*, „Journal of Financial Economics” Vol. 14, 1985.
- Hess T., Karl K. ,Wong C., *Global insurance review 2008 and outlook 2009: Weathering the storm*, Economic Research & Consulting, Special Report, Swiss Re, 2008.
- Janowicz-Lomott M., *Towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych na wybranych rynkach ubezpieczeń*, w: „Ubezpieczenia gospodarce wobec wyzwań globalizacji rynków finansowych”, red. T. Michalski, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2007.
- Kiedrowska M., *Kapitały własne w rachunkowości towarzystw ubezpieczeń wzajemnych*, w: T. Sangowski (red.), „Towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych w polskim systemie ubezpieczeń (stan i perspektywy)”,Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001.
- Kluza S., *Wpływ kryzysu na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych na polski rynek ubezpieczeń*, w: „Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce”, Zeszyty BRE Bank - CASE 2008, Nr 96.
- Kostecki A., *O zabezpieczeniach czyli asekuracjach w ogóle, a w szczególności o zabezpieczeniach w naszym kraju*, Czas, Kraków 1862.
- Laux C. , Muermann A., *Mutual versus Stock Insurers: Fair Premium, Capital, and Solvency*, CFS Working Paper Series from Center for Financial Studies, No 26, 2006.
- Lamm-Tennant J., Starks L.S.: *Stock versus Mutual Ownership Structures: The Risk Implications*, „Journal of Business” nr 66, 1993.
- Liedtke P. M., *The Financial Crisis – Preparing for the Aftermath*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” nr 1, 2009.
- Lisowski J., *Wpływ kryzysu finansowego na rynek ubezpieczeń kredytu kupieckiego*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” nr 1, 2009.
- Opportunities for mutuals and cooperatives* „Voice”, Issue 64, 2009.
- D., Smith C.W. Jr., *Ownership structure and control*, „Journal of Financial Economics” 1986, no 16.
- Milewski P., *Towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych. Demutualizacja i holding. (cz.I)*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe”, 2000, nr 9/10.
- Mutual Market Share 2006-2007 & Global 500. The Top 500 Mutual and Cooperative Insurers*, ICMIF 2009.
- Rating European Mutual Insurers*, Best's Rating Metodology, September 3, 2007.

Swiss Re, *World insurance in 2005: moderate premium growth, attractive profitability*, „Sigma” nr 5, 2006.

Swiss Re, *World insurance in 2006: premiums came back to „life”*, „Sigma” nr 4, 2007.

Swiss Re, *World insurance in 2007: emerging markets leading the way*, „Sigma” nr 3, 2008.

Swiss Re, *World insurance in 2008: life premiums fall in the industrialized countries – strong growth in the emerging economies*, „Sigma” nr 3, 2009.

The Credit Crisis and the Insurance Industry. 10 Frequently Asked Questions, Insurance and Finance SC 2, The Geneva Association, 19 November 2008.

Valuing our Mutuality, ACME 2001.

Valuing our Mutuality III, ACME 2006.

www.ambest.com

Zanjani G., *Mutuality and the Underwriting Cycle: Theory with Evidence from Pennsylvania Fire Insurance Market 1873-1909*, working paper, Federal Reserve Bank of New York, 2004.

Financial crises – a chance for mutual insurance? Observations related to the global financial crisis – Summary

Financial crises do not remain without effect on the insurance market. Mutual insurance which constitutes the natural component of the market, can also feel the effects of the financial market slump. However, the observations of the present crisis allow to formulate the conclusion that mutual insurance companies proved to be resistant to the crisis which can be even a chance for them to improve their market position in terms of premium and market share. However, the rule of mutuality is not just a ready solution to endure the difficult time, as can be seen in the analysis contained in the paper.

Dr MARIETTA LEONOWICZ-LOMOTT jest adiunktem na Uniwersytecie Gdańskim, na Wydziale Zarządzania, w Katedrze Finansów.

Recenzenci: prof. dr hab. Kazimierz Ortyński, Piotr Narloch.