

Teresa Czerwińska*

Ryzyko kredytowe portfela inwestycji zakładów ubezpieczeń w świetle nowych wymogów kapitałowych

Wstęp

Realia kryzysu zadłużenia wielu krajów, nie tylko europejskich, stawiają zagadnienie ryzyka inwestycyjnego zakładów ubezpieczeń w nowym świetle. Dotyczy to zarówno struktury ryzyka rynkowego, jak i kredytowego zakładów ubezpieczeń, będących pochodną struktury portfela lokat. Zgodnie z nowymi regulacjami zakłady ubezpieczeń i reasekuracji mogą inwestować portfel posiadanych aktywów tylko w takie instrumenty i aktywa, których ryzykiem mogą w sposób rzetelny zarządzać (identyfikować, kwantyfikować i monitorować), a także prowadzić sprawozdawczość w ich zakresie i uwzględniać przy ocenie swoich łącznych potrzeb w zakresie wypłacalności (minimalny wymóg kapitałowy – MCR – i kapitałowy wymóg wypłacalności – *Solvency Capital Requirement*, SCR) [dyrektywa, 2009]. Regulacje nie precyzują katalogu dopuszczalnych instrumentów finansowych ani nie nakładają limitów inwestowania w poszczególne kategorie inwestycyjne¹. Ponadto, w ramach tzw. swobody inwestowania, zakłady ubezpieczeń i reasekuracji [dyrektywa, 2009, art. 133, 134]:

- są zobowiązane do dywersyfikacji portfela inwestycji w celu unikania nadmiernej koncentracji aktywów,
- powinny dokonywać alokacji aktywów stanowiących pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych w sposób odpowiadający charakterowi i czasowi trwania zobowiązań ubezpieczeniowych i reasekuracyjnych,
- muszą zachować szczególną ostrożność, zwłaszcza w przypadku lokat i aktywów o niższej płynności, tj. niedopuszczonych do obrotu na regulowanym rynku finansowym,
- mogą stosować instrumenty pochodne, jeśli przyczyniają się one do redukcji ryzyka lub usprawniają zarządzanie portfelem.

* Prof. nadzw. dr hab., Katedra Systemów Finansowych Gospodarki, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Warszawski, tczerwinska@wz.uw.edu.pl

¹ Jednocześnie dopuszcza się możliwość ograniczenia kategorii inwestycyjnych, jeśli ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający będący osobą fizyczną (nie mogą one być bardziej restrykcyjne niż przepisy Dyrektywy 85/611/EWG).

Celem artykułu jest ocena ekspozycji portfela inwestycji zakładów ubezpieczeń na ryzyko kredytowe w krajach Unii Europejskiej z uwzględnieniem rodzaju prowadzonej działalności w świetle nowych wymogów kapitałowych. Zakres czasowy badań obejmuje lata 2007–2011, co pozwala na wyciągnięcie wniosków w zakresie wpływu kryzysu zadłużenia na alokację portfela inwestycji zakładów ubezpieczeń.

1. Ryzyko kredytowe zakładu ubezpieczeń – percepcja w Solvency II

Rozpatrując ryzyko w działalności zakładu ubezpieczeń przez pryzmat określonej wymaganej wielkości kapitału ekonomicznego, definiowanego jako zasób kapitału zabezpieczający wypłacalność instytucji ubezpieczeniowej przy założonym poziomie ufności, wyodrębnia się kilka zagregowanych zasadniczych modułów ryzyka: ryzyko ubezpieczeniowe w ubezpieczeniach na życie oraz innych niż na życie, ryzyko ubezpieczeniowe w ubezpieczeniach zdrowotnych, ryzyko rynkowe, ryzyko niewykonania zobowiązania przez kontrahenta (ryzyko kredytowe)². Każdy z wymienionych modułów ryzyka jest kalibrowany przy uwzględnieniu miary wartości narażonej na ryzyko przy założonym poziomie ufności 99,5% w okresie jednego roku, a przy konstruowaniu każdego modułu ryzyka uwzględnia się efekty dywersyfikacji [dyrektywa 2009, art. 104].

W klasycznym ujęciu ryzyko kredytowe związane jest z możliwą stratą wynikającą z niewykonania zobowiązań przez kontrahentów i dłużników (lub pogorszenia się ich zdolności kredytowej). Ryzyko kredytowe zakładu ubezpieczeń rozpatrywać należy zatem w dwóch zasadniczych aspektach [*Guidance paper on investment risk management*, 2004]:

- ryzyko niewykonania zobowiązania przez kontrahenta (*counterparty default*) – dotyczy (1) ryzyka związanego z niewywiązaniem się z zobowiązań lub pogorszeniem się zdolności kredytowej kontrahenta; ekspozycja na tego typu ryzyko jest związana z: umowami reaseku-

² Dodatkowym, nowym rozwiązaniem mającym urealnić ocenę ryzyka zakładu ubezpieczeń jest sformułowanie wymogu kapitałowego dla ryzyka operacyjnego. Ryzyka w obszarze operacyjnym zakładu ubezpieczeń – zgodnie z podejściem wypracowanym przez *International Association of Insurance Supervisors* – można definiować jako niebezpieczeństwo wystąpienia strat o charakterze bezpośrednim lub pośrednim wynikające z niewłaściwych lub zawodnych procedur wewnętrznych oraz działania ludzi [*Guidance paper on investment risk management*, 2004].

- racyjnymi, derywatami, sekurytyzacją oraz wierzytelnościami od pośredników ubezpieczeniowych, oraz (2) ryzyka niedotrzymania zobowiązań przez emitenta instrumentu finansowego wchodzącego w skład portfela aktywów zakładu – niebezpieczeństwo nieotrzymania (otrzymania tylko w części) lub otrzymania z opóźnieniem należnych zakładowi ubezpieczeń z tytułu posiadania określonego instrumentu finansowego, przepływów pieniężnych lub aktywów z powodu niedotrzymania warunków umowy przez emitenta;
- ryzyko migracji wartości instrumentu finansowego – występuje gdy zmiany w prawdopodobieństwie przyszłego niedotrzymania warunków przez emitenta niekorzystnie wpływają na wartość bieżącą instrumentu finansowego.

Stopień ekspozycji instytucji ubezpieczeniowej na ryzyko kredytowe ulega fluktuacji, a w analizie przyjmuje się z reguły, że jego poziom i natężenie zależą po części od czynników ogólnogospodarczych, a po części – generowane są przez czynniki specyficzne właściwe dla danego podmiotu (jak np. dynamika przychodów, struktura kapitału, kadra zarządzająca) [zob.: Bessis, 2006, s. 386–395; Jajuga, 2002, s. 264–265]. Jakość kredytowa portfela inwestycji jest źródłem ryzyka zarówno dla właścicieli, jak i beneficjentów zakładu ubezpieczeń, bowiem znajduje swoje odzwierciedlenie w zmianach rozkładu oczekiwanych przepływów pieniężnych.

Zgodnie z nowymi wymogami kapitałowymi ryzyko kredytowe zakładu ubezpieczeń uwzględniane jest w dwóch modułach: (1) module niewykonania zobowiązania przez kontrahenta (*default*) oraz w (2) submodule ryzyka rynkowego dotyczącego spreadu. Ryzyko *default* rozpatrywane jest w nowych wymogach kapitałowych w odniesieniu do należności z tytułu reasekuracji oraz kontynuacji umów ubezpieczenia. Należności z tytułu reasekuracji korygowane są o ryzyko niewykonania zobowiązania (brane pod uwagę jest prawdopodobieństwo *default*) oraz szacuje się tzw. *recovery rate* - czyli część zobowiązań, którą reasekurator nadal będzie w stanie spłacić nawet w sytuacji realizacji ryzyka *default* [zob. *QIS5 Technical Specifications*, 2010]. Natomiast ryzyko spreadu dotyczy w szczególności obligacji oraz wierzytelności w podmiotach podporządkowanych i powiązanych.

Poziom ryzyka rynkowego zakładu odzwierciedla stopień, w jakim negatywne zmiany w wartości portfela aktywów – skutek zmian cen rynkowych, stóp procentowych, kursów walutowych itp. – nie są równoważone korespondującymi zmianami w wartości portfela zobowiązań

[*Guidance paper on investment risk management*, 2004]. Ryzyko kredytowe uwzględnione w module ryzyka rynkowego dotyczy głównie wrażliwości wartości aktywów, zobowiązań i instrumentów finansowych na zmiany w poziomie spreadów kredytowych w odniesieniu do struktury czasowej stóp procentowych papierów wartościowych pozbawionych ryzyka (lub wahania ich zmienności) – tzw. ryzyko spreadu kredytowego [dyrektywa, 2009]. Ponadto w module ryzyka rynkowego uwzględnia się również tę część ryzyka kredytowego, która wynika z niedostatecznej dywersyfikacji portfela aktywów zakładu lub z dużej ekspozycji na ryzyko niewykonania zobowiązania przez danego emitenta papierów wartościowych lub grupę emitentów powiązanych – tzw. ryzyko koncentracji.

Biorąc pod uwagę rangę ryzyka kredytowego w realiach kryzysu zadłużenia oraz skutki jego realizacji dla równowagi finansowej zakładu ubezpieczeń, standardowa formuła szacowania wymogu kapitałowego uwzględnia korzyści z tytułu zastosowania technik zarządzania ryzykiem, tj. dywersyfikacji oraz korekty z tytułu negatywnych efektów, np. koncentracja ryzyka związanego z danym emitentem w portfelu inwestycji [zob. *QIS5 Technical Specifications*, 2010]. Szacuje się obecnie, że efekt dywersyfikacji wyrażony wskaźnikiem SCR grup do SCR zakładów solo wynosi przeciętnie 20%. Natomiast po wyłączeniu transakcji wewnątrz grup kapitałowych realny efekt dywersyfikacji wynosi przeciętnie 13% [*EIOPA Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS5) for Solvency II*, 2011]. Efekt dywersyfikacji jest istotnie większy dla dużych grup kapitałowych z racji znaczącej dyspersji portfela inwestycji.

Abstrahując od szczegółowych rozwiązań w zakresie kalkulacji wymogu kapitałowego SCR dla zakładów ubezpieczeń i reasekuracji, należy zaznaczyć, że używając formuły standardowej do szacowania poszczególnych modułów ryzyka związanego z portfelem aktywów, różnicuje się jakość instrumentów finansowych na pokrycie wymogu kapitałowego proporcjonalnie do oceny jakości inwestycyjnej i czasu trwania instrumentów finansowych. W kontekście oceny ryzyka kredytowego portfela inwestycji zakładów ubezpieczeń wątpliwości wzbudza jednak:

- preferencyjna ocena ryzyka kredytowego obligacji emitowanych i gwarantowanych przez państwa członkowskie i banki centralne oraz państwa EEA i ponadnarodowe instytucje, tj. IMF, EBOR – przy kalkulacji wymogu kapitałowego uznano je za instrumenty o najwyższej jakości inwestycyjnej, w zasadzie pozbawione ryzyka, zatem w

odniesieniu do tych instrumentów nie stosuje się wymogów kapitałowych do zabezpieczenia ekspozycji zakładu na ryzyko [QIS5 Technical Specifications, 2010];

- uzależnienie wymogu kapitałowego na pokrycie ryzyka kredytowego bezpośrednio od oceny ratingowej instrumentów wchodzących w skład portfela inwestycji – kalkulacja wymogu kapitałowego dla ryzyka spreadu obligacji uwzględnia mnożnik $F^{up}(\text{rating}_i)$, który odzwierciedla klasę ratingową instrumentu finansowego i związaną z nią ekspozycję na ryzyko w warunkach szoku szacowane metodą VaR (przy poziomie ufności 99,5%). Dla instrumentów posiadających ocenę ratingową na poziomie AAA i AA współczynnik F^{up} jest przyjmowany na poziomie odpowiednio: 0,9% i 1,1%; dla klasy A – na poziomie 1,4%; dla klasy BBB i BB odpowiednio na poziomie: 2,5% i 4,5% oraz dla klasy B i poniżej na poziomie 7,5%. Natomiast dla instrumentów niesklasyfikowanych przyjmowany jest na poziomie 3% [QIS5 Technical Specifications, 2010, s. 122]. W przypadku inwestowania w instrumenty dłużne emitowane przez rządy i banki centralne w walutach narodowych, krajów nienależących do strefy EEA, dla zabezpieczenia ekspozycji na ryzyko spreadu stosuje się mnożnik F^{up} dla instrumentów posiadających ocenę ratingową AAA oraz AA: 0%, dla instrumentów z ratingiem A: 1,1%, dla instrumentów z ratingiem BBB i BB odpowiednio: 1,4% oraz 2,5%, natomiast z ratingiem B i niższym: 4,5%, zaś dla instrumentów niesklasyfikowanych: 3,0%;
- preferencje w ocenie ryzyka dla obligacji zabezpieczonych hipotecznie i przez podmioty sektora publicznego – współczynnik F^{up} dla obligacji zabezpieczonych hipotecznie oraz przez podmioty i instytucje publiczne przyjmowany jest na poziomie 0,6%, pod warunkiem że instrumenty te posiadają ocenę ratingową AAA.

Preferencyjna ocena ryzyka kredytowego skarbowych papierów wartościowych, zwłaszcza krajów strefy EEA, oraz emitowanych i gwarantowanych przez podmioty publiczne może w konsekwencji prowadzić do zagrożenia kondycji finansowej zakładów ubezpieczeń. Będą one bowiem, ze względu na oczywiste preferencje w zakresie kalkulacji wymogu kapitałowego, akumulować znacznie większy niż obecnie wolumen instrumentów realnie niskiej jakości inwestycyjnej. Realia kryzysu zadłużenia wielu krajów wyraźnie pokazały, że traktowanie skarbowych papierów wartościowych jako instrumentów tzw. *risk free* było przyczyną gwałtownego pogorszenia kondycji finansowej wielu ban-

ków europejskich (casus obligacji greckich). Ponadto może to przyczynić się do zmniejszenia popytu na instrumenty emitowane przez podmioty sektora prywatnego, posiadające niższą ocenę jakości inwestycyjnej [por. Al-Darwish i inni, 2011; Czerwińska, 2013], a tym samym zmniejszy partycypację sektora ubezpieczeniowego w kreowaniu wzrostu gospodarczego. Należałoby raczej poszukiwać możliwości długofalowego zaangażowania środków instytucji ubezpieczeniowych, aby – z jednej strony – mogły one zrekompensować wysokie nakłady związane z wdrożeniem nowych wymogów kapitałowych oraz uzyskały satysfakcjonującą właścicieli stopę zwrotu, a z drugiej – aby zmiana kierunków alokacji środków nie sprzyjała kumulacji długu o niskiej jakości inwestycyjnej.

Powiązanie wielkości wymogu kapitałowego w danym submodule ryzyka w sposób bezpośredni z oceną ratingową instrumentu finansowego jest oczywiście bardzo funkcjonalne w kontekście zastosowania formuły kalkulacji, natomiast stwarza poważne niebezpieczeństwa dla wiarygodności kalkulacji, bowiem:

- po pierwsze – występuje problem zróżnicowania ocen jakości inwestycyjnej instrumentów wśród różnych agencji ratingowych ze względu na stosowaną metodologię, zakres oceny itp.;
- po drugie – gros instrumentów, np. w Polsce, nie posiada oceny ratingowej, co spowoduje, że będą one traktowane identycznie z punktu widzenia kalkulacji wymogu kapitałowego niezależnie od ich rzeczywistej jakości inwestycyjnej;
- po trzecie – arbitralne przypisanie mnożnika do poszczególnych klas ratingowych instrumentów finansowych nie odzwierciedla poziomu ryzyka w sytuacji szoku rynkowego, bowiem nawet należące do tej samej klasy instrumenty będą w różnym stopniu wrażliwe na szoki cenowe;
- po czwarte – obecnie (jak również w przeszłości) pojawiają się poważne zastrzeżenia co do rzetelności ocen ratingowych poszczególnych agencji.

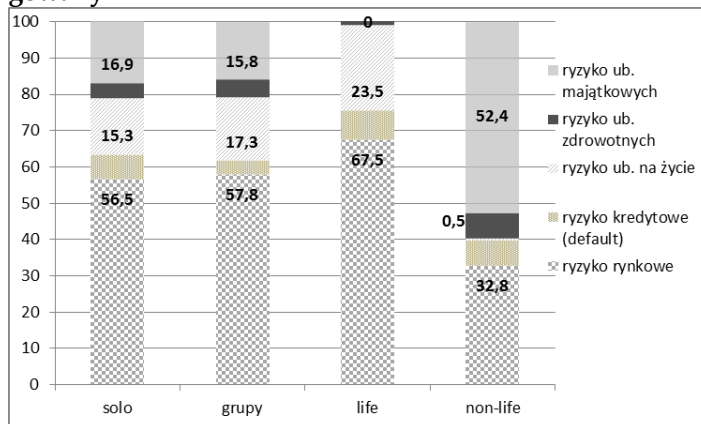
2. Ryzyko kredytowe w działalności inwestycyjnej zakładów ubezpieczeń

Wyrażając problem ryzyka w działalności zakładu ubezpieczeń poprzez pryzmat wymaganej wielkości kapitału ekonomicznego, szacuje się, że na wysokość wymaganego kapitału SCR w zakładach ubezpieczeń na życie największy wpływ ma ryzyko rynkowe (67,5%) oraz ryzyko aktuarialne związane z umowami ubezpieczeń na życie (rysunek 1).

Natomiast w zakładach ubezpieczeń majątkowych i pozostałych osobowych (non-life): ryzyko stricte ubezpieczeniowe (ponad 50%) oraz ryzyko rynkowe. Ryzyko kredytowe stricte związane z *default* stanowi w obydwu działach ok. 10% wymogu kapitałowego SCR.

Analiza ryzyka kredytowego działalności inwestycyjnej przez pryzmat wymaganej wielkości kapitału ekonomicznego zabezpieczającego wypłacalność zakładu ubezpieczeń przy założonym poziomie ufności wykazuje, że na wysokość wymaganego kapitału SCR znaczący wpływ ma ryzyko spreadu związane z migracją wartości instrumentu finansowego, wynikające ze zmiany wiarygodności kredytowej jego emitenta. Wielkość ekspozycji zakładu na ryzyko spreadu w sytuacji szoku rynkowego jest szacowana jako suma iloczynów odzwierciedlających ekspozycję na ryzyko kredytowe oraz czas trwania instrumentów finansowych wchodzących w skład portfela inwestycji zakładu oraz mnożnika F^{up} (rating), który pełni rolę multiplikatora wymogu na pokrycie ryzyka [QIS5 Technical Specifications, 2010].

Rysunek 1. Struktura wymogu kapitałowego SCR (w%) zakładów ubezpieczeń prowadzących działalność w krajach Unii Europejskiej w ujęciu zagregowanym

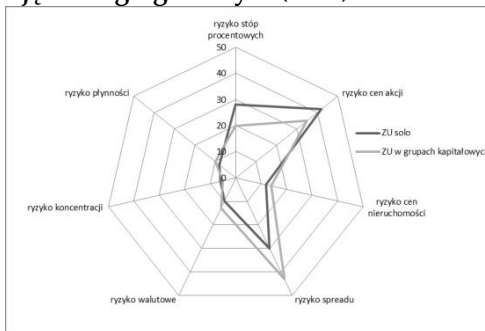


Źródło: Opracowanie własne na podstawie [EIOPA Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS5) for Solvency II, 2011].

Zgodnie z wytycznymi analizie poddawane jest ryzyko spreadu w odniesieniu przede wszystkim do: obligacji przedsiębiorstw (zarówno o ratingu inwestycyjnym, jak i spekulacyjnym), obligacji zabezpieczonych, produktów strukturyzowanych, instrumentów dłużnych o stałej stopie dochodu, udziałów we wspólnych przedsięwzięciach inwestycyjnych, depozytów bankowych oraz wierzytelności w podmiotach podporządk-

kowanych. Ze względu na efekty dywersyfikacji występują różnice w szacowaniu ryzyka rynkowego na potrzeby wymogu kapitałowego SCR w przypadku pojedynczych zakładów ubezpieczeń oraz zakładów w ramach grup kapitałowych. Dotyczy to zwłaszcza ryzyka spreadu kredytowego w odniesieniu do struktury czasowej stóp procentowych papierów wartościowych pozbawionych ryzyka. Badania wykazują, że ekspozycja zakładów ubezpieczeń funkcjonujących w ramach grup kapitałowych na ryzyko kredytowe w przypadku obligacji przedsiębiorstw jest stosunkowo niska (przeciętnie ok. 8% portfela obligacji przedsiębiorstw w zakładach stanowią obligacje z oceną ratingową poniżej jakości inwestycyjnej BBB oraz niesklasyfikowane) (rysunek 2). Natomiast w zakładach analizowanych solo obligacje przedsiębiorstw z oceną ratingową poniżej jakości inwestycyjnej BBB stanowią ok. 42% portfela obligacji przedsiębiorstw. Biorąc pod uwagę szoki cenowe i ogólną dekonjunkturę na rynku nieruchomości, znacznie większym nośnikiem ryzyka kredytowego dla zakładów ubezpieczeń, jak wydaje się, są obecnie wierzytelności zabezpieczone hipotecznie, zwłaszcza w przypadku zabezpieczenia na nieruchomościach mieszkaniowych.

Rysunek 2. Struktura ryzyka rynkowego w zakładach ubezpieczeń solo i zakładach prowadzących działalność w grupach kapitałowych w krajach EEA w ujęciu zagregowanym (w %)



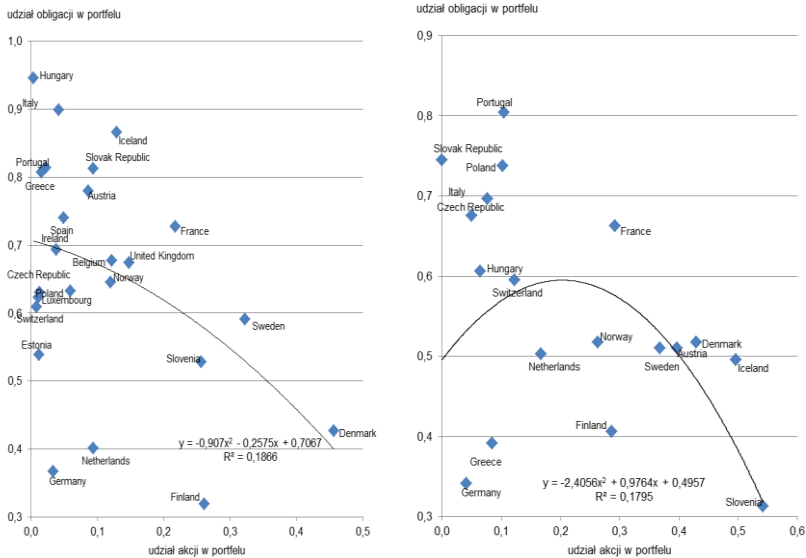
Źródło: Opracowanie na podstawie [EIOPA Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS5) for Solvency II, 2011].

Ryzyko kredytowe w działalności inwestycyjnej zakładu ubezpieczeń jest pochodną struktury jego portfela lokat. Analiza struktury alokacji portfela inwestycji zakładów ubezpieczeń i reasekuracji w krajach UE w latach 2007–2011 w kontekście ekspozycji na ryzyko kredytowe wykazała, że:

- w zakładach ubezpieczeń obu działów instrumenty dłużne (przede wszystkim obligacje), stanowią bazowy składnik portfela inwestycji: w zakładach na życie przeciętnie 51–66% portfela, zaś w zakładach non-life przeciętnie: 53–61% portfela (rysunek 3 i 4);
- udział obligacji w portfelach inwestycji zakładów ubezpieczeń miał dynamikę wzrostową zarówno w ujęciu wartościowym, jak i w strukturze portfela, zwłaszcza w zakładach prowadzących działalność w: Irlandii, Grecji, Islandii – w przypadku zakładów ubezpieczeń na życie – oraz w: Danii, Islandii, Włoszech w przypadku zakładów pozostałych (rysunek 5);
- najwyższy udział obligacji w portfelu inwestycji miały zakłady ubezpieczeń na życie w: Portugalii, Włoszech, na Słowacji (powyżej 75% w analizowanym okresie) oraz zakłady ubezpieczeń non-life na Węgrzech i Słowacji, co jest związane po części z ograniczeniami normatywnymi w zakresie alokacji portfela inwestycji;
- udział akcji w portfelu inwestycji zakładów ubezpieczeń jest wyraźnie związany z koniunkturą na rynkach giełdowych, bowiem jest on wyraźnie wyższy w 2007 roku (okres przed dekonunkturą) we wszystkich analizowanych krajach oraz znacznie niższy w 2011 roku (rysunek 3 i 4);
- zmiany w portfelach inwestycji zakładów na życie wykazywały większą dynamikę w relacji do zmian w portfelach inwestycji zakładów non-life; w części krajów, takich jak: Austria, Włochy, Węgry, w analizowanym okresie nastąpiła znacząca zmiana struktury alokacji portfela inwestycji – znaczący wzrost obligacji oraz spadek udziału akcji w portfelu (rysunek 3).

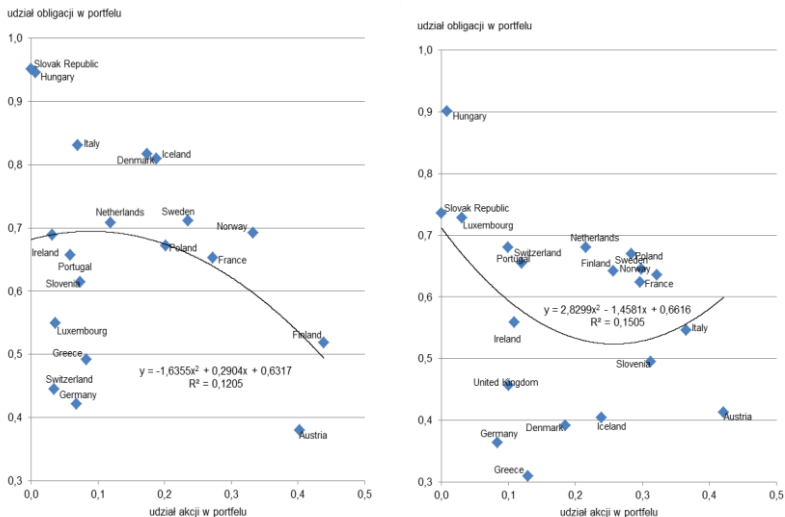
Badania wykazują, że paradoksalnie kryzys zadłużenia i pogarszająca się kondycja finansowa wielu krajów UE nie przyczyniły się do relokacji portfela inwestycji zakładów ubezpieczeń i zmniejszenia udziału obligacji w portfelu. Wręcz przeciwnie – w krajach, gdzie sytuacja finansów publicznych stała się szczególnie trudna, tj. w Grecji, Irlandii, Islandii, zakłady ubezpieczeń zwiększały bardziej dynamicznie udział obligacji w portfelu inwestycji. Należy również zaznaczyć, że inwestowały one głównie w obligacji skarbowe. Można zatem wnioskować, że w przypadku papierów skarbowych kwestia postrzegania ryzyka kredytowego jest dużo bardziej złożona i istotnie różna od pozostałych instrumentów, bowiem w grę wchodzi czynniki nie tylko stricte ekonomiczne. W warunkach dekonjunktury giełdowej oraz kryzysu finansów publicznych w wielu krajach UE, zakłady ubezpieczeń, jak się wydaje,

Rysunek 3. Model alokacji portfela inwestycji zakładów ubezpieczeń na życie w wybranych krajach europejskich w 2007 (po prawej) i 2011 roku (po lewej)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie [OECD.Stat iLibrary].

Rysunek 4. Model alokacji portfela inwestycji zakładów ubezpieczeń non-life w wybranych krajach europejskich w 2007 (po prawej) i 2011 roku (po lewej)

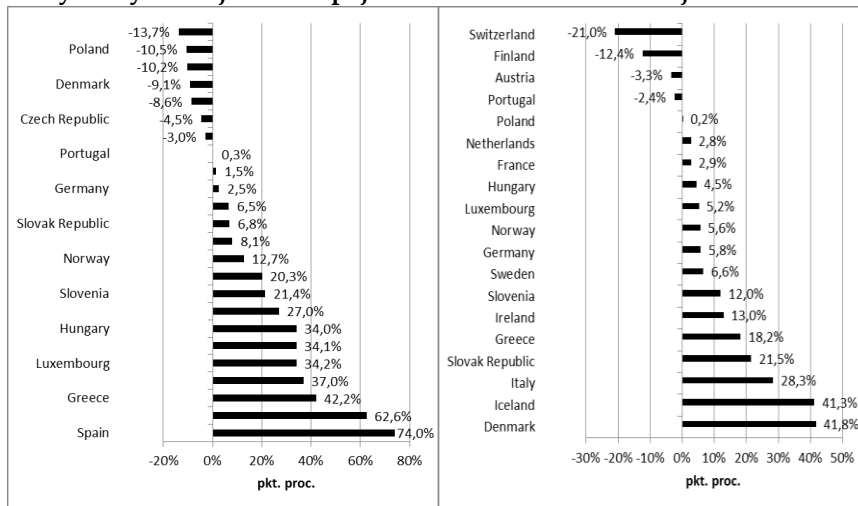


Źródło: Opracowanie własne na podstawie [OECD.Stat iLibrary].

niżej oceniały ryzyko kredytowe suwerena niż np. ryzyko rynkowe związane z rynkiem akcji. Największą stabilnością alokacji cechowały

się portfele inwestycji zakładów prowadzących działalność na najbardziej rozwiniętych rynkach, tj. w: Niemczech, Francji, Szwecji, Norwegii, Wielkiej Brytanii oraz Danii. Można dostrzegać w tym pewną strategię poszukiwania alokacji obciążonej relatywnie niższym ryzykiem w tak dynamicznie zmieniających się warunkach rynkowych.

Rysunek 5. Zmiana udziału obligacji w portfelach inwestycji zakładów ubezpieczeń na życie (po lewej) i zakładów ubezpieczeń non-life (po prawej) w wybranych krajach europejskich w 2011 roku w relacji do 2007



Źródło: Opracowanie własne na podstawie [OECD.Stat iLibrary].

Dodatkowo przy analizie ekspozycji na ryzyko kredytowe należy wziąć pod uwagę ryzyko koncentracji portfela inwestycji, które jest multiplikatorem ekspozycji zakładu na ryzyko kredytowe. Badania wykazują, że ryzyko koncentracji jest odwrotnie proporcjonalne do wielkości zakładu ubezpieczeń i jest znacząco wyższe, zwłaszcza w małych zakładach ubezpieczeń [EIOPA Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS5) for Solvency II, 2011]. Badania wykazują, że znaczne ryzyko koncentracji w małych zakładach ubezpieczeń związane jest również ze znacznym zaangażowaniem tych zakładów w lokaty bankowe, bowiem ich działalność inwestycyjna polega głównie na lokowaniu w bankach, zwłaszcza w przypadku małych zakładów na życie [Czerwińska, 2009].

Ryzyko koncentracji portfela inwestycji wiąże się z:

- zaangażowaniem kapitału w podmiotach zależnych i podporządkowanych – inwestycje wewnątrz grup kapitałowych oraz lokaty terminowe w bankach należących do tej samej grupy kapitałowej,

zwłaszcza w krajach posiadających niewielką ilość banków z wysokim ratingiem;

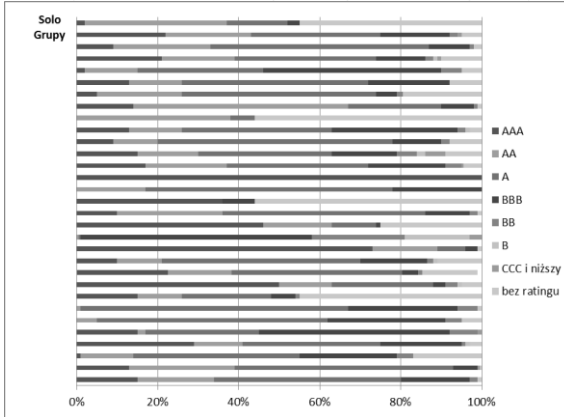
- ograniczeniami w zakresie inwestowania środków (limitami) zakładów ubezpieczeń stanowiących pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych – ograniczanie inwestycji zagranicznych (poprzez np. zasadę terytorialności, waluty).

Ryzyko kredytowe portfela obligacji zakładów ubezpieczeń w krajach europejskich jest relatywnie niskie. Zakłady utrzymywały w portfelach przede wszystkim obligacje o najwyższej jakości inwestycyjnej, kwalifikowane do klasy ratingowej: AAA, AA oraz A (rysunek 6). W przypadku zakładów ubezpieczeń funkcjonujących w ramach grup kapitałowych obligacje korporacyjne o najwyższej jakości inwestycyjnej stanowiły ok. $\frac{3}{4}$ portfela obligacji korporacyjnych ogółem, w przypadkach zakładów działających solo – ponad $\frac{1}{2}$ portfela. Niemniej jednak w kilku krajach udział obligacji korporacyjnych bez ratingu w portfelu zakładów ubezpieczeń jest wysoki. Sytuacja ta związana jest z brakiem obowiązku posiadania ratingu dla emitentów papierów dłużnych w części krajów Unii Europejskiej i nie powinna być podstawą do wnioskowania o wyższym ryzyku kredytowym portfela.

Dyrektywa Solwency II w ramach tzw. swobody inwestowania znosi zasadę terytorialności, tzn. w odniesieniu do ryzyk ubezpieczeniowych umiejscowionych na terytorium UE nie wymaga się, by aktywa stanowiące pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych związanych z tymi ryzykami były lokowane na terytorium UE (ani też w określonych państwach członkowskich). Alokacja terytorialna portfela aktywów powinna zapewniać ich dostępność.

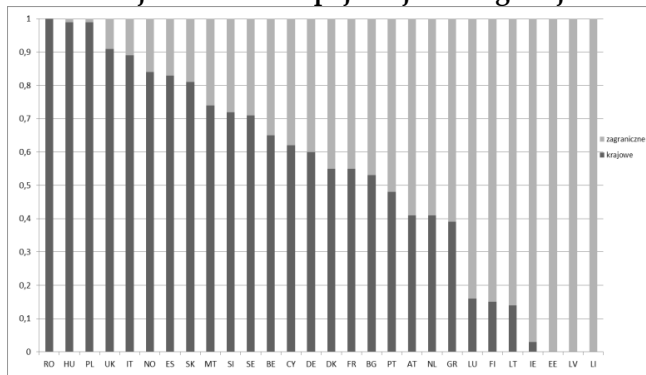
Ograniczenia w zakresie koncentracji lokat w jednym podmiocie lub grupie podmiotów powiązanych oraz w kategoriach aktywów inwestycyjnych o niskiej płynności (tj. nieruchomości, instrumenty będące przedmiotem obrotu na rynkach nieregulowanych) nie dotyczą inwestowania w skarbowe dłużne papiery dłużne [dyrektywa, 1992; dyrektywa, 2002]. Zatem w większości krajów UE portfel obligacji skarbowych zakładów ubezpieczeń składa się w ponad 60% z obligacji krajowych (rysunek 7). Ma to istotne znaczenie z punktu widzenia finansowania długu publicznego, zwłaszcza w obecnych realiach gospodarczych. Jednocześnie w sposób istotny podwyższa ekspozycję zakładów na ryzyko kredytowe, bowiem kryzys zadłużenia i trudna sytuacja w zakresie finansów publicznych znacznej części państw członkowskich czyni ryzyko niewypłacalności emitenta jak najbardziej realnym. W czę-

Rysunek 6. Struktura portfela obligacji przedsiębiorstw w zakładach ubezpieczeń solo i zakładach prowadzących działalność w grupach kapitałowych w krajach EEA według kategorii ratingowej (w %)



Źródło: na podstawie [Annexes to the EIOPA Report on QIS5, 2011].

Rysunek 7. Struktura portfela obligacji skarbowych w zakładach ubezpieczeń w krajach Unii Europejskiej według kraju alokacji w 2011 roku

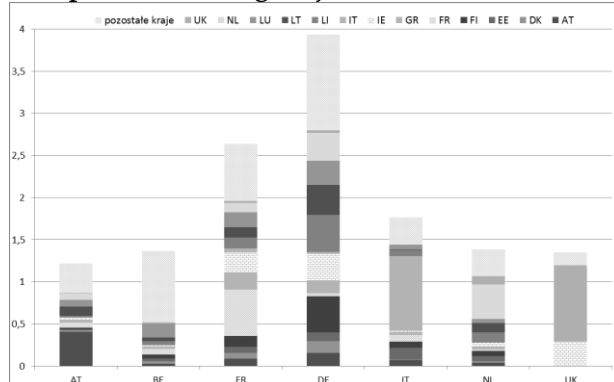


Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Long-Term Guarantees Assessment, 2013].

ści krajów, zwłaszcza z niskim poziomem zadłużenia oraz krajach nieemitujących w zasadzie skarbowych papierów dłużnych, w portfelu obligacji skarbowych zakładów ubezpieczeń przeważają obligacje emitentów zagranicznych, np. w: Luksemburgu, Finlandii, Estonii, Litwie, Łotwie. Wśród zagranicznych skarbowych papierów dłużnych utrzymywanych w portfelach inwestycyjnych zakładów ubezpieczeń przeważają instrumenty z najwyższym ratingiem inwestycyjnym. Najwięcej jest skarbowych papierów wartościowych emitowanych przez rządy: niemiecki (rating AAA), francuski (rating AA), austriacki (rating AA+), niemiecki (rating AAA), francuski (rating AA), austriacki (rating AA+), niemiecki (rating AAA), francuski (rating AA), austriacki (rating AAA). Wyjątek stanowią włoskie skarbowe instrumenty dłużne z ratingiem

BBB. Obligacje emitowane przez rząd niemiecki stanowią: 43% i 44% portfela skarbowych papierów dłużnych w odpowiednio: Finlandii i Liechtensteinie oraz ponad 30% tegoż portfela w: Irlandii, Niemczech oraz na Litwie (rysunek 8).

Rysunek 8. Skumulowany udział skarbowych papierów dłużnych emitowanych przez wybrane kraje Unii Europejskiej w portfelu inwestycji zakładów ubezpieczeń (według kraju emitenta) w 2011 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Long-Term Guarantees Assessment, 2013].

Zakończenie

Biorąc pod uwagę realia społeczno-gospodarcze, analiza ryzyka kredytowego zyskuje na znaczeniu. W nowych wymogach kapitałowych dla zakładów ubezpieczeń i reasekuracji ryzyko kredytowe jest przedmiotem szczególnej uwagi. W tym aspekcie wprowadzane są istotne zmiany postrzegania ryzyka kredytowego w relacji do dotychczasowych praktyk, a mianowicie:

- kompleksowe uwzględnienie ryzyka kredytowego w działalności zakładu ubezpieczeń: zarówno *default* kontrahenta, co jest szczególnie istotne zwłaszcza w odniesieniu do reasekuratora, oraz ryzyko kredytowe w działalności inwestycyjnej (będące przedmiotem rozważań);
- zróżnicowanie wymogu kapitałowego w zależności od praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem kredytowym, tj. dywersyfikacja portfela lokat;
- podkreślenie powiązań kapitałowych między podmiotami poprzez uwzględnienie tego w szacowaniu wymogu kapitałowego, co we wcześniejszych praktykach nie było eksponowane, a powiązania kapitałowe były niejednokrotnie przyczyną niskiej efektywności działalności lokacyjnej zakładów.

Niemniej jednak wprowadzane rozwiązania pozostawiają wiele do życzenia, bowiem bez rozwiązania pozostają w zasadzie następujące kwestie:

- określenie wymogów kapitałowych dla instrumentów skarbowych, obecnie uznawanych bez względu na rzeczywistą jakość kredytową za instrumenty *risk free*;
- ustalenie stopy zwrotu wolnej od ryzyka, co ma kluczowe znaczenie szacowania przepływów finansowych zakładów i wyceny aktywów i zobowiązań w długiej perspektywie czasowej;
- rating kredytowy instrumentów dłużnych.

To wszystko wywołuje obawy, że sektor ubezpieczeń, w kolejności po bankowym, stanie się miejscem akumulacji długu o niskiej jakości inwestycyjnej.

Literatura

1. Al-Darwish A., Hafeman M., Impavido G., Kemp M., O'Malley P. (2011), *Possible Unintended Consequences of Basel III and Solvency II*, IMF Working Paper (WP/11/187).
2. *Annexes to the EIOPA Report on QIS5*, 14 March 2011 (EIOPA-TFQIS5-11/001).
3. Bessis J. (2006), *Risk Management in Banking*, J. Wiley & Sons, Chichester.
4. Czerwińska T. (2009), *Polityka inwestycyjna instytucji ubezpieczeniowych – istota, uwarunkowania, instrumenty*, Wyd. Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
5. Czerwińska T. (2013), *Profil ryzyka portfela inwestycji zakładów ubezpieczeń w świetle nowych wymogów kapitałowych Solvency II*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe”, nr 3.
6. Dyrektywa 2002/83/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dn. 5 listopada 2002 roku dotycząca ubezpieczeń na życie.
7. Dyrektywa 92/49/EEC Rady z dn. 18 lipca 1992 roku w sprawie koordynacji ustaw, rozporządzeń i przepisów administracyjnych dotyczących ubezpieczeń bezpośrednich innych niż ubezpieczenia na życie, zmieniająca dyrektywy 73/239/EEC i 88/357/EEC.
8. Dyrektywa 92/69/EEC Rady z dn. 10 listopada 1992 roku w sprawie koordynacji ustaw, rozporządzeń i przepisów administracyjnych dotyczących bezpośrednich ubezpieczeń na życie oraz zmieniająca dyrektywy 79/267/EEC i 90/619/EEC.

9. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wyplacalność II) Dz.U. UE z 17/12/2009.
10. *EIOPA Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS5) for Solvency II*, 14 March 2011 (EIOPA-TFQIS5-11/001), <https://eiopa.europa.eu>.
11. *Guidance Paper on Investment Risk Management* (2004), International Association of Insurance Supervisors, Guidance Paper No. 9, October.
12. Jajuga K. (2002), *Inwestycje finansowe ubezpieczycieli*, w: *Ubezpieczenia – rynek i ryzyko*, Ronka-Chmielowiec W. (red.), PWE, Warszawa.
13. *Long-Term Guarantees Assessment*, Appendix 1: Methodology for the calibration of the adaptation (CCP) (as tested in the assessment), 14 June 2013 (EIOPA/13/297).
14. *QIS5 Technical Specifications, Annex to Call for Advice from CEIOPS on QIS5*, European Commission Internal Market and Services DG Financial Institutions Insurance and Pensions, Brussels, 5 July 2010.

Streszczenie

W publikacji przedstawiono wyniki badań dotyczących ryzyka kredytowego w działalności inwestycyjnej zakładów ubezpieczeń prowadzących działalność w krajach Unii Europejskiej w latach 2007–2011. Analizie poddano strukturę portfela inwestycji zakładów ze szczególnym uwzględnieniem ryzyka kredytowego, będącego pochodną struktury portfela lokat. Wskazano korzyści i zagrożenia związane z oceną ryzyka kredytowego portfela inwestycji zakładów ubezpieczeń na potrzeby szacowania wymogu kapitałowego SCR.

Słowa kluczowe

ryzyko kredytowe, portfel inwestycji, zarządzanie ryzykiem

Credit risk of insurance companies investment portfolio in the light of Solvency II requirements (Summary)

The results of the survey about the credit risks of insurance companies investment portfolio in EU were presented in the paper. The structure of the credit risk for insurance companies that is a result of the portfolio composition has been described. The paper has presented the portfolio allocation in years 2007–2011.

Keywords

credit risk, default, portfolio management