Zeszyty Naukowe
Wydziału Zamiejscowego w Chorzowie
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
Nr 18 2016 r.

Anna Jańska

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie
Wydział Ekonomiczny
e-mail: anna.janska@poczta.umcs.lublin.pl

Specyfika działalności ubezpieczeniowej a wycena przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego

Streszczenie. Prawidłowa metodyka wyceny wartości przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego ma niekwestionowane znaczenie, zarówno dla potencjalnych inwestorów, jak również z perspektywy zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Umiejętność adekwatnej wyceny ubezpieczyciela jest ważna z punktu widzenia optymalnego wyboru przez inwestora, który poszukuje możliwości inwestowania kapitału nadwyżkowego, m.in. w akcje przedsiębiorstw ubezpieczeniowych. Publikowane sprawozdania finansowe ubezpieczycieli, oficjalnie prezentowane wskaźniki wypłacalności oraz (nie zawsze w pełni obiektywne) rekomendacje analityków mogą zostać poszerzone o wyniki indywidualnej wyceny wartości przedsiębiorstwa, dokonanej przez potencjalnych inwestorów. Celem niniejszego opracowania jest przeanalizowanie specyfiki działalności ubezpieczeniowej pod kątem możliwości wyceny przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego.

Słowa kluczowe: wycena, wartość, działalność ubezpieczeniowa, ubezpieczenia majątkowe, przedsiębiorstwo

1. Wstęp

Problematyka wyceny przedsiębiorstw jest szeroko omawiana w literaturze przedmiotu. Istnieje wiele pozycji literaturowych dotyczących teoretycznych oraz praktycznych metod tej wyceny. Wycena przedsiębiorstwa jest nierozerwalnie związana z dążeniem do maksymalizacji jego wartości. Jednak wartość nie jest pojęciem jednoznacznym i może być rozpatrywana w szerokim kontekście

(filozoficznym, socjologicznym, ekonomicznym), a sam proces jej szacowania wiąże się z koniecznością rozstrzygania wielu dylematów, w szczególności dostosowania metodologii wyceny do specyfiki działalności poszczególnych podmiotów gospodarujących.

2. Wycena przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego w literaturze przedmiotu

Współcześnie podstawowe znaczenie ma ekonomiczna wartość przedsiębiorstwa, przez którą rozumie się jego zdolność do generowania wolnych przepływów pieniężnych w przyszłości. Wartość ta zmienia się wraz ze zmianą uwarunkowań gospodarczych i założeń przyjętych w strategii przedsiębiorstwa [Panfil, Szablewski (red.) 2011: 26-27]. Do rozwoju tej koncepcji przyczyniła się praca Alfreda Rappaporta *Creating Shareholder Value* [1986], w której poddano krytyce zysk jako miernik oceny rezultatów działalności przedsiębiorstwa i przedstawiono rozwiniętą koncepcję zarządzania wartością dla akcjonariuszy [Panfil, Szablewski (red.) 2011: 26-27]. W piśmiennictwie prezentowane są również liczne metody wyceny przedsiębiorstw, m.in. metody księgowe, dochodowe, jak i inne metody bazujące na porównaniach i różnego rodzaju modyfikacjach metod podstawowych. Autorzy sugerują, że wybór metody wyceny powinien być podyktowany celem sporządzanej analizy oraz rodzajem wycenianego przedsiębiorstwa i charakterem jego działalności. W przypadku przedsiębiorstw ubezpieczeniowych konieczne jest szczególne podejście do ich wyceny. W krajowej literaturze przedmiotu problematyka wyceny przedsiębiorstw ubezpieczeniowych jest dość wycinkowa. Dostrzec można swoiste braki w zakresie teorii wyceny przedsiębiorstw ubezpieczeniowych oraz rozwiązań modelowych. Ze względu na bardzo specyficzny charakter działalności ubezpieczeniowej do tej pory nie podjęto próby opracowania kompleksowego modelu wyceny zakładu ubezpieczeń. Publikacja *Wycena i zarządzanie wartością zakładu ubezpieczeń* [Handschke (red.) 2006] jest jedynym szerszym opracowaniem poświęconym omawianym zagadnieniom. W publikacji tej skoncentrowano się głównie na charakterystyce i możliwych modyfikacjach metody DCF dla potrzeb wyceny ubezpieczycieli.

Kwestii wyceny przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego poświęcono, jak dotychczas, również niewiele artykułów naukowych. Jednym z nielicznych jest praca Witolda Jaworskiego *Specyfika wyceny zakładów ubezpieczeń metodą zdyskontowanych przepływów gotówkowych* [2006]. Tutaj również największy nacisk kładzie się na zastosowanie i możliwe modyfikacje metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Podobnie jak w publikacji książkowej, autor rozważa

możliwości i ograniczenia zastosowania (głównie na polskim rynku) metody porównawczej jako uzupełnienia wyceny sporządzanej metodą DCF.

Reasumując przegląd piśmiennictwa krajowego, należy stwierdzić, że wiele jest pozycji literaturowych dotyczących teoretycznych oraz praktycznych metod wyceny przedsiębiorstw, w tym wyceny poszczególnych rodzajów przedsiębiorstw, z uwzględnieniem ich specyfiki, np. banków [Marcinkowska 2003], to jednak w obszarze dotyczącym przedsiębiorstw ubezpieczeniowych ta literatura jest dość skromna. Pomimo że jest wiele pozycji dotyczących finansów ubezpieczycieli i zarządzania finansami ubezpieczycieli [Gąsiorkiewicz 2009; Łańcucki 1993; Łańcucki 1996; Sangowski (red.) 2005], to jednak nie poruszają one głębiej zagadnień wyceny ubezpieczycieli oraz szacowania kosztów ich kapitału. Upoważnia to do stwierdzenia, że zasób wiedzy dotyczącej metod wyceny wartości przedsiębiorstw ubezpieczeniowych jest jeszcze mało obszerny i dość fragmentaryczny.

Z kolei ze wstępnego chociażby przeglądu literatury zagranicznej wynika, że problematyka wyceny ubezpieczycieli jest tam znacznie szerzej analizowana. Warto podkreślić, że już w latach 60. ubiegłego stulecia podejmowano próby naukowego wyjaśnienia czynników, które determinują wartość przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego. Melvin L. Gold badał wówczas czynniki istotne w procesie wyceny ubezpieczycieli, koncentrując uwagę na przedsiębiorstwach zaangażowanych (w mniejszym lub większym stopniu) w ubezpieczenia życiowe, z uwagi na rosnącą liczbę fuzji i przejęć. Warto odnotować, że podkreślał on konieczność adaptacji podstawowych metod wyceny przedsiębiorstw z uwagi na złożoność biznesu ubezpieczeniowego [Gold 1962].

Badania czynników wpływających na wartość ubezpieczycieli (*value drivers*) są kontynuowane w literaturze zagranicznej, przy czym część badaczy argumentuje, że metody zdyskontowanych dywidend będą lepiej oddawać wartość przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego niż metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) [Damodaran 2009], która jest z kolei najczęściej stosowana w praktyce przez analityków finansowych [Bernstein Research 2012].

Stałym elementem badań publikowanych w literaturze angielskojęzycznej jest, obok kwestii czynników determinujących wartość ubezpieczycieli, próba oddania specyfiki ich zobowiązań bilansowych. Dyskusje dotyczą kapitału obcego ubezpieczycieli, który nie jest traktowany jako dług w sensie dosłownym, ale bardziej jako (w dosłownym tłumaczeniu) „surowiec", który chociaż pochodzi ze źródeł zewnętrznych, to służy ubezpieczycielom do kreowania i wprowadzania na rynek produktów ubezpieczeniowych [Massari, Gianfrate, Zanetti 2014; Damodaran 2009]. Problematyka precyzyjnego szacowania wartości zobowiązań ubezpieczycieli uznawana jest za jeden z kluczowych czynników determinujących wartość przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego. Badane są ponadto relacje pomiędzy wartością rynkową ubezpieczyciela a wybranymi komponentami

przyczyniającymi się do tworzenia tej wartości [Babbel 2009]. Rozwijana jest także problematyka kontrolowania poziomu ryzyka oraz strumieni dywidend i ich wpływu na wycenę ubezpieczycieli [Højgaard, Taksar 1999]. W literaturze zagranicznej można już spotkać pierwsze charakterystyki tych modeli wyceny, które mogą zostać wykorzystane do ustalenia wartości instytucji finansowych, przy czym ze względu na specyfikę podmiotów wycena ubezpieczycieli traktowana jest całkowicie odrębnie [Massari, Gianfrate, Zanetti 2014].

Z drugiej strony należy zauważyć, że w praktyce rynkowej przeprowadza się różne wyceny przedsiębiorstw ubezpieczeniowych. Warto zatem postawić pytanie, na ile rozwiązania stosowane w praktyce są zbieżne z metodami wyceny przedsiębiorstw ubezpieczeniowych opisywanymi w literaturze.

3. Specyfika działalności ubezpieczeniowej

Ubezpieczyciele są rodzajem przedsiębiorstw finansowych zaliczanych do instytucji zaufania publicznego. Prowadzą działalność specyficzną, regulowaną przepisami prawa i podlegającą nadzorowi państwa na każdym etapie – od momentu wejścia na rynek, poprzez działalność podstawową i dodatkową oraz możliwe zmiany właścicielskie, aż po ewentualną fazę likwidacji przedsiębiorstwa. Potrzeba opracowania specjalnego modelu teoretycznego wyceny wartości ubezpieczycieli wynika m.in. z tzw. odwróconego cyklu produkcyjnego, określonych zasad gospodarki finansowej ubezpieczycieli, wymagań regulacyjnych oraz standardów rachunkowości. Specyfika działalności ubezpieczeniowej znajduje swoje odzwierciedlenie w gospodarce finansowej ubezpieczycieli, a to z kolei przekłada się na odmienny kształt sprawozdań finansowych, jakie są przez nich sporządzane.

Ubezpieczyciele ustalają ceny usługi ubezpieczeniowej zanim poznają ostateczne koszty odszkodowań i świadczeń. Opierają się na danych prawdopodobnych i analizach aktuarialnych, co wprowadza do działalności dodatkowy element ryzyka, wymagający modelowania w procesie wyceny. Działalność operacyjna ubezpieczycieli opiera się na finansowaniu zewnętrznym. Ma ono jednak inny charakter niż w przedsiębiorstwach niefinansowych (produkcyjnych czy handlowych). W pasywach ubezpieczycieli dominują rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe[1], które traktowane są jako obce źródła kapitału. Nie mają one jednak cech klasycznego długu, co rzutuje zarówno na strukturę, jak i koszt kapitału [Bednarczyk 2005]. Fakt ten ma zasadnicze znaczenie również dla podejścia w procesie wyceny ubezpieczycieli. Znaczna wartość zobowiązań oraz odwrócony proces produkcyjny sprawia, że nadzorca wymaga od ubezpieczycieli spełniania określonych wymogów płynności i wypłacalności oraz posiadania określonego

[1] Ich udział kształtuje się na poziomie od 50% do 70%.

poziomu kapitałów własnych. Kapitały własne pełnią rolę swoistego „bufora", ponieważ są wykorzystywane w przypadku niedoszacowania zobowiązań przez zakład ubezpieczeń. Mają też stanowić ekonomiczną gwarancję realności ochrony ubezpieczeniowej. Zmiany poziomu kapitałów własnych mają znaczący wpływ na szacowane przepływy gotówkowe. A zatem w przypadku ubezpieczycieli znaczenie zmian w poziomie kapitałów własnych jest znacznie większe niż zmian w kapitale obrotowym, który ma z kolei decydujący wpływ na wycenę przedsiębiorstw niefinansowych.

4. Wycena przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego z perspektywy poszczególnych interesariuszy

Prawidłowa metodyka wyceny wartości przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego ma niekwestionowane znaczenie, zarówno dla potencjalnych inwestorów (*shareholder value*), jak również z perspektywy podmiotów zarządzających wartością przedsiębiorstwa (*value based management*) [Jaworski, Lisowski 2003]. Umiejętność adekwatnej wyceny ubezpieczyciela jest ważna z punktu widzenia optymalnego wyboru przez inwestora, który poszukuje możliwości inwestowania kapitału nadwyżkowego, m.in. w akcje przedsiębiorstw ubezpieczeniowych. Publikowane sprawozdania finansowe ubezpieczycieli, oficjalnie prezentowane wskaźniki wypłacalności oraz (nie zawsze w pełni obiektywne) rekomendacje analityków mogą zostać poszerzone o wyniki indywidualnej wyceny wartości przedsiębiorstwa dokonanej przez potencjalnych inwestorów.

Inwestycje w przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe prowadzone na szerszą skalę związane są z perspektywą wyceny z punktu widzenia podmiotów planujących procesy fuzji i przejęć. Współczesna gospodarka charakteryzuje się zaawansowanym i nieustannie postępującym procesem globalizacji rynków, w tym także rynków finansowych. W efekcie otwierania rynków krajowych na usługi finansowe świadczone przez podmioty zagraniczne, dochodzi często do zmian właścicielskich. Instytucje finansowe traktują te procesy zarówno jako formę poszerzania rynków zbytu, jak i jedną z metod wejścia na zwykle regulowane rynki zagraniczne. Z tego punktu widzenia rzetelne oszacowanie wartości przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego ma duże znaczenie dla obu stron transakcji. Właścicielom zależy na maksymalizacji korzyści ze zbycia przedsiębiorstwa, natomiast strona inwestująca dąży do optymalizacji ponoszonych nakładów inwestycyjnych.

Wycena przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego nabiera szczególnego znaczenia w przypadku spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych. Na polskim rynku aktualnie notowana jest tylko jedna spółka ubezpieczeniowa, tj. Powszechny Zakład Ubezpieczeń Spółka Akcyjna, którego debiut giełdowy

okazał się największą ofertą publiczną w historii polskiej giełdy oraz rekordem na skalę europejską w 2010 r. Drugim ubezpieczycielem notowanym na GPW w latach 2010-2012 było Towarzystwo Ubezpieczeń Europa S.A., jednak notowania zawieszono, a następnie akcje wycofano z obrotu po ogłoszeniu przymusowego wykupu walorów tej spółki. Obserwując sytuację na zagranicznych rynkach papierów wartościowych, można przypuszczać, że ubezpieczycieli na polskiej giełdzie może przybywać. Postanowienia Solvency II stawiają przed zakładami ubezpieczeń bardziej restrykcyjne wymogi związane z uzależnieniem wysokości kapitału od wielkości ryzyka podejmowanego przez firmy ubezpieczeniowe, a w konsekwencji większe niż dotychczas zapotrzebowanie na kapitał.

5. Wycena przedsiębiorstw ubezpieczeniowych w praktyce

Wstępny przegląd wycen krajowych ubezpieczycieli pozwala zauważyć, że analitycy biur maklerskich i banków inwestycyjnych przeprowadzają wyceny głównie dla potrzeb transakcyjnych (rekomendacje rynkowe dla inwestorów giełdowych). Z punktu widzenia wspomnianej *shareholder value* łączą oni wycenę opartą na modelu zdyskontowanych zysków rezydualnych [Aktualizacja raportu PZU 2011] oraz wycenę *sum-of-the-parts* [Rekomendacja dot. PZU 2013; Raport analityczny PZU 2010] z wyceną sporządzaną metodą porównawczą. Warto jednak zwrócić uwagę, że przy sporządzaniu wyceny metodą porównawczą napotyka się trudności w znalezieniu porównywalnych zakładów ubezpieczeń ze względu na rozmiary i udziały w rynku. W związku z tym wykorzystuje się mnożniki z rynków międzynarodowych. Z kolei w metodzie *sum-of-the-parts*, która jest stosowana do wyceny grup kapitałowych, wartość poszczególnych biznesów (ubezpieczeń majątkowych, funduszy emerytalnych czy ubezpieczeń życiowych) jest wyceniana odrębnie. Tymczasem w literaturze krajowej nie ma opracowanych modeli wyceny poszczególnych jednostek biznesowych (*business unit*) grup ubezpieczeniowych. Można przyjąć, że praktyka wyprzedza teorię w tym obszarze.

Reasumując, już wstępne studia analityczne pozwalają stwierdzić, że metody wyceny przedsiębiorstw niefinansowych, znane i szeroko upowszechnione w piśmiennictwie, nie są możliwe do zastosowania przy wycenie przedsiębiorstw ubezpieczeniowych w formie niezmienionej, m.in. z uwagi na odmienny zakres informacji generowanych przez ich sprawozdania finansowe. Dostosowanie metodyki wyceny ubezpieczycieli dotyczy przede wszystkim: definicji wolnych przepływów gotówkowych, zasad ustalania kosztu kapitału, uwzględnienia pozaubezpieczeniowych źródeł dochodu, znaczenia inwestycji finansowych oraz adekwatności poziomu i zmian rezerw techniczno-ubezpieczeniowych.

W modelowaniu przepływów gotówkowych muszą być brane pod uwagę również przepływy charakterystyczne tylko dla działalności ubezpieczeniowej, np. wypłata odszkodowań i świadczeń czy reasekuracja [Handschke (red.) 2006: 130].

Metody zmodyfikowane umożliwią bardziej wiarygodne i bardziej precyzyjne szacunki wartości przedsiębiorstw ubezpieczeniowych. Zmodyfikowane metody powinny uwzględniać specyficzne cechy działalności ubezpieczeniowej, w tym odwrócony cykl produkcyjny, który wprowadza dodatkowy element niepewności, wymagający uwzględnienia w procesie wyceny; wymogi prawne, dotyczące wysokości kapitałów własnych (problem tzw. pojemności ubezpieczeniowej). Należy uwzględnić znaczenie działalności inwestycyjnej ubezpieczycieli w kreowaniu ich wartości, które jest dużo większe niż w kreowaniu wartości przedsiębiorstw niefinansowych, a także charakter rezerw techniczno-ubezpieczeniowych oraz ryzyko wynikające z nieprawidłowego ich oszacowania. Niedoszacowanie lub przeszacowanie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych może całkowicie zmienić wartość wyliczoną na podstawie przepływów gotówkowych. W przedsiębiorstwach niefinansowych inny jest charakter rezerw. Nie mają one decydującego znaczenia dla ich wartości. Zmodyfikowane podejście do wyceny ubezpieczycieli powinno uwzględniać również wpływ otoczenia (m.in. fazy cyklu koniunkturalnego i cyklu ubezpieczeniowego). Ponieważ wycena obejmuje zazwyczaj grupy kapitałowe, mające w zakresie swej działalności różne rodzaje ubezpieczeń, podstawowego znaczenia nabiera wyodrębnienie poszczególnych jednostek biznesowych (*business unit*), takich jak ubezpieczenia życiowe (dział I) i ubezpieczenia majątkowe (dział II), różniących się zasadami i techniką wyceny. Pod uwagę należy wziąć także cechy charakterystyczne krajowego rynku ubezpieczeniowego, który ma charakter oligopolu. Z jednej strony koncentracja sprzedaży w kilku zakładach oraz koncentracja pod względem produktowym, z drugiej zaś – wielu ubezpieczycieli prowadzących działalność na niewielką skalę powoduje, że należy dostosować zasady wyceny ubezpieczycieli stosowane na rynkach w pełni rozwiniętych do realiów rynku polskiego.

6. Zakończenie

Omówione potrzeby teorii oraz praktyki w kwestii zmodyfikowania metod wyceny ubezpieczycieli są oczywiste. Dalsze badania dotyczące modyfikacji wybranych metod wyceny przedsiębiorstw w sposób uwzględniający parametry charakterystyczne dla branży ubezpieczeniowej mogłyby wypełnić częściowo tę swoistą lukę w zakresie identyfikacji kluczowych czynników wpływających na wartość przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego, leżących zarówno po stronie ubezpieczyciela (strategia i decyzje zarządcze), jak i jego otoczenia, zbadania

możliwości zastosowania metod wyceny przedsiębiorstw niefinansowych do wyceny ubezpieczycieli oraz zaproponowania nowych wskaźników możliwych do wykorzystania przy wycenie ubezpieczycieli metodą porównawczą, a także praktyczna weryfikacja udoskonalonych metod wyceny ubezpieczycieli z uwzględnieniem doświadczeń z rynków zarówno rozwiniętych, jak i wschodzących. Wymienione zagadnienia będą przedmiotem dalszych prowadzonych przez autorkę badań.

Literatura

Aktualizacja raportu PZU, 18.11.2011, DI Bre.

Babbel D.F., 1999, Components of Insurance Firm Value, and the Present Value of Liabilities, Babbel D.F., 1999, Components of Insurance Firm Value, and the Present Value of Liabilities, w: D.F. Babbel, F.J. Fabozzi (red.), *Investment Management for Insurers*, New Hope, Pennsylvania: FJF, www.crai.ca/sites/default/files/publications/Components-of-Insurance-Firm-Value-and-the-Present-Value-of-Liabilities.pdf [dostęp: 4.05.2017].

Bartoszewicz B. i in., 2008, *Value Based Management: koncepcje, narzędzia, przykłady*, Warszawa: Poltext.

Bednarczyk T.H., 2005, Czynniki kształtujące poziom i koszt kapitału, w: T. Sangowski (red.), *Finansowe narzędzia zarządzania zakładem ubezpieczeń*, Warszawa: Poltext.

Bernstein Research, 2012, *Non-life Insurance Industry Valuations: Still Attractive Relatively and Absolutely*, www.bernsteinresearch.com [dostęp: 24.02.2017].

Borowiecki R., Czaja J., Jaki A., Kulczycki M., 2002, *Metody i systemy wyceny przedsiębiorstw*, Warszawa: Twigger.

Buk H. (red.), 2012, *Wycena zasobów gospodarczych dla potrzeb sprawozdawczości* finansowej, Katowice: Wydawnictwo UE w Katowicach.

CEASA. Center for Excellence in Accounting and Security Analysis, 2010, *Analysis and Valuation of Insurance Companies – Industry Study Number Two*, New York: Columbia Business School.

Chadam J., 2012 *Synergia i wartość w strukturach kapitałowych*, Warszawa: Difin.

Ciupek B., 2001, *Optymalizacja wyniku technicznego, struktury portfela i taryf składek zakładu ubezpieczeń*, Warszawa: Fundacja Warta.

Damodaran A., 2009, *Valuing Financial Service Firms*, www.people.stern.nyu.edu [dostęp: 25.06.2017].

Damodaran A., 2012, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, New Jersey: John Wiley & Sons.

Duraj J., 2001, *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Łódź: Szkoła Wyższa im. Pawła Włodkowica w Płocku, Uniwersytet Łódzki.

Gąsiorkiewicz L., 2009, *Finanse zakładów ubezpieczeń. Teoria i praktyka*, Warszawa: C.H. Beck.

Gold M.L., 1962, Valuing a Life Insurance Company, *Transactions of Society of Actuaries*, Vol. 14, Pt. 1, No. 38: 139-170.

Goldfarb R., 2010, *P&C Insurance Company Valuation*, www.casact.org/library/studynotes/Goldfarb2010.pdf [dostęp: 4.04.2017].

Handschke J. (red.), *Wycena i zarządzanie wartością zakładu ubezpieczeń*, Poznań: Wydawnictwo AE w Poznaniu.

Henzel H., Paczuła C., 2001, *Rachunkowość jednostek ubezpieczeniowych. Część 2. Ewidencja, finanse, kontrola*, Warszawa: Difin.

Henzel H., 2007, *Wartość przedsiębiorstwa inwestującego*, Katowice: Wydawnictwo AE w Katowicach.

Højgaard B., Taksar M., 1999, Controlling Risk Exposure and Dividends Payout Schemes: Insurance Company Example, *Mathematical Finance*, No. 9(2): 153-182.

Jaki A., 2006, *Wycena przedsiębiorstwa. Przesłanki, procedury, metody*, Kraków: Oficyna Ekonomiczna.

Jaworski, W., 2006, *Specyfika wyceny zakładów ubezpieczeń metodą zdyskontowanych przepływów gotówkowych*, w: S. Wieteska (red.), *Ubezpieczenia*, Lublin: Wydawnictwo UMCS.

Jaworski W., Lisowski J., 2003, *Wycena i zarządzanie wartością zakładu ubezpieczeń*, w: Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek, *Prace Naukowe AE we Wrocławiu*, nr 991: 203-208.

Jaworski W., Lisowski J., 2006, *Zalety i ograniczenia poszczególnych metod wyceny i możliwość ich zastosowania w przypadku zakładów ubezpieczeń*, w: J. Handschke (red.), *Wycena i zarządzanie wartością zakładu ubezpieczeń*, Poznań: Wydawnictwo AE w Poznaniu, 22-33.

Kamela-Sowińska A., 2006, *Wycena przedsiębiorstw i ich mienia*, Poznań: Wyższa Szkoła Handlu i Rachunkowości.

Kędziora K., 2013, Wpływ zmian w Międzynarodowych Standardach Rachunkowości na rachunkowość i sprawozdawczość zakładów ubezpieczeń, *Prawo Asekuracyjne*, nr 4(77): 98-105.

Kufel M., 1999, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Bielsko-Biała: Wydawnictwo PARK.

Lisowski J., Stępień J., 2013, *Zarządzanie płynnością zakładu ubezpieczeń w warunkach perturbacji na rynkach finansowych*, Warszawa: Poltext.

Łańcucki J., 1993, *Finanse ubezpieczeń gospodarczych*, Warszawa: Poltext.

Łańcucki J., 1996, *Podstawy finansów ubezpieczeń gospodarczych*, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

Łańcucki J., 2013, Aspekty regulacyjne zarządzania ryzykiem w sektorze ubezpieczeń, *Prawo Asekuracyjne*, nr 2(75): 3-14.

Manikowski P., 2012, Wybrane cechy morfologiczne cykli ubezpieczeniowych w Polsce w latach 2001-2012, *Wiadomości Ubezpieczeniowe*, nr 2: 67-76.

Manikowski P.,2013, *Cykle ubezpieczeniowe w gospodarce rynkowej. Pojęcie, cechy, struktura*, Warszawa: Poltext.

Marcinkowska M., 2000, *Kształtowanie wartości firmy*, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

Marcinkowska M., 2003, *Wartość banku. Kreowanie wartości i pomiar wyników działalności banku*, Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.

Massari M., Gianfrate G., Zanetti L., 2014, *The Valuation of Financial Companies: Tools and Techniques to Measure the Value of Banks, Insurance Companies and Other Financial Institutions*, New York: Wiley.

Messerli A., 2012, Rezerwa matematyczna – analiza zmian ujęcia w ogólnych warunkach ubezpieczeń na życie, *Prawo Asekuracyjne*, nr 2(71): 65-74.

Metodologia analizy finansowej zakładów ubezpieczeń − wersja II, Warszawa: Państwowy Urząd Nadzoru Ubezpieczeń, Departament Analiz Systemu Ubezpieczeniowego.

Monkiewicz J., Gąsiorkiewicz L., Hadyniak B., 1999, *Zarządzanie finansami ubezpieczeń*, Warszawa: Poltext.

Mrozowska B., 2011, Zmiany w przepisach dotyczących nabycia lub objęcia akcji zakładu ubezpieczeń, *Prawo Asekuracyjne*, nr 1(66), http://prawoasekuracyjne.pl/numery-archiwalne/ [dostęp: 11.05.2017].

Nahotko S., 1998, *Współczesne metody wyceny wartości przedsiębiorstwa*, Bydgoszcz: Oficyna Wydawnicza OPO.

Nissim D., 2010, *Analysis and Vaauation of Insurance Companies*, New York: Center for Excellence in Accounting and Security Analysis, Columbia Business School.

Ocena zarządzania ryzykiem i rola audytu wewnętrznego w świetle nowych wymogów wypłacalności – Solvency II, 2011, Materiały Seminarium Polskiej Izby Ubezpieczeń, Deloitte Polska.

Panfil M., Szablewski A. (red.), 2007, *Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora*, Warszawa: Poltext.

Panfil M., Szablewski A. (red.), 2011, *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, Warszawa: Poltext.

Panfil M., Szablewski A. (red.), 2013, *Dylematy wyceny przedsiębiorstwa*, Warszawa: Poltext.

Parlińska A., 2009, Ubezpieczyciele na rynku kapitałowym, *Wiadomości Ubezpieczeniowe*, nr 2: 29-45.
Paździor A., 2013, *Wycena wartości przedsiębiorstwa w warunkach destabilizacji rynków finansowych*, Warszawa: Difin.
Radawiecka E., 2013a, Porównanie bilansu zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji do bilansu innych jednostek, *Zeszyty Naukowe Wydziału Nauk Ekonomicznych Politechniki Koszalińskiej*, nr 7(17): 209-224.
Radawiecka E., 2013b, Rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe warunkiem stabilności funkcjonowania zakładów ubezpieczeń, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, nr 61, t. 2: 171-180.
Raport analityczny PZU, 2.09.2010, DM PKO BP.
Rappaport A., 1986, *Creating Shareholder Value*, New York: Free Press.
Rekomendacja dot. PZU, 6.12.2013, DM Trigon.
Romanowska M. (red.), 2011, *Grupy kapitałowe w Polsce. Strategie i struktury*, Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
Ronka-Chmielowiec W. (red.), 2004, Zarządzanie *finansami w zakładach ubezpieczeń*, Bydgoszcz – Wrocław: Oficyna Wydawnicza Branta.
Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 28 grudnia 2009 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji, Dz.U. nr 226, poz. 1825.
Ryngwelska D., 2010, Model wewnętrzny w systemie Wypłacalność II. Droga do jego zatwierdzenia, *Wiadomości Ubezpieczeniowe*, nr 1: 3-15.
Sangowski T. (red.), 1998, U*bezpieczenia gospodarcze*, Warszawa: Poltext.
Sangowski T. (red.), 2005, *Finansowe narzędzia zarządzania zakładem ubezpieczeń*, Warszawa: Poltext.
Schoon N., 2012, *What's a Bank Worth?: Realistic Valuations of the Financial Industry*, London: Spiramus Press.
Skibińska R., 2014, *Solvency II: kłopotliwy wymóg wypłacalności*, www.obserwatorfinansowy.pl [dostęp: 11.05.2017].
Słownik języka polskiego, 1981, t. III, Warszawa: PWN.
Szewc-Rogalska A., 2006, Grupy kapitałowe w gospodarce polskiej, w: M.G. Woźniak (red.), *Nierówności społeczne a wzrost gospodarczy. Problemy globalizacji i regionalizacji*, cz. II, Rzeszów: Uniwersytet Rzeszowski, 653-659.
Trocki M., 2013, *Grupy kapitałowe. Tworzenie i funkcjonowanie*, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej, Dz.U. 2010 nr 11, poz. 66.
Ustawa z dnia 24 września 1994 r. o rachunkowości, t.j. Dz.U. 2013, poz. 303.
Wartini L., 2009, Wybrane wyniki działalności lokacyjnej i finansowej sektora ubezpieczeń w Polsce w warunkach globalnego kryzysu gospodarczego, *Wiadomości Ubezpieczeniowe*, nr 4: 17-28.
Zarzecki D., 1999, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości.
Zarzecki D., 2000, *Metody wyceny przedsiębiorstw: zarys teorii a praktyka*, Szczecin: Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego.

The Unique Characteristics of the Insurance Business and Their Effects on the Valuation of an Insurance Company

Summary. An adequate methodology for the valuation of insurance firms is of indisputable importance to potential investors as well as in the context of enterprise value management. An ability to properly appraise the value of an insurance business is key to making an optimal investment

decision when looking for opportunities to invest surplus capital e.g. in the shares of insurance companies. It is pointed out that outcomes of individual valuations made by potential investors may well be used as an information resource on top of insurers' published financial statements, officially reported solvency ratios, and (not always entirely impartial) recommendations from analysts. The chapter seeks to examine the unique characteristics of the insurance business, and to reveal how they bear on determining the value of an insurance firm.

Keywords: valuation, insurance, property insurance, enterprise