

ARKADIUSZ W. SZYMANEK
TOMASZ K. WIŚNIEWSKI

Spółki branży ubezpieczeniowej w historii Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie

Zakłady ubezpieczeniowe pojawiły się na rynku kapitałowym relatywnie późno, bo dopiero cztery lata od rozpoczęcia działalności przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Debiut TUiR Warta, pierwszego notowanego ubezpieczyciela, odbył się w maju 1995 roku. Przez ponad 25 lat na GPW łącznie było notowanych sześciu przedstawicieli branży ubezpieczeniowej, ale na koniec 2017 roku na parkiecie warszawskim pozostały już tylko PZU SA i niemiecki Talanx AG. Historia polskich ubezpieczycieli na GPW obejmuje sukcesy projektów ubezpieczeniowych z początku transformacji (TU Europa) oraz porażki (TUiR Polisa). Prywatyzacja poprzez giełdę napotykała szereg trudności i opóźnień (TUiR Warta i PZU). Istotne znaczenie miała polityka gospodarcza: prawo ubezpieczeniowe najpierw zawierało elementy protekcjonizmu (do 1999 roku) i chroniło krajowy rynek ubezpieczeniowy przed działalnością zagranicznych zakładów ubezpieczeń, by po wejściu Polski do Unii Europejskiej (w roku 2004) w pełni rynek ten zliberalizować. Z przeprowadzonych analiz wynika, że pojawienie się branżowego kapitału zagranicznego było ważniejszym wsparciem dla rozwoju krajowych ubezpieczycieli (TU Compensa i TUiR Warta) niż dostęp do kapitału poprzez giełdę. Zasada ta nie dotyczyła PZU, lidera polskiego rynku ubezpieczeniowego, który nigdy nie potrzebował kapitału od inwestorów giełdowych.

Słowa kluczowe: zakłady ubezpieczeń, branża ubezpieczeniowa, giełda warszawska, rynek kapitałowy, transformacja gospodarcza.

Wprowadzenie

W marcu 1991 roku Sejm RP uchwalił ustawę *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych*, która stworzyła ramy prawne rynku kapitałowego w Polsce, a 16 kwietnia tego samego roku odbyła się pierwsza sesja na giełdzie. Ponad ćwierć wieku funkcjonowania Giełdy Papierów Wartościowych stwarza zatem okazję do podsumowania obecności spółek ubezpieczeniowych na krajowym rynku. Mimo że ich liczebność jest stosunkowo niska, to ich specyfika i różnorodność prezentują się ciekawie. Celem autorów jest przedstawienie

poszczególnych spółek z punktu widzenia okoliczności ich wejścia na giełdę, przebiegu notowań akcji oraz kontekstu wycofania akcji z obrotu giełdowego a także skutków obecności na rynku kapitałowym na ich późniejsze funkcjonowanie. Prezentacja notowań giełdowych (kurs i wolumen obrotów) ma na celu zilustrowanie, jak inwestorzy na rynku kapitałowym postrzegali efektywność biznesową i jakie było zainteresowanie akcjami danego ubezpieczyciela. W opracowaniu zwrócono uwagę na zmiany w akcjonariacie dotyczące dominujących inwestorów oraz podwyższenia kapitału akcyjnego poprzez nowe emisje akcji.

1. Branża ubezpieczeniowa na tle rozwoju rynku kapitałowego

Przemiany systemowe zapoczątkowane w latach 90. XX wieku doprowadziły do reaktywowania w Polsce rynku kapitałowego, którego wynikiem było powołanie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). Akt założycielski GPW został podpisany przez Ministra Przekształceń Własnościowych oraz Ministra Finansów 12 kwietnia 1991 roku, zaś cztery dni później odbyła się pierwsza sesja giełdowa, na której notowano akcje pięciu spółek¹. Do końca 1991 roku sesje odbywały się raz na tydzień, a na giełdzie pojawiły się cztery kolejne spółki. Na początku 1992 roku została wprowadzona druga sesja giełdowa, zautomatyzowany system giełdowy usprawnił przeprowadzanie transakcji, a od połowy roku rozpoczęto obrót obligacjami skarbu państwa². Lata 1993–1994 zapisały się w historii GPW dynamicznym wzrostem kursów akcji, co jest charakterystyczne dla rynku młodego, który znajdował się w tym czasie w fazie spekulacyjnej. Zakończenie tego okresu przypadło na pierwszy kwartał 1994 roku, kiedy kursy spółek giełdowych spadły przeciętnie o 50%³. Aspiracje do członkostwa Polski w Unii Europejskiej, a następnie wejście do niej, spowodowały że pod koniec XX wieku procesy przemian instytucjonalnych, organizacyjnych i prawnych w całym sektorze finansowym przyspieszyły. W XXI wiek polski rynek wszedł odbudowany i zdeterminowany pod względem dalszego rozwoju, starając się zająć liczącą pozycję w Europie⁴.

Liberalizacja rynku ubezpieczeniowego nastąpiła o wiele wcześniej niż stało się to w przypadku rynku kapitałowego. Formalnie już ustawą z 1984 roku⁵ zdemonopolizowano system ubezpieczeniowy i w momencie wejścia w życie ustawy z 28 lipca 1990 roku o działalności ubezpieczeniowej⁶ w Polsce funkcjonowało dwanaście zakładów ubezpieczeń. Na ogół przedsiębiorstwa te zostały założone w schyłkowym okresie funkcjonowania PRL (lata 1988–1990) przez instytucje z sektora państwowego⁷. Twórcy prawa ubezpieczeniowego wprowadzili elementy protekcyjnego, zgodnie z którymi do 1999 roku działalność zagranicznych zakładów ubezpieczeń była zakazana.

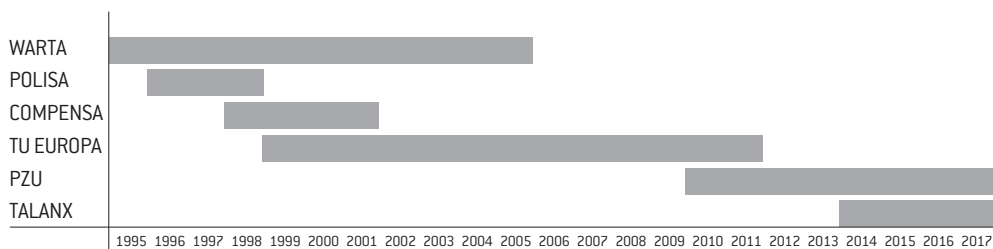
1. R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszami powierniczymi. Komentarz*, Wydawnictwo Prawnicze, Warszawa 1996.
2. *Finanse: instytucje, instrumenty, podmioty, rynki, regulacje*, [red.] M. Podstawka, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
3. J. Socha, *Zrozumieć giełdę*, Olympus, Warszawa 1998.
4. W. Przybylska-Kapuścińska, *Rozwój polskiego rynku giełdowego na tle sytuacji giełd europejskich w XXI wieku*, „Roczniki Ekonomiczne Kujawsko-Pomorskie i Szkoły Wyższej” 2008, nr 1.
5. Ustawa z dnia 20 września 1984 r. o ubezpieczeniach majątkowych i osobowych (Dz. U. nr 45, poz. 242).
6. Ustawa z dnia 28 lipca 1990 r. o działalności ubezpieczeniowej (Dz. U. 1990 nr 59, poz. 344).
7. J. Handschke, *Polskie doświadczenie w formowaniu i rozwoju rynku ubezpieczeń – wybrane aspekty*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2009, nr 3.

Pełne otwarcie rynku dla kapitału zagranicznego w kontekście procesu wchodzenia Polski do Unii Europejskiej (1 maja 2004 roku) ułatwiało zagranicznym ubezpieczycielom udział w akcjonariacie polskich firm ubezpieczeniowych, także przez operacje giełdowe.

Należy zauważyć, że po rozpoczęciu transformacji kapitał zagraniczny nie wykazywał większego zainteresowania polskim sektorem ubezpieczeniowym i w latach 1991–1996 nawet zmniejszył swój udział w kapitałach podstawowych polskich ubezpieczycieli⁸.

Na pierwszego reprezentanta sektora ubezpieczeniowego inwestorzy giełdowi w Warszawie doczekali się dopiero po czterech latach funkcjonowania GPW. 23 maja 1995 roku na parkiecie zadebiutowało Towarzystwo Ubezpieczeń i Reasekuracji Warta. W listopadzie 1996 roku w obrocie publicznym znalazły się także akcje TUiR Polisa. Od 5 czerwca 1998 inwestorzy giełdowi mogli już obracać akcjami Towarzystwa Ubezpieczeniowego Compensa, a trzy lata później – 8 czerwca 1999 roku – do obrotu giełdowego zostały wprowadzone akcje Towarzystwa Ubezpieczeniowego Europa. Jednak za najbardziej spektakularny debiut, ze względu na wielkość oferty, należy uznać pierwsze notowanie akcji spółki PZU, które odbyło się 12 maja 2010 roku. Najkrócej notowane na GPW są wprowadzone w kwietniu 2014 roku akcje niemieckiego ubezpieczyciela Talanx (rys. 1.).

Rysunek 1. Ubezpieczyciele notowani na GPW w Warszawie w latach 1995–2017



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych na stronie www.gpw.pl

Mimo że w okresie ostatnich 21 lat w obrocie na GPW znalazły się w sumie akcje sześciu spółek ubezpieczeniowych, to na koniec 2017 roku notowane były już tylko dwie: PZU oraz Talanx. Przyczyną dla tej ostatniej GPW w Warszawie to dodatkowe miejsce obrotu, bowiem głównym, macierzystym parkietem jest giełda we Frankfurcie nad Menem.

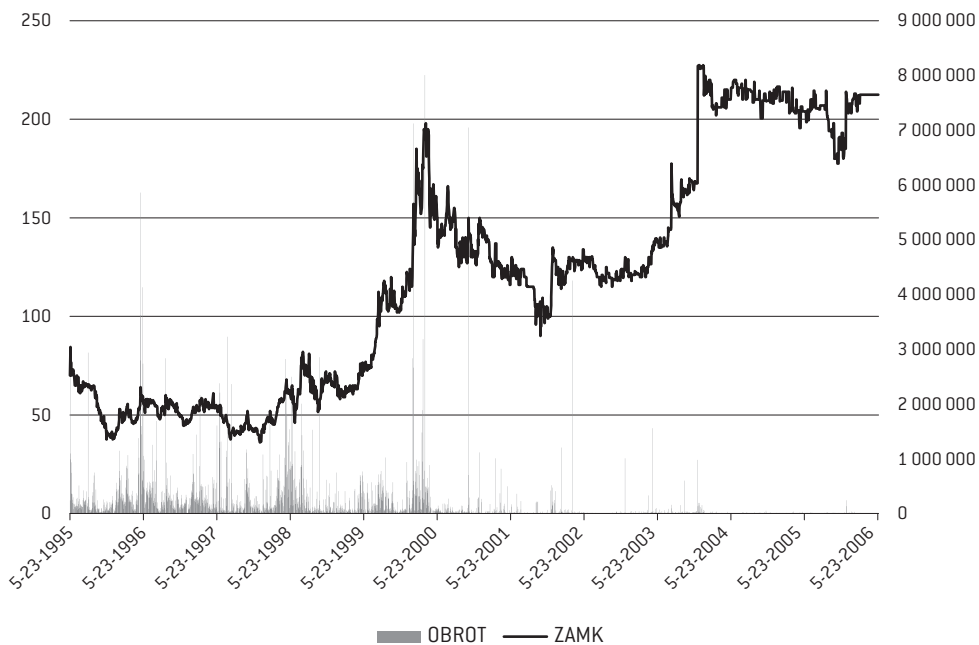
2. Towarzystwo Ubezpieczeń i Reasekuracji Warta SA

Spółka TUiR Warta zadebiutowała po procesie prywatyzacji 23 maja 1995 roku jako czterdziesta z kolei spółka giełdowa. Kurs akcji w dniu debiutu wyniósł 70 zł, a w kolejnych miesiącach istotnie wzrastał, zawiązując to w dużym stopniu spekulacjom w związku z pogłoskami o możliwości wejścia kapitałowego inwestora branżowego i spodziewanego wykupu akcji od dotychczasowych inwestorów. W 1998 roku stopa zwrotu z akcji TUiR Warty wyniosła 75% i był to rekordowy wynik wśród wszystkich spółek giełdowych. (rys. 2.). Pojawienie się inwestora branżowego i związane z tym zasilenie spółki w nowy kapitał oraz w *know-how* było uzasadnione, gdyż wynik techniczny

8. *Ibidem*.

TUiR Warta w kolejnych okresach sprawozdawczych pogarszał się. Sam ubezpieczyciel widział konieczność rozbudowywania grupy, poszerzania sieci dystrybucji i wdrażania nowych produktów, które uniezależnią jej wyniki od składki z polis komunikacyjnych.

Rysunek 2. Kurs i wolumen obrotów akcjami TUiR Warta na GPW (dane za lata 1995–2006)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych na stronie www.gpw.pl

TUiR Warta była notowana przez 11 lat – do 2006 roku, kiedy to po przeprowadzeniu wezwania do sprzedaży akcji przez belgijską grupę KBC została wycofana z publicznego obrotu. W 2012 roku KBC sprzedało cały 100% pakiet akcji TUiR Warta na rzecz konsorcjum Talanx i Meiji Yasuda. Z powyższą transakcją związana była deklaracja Talanx dotycząca wprowadzenia swoich akcji na GPW w ciągu dwóch lat.

TUiR Warta jako spółka giełdowa przez pierwsze cztery lata nie przeprowadziła nowej emisji akcji i nie pozyskała kapitału na rozwój. Po emisji akcji dla inwestora strategicznego w 2000 roku sytuacja zmieniła się diametralnie. Wobec braku korzyści z obecności na parkiecie warszawskim oraz planów dalszej ekspansji delisting TUiR Warty stanowił w tej sytuacji naturalną decyzję jej właściciela. KBC skupowało akcje od pozostałych akcjonariuszy, w tym od grupy kapitałowej Jana Kulczyka. W 2003 roku KBC przekroczyło 75% udziału w kapitale Warty, na łamach gazety giełdy „Parkiet”⁹ szacowano, że w ciągu pięciu lat Belgowie zapłacili za te akcje przynajmniej 1 mld zł. Wobec dobrych wyników finansowych i długiego procesu skupowania akcji w celu wycofania ich z obrotu giełdowego także kurs akcji na GPW był względnie stabilny. Przebieg emisji akcji TUiR Warta w latach 1991–2000 zaprezentowano w tabeli 1.

9. KBC pręży muskuły, „Gazeta Giełdy Parkiet” 19 grudnia 2005.

Tabela 1. Historia operacji na emisjach akcji TUiR Warta (dane za lata 1992–2000)

Operacje na emisjach akcji	Data WZA	Wielkość emisji	Cena	
			emisyjna	nominalna
seria A – 12 emisji od 1921 roku	1992-06-23	130 000		100,00
split 1:10	1994-02-28			10,00
seria B – akcje dywidendowe (1 za 1)	1994-03-07	1 300 000	10,00	10,00
seria C – pracownicy	1994-03-07	161 518	30,00	10,00
seria D – publiczna subskrypcja		700 000	60,00	10,00
seria E – wybrani inwestorzy	1996-11-14	2 596 139	48,00	10,00
seria F – Pohjola Ins. Company, Tryg Baltica Forsikring	1997-10-07	826 046	52,00	10,00
seria F – KBC Insurance NV	2000-08-23	2 033 000	151,00	10,00
seria F – Kulczyk Holding SA	2000-08-23	37 000	151,00	10,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Notoria Serwis.

TUiR Warta przeprowadziła szereg operacji na emisjach akcji w okresie przed wejściem na GPW (do 1995 roku). Pozwoliło to na obniżenie wartości nominalnej akcji i zwiększenie liczby akcji, a także na przeprowadzenie emisji akcji dla pracowników w 1994 roku po cenie o połowę niższej od ceny w ofercie publicznej. W późniejszym okresie kolejne emisje były kierowane do wybranych inwestorów, w tym do inwestorów dominujących.

Dobre wyniki finansowe i zainteresowanie inwestorów giełdowych prowadziły do wzrostu kursów giełdowych. Cena nowej emisji z 2000 roku kierowanej do głównych akcjonariuszy TUiR Warta była na poziomie 151 zł wobec 60 zł podczas IPO (pierwszej oferty publicznej) 5 lat wcześniej.

Według raportu KNF¹⁰ dotyczącego sektora ubezpieczeń za pierwsze półrocze 2017 roku TUiR Warta z udziałem 13% w dziale ubezpieczeń majątkowych zajmuje trzecią pozycję na rynku. Jest też ważną i stabilną częścią niemieckiej grupy kapitałowej Talanx, której przedstawiciel Talanx International jest posiadaczem 75,7% akcji towarzystwa. Niemiecki właściciel TUiR Warty jest od 2014 roku notowany na GPW i zostanie omówiony w dalszej części niniejszego opracowania.

Drugim, mniejszościowym właścicielem TUiR Warta jest Meiji Yasuda Life Insurance Company z 24,3% udziałem we własności. Od 2010 roku firma Meiji Yasuda jest związana z Talanx porozumieniem o strategicznym partnerstwie. Efektem tego porozumienia było przejęcie latem 2012 roku (czerwiec i lipiec) pakietów mniejszościowych w polskich spółkach ubezpieczeniowych TUiR Warta i TU Europa. Wybrane dane finansowe Warty z lat 2001–2005 przedstawia tabela 2.

Tabela 2. Wybrane jednostkowe dane finansowe TUiR Warta (dane za lata 2001–2005)

Dane w tys. zł	2001	2002	2003	2004	2005
Zysk (strata) netto	58 438	62 185	53 349	68 291	95 936
Aktywa razem	3 190 180	3 681 330	3 417 990	3 454 590	3 718 955
Kapitał własny	738 023	771 552	553 942	653 167	775 312

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Notoria Serwis

10. Raport o stanie sektora ubezpieczeń w pierwszym półroczu 2017 roku, https://www.knf.gov.pl/?articleId=59849&p_id=18, [dostęp 15.01.2018].

Wyniki finansowe i baza kapitałowa TUiR Warta w ostatnim okresie obecności na parkiecie giełdowym były solidne. Z uwagi na szybszy wzrost zysków niż kapitałów własnych stopa zwrotu z kapitału (zysk netto / kapitał własny) miała tendencję rosnącą, co pozytywnie wpływało na notowania akcji TUiR Warta na GPW.

3. Towarzystwo Ubezpieczeń i Reasekuracji Polisa SA

20 listopada 1996 na GPW miał miejsce debiut akcji spółki TUiR Polisa. Spółka zarejestrowana została w 1989 roku i w krótkim czasie stała się trzecim pod względem wielkości podmiotem na polskim rynku ubezpieczeniowym. TUiR Polisa od samego początku była uznawana za spółkę, którą tworzą osoby związane ze środowiskiem lewicowych polityków. Dynamiczny rozwój Polisy w jej pierwszym okresie funkcjonowania wynikał głównie z faktu, iż była ona zasilana znacznymi kwotami przez agendy rządowe, takie jak Agencja Własności Rolnej Skarbu Państwa czy Państwowy Fundusz Rehabilitacji Osób Niepełnosprawnych. Istotny wpływ na przyszłe notowania spółki miały liczne oferty serii akcji, które nabywane były przed jej debiutem przez zaprzyjaźnionych inwestorów.

Mimo tego, że spółka w kolejnych raportach finansowych wykazywała zysk netto, to w rzeczywistości, jak wykazał późniejszy niezależny audyt przeprowadzony przez firmę PWC, już od 1995 roku przynosiła straty. Opublikowane w 1998 roku wyniki ujawniły skalę strat TUiR Polisa – były one czterokrotnie wyższe niż aktywa spółki. Wybrane dane finansowe Warty z lat 1995–1999 przedstawia tabela 3.

Tabela 3. Wybrane jednostkowe dane finansowe TUiR Polisa (dane za lata 1995–1999)

Dane tys. zł	1995	1996	1997	1998	1999
Zysk (strata) netto	2 551	3 763	2 182	-21 5264	-72 531
Aktywa	95 660	133 524	233 373	25 3619	59 065
Kapitał własny	36 594	45 513	44 218	-15 3767	-226 298

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Notoria Serwis.

Kurs akcji TUiR Polisa osiągnął maksymalny poziom w kwietniu 1997 roku, od tamtej pory następował jego sukcesywny spadek do poziomu 3 groszy na koniec lutego 2000 roku. Obrót akcjami charakteryzował się najwyższym poziomem w kwietniu 1997 roku oraz pod koniec roku 1999, kiedy losy spółki były praktycznie przesądzone (rys. 3.).

Skutkiem słabych wyników finansowych był brak zainteresowania ze strony inwestorów do kapitalizowaniem TUiR Polisa. Zarówno subskrypcja publiczna w 1998 roku, jak i emisja kierowana do wybranych podmiotów nie pozyskały przychylności ze strony inwestorów. Przebieg emisji akcji TUiR Polisa przedstawia tabela 4.

Rysunek 3. Kurs i wolumen obrotów akcjami TUiR Polisa na GPW (dane za lata 1996–2000)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych na stronie www.gpw.pl.

Tabela 4. Historia operacji na emisjach akcji TUiR Polisa (dane za lata 1993–1999)

Operacje na emisjach akcji	Data WZA	Wielkość Emisji (mln)	Cena	
			emisyjna	nominalna
seria E – wybrani inwestorzy	1993-06-21	0,011	350,00	100,00
split 1:10	1994-04-08	–	–	10,00
seria G – pracownicy, zarząd	1994-04-08	0,120	10,00	10,00
seria M – Agencja Własności Rolnej SP (aport)	1994-06-17	0,022	18,00	10,00
seria F – wybrani inwestorzy	1994-04-08	0,280	10,00	10,00
renominalizacja – przeniesienie kap. zapas. na akcyjny	1995-01-23	–	–	12,50
split 1:5		–	–	2,50
seria K – prawo poboru 1:1	1995-01-23	4,200	2,50	2,50
seria I – PFRON	1995-07-27	0,600	8,00	2,50
seria J – ARG (aport – akcje)	1995-07-27	0,600	7,20	2,50
seria H – publiczna subskrypcja	1995-06-26	1,192	8,00	2,50
seria P – Kredyt Bank PBI SA	1998-02-24	3,200	5,40	2,50
seria N – publiczna subskrypcja	1998-06-25	3,200	5,40	2,50
seria R – wybrani inwestorzy	1998-06-25	do 5,000		2,50
seria S – wybrani inwestorzy	1998-06-25	do 10,000		2,50
seria R1	1999-05-10	do 70,000		2,50
seria S1	1999-05-10	do 40,000		2,50

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Notoria Serwis (z raportów bieżących spółki).

Fatalne wyniki finansowe i jednocześnie brak zainteresowania ratowaniem ubezpieczyciela ze strony inwestorów doprowadziły do odebrania spółce we wrześniu 1999 roku zezwolenia na prowadzenie działalności ubezpieczeniowej, a w 2000 roku – do ogłoszenia upadłości i wycofania z obrotu publicznego.

4. Towarzystwo Ubezpieczeń Compensa SA

Kolejną spółką sektora ubezpieczeniowego, która zadebiutowała w 1998 roku, było TU Compensa. Spółka od samego początku swojego funkcjonowania miała charakter prywatny, niepowiązany bezpośrednio z kapitałem państwowym. W raporcie finansowym za 1999 rok spółka wykazała znaczącą stratę. Wybrane dane finansowe TU Compensa zawiera tabela 5.

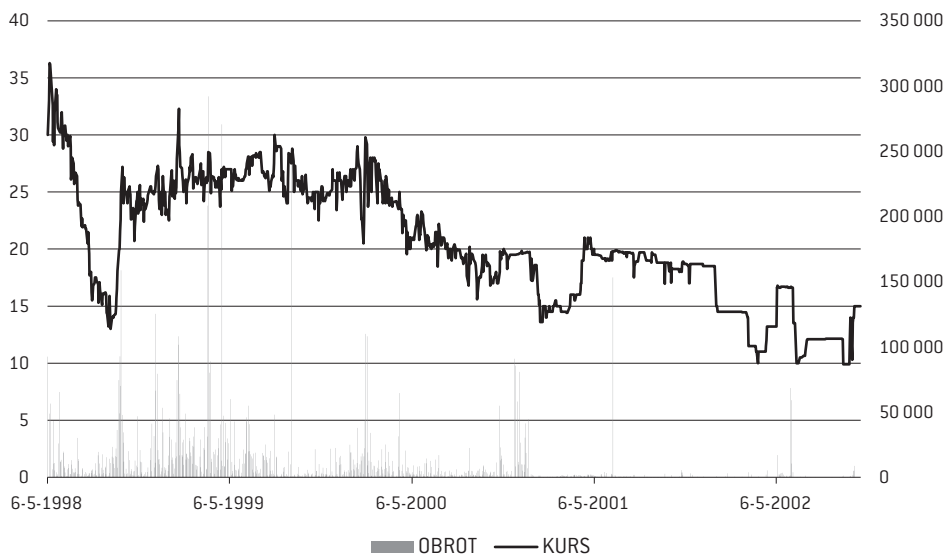
Tabela 5. Wybrane jednostkowe dane finansowe TU Compensa SA (dane za lata 1997–2001)

Dane w tys. zł	1997	1998	1999	2000	2001
Zysk (strata) netto	3 264	807	-81 544	-86 282	-33 878
Aktywa razem	121 916	191 482	243 606	223 441	254 303
Kapitał własny	28 528	68 498	-13 046	12 505	18 626

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Notoria Serwis

Po pierwszym trudnym okresie notowań, kiedy kurs akcji TU Compensa spadł z 37 do 14 zł, nastąpił wzrost jego wartości potwierdzony również wzrostem wolumenu obrotów. Od listopada 1998 roku do marca roku 2000 kurs akcji spółki zachowywał się stabilnie na średnim poziomie 25 zł. Późniejsze operacje związane ze zmianą akcjonariatu doprowadziły do dużego spadku płynności akcji spółki. Na ostatniej sesji obrotu akcjami TU Compensa na GPW, kurs spółki wyniósł 15 zł, co stanowiło połowę wartości kursu ustalonego w dniu debiutu (rys. 4.).

Rysunek 4. Kurs i wolumen obrotów akcjami TU Compensa S.A. na GPW (dane za lata 1998–2002)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych na stronie www.gpw.pl.

W ramach oferty publicznej z roku 1998 kapitał podstawowy (akcyjny) ubezpieczyciela wzrósł z 22 mln zł do 35 mln zł. Trudna sytuacja finansowa spółki skutkowała w latach 1999–2001 koniecznością przeprowadzenia trzech dużych emisji, które można nazwać ratunkowymi, co doprowadziło do zwiększenia kapitału do ponad 100 mln zł oraz trzykrotnej w tym okresie zmiany głównego akcjonariusza.

Kluczowa, z punktu widzenia przyszłej działalności spółki, była decyzja Mostostalu Export SA (spółka giełdowa z branży budowlanej) o dokapitalizowaniu ubezpieczyciela, co wiązało się z istotnym zwiększeniem udziału w strukturze jego akcjonariatu. W 2000 roku Mostostal Export uzyskała od Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG) zgodę na osiągnięcie nie więcej niż 75,6% ogólnej liczby głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy spółki TU Compensa. Ponadto większościowy akcjonariusz zobowiązał się wobec KPWiG utrzymać akcje spółki Compensa w publicznym obrocie oraz pozyskać dodatkowe kapitały niezbędne do rozwoju spółki. Kilka miesięcy później, pod koniec 2000 roku, KPWiG wyraziła zgodę spółce Hamburg-Mannheimer na uzyskanie większościowego pakietu TU Compensa, a nowy inwestor odkupił akcje od dotychczasowych akcjonariuszy: banku BPH i Mostostalu Export. Rok później Hamburg-Mannheimer sprzedał 89,5% akcji majątkowej spółki TU Compensa i 100% spółki TU Compensa Życie austriackiemu towarzystwu ubezpieczeniowemu Wiener Städtische. Przebieg emisji akcji TU Compensa przedstawia tabela 6.

Tabela 6. Historia operacji na emisjach akcji TU Compensa S.A. (dane za lata 1990–2002)

Operacje na emisjach akcji	Data WZA	Wielkość emisji	Cena	
			emisyjna	nominalna
I emisja – założyciele	1990-03-26	5 000	100,00	100,00
zmiana nazwy z Varsovia SA na Compensa SA	1990-09-13			
II emisja – zwykłe	1991-04-04	15 000	100,00	100,00
III emisja – zwykłe	1992-05-29	10 000	100,00	100,00
IV emisja – zwykłe	1991-04-04	20 000	100,00	100,00
V emisja – zwykłe	1996-02-29	40 000	100,00	100,00
V emisja – uprzywilejowane (5 gł. na WZA)	1996-02-29	20 000	100,00	100,00
VI emisja – zwykłe	1996-11-21	110 000	100,00	100,00
split 1:10	1997-05-16			10,00
VII emisja – publiczna subskrypcja	1996-02-29	1 305 450	30,00	10,00
VIII emisja – prawo poboru 11:5	1999-11-04	1 593 385	25,00	10,00
IX emisja – inwestorzy kwalifikowani	2000-05-17	3 000 000	25,00	10,00
X emisja – Hamburg Mannheimer Auslandsbeteiligungsgesellschaft mbH	2001-01-11	2 500 000	16,00	10,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Notoria Serwis.

W wyniku szybkiego tempa wytracania kapitałów przez TU Compensa oraz na skutek wykazywanych strat w sprawozdaniach finansowych notowanie ubezpieczyciela na giełdzie nie ułatwiało jego sanacji. Ostatecznie główny akcjonariusz Wiener Städtische w listopadzie 2002 roku zdecydował o wycofaniu TU Compensa z obrotu publicznego, by przejąć pełną kontrolę nad spółką i uprościć proces dokapitalizowania.

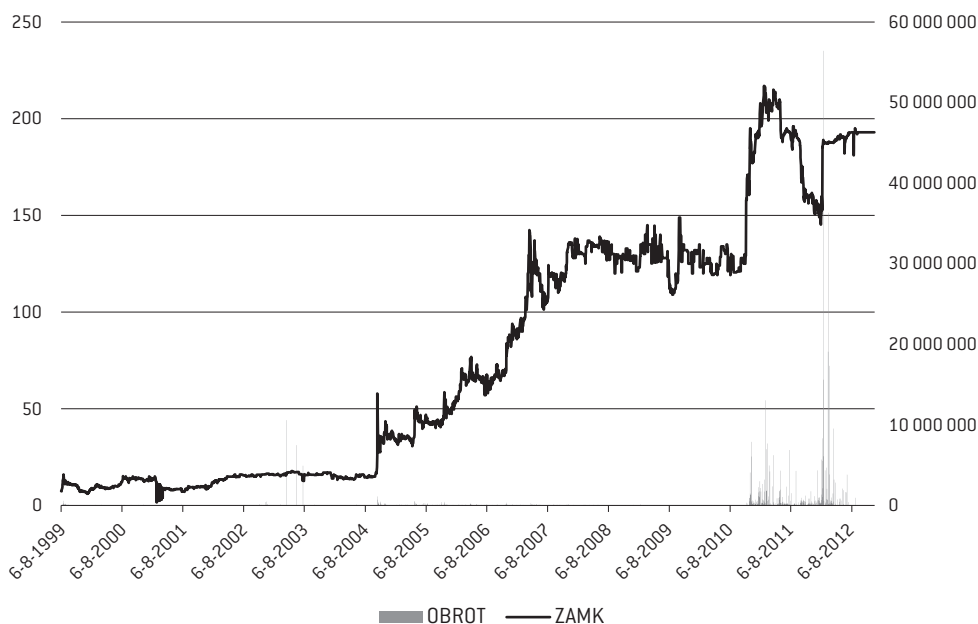
Po piętnastu latach od delistingu TU Compensa funkcjonuje jako część grupy kapitałowej Vienna Insurance Group (VIG), która obejmuje ponad 50 zakładów ubezpieczeniowych w 25

krajach. Przetrawienie TU Compensa można wiązać z tym, że po rozpadzie bloku komunistycznego austriacki ubezpieczyciel konsekwentnie wkraczał na nowe rynki transformujących się gospodarek Europy Wschodniej.

5. Towarzystwo Ubezpieczeń Europa SA

TU Europa zadebiutowała na giełdzie w czerwcu 1999 roku. Spółka nadal jest rekordzistą wśród ubezpieczycieli pod względem długości okresu notowania na warszawskim parkiecie. „W ciągu trzynastu lat wartość spółki wzrosła niemal stukrotnie, sięgając wyceny prawie 2 miliardów złotych. Wypłaciliśmy akcjonariuszom dywidendy na łączną sumę prawie 200 milionów złotych. Cyfry mówią same za siebie.” – fragment wypowiedzi prezesa TU Europa Jacka Podoby, który podsumował okres notowania giełdowego towarzystwa ubezpieczeniowego¹¹. Cena akcji w dniu debiutu wyniosła 7,5 zł, a kapitalizacja wynosiła zaledwie 19,6 mln zł (rys. 5.). U kresu notowań giełdowych kurs TU Europa osiągnął 193 zł, a liczba akcji wzrosła z blisko 3 mln do 10 mln.

Rysunek 5. Kurs i wolumen obrotów akcjami TU Europa na GPW (dane za lata 1999–2012)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych na stronie www.gpw.pl.

Największa emisja, na ponad 5 mln akcji, miała miejsce w ciągu roku po sukcesie debiutu giełdowego. Skierowano ją do szerokiego kręgu inwestorów z zastosowaniem praw poboru. Informacje o emisjach zawiera tabela 7.

11. *TU Europa: stukrotnie wzrost wartości na GPW*, <https://tueuropa.pl/artykuly/166,112/d,aktualnosci,tu-europa-stukrotnie-wzrost-wartosci-na-gpw> [dostęp: 15.01.2018].

Tabela 7. Historia operacji na emisjach akcji TU Europa (dane za lata 1994–2012)

Operacje na emisjach akcji	Data WZA	Wielkość Emisji	Cena	
			emisyjna	nominalna
seria A – założyciele	1994-10-14	5 000	400,00	400,00
serie B, C	1995-07-11	10 000	400,00	400,00
seria D	1995-10-23	3 750	400,00	400,00
seria E	1996-03-15	2 500	100,00	400,00
split 1:100	1997-03-21			4,00
seria F – publiczna subskrypcja	1997-03-21	500 000	7,50	4,00
seria G – prawo poboru 1:2	2000-09-12	5 250 000	4,00	4,00
seria H – publiczna subskrypcja	2010-02-10	1 575 000		4,00
seria I – prywatna subskrypcja	2011-03-21	60 000		4,00
seria J – prywatna subskrypcja	2011-03-21	40 000		4,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Notoria Serwis.

Droga ta okazała się efektywna, co potwierdza tempo rozwoju skali działania (kapitał własny i suma bilansowa) oraz uzyskiwanie solidnych, rosnących zysków, ze wskaźnikami ROE (stopa zwrotu z kapitału) znacznie przekraczającymi 10% (tab. 8). Przy tak dobrych wynikach finansowych spółki wzrastał kurs giełdowy oraz zainteresowanie ze strony potencjalnych inwestorów strategicznych.

Tabela 8. Wybrane jednostkowe dane finansowe spółki TU Europa (dane za lata 2007–2011)

Dane w tys. zł	2007	2008	2009	2010	2011
Zysk (strata) netto	72 705	78 841	75 015	75 402	91 575
Aktywa razem	522 954	608 216	790 225	1 251 320	1 297 514
Kapitał własny	240 439	264 282	299 922	606 191	598 699

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Notoria Serwis.

Jednak w wywiadzie z 2012 roku dla „Gazety Ubezpieczeniowej”, zatytułowanym *Rynek ubezpieczeń: TU Europa wycofane z giełdy*, prezes Towarzystwa Ubezpieczeniowego Europa stwierdził: „po wielu latach dynamicznych wzrostów rozpoczynamy dziś nowy etap. W efekcie zmian właścicielskich staliśmy się częścią dwóch potężnych firm ubezpieczeniowych Talanx i Meiji Yasuda. Pozostajemy jednak w ich strukturach spółką z własną strategią i wizją rozwoju”¹². Na początku 2018 roku TU Europa jest jednym z liderów rynku ubezpieczeniowego w Polsce. Wśród czterech akcjonariuszy pozostał Leszek Czarnecki – inwestor, który wcześniej skierował spółkę na giełdową drogę rozwoju.

12. *Rynek ubezpieczeń: TU Europa wycofane z giełdy*, http://www.gu.com.pl/index.php?option=com_content&view=article&id=45200:rynek-ubezpiecze-tu-europa-wycofane-z-gieldy-&catid=107:rynek-ubezpiecze&Itemid=106 [dostęp: 15.01.2018].

6. Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA

Debiut giełdowy PZU został poprzedzony kilkoma próbami prywatyzacji i głośnym sporem polskiego rządu z udziałowcem Eureco B.V. W wyniku umowy Skarbu Państwa z konsorcjum Eureko B.V. i BIG Banku Gdańskiego sprzedano 30% akcji PZU, a kolejne 15% nieodpłatnie przekazano pracownikom ubezpieczyciela. W 2000 roku celem zachowania większościowego pakietu akcji Skarb Państwa mógł skierować do obrotu giełdowego zaledwie 4% akcji, co z uwagi na duże koszty emisji uznano za nieopłacalne. Dopiero w 2009 roku zawarto ugodę pomiędzy PZU i Eureco, co otworzyło drogę do wprowadzenia największego polskiego ubezpieczyciela do obrotu na giełdzie warszawskiej. W kwietniu 2010 roku do oferty publicznej skierowano łącznie niespełna 30% akcji. Udział Skarbu Państwa zmniejszył się do 45%, a udział Eureco – do 13%. W połowie 2011 roku na wiele lat ukształtowała się struktura akcjonariatu z około 35% udziałem Skarbu Państwa i rozproszonym pozostałym akcjonariatem na poziomie 65%.

Notowania akcji PZU na ogół nie podlegały gwałtownym wahaniom kursowym, co miało związek ze stabilnym poziomem wypracowywanego zysku, który zwykle był dzielony pomiędzy akcjonariuszy w formie dywidendy. Należy dodać, że stabilizujący wpływ na wyniki spółki ma znaczny udział w rynku ubezpieczeniowym i brak potrzeby przeprowadzania nowych emisji akcji – ostatnia operacja na emisjach akcji miała miejsce w 1991 roku [tab. 9.].

Tabela 9. Historia operacji na emisjach akcji PZU (dane za lata 1991–2016)

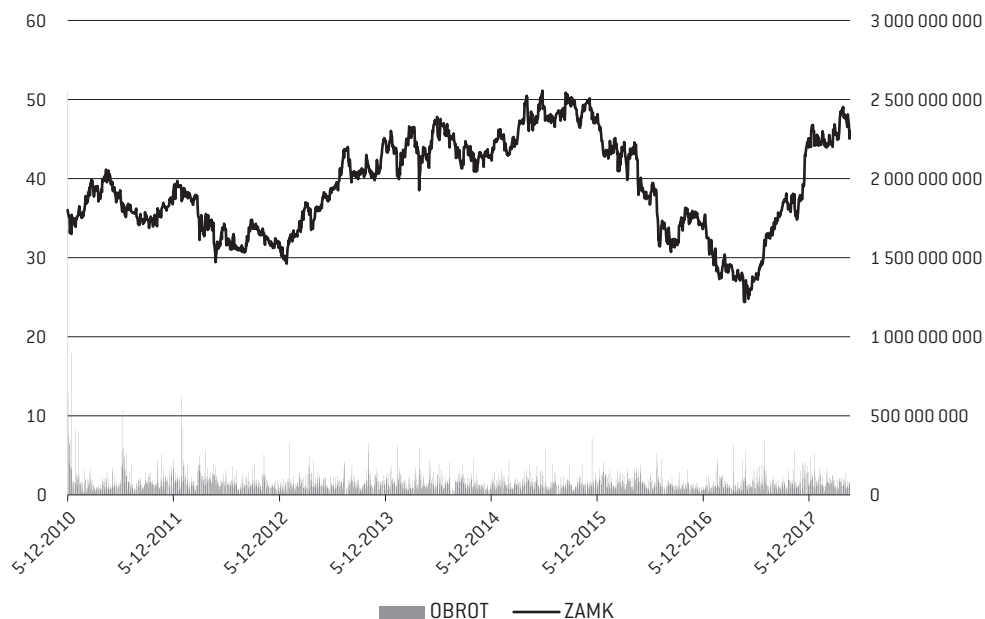
Uchwała WZA	Data WZA	Wielkość emisji	Cena	
			emisyjna	nominalna
seria A – akcje założycielskie	1991–12–23	60 446 320	312,5	1
seria B – akcje założycielskie	1991–12–23	25 905 980	312,5	1

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Notoria Serwis.

Jednak z punktu widzenia inwestorów istotnym zagrożeniem dla realizacji strategii spółki w długookresowej perspektywie jest duży wpływ polityków na zmiany wśród kadry menadżerskiej. Silne zmiany kursowe w latach 2016–2017 można wiązać z działaniami akwizycyjnymi PZU w branży bankowej oraz włączeniem spółki w proces repolonizacji banków [rys. 6.].

Z kapitałem własnym o wartości wyraźnie przekraczającej 10 mld zł i regularnie płaconymi dywidendami PZU w całym (siedmioletnim) okresie notowań giełdowych pozostaje liderem polskiego rynku ubezpieczeń [tab. 10.]. O ile wcześniej omawianie spółki miały problem z wielkością kapitału niezbędną dla funkcjonowania i rozwoju w branży ubezpieczeń w Polsce, o tyle PZU ma ambicje międzynarodowe i plany akwizycyjne w sektorze finansowym. Poza przeprowadzonym podziałem wartości nominalnej swych akcji (1:10) w 2015 roku ubezpieczeniowy gigant nie przeprowadzał nowych emisji akcji. Status spółki notowanej na GPW, w przeciwieństwie do wielu innych spółek z polskiego sektora ubezpieczeniowego, nie był wykorzystywany do pozyskania nowego kapitału od akcjonariuszy. Dotyczyło to nawet ekspansji PZU w sektorze bankowym (pakiet kontrolny w Alior Banku i w banku PEKAO S.A.) realizowanej w latach 2016–2017. Skutkiem tych działań było zmniejszenie wartości wypłacanej dywidendy w stosunku do wielkości dywidendy wypłacanej w latach poprzednich.

Rysunek 6. Kurs i wolumen obrotów akcjami PZU na GPW (dane za lata 2010–2017)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych na stronie www.gpw.pl.

Według Handschkego¹³ dobrze się stało, że pod koniec lat 80. XX wieku nie zdecydowano się na podział ówczesnego monopolisty absolutnego (PZU) na konkurujące ze sobą 2–5 zakładów ubezpieczeń, gdyż z całą pewnością zostałyby one sprywatyzowane. Taki podział miał miejsce w sektorze bankowym, czego skutkiem była i jest silna reprezentacja sektora bankowego na GPW. Różnica skali pomiędzy PZU a innymi polskimi spółkami ubezpieczeniowymi w pierwszych latach funkcjonowania nowoczesnego rynku kapitałowego była tak ogromna (kapitał, kompetencje, marka), że parkiet giełdowy był zbyt słabym mechanizmem wsparcia rozwoju tych mniejszych, aby ukształtował się sektor ubezpieczeniowy na giełdzie, z emitentami konkurującymi ze sobą i realizującymi podobny model biznesowy.

Tabela 10. Wybrane jednostkowe dane finansowe spółki PZU (dane za lata 2010–2016)

Dane w mln zł	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Zysk (strata) netto	3 517	2 582	2 580	5 106	2 637	2 249	1 593
Aktywa razem	26 350	27 398	29 913	30 137	34 630	36 358	37 419
Kapitał własny	11 902	11 745	13 452	12 260	12 329	12 379	12 219

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Notoria Serwis.

13. J. Handschke, *Polskie doświadczenie w formowaniu i rozwoju rynku ubezpieczeń – wybrane aspekty*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2009, nr 3.

PZU, będący ubezpieczycielem kontrolowanym przez państwo, w pierwszych latach transformacji utracił monopolistyczną pozycję na rynku, by w ostatnich latach kontrolować jednak nadal około 1/3 rynku. Tak silna pozycja w sektorze powoduje, że PZU jest liderem cenowym, ale osiąga także korzyści skali, ma dobrze zdywersyfikowaną działalność i relatywnie niski koszt finansowania.

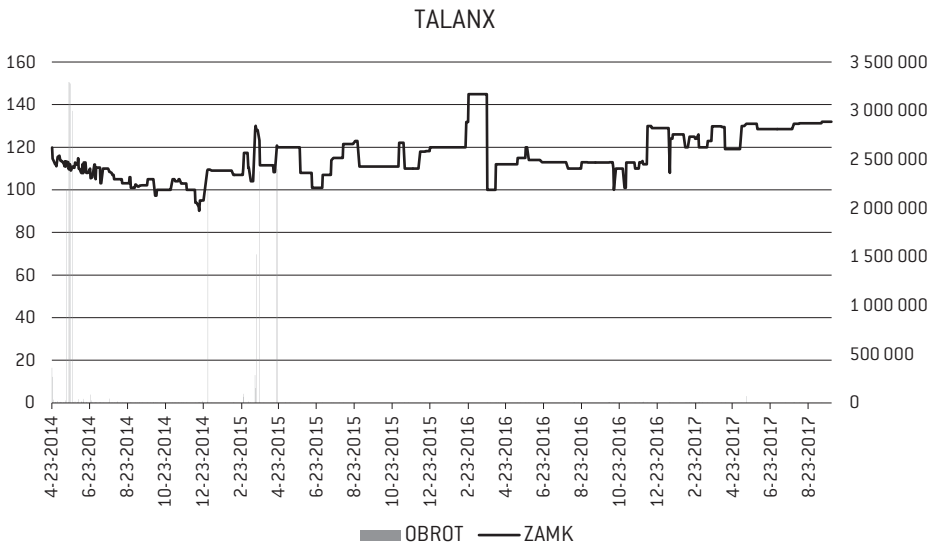
Dominująca pozycja PZU w sektorze ubezpieczeniowym przekłada się naturalnie na giełdową wycenę tej spółki. Od lat na warszawskim parkiecie giełdowym spółka jest wyceniana 2–3 razy wyżej niż wartość jej kapitału własnego prezentowanego w bilansie. Mnożnik wyceny PZU jest znacząco wyższy, niż innych ubezpieczycieli funkcjonujących na rynkach Europy Centralnej.

7. Talanx AG

Debiut Talanx miał miejsce 23 kwietnia 2014 roku w ramach *dual listingu*, czyli równoczesnego notowania w Warszawie i Frankfurtu. Przy czym parkiet niemiecki jest pierwszym miejscem notowań z wielokrotnie wyższą płynnością obrotu akcjami niż GPW.

Transakcje akcjami Talanx zawierane są sporadycznie, a często sesyjne obroty giełdowe nie przekraczają nawet 1 tys. zł (rys. 7.). Tak niska płynność akcji powoduje, że obecność Talanx na warszawskim parkiecie jest iluzoryczna. W tej sytuacji właściwa wycena rynkowa odbywa się we Frankfurtu, a parkiet warszawski ma znaczenie techniczne dla niewątpliwie nielicznych polskich inwestorów bądź arbitrażystów.

Rysunek 7. Kurs i wolumen obrotów spółki Talanx na GPW (dane za lata 2014–2017)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych na stronie www.gpw.pl.

Talanx jest trzecią największą grupą ubezpieczeniową w Niemczech i ósmą grupą ubezpieczeniową w Europie. Talanx co prawda działa na terenie 150 krajów, ale po przejęciu TU Europa oraz TUiR Warta polski rynek jest dla niego drugim największym po rodzimym rynku niemieckim. Na polskim

rynku ubezpieczeniowym spółki kontrolowane przez Talanx sumarycznie zajmują drugą pozycję, z udziałem w składce na poziomie około 20%. Wśród kontrolowanych przez grupę marek ubezpieczeniowych w Polsce są HDI-Asekuracja, HDI-Gerling, TU Europa i TUiR Warta. Talanx od 2011 roku kontroluje TU Europa, a od 2012 roku – TUiR Warta. Przejęcie przez niemieckiego ubezpieczyciela akcji obydwu krajowych ubezpieczycieli było możliwe pod warunkiem wprowadzenia przez Talanx swoich akcji do obrotu na GPW.

Talanx wypracowuje stosunkowo dobre wyniki finansowe i konsekwentnie rozwija się. Zwiększa się zarówno skala działania, jak i niezbędna do tego baza kapitałowa (tab. 11.).

Tabela 11. Wybrane skonsolidowane dane finansowe spółki Talanx (dane za lata 2012–2016)

Dane w mln EURO	2012	2013	2014	2015	2016
Zysk (strata) netto	626	732	769	734	907
Aktywa razem	130 350	132 793	147 298	152 760	156 571
Kapitał własny	7 153	7 127	7 998	8 282	9 078

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Notoria Serwis.

Zysk netto spółki w 2016 roku był najwyższy w okresie ostatnich 5 lat. Podobnie rekordowy poziom osiągnęły kapitały własne spółki. Dobra sytuacja finansowa sprawia, że od 2013 roku Talanx nie pozyskiwał kapitałów poprzez nowe emisje akcji (tab. 12.).

Tabela 12. Historia operacji na emisjach akcji Talanx (dane za lata 1990–2016)

Uchwała WZA	Data WZA	Wielkość Emisji
akcje założycielskie	1990–08–20	
akcje zwykłe		250 000
split 800:1	2012–03–30	
akcje zwykłe	2012–09–29	25 500 000
akcje zwykłe		16 393 442
akcje zwykłe	2012–10–22	2 732 240
akcje zwykłe	2013–11–26	171 952

Źródło: opracowanie własne na podstawie Notoria Serwis.

Podsumowanie

Historia polskich ubezpieczycieli na GPW to zbiór różnych przypadków, wśród których znajdziemy i udane, i nieudane projekty (odpowiednio TU Europa i TUiR Polisa). Ponadto mamy przypadki prywatyzacji, które także napotykały szereg trudności i opóźnień (TUiR Warta i PZU). W okresie ekspansji międzynarodowych grup kapitałowych wsparcie dla polskich ubezpieczycieli notowanych na GPW uzyskiwały TU Compensa i TUiR Warta, dla których okres obecności na warszawskim parkiecie był czasem budowania swojej pozycji i intensywnego rozwoju.

Dotychczasowa historia obecności zakładów ubezpieczeniowych na rynku kapitałowym pokazuje, że nie wykorzystaty one w pełni możliwości jakie on daje. Szczególnie w porównaniu

do szerokiej reprezentacji sektora bankowego, która na początku 2018 roku stanowi około połowy wartości rynkowej wszystkich spółek giełdowych. Różnice pomiędzy ścieżkami rozwoju obu sektorów są związane z pozostawieniem pod koniec lat 80. XX wieku ówczesnego monopolisty PZU jako podmiotu niepodzielonego na mniejsze zakłady. Mimo wszystko obecność spółek branży ubezpieczeniowej na giełdzie zwiększała presję na wyniki i rozwój oraz ułatwiała zmiany własnościowe, które w tej branży często dotyczyły udziałów większościowych. Zmiany własnościowe i realny dostęp do nowego kapitału w okresie notowań na giełdzie miały pozytywny wpływ na rozwój sektora ubezpieczeniowego w Polsce. Przyczyniło się to do wzrostu udziału składki ubezpieczeniowej w produkcji krajowym brutto, czy też do wzrostu składki przypadającej na 1 mieszkańca kraju¹⁴.

Notowanie na giełdzie akcji zakładów ubezpieczeniowych niewątpliwie wspierało proces wchodzenia na polski rynek międzynarodowych grup kapitałowych działających w tej branży takich jak Talanx i Vienna Insurance Group¹⁵.

Branża ubezpieczeniowa w Polsce oparła swój rozwój na aktywnych inwestorach branżowych, którzy finansują się na poziomie spółek holdingowych notowanych na rynkach macierzystych. Zapewne wśród przyczyn takiej sytuacji może być niższa efektywność pozyskiwania kapitału, mierzona czasem przygotowania i kosztem przeprowadzania oferty publicznej na polskim rynku kapitałowym w porównaniu do największych rynków europejskich. Delisting polskich ubezpieczycieli zapewne wynikał z oceny dokonanej przez poszczególnych inwestorów strategicznych: zbyt małych korzyści względem kosztów funkcjonowania w obrocie publicznym.

Niewielkie znaczenie należy przypisać wprowadzeniu akcji spółki Talanx do obrotu na GPW. Operacja ta miała miejsce pod presją KNF i, tak jak podobne działania w sektorze bankowym, nie miała wpływu na zainteresowanie rodzimych inwestorów obrotem akcji niemieckiego ubezpieczyciela.

Wykaz źródeł

- Czerniawski R., Wierzbowski M., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszami powierniczymi. Komentarz*, Wydawnictwo Prawnicze, Warszawa 1996.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012.
- Finanse: instytucje, instrumenty, podmioty, rynki, regulacje*, Podstawka M. [red.], Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
- Gołąb P., *Współczesne formy prowadzenia działalności ubezpieczeniowej*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2009, nr 3.
- Handschrke J., *Polskie doświadczenie w formowaniu i rozwoju rynku ubezpieczeń – wybrane aspekty*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2009, nr 3.
- Meiji Yasuda Life Insurance Company, *Annual Report*, 2016.
- Notoria Serwis, *Wyniki finansowe i informacje o emisjach akcji*, 2017.
- Przybylska-Kapuścińska W., *Rozwój polskiego rynku giełdowego na tle sytuacji giełd europejskich w XXI wieku*, „Roczniki Ekonomiczne Kujawsko-Pomorskiej Szkoły Wyższej” 2008, nr 1.

14. A. Pralińska, *Ubezpieczyciele na rynku kapitałowym*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2009, nr 2.

15. P. Gołąb, *Współczesne formy prowadzenia działalności ubezpieczeniowej*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2009, nr 3.

Pralińska A., *Ubezpieczyciele na rynku kapitałowym*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2009, nr 2. *Raport o stanie sektora ubezpieczeń w pierwszym półroczu 2017 roku*, https://www.knf.gov.pl/?articleId=59849&p_id=18 [dostęp 15.01.2018].

Rynek ubezpieczeń: TU Europa wycofane z giełdy, http://www.gu.com.pl/index.php?option=com_content&view=article&id=45200:rynek-ubezpiecze-tu-europa-wycofane-z-giedy-&catid=107:rynek-ubezpiecze&Itemid=106 [dostęp 15.01.2018].

Socha J., *Zrozumieć giełdę*, Olympus, Warszawa 1998.

TU Europa: stukrotny wzrost wartości na GPW, <https://tueuropa.pl/artykuly/166,112/d,aktualnosci,tu-europa-stukrotny-wzrost-wartosci-na-gpw> [dostęp: 15.01.2018].

TUiR Warta, *Sprawozdanie o wypłacalności i kondycji finansowej TUiR Warta na dzień 31 grudnia 2016 roku i za rok obrotowy kończący się tego dnia*, https://www.warta.pl/c/document_library/get_file?uuid=68f1a13b-ba3c-4ad6-80ab-83b6428fdef5&groupId=10157 [dostęp: 13.02.2018].

Insurance companies listed on the Warsaw Stock Exchange

Insurance companies as a public listed companies are listed on the Warsaw Stock Exchange (WSE) from 1995, 4 years after first trading session. , TUiR Warta made her first debut. There were 6 companies representatives of the insurance industry. TUiR Warta was first public listed company, but at the end of 2017 only PZU and the German Talanx remained on the Warsaw Stock Exchange. The history of Polish insurers on the WSE includes successes of insurance projects from the beginning of transformation (TU Europa) and bankructcy (TU Polisa). Privatization through the stock exchange faced a number of difficulties and delays (TUiR Warta and PZU) and depend from many factors. Insurance law first contained elements of protectionism (up to 1999) and protected the domestic insurance market from the activity of foreign insurance companies, so that after Poland's accession to the European Union (in 2004) the market was liberalized. The entry of the industry's foreign capital was a more important support for the development of Polish, listed insurers (TU Compensa and TUiR Warta), rather than IPO on WSE. PZU, the leader of the Polish insurance market is currently the only Polish insurance company listed on the stock exchange, and at the same time a company that did not need capital from stock investors. In case of dual listed Talanx, Deutsche Boerse is the main trading floor.

Key words: insurance companies, insurance industry, Warsaw Stock Exchange, capital market, economy in transition.

ARKADIUSZ W. SZYMANEK – Politechnika Warszawska, Katedra Finansów i Systemów Finansowych

TOMASZ K. WIŚNIEWSKI – Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Instytut Ryzyka i Rynków Finansowych

