

Witold Jaworski

Akademia Ekonomiczna w Poznaniu

WYKORZYSTANIE METOD WYCENY W STRATEGICZNYCH I OPERACYJNYCH DECYZJACH PODEJMOWANYCH PRZEZ ZAKŁADY UBEZPIECZEŃ

1. Wstęp

Ocena działań zakładów ubezpieczeń, a przede wszystkim skuteczności wdrażanej strategii, w coraz większym stopniu poddawana jest weryfikacji rynku, dla którego najważniejsze znaczenie ma wzrost wartości przedsiębiorstwa. W najnowszym opracowaniu firmy McKinsey, dotyczącym najbardziej skutecznych strategii zakładów ubezpieczeń na rynku europejskim, podstawowym kryterium wyboru tzw. najlepszych praktyk jest zwrot dla akcjonariuszy (wzrost ceny akcji i wypłacone dywidendy) generowany przez poszczególne zakłady ubezpieczeń [5, s. 9-10].

Zakłady ubezpieczeń muszą obecnie brać pod uwagę wpływ swoich decyzji na wartość na poziomie zarówno strategicznym, jak i operacyjnym. W praktyce nie oznacza to posiadania szczegółowych modeli wyceny przy każdej decyzji, lecz skoncentrowanie się na wskaźnikach, od których wartość ta zależy, m.in. poziomie kosztów, wskaźniku szkodowości, rentowności działalności inwestycyjnej. Jest to pierwszy krok do wykorzystania narzędzi wyceny, które w sposób szczegółowy umożliwiają odpowiedź na pytania dotyczące „opłacalności” poszczególnych decyzji. Narzędzia wyceny zakładów ubezpieczeń, a szczególnie wycena zdyskontowanych przepływów gotówkowych, mają tę przewagę nad prostymi metodami wskaźnikowymi, że pokazują wpływ decyzji na całość działalności, m.in. biorą pod uwagę potrzeby kapitałowe (szczególnie ważne w działalności ubezpieczeniowej), gotówkowe oraz rozłożenie kosztów i efektów w czasie. Ważną korzyścią z zastosowania takich modeli jest możliwość analizy wrażliwości oraz szczegółowej ana-

lize wpływu i interakcji poszczególnych elementów na wartość. Analiza wrażliwości wskazuje przede wszystkim na ryzyko związane z poszczególnymi decyzjami.

Decyzje, które powinny być podejmowane na podstawie analizy wartości, najlepiej za pomocą analizy zdyskontowanych przepływów pieniężnych, obejmują strategię oraz najważniejsze działania o charakterze operacyjnym – ocenę opłacalności dużych projektów (przede wszystkim inwestycyjnych, ale również znaczących zmian np. w polityce taryfowej) oraz działania restrukturyzacyjne (zazwyczaj również mające charakter projektów).

2. Wykorzystanie narzędzi wyceny w podejmowaniu decyzji strategicznych

Narzędzia wyceny powinny być podstawą decyzji dotyczących strategii zakładów ubezpieczeń, a następnie podstawą oceny wyników wdrożenia. Komunikaty zakładów ubezpieczeń mówią – przy okazji prezentowania strategii – o wzroście zwrotu na kapitałach własnych, zwiększeniu zysków itp. Te elementy są ściśle związane ze wzrostem wartości. Niektóre zakłady ubezpieczeń mówią już bezpośrednio o spodziewanym wzroście wartości na skutek wprowadzania nowych strategii.

Rozdzielenie decyzji strategicznych oraz znaczących projektów, szczególnie restrukturyzacyjnych, jest stosunkowo trudne. Duże projekty są zazwyczaj wynikiem decyzji o charakterze strategicznym, np. przyjęcie strategii niskich kosztów nastawionej na rozwinięty *underwriting* i konkurencję cenową skutkować będzie szeregiem projektów obniżania kosztów¹.

W przypadku decyzji strategicznych stosowany jest zazwyczaj cały zestaw narzędzi wyceny: od wskaźników finansowych, przez mnożniki, po pełne modele wyceny na bazie zdyskontowanych przepływów gotówkowych. Decyzje te podejmowane są na poziomie zarządów, gdzie rozważania w kategoriach wartości są najważniejsze.

Najważniejsze sytuacje, w których zakłady ubezpieczeń sięgają po metody zarządzania wartością, wiążące się z ważnymi decyzjami strategicznymi to:

1. Zmiany w otoczeniu i na rynku. Nieoczekiwane lub znaczące zmiany w sytuacji rynkowej oraz zmiany w otoczeniu mogą mieć duży wpływ na wyniki zakładu ubezpieczeń oraz na jego strategię. Zakłady ubezpieczeń szacują potencjalny wpływ takich zmian oraz scenariusze ich wpływu na wartość oraz możliwe działania. Przykładem nieciągłości rynkowych mogących mieć znaczący wpływ na wyniki zakładów ubezpieczeń jest wprowadzenie nowych kanałów dystrybucji, szczególnie internetu. Gdy jest to oczywisty potencjalny kanał dystrybucji, znaczące inwestycje i interakcje z tradycyjnymi kanałami sprzedażowymi mogą mieć wpływ (zarówno pozytywny, jak i negatywny) na wartość zakładu ubezpieczeń.

¹ Przykład działalności firmy HUK Coburg na rynku niemieckim, która zastosowała strategię niskich kosztów i niskich cen.

Okazuje się, że nie na wszystkich rynkach inwestycje w ten kanał dystrybucji tworzyły wartość². Znaczny wpływ na wartość mają również zmiany w otoczeniu regulacyjnym. Ma to szczególne znaczenie dla graczy dominujących lub dużych, których zmiany te dotyczą w największym stopniu.

2. Fuzje i przejęcia. Wycena jest podstawowym elementem każdej transakcji zakupu, sprzedaży lub połączenia firm. Ma ona zazwyczaj formę zarówno uproszczoną, opartą na mnożnikach, jak i szczegółową, na bazie DCF, tzn. zdyskontowanych przepływów finansowych. W większości transakcji istnieje kilka wycen: sprzedającego, kupującego, a często również oddzielna wycena banku inwestycyjnego. Podstawową i powszechnie wykorzystywaną metodą wyceny jest wycena na bazie DCF (uzupełniona wyceną mnożnikową). Najważniejszym elementem wyceny za pomocą przepływów gotówkowych są prognozy wyników. Uwzględniają one obecną i planowaną strategię oraz przyszłe projekty i działania restrukturyzacyjne. Ze względu na duży wpływ prognoz na wartość przy równoczesnym „uzależnieniu” od szeregu założeń ważna jest szczegółowa analiza ich realności³.

3. Z poprzednim punktem (gdzie akwizycje mogą mieć charakter integracji różnych rodzajów działalności, np. zakup sieci warsztatów przez zakład ubezpieczeń majątkowych specjalizujący się w ubezpieczeniach komunikacyjnych) blisko związane są również decyzje o pozbyciu się niektórych rodzajów działalności. Na przykład w przypadku decyzji o skoncentrowaniu się na działalności podstawowej modele wyceny odpowiadają nie tylko na pytanie, jaka jest wartość spin-off-u, ale również, jak pozbycie się działalności pobocznej wpłynie na wartość całej firmy.

4. Rozpoczęcie działalności na nowych rynkach zarówno w rozumieniu geograficznym, jak i rodzaju działalności. W przypadku nowych rynków głównym pytaniem, na które firma musi sobie odpowiedzieć – a model wyceny może być w tym pomocny – jest decyzja o zaangażowaniu się w formie *greenfield* lub poprzez akwizycję (oczywiście, jeżeli z punktu widzenia strategii i wartości taka ekspansja ma sens). Narzędzia wyceny mają podstawowe znaczenie w oszacowaniu ceny, jaką trzeba byłoby zapłacić w przypadku akwizycji (zazwyczaj na bazie mnożników innych transakcji ustala się możliwy poziom ceny) oraz budowania firmy od podstaw. Poza ekspansją geograficzną, na podobnych zasadach wykorzystywane są modele wyceny w przypadku decyzji o wejściu na określony rynek, segment, kanał dystrybucji czy rozpoczęcie sprzedaży produktu.

Oczywistym celem każdej strategii jest zapewnienie zakładowi ubezpieczeń długoterminowego sukcesu rynkowego. Warunkiem tego sukcesu jest to, że wpro-

² Szczególnie na rynkach tradycyjnie „opanowanych” przez sieci agencyjne. Można było spotkać argumentację, że posiadanie kanału bezpośredniego sprzedaży, mimo że nieopłacalne, ma znaczenie dla długoterminowej pozycji zakładu ubezpieczeń. Sprzedaż przez internet miała być wykorzystywana jako dowód nowoczesności zakładu ubezpieczeń.

³ Przykładem z polskiego rynku ubezpieczeniowego mogą być założenia zdobycia 6-7% udziału w rynku, podczas gdy jest to wynik uzyskany przez największego (istniejącego) gracza (poza PZU i Wartą). Przykładem innego elementu, który w większości przypadków jest przeszacowywany, są synergie wynikające z połączenia firm.

wadzana strategia będzie „tworzyła wartość”. Ta z kolei zależy od siedmiu czynników (dźwigni), które muszą być brane pod uwagę w modelu wyceny [1, s. 106; 3, s. 2, 3]:

- wzrost przychodów,
- marża na działalności operacyjnej,
- inwestycje w środki trwałe,
- inwestycje w środki obrotowe,
- siła przewagi konkurencyjnej,
- koszt kapitału,
- efektywna stopa podatkowa.

Dla przykładu firma doradcza Deloitte przygotowała szczegółową analizę elementów mających wpływ na wartość firmy, tzw. mapę wartości przedsiębiorstwa [2]. Większość z jej elementów łączy się ściśle z decyzjami strategicznymi, a część – z działalnością operacyjną, przy czym wszystkie wskazują na potencjalne możliwości zwiększenia wartości zakładu ubezpieczeń. Mapa firmy Deloitte dzieli możliwe zakresy zwiększenia wartości na 4 główne grupy takie, jak: wzrost przychodów, marża na działalności operacyjnej, efektywność aktywów oraz oczekiwania (obejmujące mocne strony przedsiębiorstwa i czynniki zewnętrzne). Jak widać, elementy decydujące o wartości są bardzo podobne do poprzednio zaprezentowanego podejścia. W mapie wartości przedstawiono setki procesów biznesowych obejmujących strategię ogólną, obsługi klienta, produktową, HR, IT oraz działalność wspierającą. Na bazie tej mapy (pomimo że nie dotyczy ona bezpośrednio działalności ubezpieczeniowej) można w sposób uporządkowany przeanalizować poszczególne elementy decydujące o wartości zakładów ubezpieczeń, a mające związek z decyzjami strategicznymi.

3. Wykorzystanie narzędzi wyceny w wyborze programów restrukturyzacji

Każdy zakład ubezpieczeń, szczególnie duży, prowadzi wiele projektów. Znaczna część z nich ma charakter restrukturyzacyjny związany ze zmianą zasad prowadzenia działalności, procesów i wykorzystywanych systemów. Ponieważ zasoby przedsiębiorstwa są ograniczone, konieczne jest dokonanie wyboru pomiędzy poszczególnymi projektami. W przypadku większości projektów kwestie zasobów pieniężnych nie są problemem; konieczność nadania priorytetów poszczególnym projektom wynika z ograniczeń po stronie zarządczej. Liczba osób posiadających odpowiednie kwalifikacje do prowadzenia skomplikowanych działań jest w każdym przedsiębiorstwie ograniczona. Rozpoczęcie zbyt dużej liczby projektów skazuje część z nich, jeżeli nie wszystkie, na niepowodzenie. Zakład ubezpieczeń staje więc wobec wyboru, w którym dużą pomocą mogą być metody wyceny. Jednym z wymiarów branych pod uwagę w wyborze projektów powinna być ich potencjalna

wartość (rys. 1). Drugim wymiarem jest łatwość (a w wielu przypadkach możliwość) wdrożenia. Ten drugi wymiar łączy się ściśle z kwestią zasobów menedżerskich. Oczywiście w pierwszej kolejności wdrożeniem powinny być objęte projekty generujące najwyższą wartość przy jednoczesnym łatwym wdrożeniu. W wielu przypadkach zakłady ubezpieczeń biorą pod uwagę jedynie wpływ projektu na wynik finansowy, nie uwzględniając zarówno koniecznych inwestycji, jak i rozłożenia wydatków i przychodów w czasie. Wykorzystanie metod wyceny, a przede wszystkim modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych, umożliwia dokładne zrozumienie wartości generowanej przez projekt oraz koniecznych wydatków. Wycena taka jest podstawą budżetu projektu i stanowi część składową planu finansowego firmy. Wynika to z poziomu szczegółowości modeli DCF, które powinny uwzględniać (modelować) wszystkie elementy mające wpływ na końcową wycenę. Sama koncepcja się nie zmienia, model porównuje szacowane przepływy pieniężne przed wprowadzeniem zmian i po nim, a szczegółowo modelowany jest wpływ projektu na zmianę przychodów i kosztów zakładu ubezpieczeń.

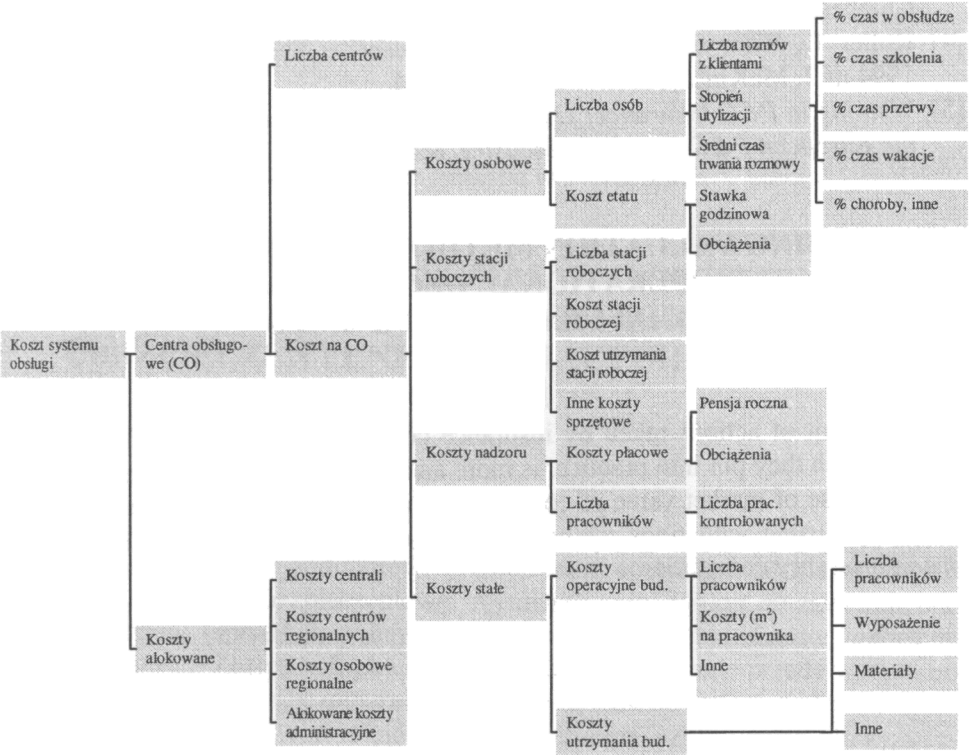
Trudność wdrożenia	niska	3	2	1
	średnia	4	3	2
	wysoka	5	4	3
		niski	średni	wysoki
		Wpływ na wartość		

Rys. 1. Priorytetyzacja działań na podstawie wpływu na wartość i stopień trudności wdrożenia
Źródło: opracowanie własne.

Właśnie poziom szczegółowości ma największe znaczenie w przypadku programów restrukturyzacji i projektów prowadzonych przez zakłady ubezpieczeń. Odpowiedni poziom szczegółowości umożliwia analizę wpływu poszczególnych decyzji na zarówno wartość, jak i budowę wskaźników, na podstawie których analizowane są wyniki wdrożenia projektu. Przykładem takiej szczegółowej analizy może być program zmian w sieci sprzedaży, gdzie celem jest zmaksymalizowanie

wartości przez nią generowanej poprzez porównanie potencjalnego wzrostu przychodów i koniecznych kosztów.

Innym przykładem szczegółowej analizy wpływu decyzji na poziomie restrukturyzacji jest analiza kosztów obsługi klienta [4, s. 94]. Na podstawie wyników tak szczegółowej analizy można znaleźć podstawowe źródła wartości i zaproponować zmiany mające na celu jej zwiększenie (rys. 2).



Rys. 2. Przykład analizy czynników wpływających na koszty działalności operacyjnej, przykład centrów obsługi
Źródło: [4, s. 94].

Pomimo że w wielu przypadkach trudno jest rozdzielić decyzje strategiczne od decyzji dotyczących działalności operacyjnej zakładu ubezpieczeń, w obydwu przypadkach narzędzia wyceny powinny być ich podstawą. Są one szczególnie przydatne, jeżeli szczegółowo dezagregują elementy wpływające na wartość i umożliwiają porównanie różnych scenariuszy.

Literatura

- [1] Copeland T., Koller T., Murrin J., *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*, Wiley & Sons, New York 1995/1996, s. 106.
- [2] *Deloitte Enterprise Value MapTM*, Deloitte 2004.
- [3] Keuleneer L., Verhoog W., *Recent Trends in Valuation*, Wiley & Sons, Chichester 2003, s. 2-3.
- [4] Koller T., *What is Value Based Management?*, „The McKinsey Quarterly” 1994 nr 3, McKinsey, New York 1994, s. 94.
- [5] *Winning in P&C Insurance: One Industry Three Businesses; A Perspective on the European P&C Insurance Industry*, McKinsey&Co., 2005.

USING VALUATION METHODS IN STRATEGIC AND OPERATIONAL DECISIONS MADE BY INSURANCE COMPANIES

Summary

Assessment of actions taken by insurance companies, first of all effectiveness strategy which they put into practice, is more and verified by market mechanism, in which increase of market value of company is most important. This paper presents examples of using valuations methods in making strategic and operational decisions in insurance companies.