

Miscellanea

.....

DOI: 10.26354/bb.5.4.97.2024

Andrea Battista*
andrea.battista@netinsurance.it

Od „wyroku” do „wykonania”. Nieoczekiwany ostatni rozdział „życia” zakładu ubezpieczeń „na życie”

Streszczenie

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie oraz omówienie przyczyn i kontekstu wypracowania i oczekiwanego wdrożenia działań mających na celu rozwiązanie kryzysu Eurovita w 2023, zalet i wad zaprojektowanego i wdrożonego schematu rozwiązania, potencjalnych alternatyw w podobnych sytuacjach, a także – co najistotniejsze – wniosków wyciągniętych z całej historii. Zainteresowanie i podejście do analizy zostały zasadniczo przedstawione z perspektywy ekonomicznej, finansowej i biznesowej. Głęboką przyczyną kryzysu było połączenie zawirowań finansowych – szybkiego i nagłego wzrostu stóp procentowych w sytuacji niezrównoważonego zarządzania aktywami i pasywami – oraz zarządzania Eurovitą. Wybrane rozwiązanie było doraźne, ogólnie dopasowane do sytuacji, szyte na miarę, a nawet kreatywne. Włoski podatnik – w końcu – w ogóle nie ucierpiał z powodu wdrożonego rozwiązania, choć nie można było tego przyjąć za pewnik.

Słowa kluczowe: ubezpieczenia, kryzys, Eurovita, niepowodzenie, ubezpieczenia na życie, zarządzanie kryzysowe, rozwiązanie

Kody JEL: G22, H12

* Andrea Battista – CEO, Net Insurance.
Artykuł wyraża prywatne przemyślenia i poglądy Autora i nie powinien być utożsamiany ze stanowiskiem instytucji, z którymi Autor jest związany zawodowo.

From enforcement to dissolution. The unexpected final chapter of “the life” of “a life” insurance company

Abstract

The purpose of this article is to argue and discuss the reasons and the context of Eurovita 2023 enforcement and final expected dissolution, the pros and cons of the solution scheme designed and implemented, potential alternatives in similar situations as well as – finally and, as usual, most important – lessons learned from the whole story. The interest and the approach of the analysis are essentially presented from the economic, financial and business perspective. The deep cause of the crisis was the combination of a financial turmoil – a fast and sudden increase in interest rates in a situation of unbalanced asset and liability management – plus the governance of Eurovita. The selected solution has been ad hoc, overall fit to the situation, tailor-made, and even creative. The Italian taxpayer – at last – has not been hit at all by the implemented solution and this was not to be taken for granted.

Keywords: insurance, crisis, Eurovita, failure, life insurance, crisis management, resolution

JEL Codes: G22, H12

Wstęp

Eurovita była ubezpieczycielem założonym w 1989 r. z siedzibą w Mediolanie we Włoszech. Był to ważny gracz na włoskim rynku ubezpieczeń na życie i ubezpieczeń medycznych, oferujący polisy ubezpieczeniowe na życie, polisy ubezpieczeniowe indeksowane i związane z jednostkami uczestnictwa w funduszach kapitałowych, produkty wielobranżowe, produkty emerytalne i produkty dla firm (Preqin 2024). 31 grudnia 2017 r. Eurovita, jako ubezpieczyciel sprzedający swoje produkty za pośrednictwem kanałów bankowych, połączyła się z dwoma innymi spółkami przejętymi przez Cinven (jej ostatecznego właściciela) w 2016 r. i 2017 r. Te dwa podmioty to OMWI (głównym obszarem jego działalności była sprzedaż ubezpieczeń na życie za pośrednictwem doradców finansowych) i ERGO Previdenza (działająca głównie za pośrednictwem agencji ubezpieczeniowych jako dystrybutor).

Celem niniejszego artykułu jest uargumentowanie i omówienie przyczyn i kontekstu zamknięcia Eurovita w 2023 r. i ostatecznego oczekiwanego rozwiązania kryzysu, prezentacja zalet i wad zaprojektowanego i wdrożonego schematu rozwiązania problemu, potencjalnych alternatyw w podobnych sytuacjach, a także – co najistotniejsze – wnioski wyciągnięte z całej historii. Podejście do analizy zostało zasadniczo przedstawione z **perspektywy ekonomicznej, finansowej i biznesowej**.

Źródłem danych i informacji były głównie dokumenty publiczne, czasopisma oraz informacje rynkowe. Analiza została przygotowana przez aktywnego i zaangażowanego obserwatora wydarzeń w Eurovicie, co wnosi dodatkową wartość do badania. Ten uprzywilejowany punkt widzenia umożliwia zrozumienie dynamiki kryzysu tej firmy.

Struktura artykułu jest następująca. Punktem wyjścia jest krótki, ogólny opis momentu wybuchu kryzysu, następnie syntetyczne omówienie najważniejszych momentów w historii Eurovity i modelu biznesowego firmy, pokazując tło do opisów czynników inicjujących kryzys i ich dynamikę.

Następnie omówiona jest szczególna sytuacja z 2022 r. dla zakładów ubezpieczeń na życie, po bardzo szybkim, nagłym, ale (tylko częściowo, uczciwie mówiąc) nieoczekiwanym wzroście stóp procentowych w Unii Europejskiej, w tym w strefie euro. Zmianę reżimu stóp procentowych można uznać za początek ścieżki prowadzącej do zakończenia działalności spółki.

Następnie w artykule zbadano, zidentyfikowano i omówiono rzeczywiste, głębokie przyczyny problemów Eurovity, które – w tym konkretnym kontekście – zadecydowały o dynamice wydarzeń pod koniec „życia” firmy.

Kolejnym krokiem jest ukazanie istotnych cech znalezionej rozwiązania, również w porównaniu ze zidentyfikowanymi dla niego alternatywami.

Następnie przedstawiono wnioski, w tym niektóre dowody i konkluzje wyciągnięte z historii i przeprowadzonej analizy, na temat tworzonoego we Włoszech Funduszu Gwarancyjnego dla zakładów ubezpieczeń na życie i roli, jaką może on odegrać w przyszłości.

1. Moment początku problemów

Był 31 stycznia 2023 r. kiedy po raz pierwszy w historii włoskiego rynku ubezpieczeniowego w pełni licencjonowana firma ubezpieczeniowa na życie została zamknięta. Oczywiście po raz pierwszy sytuacja ta nastąpiła w ramach systemu Solvency II (SII). Należy to wyraźnie podkreślić, ponieważ kilka elementów systemu SII jest istotnych przy określaniu rezultatu całej sytuacji, w tym obliczanie kapitału (np. w modelu formuły standardowej w sytuacji masowego lapsowania produktów przez klientów) i rola rady dyrektorów¹. W szczególności mechanizm pełnej wyceny bilansowej SII wyraźnie wskazywał na potencjalną niewypłacalność firmy w przypadku silnego – i być może oczekiwanego w danej sytuacji – wzrostu stopy lapsowania polis.

W biznesie *non-life* tego rodzaju sytuacje kryzysowe nie są niczym nadzwyczajnym i zdarzyły się kilka razy we Włoszech, ale oczywiście jest, że biznes ubezpieczeń na życie charakteryzuje się odmienną specyfiką. **Ubezpieczyciele na życie zajmują się również oszczędnościami ludzi.** Transformacja sposobu prowadzenia działalności w zakresie ubezpieczeń na życie była istotna w ostatniej dekadzie również ze względów technologicznych (Swiss Re 2015). We Włoszech, w ciągu ostatnich 30 lat, wraz z narodzinami bancassurance, produkty ubezpieczycieli na życie stały się ważnym i popularnym sposobem oszczędzania pieniędzy w perspektywie średnioterminowej, przy niskim/bardzo niskim apetycie na ryzyko.

¹ Więcej informacji na temat ubezpieczeń na życie w ramach Solvency II można znaleźć w P. Marano i M. Siri (2018), w szczególności we wkładach Van Hulle i Battista, Paltrinieri.

Z niektórych punktów widzenia firma ubezpieczeniowa na życie nie różni się od banku komercyjnego. W rzeczywistości oszczędności klientów znajdują się po stronie pasywów zarówno w banku, jak i w towarzystwie ubezpieczeń na życie. Oba zobowiązania są płynne, choć z pewnością w różnym stopniu. Przede wszystkim zobowiązania są zależne od zachowania klienta, ponieważ zmiany w dynamice wykupu polisy lub wycofania depozytu zmieniają wartość ekonomiczną tych zobowiązań.

Zachowanie klientów w zakresie wykupu polis zmienia się w czasie, czasem wręcz nagle, będąc funkcją wstrząsów i polityki. Nawet przy zastosowaniu najbardziej wyrafinowanych modeli – np. stochastycznych – trudno jest określić konkretną ścieżkę ewolucji zobowiązań w dowolnym scenariuszu, szczególnie w przypadku zmiany systemu lub polityki. Kwestia ta zostanie szerzej omówiona poniżej.

W przypadku potencjalnie dużego problemu ze stabilnością finansową zakładu ubezpieczeń na życie (nawet tylko postrzeganego, co ma znaczenie w kontekście asymetrii informacji), motywacja do wycofania własnych pieniędzy – po wartości niezgodnej z wyceną rynkową, w szczególności po wyższej wartości – jest dla przeciętnego klienta ogromna. Jeśli umowa została podpisana pośrednio, z wykorzystaniem firmy pośredniczącej na rynku detalicznym, takiej jak bank (w tym przypadku działający jako dystrybutor i doradca klienta, oferujący również inne produkty finansowe), w danych warunkach finansowych prawdopodobieństwo, że klienci zdecydują się zrezygnować z oszczędzania w ramach polisy, jest wyższe, a w każdym razie wysokie w wartościach bezwzględnych.

Wraz z działaniami kryzysowymi wdrożonymi wobec Eurovity (początkowo komunikowanymi jako tymczasowe), najwyższe kierownictwo i zarząd spółki zostały odsunięte od swoich obowiązków. Jednocześnie właściwy organ krajowy (organ nadzoru, IVASS) wyznaczył komisarza. Zawieszenie obsługi polis było regularnie przedłużane. Pierwsze okresy moratorium były bardzo krótkie, a następnie przedłużane do jednego roku, kiedy znaleziono już rozwiązanie kryzysu Eurovity i pozostawało je „tylko” wdrożyć.

Z jednej strony sytuacja ta była wynikiem brakującego dokapitalizowania ze strony wspólnika. Z drugiej strony przedłużanie moratorium wynikało z braku możliwości sprzedaży spółki nowemu wspólnikowi, na tyle wiarygodnemu, by został zatwierdzony przez odpowiedni organ.

„Big Ben” – w tym przypadku nadzorca – wskazał oczekiwany czas na zaadresowanie zidentyfikowanych i zakwestionowanych krytycznych obszarów działalności ubezpieczyciela. Czas ten został oceniony jako wystarczający. Po kilku dniach podjęto kolejną bardzo ważną decyzję. Chodziło o zatrzymanie na kilka miesięcy wszelkich opcji wykupu polisy przez każdego ubezpieczającego, biorąc pod uwagę, że wykupy przyspieszyłyby pogorszenie sytuacji ubezpieczyciela, gdyby żadne decyzje nie zostały podjęte.

Taka decyzja została podjęta po raz pierwszy w historii działalności zakładów ubezpieczeń na życie we Włoszech. Przekształcenie strat kapitałowych (wynikających z wycen księgowych) w rzeczywiste (zrealizowane) potencjalnie zniszczyłoby

spółkę i w zasadzie nie byłoby możliwe wywiązanie się ze wszystkich zobowiązań, biorąc pod uwagę wartość rynkową aktywów spółki oraz dużą niepewność finansową w zakresie dynamiki stóp procentowych. Decyzja ta – uważana za nieuniknioną – nie przyszła bez kosztów, co jest oczywiste. Niepewność rosła, a zaufanie do ostatecznego pomyślnego rozwiązania nie było pełne i uważane za oczywiste przez obserwatorów i graczy, aż do podpisania końcowego porozumienia.

Okoliczności te zapoczątkowały złożoną, kilkumiesięczną fazę poszukiwania rozwiązania, którego głównym celem była **ochrona 100% bieżących i prognozowanych zobowiązań wobec klienta**. Nikt nie powinien był stracić swoich pieniędzy (kapitału i odsetek) – ani mali, ani duzi klienci. Było to ważne również dla dystrybutorów i ich reputacji w oczach klienta. Ponadto działanie to uznano za niezbędne dla dobrej reputacji całej branży ubezpieczeniowej i uniknięcia masowych wykupów polis w całym systemie ubezpieczeniowym, obejmującym również inne firmy.

Koordynatorem i organizatorem rozwiązania był komisarz – w tym przypadku znany i szanowany dyrektor pochodzący z branży (nie prawnik), który został nominowany przez IVASS zgodnie z włoskim i europejskim prawem ubezpieczeniowym (IVASS, 2023). **Ryzyko utraty reputacji – i jego potencjalnie katastrofalne konsekwencje – oraz zaufanie są niewątpliwie niematerialnymi wartościami leżącymi u podstaw całego zdarzenia.**

2. Cofając się wstecz – krótka historia firmy i jej modelu biznesowego

Eurovita była firmą zajmującą się wyłącznie ubezpieczeniami na życie, stworzoną jako niezależna platforma dla średnich i małych dystrybutorów, takich jak banki regionalne i lokalne – na początku tylko dla Casse di Risparmio, typowej starej włoskiej instytucji bankowej. Model biznesowy Eurovity można opisać jako niezależną i otwartą platformę produktów ubezpieczeń na życie dla średnich i małych dystrybutorów. Jest to jeden z trzech makro modeli biznesowych w bancassurance – więcej o tych modelach pisze Battista (2013). Pozostałe modele to *joint venture* i *captives*. Są to umowy oparte na kapitale własnym, a zatem zasadniczo mają długoterminową perspektywę, co zwykle wiąże się z bardziej stabilnymi perspektywami.

Podobnie jak inne modele, umowy dystrybucyjne i modele otwartej platformy mają zastosowanie w określonych sytuacjach i nie mają sensu w przypadku innych. Ogólnie rzecz biorąc, jest to jedyne rozwiązanie dla małych dystrybutorów, którzy nie mogą inwestować kapitału w firmy ubezpieczeniowe.

Specyfiką Eurovity była specjalizacja w modelu umów dystrybucyjnych. Dla małego banku wybór polega na zaangażowaniu się w otwartą platformę lub markę dużej firmy ubezpieczeniowej, dla której *bancassurance* jest jednym z biznesów, nie najważniejszym i bez konkretnego ukierunkowania.

Zasadniczo *ex-post* model ten był szeroko krytykowany jako jeden z głównych czynników niepowodzenia. Niektórzy z najważniejszych włoskich dyrektorów ubezpieczeniowych – na początku kryzysu – argumentowali przeciwko nieodłącznemu ryzyku dla banku związanemu ze współpracą z małymi graczami.

Ex ante główną słabością modelu była niestabilność relacji między partnerami (firmą ubezpieczeniową z jednej strony i bankami z drugiej strony).

Model ten ma kilka zalet dla banku, które uważa się za nieproblematyczne same w sobie, jeśli (i tylko jeśli):

- sieć dystrybucji jest zdywersyfikowana, a relacje są długoterminowe i dobrze zarządzane,
- asortyment produktów jest dobrze zbilansowany, a poszczególne produkty dobrze zaprojektowane,
- strategie zarządzania aktywami i pasywami (ALM) są odpowiednio zorganizowane,
- wreszcie, zachowanie akcjonariuszy jest zgodne ze standardami branżowymi i w pełni rozumie ryzyko reputacyjne związane z pozostawieniem detalicznej firmy ubezpieczeniowej samej w trudnych momentach.

W przeciwnym razie powinniśmy dojść do wniosku, że tylko platformy dystrybucyjne powiązane z kapitałem lub duzi gracze mogą zarządzać ryzykiem wykupu w problemowej sytuacji. Jest to jednak kosztowne i ogranicza ofertę produktów „z zyskiem” na rynku. Również brak kar za wcześniejszy wykup w wielu produktach Eurovity (podobnie jak w przypadku podobnych produktów na całym rynku) nie jest w tym przypadku kluczowym elementem. Kiedy mamy do czynienia z silnym kryzysem zaufania lub różnica między stopami zwrotu z różnych produktów finansowych jest wysoka, niewielka kara za wycofanie z produktu nie może wpłynąć na zachowanie klientów ani na skutki finansowe dla firmy. Z pewnością niewielkie kary mogą mieć sens w przypadku produktów dochodowych, przynajmniej przez kilka lat. Wydaje się, że nikt nie może bronić powrotu do praktyk z lat 80. i produktów z dużymi karami za wycofanie środków, które zmniejszyłyby istotnie stosunek jakości do ceny dla klientów. Nie płynie stąd jednak wniosek, że produkty lub modele biznesowe są istotną częścią kryzysu.

Rozważmy ALM, który jest krytycznym tematem w ubezpieczeniach na życie (szersza analiza: A. Alfonsi, A. Chercali, J. Infante 2019 i S. Paci 2017). Pod względem nominalnych niezrealizowanych strat kapitałowych kilka innych firm ubezpieczeniowych nie różniło się zbyt od Eurovity – taki jest pogląd obserwatorów rynku, potwierdzają to także dane liczbowe pochodzące ze sprawozdań finansowych za lata 2022 i 2023. Sytuacja ta nie spowodowała żadnych poważnych problemów ze stabilnością i była zarządzana za pomocą własnej sieci.

Struktura i zachowanie akcjonariuszy są kluczowe w tych przypadkach i jest to prawdziwa różnica między Eurovitą a sytuacją innych firm w branży ubezpieczeń na życie. Założona w 1990 roku Eurovita doświadczyła w swojej historii różnych zmian w zarządzaniu, a napięcia doświadczone podczas kryzysu finansowego w latach 2009–2012 były istotne, zarówno pod względem ekonomicznym, jak i do-

świadczeń kryzysowych związanych z zarządzaniem. Akcjonariusze nie byli już zaangażowani w przyszłość spółki.

Po kryzysie finansowym apetyt na inwestycje w zakłady ubezpieczeń na życie ze strony podmiotów finansowych był dość ograniczony, przynajmniej we Włoszech, w momencie, gdy popyt klientów na produkty gwarantowane stawał się coraz bardziej istotny. Rola *private equity* (PE) była kluczowa przez kilka lat, zapewniając kapitał niedostępny za pośrednictwem tradycyjnych kanałów.

Dopiero kilka lat później – gdy stopy procentowe nagle wzrosły po Covid i jego fali inflacyjnej – gracze rynkowi wykazali się wzmożonym apetytem na kapitał zainwestowany w ubezpieczenia na życie. Był to powód, dla którego *private equity* (PE) miał konkretną możliwość przejęcia własności firmy Eurovita w 2014 r., kierując się ideą stworzenia platformy dla ubezpieczeń na życie, co już miało miejsce na podobnym rynku zarządzania aktywami.

Firma została sprzedana drugiemu funduszowi PE, zarządzanemu przez Cinven, w 2017 r., w ramach konsolidacji branży ubezpieczeń na życie. Żaden z graczy przemysłowych nie wykazał apetytu na kapitał spółki. Fundusz PE próbował wyjść z inwestycji w Eurovita w 2021 r., kiedy proces konsolidacji został uznany za zakończony. Wartość oferty nie spełniała jednak oczekiwań, w związku z czym sprzedaż została odroczone. Jeszcze w 2021 r. spółka wydawała się potencjalnie rentowną inwestycją. Sugeruje to, że **czynnik wyzwalający kryzys powinien być powiązany ze zmianą reżimu finansowego, tj. zmianą stóp procentowych**. Pęd w górę stóp procentowych spowodował dużą zmienność i deficyt kapitału (wynikający ze zmian wycen aktywów w bilansach).

Wzrost stóp procentowych był częściowo nieoczekiwany, ale ALM był wyjątkowo niskiej jakości. Z jednej strony, problematycznie niska rentowność niemieckich i francuskich obligacji, z drugiej – dopasowanie syntetycznego czasu trwania *ex ante*, ale nie przepływów, okazały się głównymi czynnikami przyczyniającymi się do tej sytuacji.

W rzeczywistości wysoki udział długoterminowych obligacji o niskim oprocentowaniu stał się powodem strat kapitałowych (jak w przypadku wyższej stopy zwrotu przy podobnym czasie trwania) i – jednocześnie – niskiej bieżącej i oczekiwanej stopy zwrotu. Zwrot z aktywów o niskim ryzyku, naturalnie porównywalnych do BTP (it. *Buoni del Tesoro Poliennali*²), był wyższy.

W każdym razie ALM mógłby być znacznie lepiej prowadzony, ale nigdy nie będzie magicznym mechanizmem, ponieważ zobowiązania zmieniają się również, gdy zmienia się reżim finansowy lub polityczny. Czyste, dokładne dopasowanie aktywów i pasywów jest mitem w ubezpieczeniach na życie, szczególnie w sytuacjach stresowych. Nawet jeśli istnieje dopasowanie *ex ante*, *ex post* jest ono bardzo trudne do utrzymania.

² Obligacje wyemitowane przez włoski rząd.

Kilku graczy na rynku miało podobną sytuację finansową jak Eurovita, mimo że jej straty kapitałowe były wyższe, a, co najważniejsze, oczekiwane zyski finansowe były niższe, również zasadniczo niższe w porównaniu z rynkiem.

Prawdziwą różnicą strukturalną między Eurovitą a innymi graczami rynkowymi była reputacja i zaangażowanie akcjonariusza. Cinven, jedyny akcjonariusz spółki od 2017 r., zdecydował się nie wpłacać pieniędzy w ogóle, a w każdym razie, pomimo faktu, że pieniądze te były istotne w stosunku do kapitału zainwestowanego w spółkę, ale nie tak ogromne w porównaniu z wielkością funduszu *private equity*. Ideą stojącą za tą decyzją było wprowadzenie „mechanizmu *stop-loss*” do inwestycji w kapitał własny Eurovity, tak, aby nie spowodowało to innych kosztów – domyślnie zakładano, że nie pojawi się ryzyko utraty reputacji.

Wpływ medialny był jednak ogromny i przynajmniej częściowo nieoczekiwany, nie tylko we Włoszech, ale także w innych krajach. Nawet „Economist” i „Financial Times” (FT) wskazały to wydarzenie jako kluczowy moment dla branży detalicznych usług finansowych. Wydarzenie, które w zasadzie było niewielkie i miało miejsce „na peryferiach” Europy.

„Financial Times”, wyróżniając się na tle innych mediów, poświęcił więcej niż jeden artykuł ewolucji tej historii i roli funduszy *private equity* w ubezpieczeniach na życie (FT, marzec 2024 r.). Również MFW zbadał rolę funduszy PE w branży ubezpieczeń na życie (MFW 2023).

Zareagowały również inne europejskie organy regulacyjne. Na przykład zablokowano trwającą transakcję Cinven w Niemczech. Ostatecznie osoba, która zarządzała transakcją, została usunięta z funduszu, zgodnie z doniesieniami prasowymi, które ostatecznie zostały potwierdzone. **Wycena pojawiającego się ryzyka reputacyjnego okazała się całkowicie błędna.** Skutki tej decyzji wykraczają daleko poza konkretną transakcję.

Kiedy oszczędności ludzi są zagrożone, jedynym sposobem na utrzymanie firmy jest rozsądna sprzedaż w odpowiedni sposób szanowanym akcjonariuszom. **Porzucenie działalności nie jest ani akceptowalne, ani możliwe.**

Ryzyko reputacji okazało się jedną z najbardziej podstępnych (a jednocześnie holistycznych lub globalnych) cech branży ubezpieczeniowej. Nie jest ono wbudowane w modele, przynajmniej nie w pełni, i jest typowym ryzykiem jakościowym i niematerialnym. Może być jednak katastrofalne w skutkach.

Relacje w mediach, a w szczególności przepływ informacji między organami regulacyjnymi – w Europie i poza nią – były siłą napędową narastających napięć. Nie jest konieczne tworzenie unii ubezpieczeniowej (podobnej do np. unii bankowej), aby wywołać „efekt reputacji”. Obecna integracja podmiotów na świecie jest wystarczająca.

3. Ramy rozwiązania kryzysowego

Należy podkreślić, że stosowanie przepisów odbywa się całkowicie na poziomie krajowym w branży ubezpieczeniowej, w kontekście, w którym nadzór nie jest zintegrowany, jak w sektorze bankowym, w którym Włochy są częścią unii bankowej (co powoduje, że niektóre funkcje nadzorcze i z zakresu zarządzania kryzysowego są przenoszone na poziom ogólnoeuropejski).

Po tymczasowym okresie „zamrożenia”, długim okresie dyskusji i negocjacji, znaleziono rozwiązanie – końcowe porozumienie jest złożonym dokumentem pełnym szczegółów. Rozwiązanie obejmuje następujące, najważniejsze kluczowe obszary:

- zamknięcie nowej działalności marki Eurovita „na zawsze”,
- zaangażowanie wszystkich głównych włoskich grup finansowych (największe firmy uczestniczą w ostatecznym rozwiązaniu problemu, pozostałe zaproszone do udziału w mniejszej części odmówiły),
- utworzenie nowego podmiotu prawnego (wybrano nazwę Cronos, co sugeruje, że czas jest kluczowy i ograniczony) i przeniesienie całego portfela umów z Eurovity do Cronos,
- podział spółki i przekazanie portfeli głównym włoskim ubezpieczycielom (zakładając szybkie ponowne otwarcie wykupów po przeniesieniu),
- wpływ wykupów gwarantowanych i opłacanych przez bank na płynność,
- natychmiastowy zastrzyk kapitału w celu utrzymania współczynnika wypłacalności na wysokim poziomie podczas całego procesu likwidacji.

Ocena rozwiązania musi być przeprowadzona w sposób całościowy, ponieważ elementy transakcji są w oczywisty sposób ze sobą powiązane. Ramy wdrożonego rozwiązania zostały przedstawione poniżej i przeanalizowane krok po kroku.

Eurovita już nigdy nie otworzy się na nowy biznes. Wydaje się to oczywiste, a nowy biznes byłby niemożliwy do kontynuowania. Nikt nie miał apetytu na samodzielne ratowanie firmy. Istniało jednak zainteresowanie całego rynku rozwiązaniem tej sytuacji kryzysowej. W związku z tym, zaangażowanie nowych akcjonariuszy mogło być tak duże, jak to tylko możliwe, i nie oznaczało to utrudniania negocjacji.

Zastrzyk kapitału w celu przywrócenia wypłacalności z jednej strony i zmiana zarządzania w celu przywrócenia zaufania z drugiej strony również nie mogły mieć miejsca w Eurovita. Wynika to z istnienia pewnych niepożądanych i nieuczciwych zobowiązań (takich jak sankcje, a także w pewnym stopniu pożyczka podporządkowana) oraz z potencjalnej odpowiedzialności w przypadku niewywiązania się ze zobowiązań. W związku z tym najważniejsza grupa w kraju nie mogła dokapitalizować Eurovity. Utworzono więc ową spółkę, która została autoryzowana przez IVASS (oczywiście w bardzo krótkim czasie). O doraźności rozwiązań w tym zakresie może świadczyć dobitny przykład. Sto procent portfela zostało przeniesione do Cronos, w „spółce-wydmuszcze” Eurovita pozostały „niepożądane zobowiązania” i obciążenia z tytułu odpowiedzialności za poprzednie działania zarządcze – ponad 8 milionów euro łącznych sankcji. Pożyczki podporządkowane zostały odkupione

przez Cinven, po cenie średnio znacznie poniżej stu procent ich wartości nominalnej, ale znacznie powyżej zera – zgodnie z informacjami rynkowymi.

Sankcje IVASS były największymi, jakie kiedykolwiek nałożono na firmę ubezpieczeniową. Powodem tych sankcji – dość wysokich i bezprecedensowych w historii włoskich ubezpieczeń – były: „...poważne niedociągnięcia w zarządzaniu spółką, zarządzaniu i kontroli ryzyka finansowego, a także, do roku obrotowego 2020, w obliczaniu zobowiązań jako *Best Estimate*; niedociągnięcia w ocenie bieżącego i przyszłego ryzyka wypłacalności oraz w definicji ram apetytu na ryzyko, a także opóźnione wdrożenie planu naprawczego, uruchomionego po poprzedniej kontroli przeprowadzonej przez tę samą instytucję nadzorczą”. (it. „...*gravi carenze nel governo, gestione e controllo dei rischi finanziari, nonché, sino all’esercizio 2020, nel calcolo delle Best Estimate Liabilities; carenze nella valutazione del rischio di solvibilità attuale e prospettica e nella definizione del Risk Appetite Framework e tardiva implementazione del piano dei rimedi, varato a seguito di precedente ispezione dello stesso istituto di vigilanza.*”).

Uzasadnienie odnosi się do kombinacji niedociągnięć w zarządzaniu spółką i ALM – zasadniczo i innymi słowy zgodnie z tym, co argumentowano w tym artykule.

Przechodząc do pierwszego filaru planu ratunkowego, każdy nowy akcjonariusz – „biały rycearz” – powinien być przejąć część portfela umów ubezpieczeniowych i powiązanych aktywów, oczywiście na równi z pozostałymi. Równy pod względem czego? Biorąc pod uwagę, że akcjonariusze wnieśli swoje własne fundusze, równość pod względem funduszy własnych wydaje się najwłaściwszą odpowiedzią. Jednak przy podziale istotne są również inne kryteria. Po pierwsze, łatwiej jest przenieść portfele jednorodnych produktów, a nie portfele produktów mieszanych. Taki zakres transferu zasadniczo zmienia „jednorazowy” koszt migracji.

Z drugiej strony dystrybutorzy chcą, aby ich polisa była w całości zawarta z tą samą firmą, a to wpływa na koszty zarządzania w całym pozostałym okresie życia portfela. W każdym razie oczywiste jest, że pięć migracji IT obejmujących złożone rozwiązania informatyczne nie jest prostym i łatwym zadaniem. Oczekuje się, że zostaną one sfinalizowane w 2025 r., a zatem Cronos zakończy swój żywot. Im krótsze życie takiego podmiotu, tym bardziej udane rozwiązanie.

Jedną z podstawowych konsekwencji przekazania portfeli ubezpieczeniowych do Cronos było ponowne otwarcie wykupów, które w sumie zostały zawieszane przez IVASS na kilka miesięcy. W Eurovita byłoby to niemożliwe bez natychmiastowego runu, materializującego niezrealizowaną stratę (setki milionów). Ponowne otwarcie zakończyło się sukcesem, umorzenia były zgodne z oczekiwaniami i tylko nieco wyższe niż w scenariuszu alternatywnym (tj. przy braku jakiegokolwiek zamiany uwarunkowań działalności Eurovita).

Wpływ wykupów gwarantowanych przez bank na płynność jest kluczowym innowacyjnym filarem umowy. Nie było apetytu na ryzyko wykupu po stronie reasekuracji. Ponadto, jako dystrybutor, banki mogły wpływać na tempo wykupów, dlatego też niezbędna była zachęta do spowolnienia wykupów.

Umowa w tej sprawie jest złożona i oczywiście nie w pełni publiczna. Ale kluczowe decyzje są proste: bank będący dystrybutorem produktu finansuje wykupy polis, a to pozwala uniknąć konieczności sprzedaży obligacji w celu spłaty wykupów, realizując straty na obligacjach, które zostaną zaabsorbowane w późniejszych latach z prawdopodobieństwem bliskim 1 przez obligacje. Wynika to z charakteru obligacji skarbowych jako aktywów wycenianych w zamortyzowanym koszcie.

Ugólna umowa okazuje się kosztowna dla banku, ponieważ wykupy są istotne i szybkie. Według kilku bankierów, sprawia to, że istotna część kosztów ratowania Eurovity obciąża banki. Należy jednak ocenić, że nie można tego uznać za karę, zgodnie z błędnym poglądem na odpowiedzialność dystrybutora. Jest to cena interesu w transakcji, a nawet wynik ostrych negocjacji, w których interes banków był znacznie bardziej wrażliwy niż interes branży ubezpieczeniowej. To pewne, likwidacja byłaby ogromnym problemem reputacyjnym zarówno dla dystrybutorów, jak i dla branży ubezpieczeń na życie, w szczególności bez pewności na lata odzyskania przynajmniej zainwestowanego kapitału. Byłoby to również bardzo trudne do zarządzania w kontekście lokalnym, tj. w kontekście rynku krajowego zdominowanego przez banki.

Dla branży ubezpieczeń na życie kryzys Eurovity z pewnością nie był wydarzeniem łatwym do opanowania, ale główni gracze to zupełnie inne „zwierzęta” niż Eurovita, i mogliby wykorzystać to bez większych problemów.

Kolejnym krokiem był zastrzyk kapitału w celu utrzymania współczynnika wypłacalności Cronos na odpowiednim poziomie podczas procesu likwidacji. Jest to z góry określony koszt gotówkowy tej transakcji ratunkowej dla akcjonariuszy Cronos.

W transakcji biorą udział największe firmy na rynku. Według plotek rynkowych inni gracze również zostali zaproszeni do przyłączenia się do mniejszej części transakcji, ale wszyscy (z wyjątkiem jednej spółki) odmówili. Jedna z tych firm zdecydowała się dołączyć, ale jej udział w transakcji powinien być ograniczony do zaledwie dziesięciu procent. Jedynym znalezionym rozwiązaniem było podzielenie pozostałych 10% między pozostałych czterech graczy. Jest to kolejny dowód na to, że apetyt na niewysyłanie Eurovity w stan likwidacji był (znacznie) większy dla banków niż dla firm ubezpieczeniowych, a koszt tego jest odzwierciedlony – co naturalne – w ostatecznej cenie transakcji. Dowodzi to również, że nadzorca nie miał dużego wpływu na szczegóły i mechanikę negocjacji.

Ostatnim krokiem było zamknięcie „firmy-wydmuszki” Eurovita, quasi pustej po całym procesie, poprzez wdrożenie przez IVASS „Liquidazione coatta amministrativa”, która jest typową procedurą domyślną dla banków i firm ubezpieczeniowych we włoskim prawie.

4. Alternatywne teoretyczne ścieżki rozwiązania kryzysu Eurovita

Jakie były alternatywy? Czy istniały alternatywy dla typowej likwidacji? Czy możliwe było zabezpieczenie zobowiązań, przynajmniej co do zasady, utrzymując – co było niewykonalne – wykupy zablokowane przez kilka lat – biorąc pod uwagę istniejącą ogromną stratę kapitałową i niedopasowanie zobowiązań?

Pierwsza z alternatyw jest oczywista i polega na dofinansowaniu ze strony państwa włoskiego, biorąc pod uwagę, że 100% klientów Eurovita to włoscy oszczędzający i obywatele. Byłoby to skomplikowane ze względu na europejski system pomocy publicznej. Ten problem można przewyciężyć, ale pozostałe dwa czynniki uniemożliwiłyby ratowanie. Z jednej strony włoski stan finansów publicznych, z drugiej – prawo dotyczące restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków na poziomie europejskim.

Jak można uratować firmę oferującą ubezpieczenia na życie, gdy restrukturyzacja i uporządkowana likwidacja banków zmierza w zupełnie przeciwnym kierunku, i gdy presja polityczna może utrudnić zasilanie prywatnych firm publicznymi pieniędzmi? Z tych powodów *bailout* nigdy nie był brany pod uwagę, nawet jako ostateczność.

Drugim alternatywnym rozwiązaniem było przejęcie przez gracza rynkowego, tj. konkurenta. Cena po prostu odzwierciedlałaby również wzrost kapitału potrzebny do przywrócenia właściwego współczynnika wypłacalności (z buforem zgodnym ze zmiennością samego wskaźnika).

Apetyt graczy ubezpieczeniowych był w tym momencie bliski zeru, ze względu na ogromne ryzyko wykupów, a także odpowiednie wymogi kapitałowe spółki na zasadzie indywidualnej. Zmiana właściciela byłaby możliwa dzięki gwarancji bankowej, ale gwarancja bankowa była możliwa tylko w ramach rozwiązania w postaci podziału, w przeciwnym razie byłaby to korzyść / dotacja dla określonej grupy ubezpieczeniowej.

Trzecim rozwiązaniem było przejęcie przez inny fundusz PE. Według informacji rynkowych, Cinven prowadził intensywne negocjacje z innym ważnym funduszem PE, oczywiście w tygodniach poprzedzających zawieszenie działalności Eurovita. Ale rozwiązanie nie zostało znalezione z tego samego powodu: ryzyko wykupów polis było ogromne, co sprawiło, że cena była nie do zaakceptowania dla sprzedającego.

Tradycyjne rozwiązania nie były zatem dostępne: uratowanie przez państwo z jednej strony, przejęcie przez dowolnego gracza z drugiej strony. Ryzyko wykupów polis nie było w tym momencie możliwe do zarządzania przez Eurovitę. A dla towarzystw ubezpieczeń na życie z wieloma programami oszczędzania – w stylu włoskim, ale także innych – bardzo trudno jest dokonać uczciwej wyceny w zmiennym środowisku stóp procentowych.

Ponadto, gdy występuje jakakolwiek egzogeniczna interwencja lub strukturalna zmiana zasad, jest to typowa sytuacja, która w literaturze ekonomicznej znana jest jako krytyka Lucasa (Lucas 1983).

Koncepcja ta została opracowana przez laureata Nagrody Nobla Roberta Lucasa w odniesieniu do działań związanych z kształtowaniem polityki, ale jej zastosowanie może być znacznie szersze, obejmując wszelkie zmiany strukturalne.

Kiedy następuje fundamentalna zmiana egzogeniczna, zachowanie racjonalnych aktorów zmienia się według ich (racjonalnych) oczekiwań w bardzo różny sposób, często odmienny od tego, co mogłyby sugerować modele oparte na danych historycznych.

Dlatego też, stosując ten model w kontekście Eurovity, nie mogliśmy poznać „punktu końcowego” poddania się jakiegokolwiek zmianie zarządzania poprzez przejęcie zewnętrzne, szczególnie w bezprecedensowej sytuacji, takiej jak ta.

5. Ramy Funduszu Gwarantowania

Każdy program musi być dostosowany do konkretnej sytuacji, aby mógł być trwałym rozwiązaniem. W związku z tym Fundusz Gwarantowany z pewnością nie jest magicznym rozwiązaniem specyficznego kryzysu.

System funduszu został ustanowiony przez włoski parlament pod koniec 2023 r., ale nadal nie działa (stan na koniec 2024 r.). Proces tworzenia jest wciąż na początku. Będzie on finansowany przez towarzystwa ubezpieczeń na życie z zastrzykiem pieniędzy proporcjonalnym do wysokości zebranych składek.

Założmy, że Fundusz działał w czasie kryzysu w Eurovity. Wówczas zaufanie mogłoby zostać przywrócone natychmiast. Należało znaleźć rozwiązanie, a ogłoszenie niewypłacalności byłoby wykluczone.

Nigdy nie jest to tylko i wyłącznie kwestia dokapitalizowania spółki. Co dzieje się po podwyższeniu kapitału?

Zgodnie z wymogami IVASS w planie naprawczym przygotowano zestaw kompleksowych działań.

Dlatego **Fundusz Gwarantowania ma sens wtedy, i tylko wtedy, gdy jest mechanizmem redukcji kosztów transakcyjnych i wzmacnia zaufanie**. Ułatwia to pracę i zwiększa pewność, że rozwiązanie zostanie znalezione, ponieważ jest to misja Funduszu ustanowionego ustawą i finansowanego przez zakłady ubezpieczeń na życie, oparte na kwocie i mechanizmie określonym w ustawie.

Mogliśmy wtedy założyć, że przy stole jest jeden negocjator – który reprezentuje wszystkie firmy – zamiast kilku graczy, z których każdy jest reprezentowany przez więcej niż jedną osobę (zazwyczaj dyrektora finansowego, dyrektora prawnego i tak dalej). Czas był dość długi. Proces ten nie był łatwy w przypadku Eurovity, ale

obserwatorzy nigdy nie mieli wrażenia, że rozwiązanie nie zostanie znalezione, co spowoduje likwidację spółki.

W każdym razie Fundusz Gwarantowania prawdopodobnie podzieliłby firmę, bez większych zmian w następstwie zawieszenia działalności. Być może struktura akcjonariatu byłaby inna, ale trudno to ocenić. Możliwe, że nastąpiłaby zmiana w procesie i w przekonaniu, że rozwiązanie pojawiłoby się prędzej czy później. Uważa się jednak, że rozwiązanie polegające na zerwaniu z gwarancją finansową pośredników byłoby takie samo.

Ponowne otwarcie wykupów – oraz przywrócenie właściwego współczynnika wypłacalności, ale w ramach Eurovity – bez ostatecznej zmiany kontroli i rozwiązania strukturalnego mogłoby w każdym przypadku wywołać ucieczkę klientów. Ponośzenie wszystkich strat byłoby niepotrzebne i nierozsądne dla Funduszu.

Wnioski i lekcje na przyszłość

Po analizie przeprowadzonej w niniejszym artykule **możemy stwierdzić, że głęboką przyczyną kryzysu jest połączenie zawirowań finansowych – szybkiego i nagłego wzrostu stóp procentowych w sytuacji nie zrównoważonego ALM – oraz złego zarządzania Eurovitą**, tj. własności PE, nie *per se*, ale bez silnego zaangażowania i z całkowitym błędnym postrzeganiem ryzyka regulacyjnego i reputacyjnego.

Kryzysu płynności udało się uniknąć dzięki procedurze rozpoczętej przez nadzorcę.

Przyczyna nagłej i niespodziewanej sytuacji była zatem strukturalna, a nie uwarunkowana zdarzeniem losowym. Kryzys został po prostu wywołany przez dobrze znaną dynamikę stóp procentowych – co było możliwe, ale nie było oczywiste – która wpłynęła na opisany profil aktywów i pasywów zakładu.

Ostatecznie znalezione rozwiązanie było doraźne, ogólnie dopasowane do sytuacji, dostosowane do potrzeb, a nawet kreatywne, stając się przykładem do naśladowania w podobnych niepożądanych sytuacjach na innych rynkach. System Funduszu Gwarantowania sam w sobie jest czynnikiem ułatwiającym udany proces, ale niewystarczającym. Obejmuje tylko niektóre elementy, które okazały się niezbędne do rozwiązania kryzysu.

Możemy również argumentować, że wynik procedury powinien być zgodny z obecnym projektem IRRD, europejską dyrektywą w sprawie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w ubezpieczeniach. Interes publiczny w rozumieniu projektu dyrektywy w sprawie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji zakładów ubezpieczeń i reasekuracji oraz cele restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, tj. zbiorowy interes ubezpieczających, utrzymanie stabilności finansowej i ochrona środków publicznych³, zostały szeroko uwzględnione w procesie likwidacji i osiągnięte.

³ Więcej informacji na ten temat można znaleźć w dokumencie BFG (2024).

Koszty transakcyjne były dość wysokie pod względem wysiłku, długiego czasu i kosztu alternatywnego – dla kilku zaangażowanych banków całkowicie zaprzeczono możliwość zawierania nowych polis (tj. możliwość kontynuowania tej linii biznesu). Ustanowiony fundusz mógłby je zmniejszyć, chociaż nie należy lekceważyć kosztów utrzymywania rezerw niewykorzystanych przez nieokreślony czas.

Banki, które dystrybuowały produkty Eurovity, były najbardziej zainteresowane rozwiązaniem problemu, ale nie można przypisać im żadnej konkretnej winy. Opinia, że wybór sprzedaży produktów Eurovity był błędny, nie jest poprawna. Nie można winić dystrybutorów, na gruncie prawa oraz zdrowego rozsądku biznesowego, za wybór firmy – w tamtym czasie – odnoszącej sukcesy na rynku.

Wiarygodność sektora ubezpieczeń na życie została ochroniona, co leży w interesie podmiotów, które stworzyły rozwiązanie o nazwie Cronos. Po skomplikowanym roku 2023, rok 2024 znów zapowiada się dobrze, z dodatnimi przepływami netto i rosnącymi składkami.

Udało się uniknąć kryzysu systemowego – jakkolwiek mało prawdopodobnego ze względu na ograniczony rozmiar Eurovity.

Dzięki znalezionemu rozwiązaniu włoski podatnik – ostatecznie – w ogóle nie ucierpiał. Nie jest to standardowy i oczywisty wynik, choć w pełni zgodny z duchem europejskiej polityki *bail-in*. Nie zostało to wystarczająco zauważone.

Z innego punktu widzenia zbyt daleko posunięty jest wniosek, że PE nigdy nie jest dobrym właścicielem dla zakładów ubezpieczeń. Istnieje wiele różnych przykładów na świecie, a także we Włoszech, udanych udziałów PE w zakładach ubezpieczeniowych. Również poprzednia przygoda PE z Eurovitą była więcej niż udana, zarówno pod względem działalności, jak i standardów zarządzania.

Stanowisko Międzynarodowego Funduszu Walutowego sugeruje, że temat jest interesujący i nie jest trywialny. Z pewnością będzie on ponownie analizowany w przyszłości, w różnych kontekstach gospodarczych.

System gwarantowania mógłby zatem działać pod względem kosztów transakcyjnych, nawet jeśli powodowałby pewne koszty alternatywne – ponieważ zawsze pieniądze mogłyby zostać wykorzystane na inne potrzeby.

Ogólnie rzecz biorąc, w tym momencie procesu likwidacji możemy potwierdzić, że program okazał się sukcesem dla włoskiego systemu ubezpieczeń, nawet jeśli wiązał się z kosztami i ograniczeniami opisanymi i przeanalizowanymi w niniejszym artykule.

Bibliografia

Alfonsi A., Chercali A., Infante J., *Un modello completo di ALM per le imprese assicuratrici Vita e analisi del SCR con formula standard*, Panorama Assicurativo, 2019.

Battista A., *Confini. Ridisegnare la bancassicurazione*, MFE, 2013.

Battista A., Paltrinieri A., *Life insurance and bancassurance after Solvency II: a market and management perspective*, [w:] P. Marano, M. Siri, *Insurance Regulation in the European Union*, Springer, 2017.

BFG, *Ocena interesu publicznego w restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji*, kwiecień 2024.

Financial Times, *Is PE's bet on life insurance turning sour?*, Marzec 2024.

MFW, *Nota o globalnej stabilności finansowej*, grudzień 2023.

IVASS, *Relazione annuale 2023*, 2024.

Lucas R., *Econometric policy evaluation: A critique*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Elsevier, vol. 1(1), s. 19–46, styczeń 1983.

Marano P., Siri M., *Insurance Regulation in the European Union*, Springer 2017.

Preqin, *Eurovita S.p.A.*, 2024, <https://www.preqin.com/data/profile/asset/eurovita-s-p-a/126520> (dostęp 10.11.2024).

Paci S., *Assicurazioni. Economia e gestione*, Egea 2017.

Swiss Re, *Ubezpieczenia na życie w erze cyfrowej: fundamentalna transformacja przed nami*, Sigma 2015.

Van Hulle K., *Solvency II, Reasonable expectations*, [w:] P. Marano, M. Siri, *Insurance Regulation in the European Union*, Springer 2017.