

Dagmara Wieczorek-Bartczak

# Zasada ostrożnego inwestora jako podstawa nowych regulacji działalności inwestycyjnej zakładów ubezpieczeń

---

Zakłady ubezpieczeń mają obowiązek wdrożenia tzw. zasady ostrożnego inwestora oraz niezbędnych procedur i procesów w tym obszarze. Obowiązek ten powstał z dniem 1 stycznia 2016 r., czyli wraz z implementowaniem dyrektywy Wypłacalność II do polskiego porządku prawnego. Wskazówki dotyczące tych zasad znajdują się przepisach ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, a także w treści rozporządzenia delegowanego (EU) 2015/35 i *Wytucznych* EIOPA. W niniejszym artykule zostaną przedstawione nowe regulacje prawne dotyczące zakładów ubezpieczeń w odniesieniu do działalności inwestycyjnej w związku z wejściem w życie reżimu Wypłacalność II wraz z elementami sprawozdawczymi dla tego obszaru.

**Słowa kluczowe:** polityka inwestycyjna, mierzenie ryzyka, profil ryzyka, limity tolerancji ryzyka, strategia działalności zakładu ubezpieczeń.

---

## 1. Dotychczasowe zasady prowadzenia działalności lokacyjnej przez zakłady ubezpieczeń

Zgodnie z regulacjami uchylonej ustawy o działalności ubezpieczeniowej<sup>1</sup>, inwestycje zakładów ubezpieczeń, szczególnie w odniesieniu do aktywów stanowiących pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, musiały się mieścić w ustalonych ustawowo limitach inwestycyjnych, zarówno ilościowych, jak i rodzajowych. Czyli tylko ustawowo wyliczone w art. 154 ust. 6 ustawy aktywa mogły stanowić pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych w sztywno określonych w art. 155 maksymalnych granicach zaangażowania. Naruszenie zasad prowadzenia polityki inwestycyjnej groziło sankcjami ze strony organu nadzoru. Ustawowe ograniczenia inwestycyjne stanowiły granice, w których poruszały się wszystkie zakłady ubezpieczeń. Wykonując działalność inwestycyjną zakłady ubezpieczeń musiały oczywiście pamiętać o podstawowej zasadzie wynikającej z art. 153 ustawy o działalności ubezpieczeniowej, zobowiązującej do lokowania środków w taki sposób, aby uwzględniając rodzaj i strukturę prowadzonych ubezpieczeń osiągnąć jak największy stopień bezpieczeństwa i rentowności przy jednoczesnym zachowaniu płynności środków. W sposób dość szczegółowy opisane były również wymogi dotyczące rodzajów aktywów, jakie mogą stanowić pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych,

---

<sup>1</sup> Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej (Dz. U. Nr 124, poz. 1151, z późn. zm.).

wraz z kwestiami obejmującymi ryzyko walutowe i koncentracji tych aktywów. Decydując się na kwalifikację danego aktywa jako aktywa pokrywającego rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe, zakład musiał mieć pewność, że aktywo to nie było obciążone zobowiązaniami innymi niż wynikające z umów ubezpieczenia<sup>2</sup>.

### 2. Trzy poziomy nowych regulacji unijnych dotyczących zasady ostrożnego inwestora

Ustawa o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej<sup>3</sup>, implementując dyrektywę Wyplacalność II<sup>4</sup>, wprowadziła nowe zasady dotyczące polityki inwestycyjnej zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji. **Z regulacji ustawowych usunięte zostały sztywne limity inwestycyjne, a w ich miejsce wprowadzono zasadę ostrożnego inwestora.** Regulacje dotyczące zasady ostrożnego inwestora znajdują się również w rozporządzeniu delegowanym<sup>5</sup>, czyli na poziomie drugim regulacji europejskich, a także na poziomie trzecim, czyli w *Wytycznych* EIOPA dotyczących systemu zarządzania, skierowanych do organów nadzoru. Zakłady ubezpieczeń powinny były wdrożyć zasadę ostrożnego inwestora oraz niezbędne procedury i procesy w tym obszarze z dniem 1 stycznia 2016 r., opierając się na zapisach ustawy, rozporządzenia delegowanego i *Wytycznych* EIOPA.

### 3. Podstawowe cechy zasady ostrożnego inwestora

Inwestowanie zgodnie z zasadą ostrożnego inwestora oznacza lokowanie środków zakładu jedynie w te aktywa i instrumenty finansowe, których ryzyko może właściwie określić, mierzyć, monitorować, właściwie nim zarządzać, kontrolować i sprawozdawać oraz właściwie uwzględnić przy własnej ocenie ryzyka i wypłacalności (dalej: „ORSA”)<sup>6</sup>. W istniejących przepisach nietrudno doszukać się relacji pomiędzy bezpieczeństwem, rentownością i płynnością, które to atrybuty muszą być spełnione szczególnie przy lokowaniu środków, stanowiących aktywa na pokrycie kapitałowego wymogu wypłacalności. Do znanych już cech dołącza jeszcze jedna związana z dostępnością aktywów, w kontekście ich umiejscowienia. Jednak nadrzędną zasadą ostrożnego inwestora jest to, aby zakłady ubezpieczeń lokowały swoje środki finansowe w aktywa i instrumenty finansowe, których ryzyko mogą: mierzyć, określić i monitorować oraz którym to ryzykiem mogą zarządzać, mogą je kontrolować i o nim raportować.

Ponadto ryzyko związane z lokowaniem w aktywa i instrumenty finansowe powinno być uwzględniane we własnej ocenie ryzyka i wypłacalności, przy ana-

<sup>2</sup> Art. 154 ust. 2–5 ustawy o działalności ubezpieczeniowej.

<sup>3</sup> Dz. U. z 2015 r. poz. 1844, z późn. zm.; dalej: „ustawa”.

<sup>4</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wyplacalność II), Dz. Urz. UE L 335 z 17.12.2009 r., s. 1.

<sup>5</sup> Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2015/35 z dnia 10 października 2014 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wyplacalność II), Dz. Urz. UE L 12 z 17.01.2015 r., s. 1; dalej: „rozporządzenie delegowane”.

<sup>6</sup> Art. 276 ust. 2 ustawy.

lizie ogólnych potrzeb w zakresie wypłacalności, **przy uwzględnieniu specyficznego profilu ryzyka, zatwierdzonych limitów tolerancji ryzyka oraz strategii działalności zakładu.**

Powyższe oznacza, że działalność lokacyjna staje się takim obszarem działalności zakładu ubezpieczeń, który także powinien być analizowany pod kątem ryzyka z niego wynikającego, co w konsekwencji oznacza, że istnieje konieczność stosowania w tym obszarze zasad zarządzania ryzykiem zgodnie z cyklem: identyfikacja, pomiar, monitorowanie, zarządzanie, raportowanie. Nadrzędna zasada ostrożnego inwestora oznacza m.in., że jeżeli podmiot nadzorowany nie jest w stanie zidentyfikować ryzyka związanego z daną inwestycją albo nie jest w stanie zmierzyć tego ryzyka lub go monitorować – nie powinien dokonywać takiej inwestycji.

W ustawie o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej określono także dla zakładów ubezpieczeń, lokujących aktywa **sześć głównych zasad**, których muszą przestrzegać:<sup>7</sup>

- 1) aktywa stanowiące pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych dla celów wypłacalności muszą uwzględniać rodzaj działalności wykonywanej przez zakład, w szczególności charakter i czas trwania zobowiązań z tytułu zawartych umów ubezpieczenia lub umów reasekuracji;
- 2) aktywa stanowiące pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych dla celów wypłacalności są lokowane w sposób zgodny z interesami ubezpieczających, ubezpieczonych i uprawnionych z umów ubezpieczenia, z uwzględnieniem ujawnionych celów prowadzonej polityki lokacyjnej;
- 3) aktywa są zróżnicowane i odpowiednio rozproszone, tak aby umożliwiały właściwe reagowanie na zmiany w otoczeniu gospodarczym, w szczególności na rozwój sytuacji na rynkach finansowych i rynkach nieruchomości lub wystąpienie zdarzeń katastroficznych;
- 4) lokaty w aktywa, które nie są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, zakład utrzymuje na ostrożnym poziomie;
- 5) zakład może lokować aktywa w instrumenty pochodne, pod warunkiem że przyczyniają się one do zmniejszenia ryzyka lub ułatwiają efektywne zarządzanie portfelem;
- 6) zakład różnicuje aktywa w taki sposób, aby uniknąć nadmiernego uzależnienia od jednego, określonego składnika aktywów, emitenta lub grupy emitentów powiązanych ze sobą lub określonego obszaru geograficznego oraz nadmiernej akumulacji ryzyka w całym portfelu, a lokaty w aktywach wyemitowanych przez tego samego emitenta lub grupę emitentów powiązanych ze sobą nie mogą narażać zakładu ubezpieczeń lub zakładu reasekuracji na nadmierną koncentrację ryzyka.

Wymienione zasady w sposób oczywisty muszą być podstawową częścią odpowiedniej dokumentacji wewnętrznej tworzonej przez zakład ubezpieczeń, w tym przede wszystkim **strategii lub zasad polityki lokacyjnej zakładu.** Zasady te powinny być odpowiednio doprecyzowane w dokumentach niższego

<sup>7</sup> Art. 276 ust. 4 ustawy.

rządu, w sposób gwarantujący **efektywność procesu inwestycji**, we wszystkich aspektach, czyli odpowiedniej struktury organizacyjnej, odpowiedniej kadry, właściwego przepływu informacji, podejmowanych decyzji przez odpowiednie komitety czy stanowiska oraz zaimplementowanych mechanizmów kontrolnych. Sposób organizacji dokumentacji pozostawiony jest do dyspozycji zakładów, czyli mogą one stanowić zwarty zbiór bądź osobne dokumenty poświęcone konkretnemu zagadnieniu powiązane ze sobą poprzez dokument wyższego rzędu<sup>8</sup>.

Należy przy tym pamiętać, że przyjęte przez zakład regulacje wewnętrzne poddawane powinny być **weryfikacji przez właściwe osoby wykonujące funkcje zgodności z przepisami prawa (funkcja compliance) oraz funkcję audytu wewnętrznego**, co oznacza praktycznie konieczność stworzenia kolejnego dokumentu – polityki wewnętrznej, pomocnej w weryfikacji zgodności działalności zakładu z przyjętą zasadą ostrożnego inwestora, na potrzeby wykonywania przez wymienione funkcje swoich zadań. Pamiętać również należy o **przeglądach funkcjonowania zasad ostrożnego inwestora**, jako części przeglądu funkcjonowania systemu zarządzania, oraz o dokumentach określających sposób jego funkcjonowania, w tym w szczególności o przyjętych przez zarząd zasadach.

W przypadku **występowania konfliktu interesów** zakład ubezpieczeń musi zapewnić, że prowadzi politykę lokacyjną ze szczególnym uwzględnieniem interesu ubezpieczających, ubezpieczonych i uprawnionych z umów ubezpieczenia, w stosunku do aktywów stanowiących pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych dla celów wypłacalności.

W odniesieniu do zarządzania aktywami ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych pozostała, wymagana również w poprzednim reżimie, konieczność zatrudnienia doradcy inwestycyjnego lub podmiotu uprawnionego do zarządzania aktywami na zlecenie.

Regulacje dotyczące zasady ostrożnego inwestora znajdują się również w rozporządzeniu delegowanym, czyli na poziomie 2 regulacji europejskich. Wymogi rozporządzenia delegowanego, odnoszące się do zasady ostrożnego inwestora, można podzielić na ogólne, dotyczące generalnych postanowień związanych z systemem zarządzania oraz dedykowane zarządzaniu aktywami i poszczególnymi obszarami ryzyka związanymi z zasadą ostrożnego inwestora, a także osobny rozdział dotyczący inwestycji w sekurytyzację<sup>9</sup>.

Ogólne zasady zawierają regulacje, które odnoszą się do wiedzy i umiejętności zatrudnianych pracowników, zapewnienia ciągłości działania, a także stosowania skutecznych procesów i procedur zapobiegających konfliktom interesów oraz wprowadzenia monitoringu i regularnej oceny adekwatności i skuteczności systemu zarządzania zakładem ubezpieczeń w tym obszarze. Rozporządzenie zwraca także uwagę na **konieczność oparcia założeń przyjmowanych do wyceny aktywów oraz zasad inwestowania na kompetencji osób**

---

<sup>8</sup> Hierarchia dokumentów: strategia, zasady, procedury, wytyczne.

<sup>9</sup> Rozporządzenie delegowane – Rozdział VIII. Inwestycje w pozycje sekurytyzacyjne.

posiadających odpowiednią wiedzę, doświadczenie i zrozumienie ryzyk charakterystycznych dla działalności ubezpieczeniowej<sup>10</sup>.

Analizując podejście i dotychczasowe działania organu nadzoru wobec kwestii wyceny aktywów zakładów ubezpieczeń można wywnioskować, że brak jest opisu metod wyceny w zasadach (polityce) rachunkowości, które faktycznie pozwalają stronie trzeciej wycenić dany instrument oraz brak jest narzędzi weryfikacji otrzymywanych z zewnątrz wycen, w tym niewłaściwe kryteria. Powoduje to konieczność wyjaśniania różnic pomiędzy własną a zewnętrzną wyceną, co pierwotnie stanowiło podstawę do stwierdzenia naruszenia prawa przez zakład ubezpieczeń, a także podwyższonego w tym obszarze ryzyka, a z kolei skutkowało wydawaniem przez organ nadzoru określonych zaleceń. Konstruując narzędzie służące do wyceny aktywów warto zwrócić uwagę na kwestie związane m.in. z utrzymywaniem narzędzia, jego walidacją oraz ryzykiem modelu.

Wytyczne EIOPA, dotyczące systemu zarządzania, poświęcają zasadzie ostrożnego inwestora wytyczne od numeru 24 do 35, w tym całą odrębną sekcję 5. **Wytyczne te opisują, jakie elementy, konieczne z punktu widzenia nadzorca, powinny znaleźć się w zasadach zarządzania aktywami i pasywami, ryzykiem inwestycyjnym oraz ryzykiem płynności, które stanowią szkielet prowadzonej działalności lokacyjnej.** Ponadto obejmują regulami funkcjonowanie ostrożnego inwestora w systemie zarządzania, w tym zarządzania ryzykiem, wychodząc od ogólnych treści dotyczących samego zarządzania, poprzez kwestie bezpieczeństwa, jakości, płynności, rentowności, konfliktu interesów, a kończąc na wytycznych dotyczących poszczególnych kategorii aktywów.

Odrębnie uregulowane zostały kwestie odnoszące się do umów ubezpieczenia na życie, w których ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający, w tym umów ubezpieczenia na życie z UFK oraz w których świadczenie zakładu ubezpieczeń jest ustalane w oparciu o określone indeksy, a także jeżeli jednostki uczestnictwa lub inne aktywa stanowiące pokrycie rezerwy techniczno-ubebezpieczeniowej dla celów wypłacalności są częścią umowy, w której zakład zobowiązuje się do wypłaty świadczenia gwarantowanego. W pierwszym przypadku nie ma zastosowania ograniczenie dotyczące konieczności różnicowania i rozpraszania aktywów, konieczności utrzymywania ostrożnego poziomu aktywów niedopuszczonych do obrotu, ograniczenia lokowania w instrumenty pochodne oraz mitygowania ryzyka nadmiernej koncentracji. W przypadku istnienia gwarancji wypłaty wszystkie te ograniczenia mają zastosowanie, ponadto nie ma ulg w traktowaniu inwestycji w papiery wartościowe emitowane, gwarantowane lub poręczone przez Skarb Państwa<sup>11</sup>.

Z kolei, zgodnie z zapisami *Wytycznych* EIOPA, **zasady zarządzania ryzykiem** powinny uwzględniać przynajmniej następujące elementy związane z:

<sup>10</sup> Art. 2 rozporządzenia delegowanego.

<sup>11</sup> Ustawa przyznaje określone ulgi w lokowaniu w papiery wartościowe emitowane, gwarantowane lub poręczone przez Skarb Państwa lub podmioty wobec zobowiązań lub działalności, których zobowiązania Skarbu Państwa, udzielone na podstawie odrębnych przepisów, spełniają

- 1) zarządzaniem aktywami i pasywami<sup>12</sup>:
  - a) opis procedury służącej identyfikacji i ocenie różnych rodzajów niedopasowania pomiędzy aktywami a pasywami, przynajmniej w zakresie terminów i walut;
  - b) opis technik ograniczania ryzyka, z których należy korzystać, oraz wskazanie potencjalnego wpływu odpowiednich technik ograniczania ryzyka na zarządzanie aktywami i pasywami;
  - c) opis sytuacji, w których dopuszcza się możliwość celowego niedopasowania aktywów i pasywów;
  - d) opis metody stosowanej przy przeprowadzaniu testów warunków skrajnych i testów scenariuszy oraz określenie częstotliwości przeprowadzania tego rodzaju testów;
- 2) zarządzaniem ryzykiem inwestycyjnym<sup>13</sup>:
  - a) poziom bezpieczeństwa, jakości, płynności, rentowności i dostępności, jaki zakład chce uzyskać w odniesieniu do całego portfela aktywów, oraz sposób, w jaki zamierza to osiągnąć;
  - b) jego limity ilościowe dotyczące aktywów i ekspozycji, w tym ekspozycji pozabilansowych, które są ustanowione, aby ułatwić zakładowi osiągnięcie pożądanego poziomu bezpieczeństwa, jakości, płynności, rentowności i dostępności portfela;
  - c) poziom dostępności, jaki zakład chce uzyskać w odniesieniu do całego portfela aktywów, oraz sposób, w jaki zamierza to osiągnąć;
  - d) kwestie związane z otoczeniem rynku finansowego;
  - e) warunki, na których zakład może zastawiać lub pożyczać aktywa;
  - f) związek między ryzykiem rynkowym i innymi rodzajami ryzyka w niekorzystnych scenariuszach;
  - g) procedurę umożliwiającą przeprowadzenie odpowiedniej wyceny aktywów inwestycyjnych oraz ich weryfikację;
  - h) procedury służące monitorowaniu realizacji inwestycji i przeprowadzaniu ich przeglądu w razie konieczności;
  - i) opis procedury wyboru aktywów, której zastosowanie leżałoby w najlepszym interesie ubezpieczających, ubezpieczonych, uposażonych lub uprawnionych z umów ubezpieczenia;
- 3) zarządzaniem ryzykiem płynności<sup>14</sup>:
  - a) procedurę służącą określeniu poziomu niedopasowania pomiędzy wpływami środków pieniężnych a wypływami środków pieniężnych, zarówno jeśli chodzi o aktywa, jak i pasywa, uwzględniając oczekiwane przepływy pieniężne z ubezpieczeń bezpośrednich i reasekuracji, takie jak odszkodowania, rezygnacje lub wykupy;

---

wymogi kredytowe w rozumieniu art. 213–215 rozporządzenia 575/2013<sup>1</sup>, nie ma bowiem konieczności różnicowania aktywów ze względu na nadmierną koncentrację ryzyka.

<sup>12</sup> Wytyczne EIOPA dotyczące systemu zarządzania – wytyczna 24.

<sup>13</sup> Wytyczne EIOPA dotyczące systemu zarządzania – wytyczna 25.

<sup>14</sup> Wytyczne EIOPA dotyczące systemu zarządzania – wytyczna 26.

- b) określenie całkowitego zapotrzebowania płynnościowego w perspektywie krótko- i średnioterminowej, w tym ustalenie odpowiedniego zabezpieczenia przed utratą płynności na wypadek wystąpienia braku płynności;
- c) określenie poziomu i metody monitorowania aktywów płynnych, w tym sposobu ilościowego określania potencjalnych kosztów lub strat finansowych powstałych w konsekwencji wymuszonego upłynnienia;
- d) identyfikację kosztów alternatywnych narzędzi finansowania;
- e) określenie wpływu oczekiwanych nowych rodzajów działalności na sytuację w zakresie płynności.

Zasady dotyczące ostrożnego inwestora powinny zawierać również zagadnienia dotyczące identyfikowania potencjalnych konfliktów interesów, niezależnie od tego, czy dotyczą one zakładu ubezpieczeń, czy podmiotu zarządzającego aktywami, oraz sposobów ich rozwiązywania. Zakłady powinny również dokumentować działania podejmowane w celu rozwiązania zidentyfikowanych konfliktów interesu.

#### **4. Umiejscowienie zasady ostrożnego inwestora w systemie zarządzania oraz systemie zarządzania ryzykiem zakładu ubezpieczeń**

Zasada ostrożnego inwestora stanowi integralny element systemu zarządzania zakładem ubezpieczeń, w tym systemu zarządzania ryzykiem. Ustanowienie tej zasady wymaga podejmowania szeregu działań dotyczących m.in. systemu zarządzania działalnością lokacyjną zakładu, zasad zarządzania aktywami i pasywami, zasad zarządzania ryzykiem lokaty (inwestycyjnym), zasad zarządzania ryzykiem płynności czy ryzykiem koncentracji, stworzenia zbioru wskaźników kluczowych ryzyk, monitorowania i kontrolowania poczynionych inwestycji.

Wskazówki dla zakładów ubezpieczeń odnoszące się do systemu zarządzania ryzykiem inwestycyjnym znajdują się w *Wytocznych* EIOPA w sekcji 5. W celu wypełnienia wymogów dotyczących systemu zarządzania zakład ubezpieczeń musi dysponować fachową kadram, odpowiednią strukturą organizacyjną, z wbudowanymi mechanizmami kontrolnymi, także w celu weryfikowania działań w zakresie inwestycji zleczanych na zewnątrz. System ten oczywiście powinien odpowiadać na potrzeby biznesowe i być odpowiedni do posiadanej przez zakład struktury zobowiązań wobec ubezpieczonych. Z założenia, w przypadku poszczególnych inwestycji, powinno się brać pod uwagę ich charakterystykę. System zarządzania musi być tak skonstruowany, aby zapewniał mitygowanie ryzyka prawnego oraz reputację, w szczególności wobec inwestycji związanych z ubezpieczeniami z UFK lub strukturyzowanymi.

Elementem systemu zarządzania, zgodnie z zapisami ustawy, jest także skuteczny system przekazywania informacji. Tak jest również w zakresie zasady ostrożnego inwestora, który powinien ustanowić zakres informacji zarządczej w odniesieniu do wypełnianych zadań i obowiązków. *Wytoczne* EIOPA uwypuklają kwestie informacji zarządczej w przypadku pojawienia się znaczącego ryzyka lub zmiany profilu ryzyka inwestycji, albo działalności inwesty-

cyjnej, także w odniesieniu do konieczności wprowadzania procedur nakładających na funkcje zarządzania ryzykiem obowiązku powiadomienia zarządu w tym zakresie<sup>15</sup>.

### **5. Dokumentacja wewnętrzna**

Kolejnym szczeblem dokumentacyjnym, obejmującym dany obszar działalności zakładu ubezpieczeń, są procedury wewnętrzne, które uszczegóławiają dany proces. Mając na uwadze przepisy należy pamiętać zarówno o celu tworzenia dokumentacji obejmującej obszar inwestycji, jak i konieczności bieżącego monitorowania jej skuteczności oraz co najmniej z roczną częstotliwością dokonania jej przeglądu. Wśród wskazówek nadzorczych znajdują się odniesienia do **konieczności stworzenia przez zakład procedur dotyczących inwestycji związanych z aktywami, niedopuszczonymi do obrotu na regulowanym rynku bądź aktywami, które ze względu na swoją konstrukcję trudno jest wycenić oraz inwestycji w instrumenty pochodne**<sup>16</sup>. Zasada ostrożnego inwestora to także konieczność weryfikowania informacji dostarczanych przez strony trzecie, tj. instytucje finansowe, podmioty zarządzające aktywami oraz agencje ratingowe, a także opracowywania własnego zestawu kluczowych wskaźników ryzyka koniecznych do oceny ryzyka inwestycyjnego i obranych strategii biznesowych<sup>17</sup>.

W zarządzaniu ryzykiem inwestycyjnym niebagatelną wagę przykłada się również do **oceny niestandardowych decyzji inwestycyjnych**, stąd – zgodnie z wytyczną 28<sup>18</sup> – przed zrealizowaniem jakiegokolwiek inwestycji lub podjęciem jakiegokolwiek działalności inwestycyjnej o niestandardowym charakterze istnieje konieczność przeprowadzenia przez zakład ubezpieczeń oceny co najmniej:

- a) zdolności zakładu do zrealizowania inwestycji lub podjęcia działalności inwestycyjnej i zarządzania tą inwestycją lub działalnością;
- b) ryzyka związanego szczególnie z daną inwestycją lub działalnością inwestycyjną oraz wpływ tej inwestycji lub działalności inwestycyjnej na profil ryzyka zakładu;
- c) spójnością inwestycji lub działalności inwestycyjnej z interesem ubezpieczającego, ubezpieczonego, uposażonego lub uprawnionego z tytułu ubezpieczenia, ograniczeniami zobowiązań ustanowionymi przez zakład oraz efektywnym zarządzaniem portfelem;
- d) wpływu inwestycji lub działalności inwestycyjnej na jakość, bezpieczeństwo, płynność, rentowność i dostępność całego portfela.

EIOPA dała również wskazówki w zakresie oceny bezpieczeństwa, jakości, płynności i rentowności portfeli inwestycyjnych<sup>19</sup>. Zgodność z wymogami powoduje konieczność dokonywania regularnego przeglądu bezpieczeństwa, jakości,

---

<sup>15</sup> Wytyczne EIOPA dotyczące systemu zarządzania – wytyczna 28.

<sup>16</sup> Wytyczne EIOPA dotyczące systemu zarządzania – wytyczne 23–34.

<sup>17</sup> Wytyczne EIOPA dotyczące systemu zarządzania – wytyczna 27.

<sup>18</sup> Wytyczne EIOPA dotyczące systemu zarządzania – wytyczna 28.

<sup>19</sup> Wytyczne EIOPA dotyczące systemu zarządzania – wytyczna 29.

płynności i rentowności całych portfeli inwestycyjnych oraz monitorowania elementów, uwzględniając co najmniej:

- a) ograniczenia odpowiedzialności, w tym gwarancje ubezpieczających, a także każdą ujawnioną politykę w sprawie przyszłych świadczeń uznaniowych oraz, w stosownym przypadku, racjonalne oczekiwania ubezpieczających;
- b) poziom i charakter ryzyka, które zakład jest w stanie zaakceptować;
- c) poziom dywersyfikacji całego portfela;
- d) cechy aktywów, w tym: jakość kredytową kontrahentów, płynność, wymierność, trwałość, występowanie i jakość zabezpieczenia albo innych aktywów stanowiących zabezpieczenie aktywów, dźwignię finansową lub obciążenia, transze;
- e) wydarzenia, które mogłyby potencjalnie zmienić cechy inwestycji, w tym wszelkie gwarancje, lub wpłynąć na wartość aktywów;
- f) kwestie dotyczące lokalizacji i dostępności aktywów, w tym: brak możliwości przenoszenia aktywów, kwestie prawne w innych krajach, środki walutowe, ryzyko powiernicze, nadzabezpieczenie i pożyczki.

Ta wyczerpująca lista została również uzupełniona o wymagania, kierowane za pośrednictwem właściwych organów nadzoru wobec rentowności dokonywanych inwestycji, które zmuszą do wyznaczania celów związanych ze zwrotem na aktywach, z uwzględnieniem potrzeby uzyskania trwałego zysku z portfela aktywów, który ma spełniać racjonalne oczekiwania ubezpieczających<sup>20</sup>.

Mając na uwadze szczególne podejście do umów ubezpieczenia z elementem inwestycyjnym na ryzyko klienta, po raz kolejny podkreślenia wymaga **fakt konieczności uwzględnienia „najlepszego”** interesu ubezpieczających, ubezpieczonych, uposażonych lub uprawnionych z umów ubezpieczenia w zakresie wyboru inwestycji związanych z tymi umowami, z uwzględnieniem wszystkich ujawnień w zakresie celów prowadzonej polityki inwestycyjnej<sup>21</sup>. Do zasad dotyczących prowadzenia polityki inwestycyjnej w tym zakresie dopisać trzeba również **zarządzanie ograniczeniami związanymi z zawartymi umowami ubezpieczenia, w szczególności dotyczącymi płynności aktywów.**

W swoich *Wytycznych* EIOPA wprost wskazuje także na konieczność traktowania aktywów dopuszczonych do obrotu, ale niebędących przedmiotem obrotu lub będących przedmiotem nieregularnego obrotu, w podobny sposób, jak aktywa niedopuszczone do obrotu na regulowanym rynku finansowym<sup>22</sup>.

W sposób szczególny zostały również potraktowane instrumenty pochodne, jak i sekurytyzowane instrumenty finansowe<sup>23</sup>. Dla zakładu ubezpieczeń oznacza to, że **nie mogą one dokonywać inwestycji w te aktywa, jeżeli nie są w stanie wykazać się rozumieniem konstrukcji danego aktywa, sposo-**

<sup>20</sup> *Wytyczne* EIOPA dotyczące systemu zarządzania – wytyczna 30.

<sup>21</sup> *Wytyczne* EIOPA dotyczące systemu zarządzania – wytyczna 32.

<sup>22</sup> *Wytyczne* EIOPA dotyczące systemu zarządzania – wytyczna 33,

<sup>23</sup> *Wytyczne* EIOPA dotyczące systemu zarządzania – wytyczne 34–35.

bu jego wyceny, a także zgodności profilu inwestycyjnego z ogólnymi zasadami w zakresie lokat oraz przyjętej strategii inwestycyjnej zakładu.

### **6. Ujawnienia dotyczące inwestycji zakładów ubezpieczeń w sprawozdaniach finansowych przez nie sporządzanych**

Źródła informacji dotyczące inwestycji zakładów ubezpieczeń znajdują się w sprawozdaniach otrzymywanych przez organ nadzoru, jak i ujawnianych dla inwestorów. Istotnym źródłem informacji jest także raport ORSA. Ponadto organ nadzoru będzie miał możliwość otrzymywania *ad hoc* informacji m.in. dotyczących ryzyk z zakresu prowadzonych inwestycji, dokumentacji ALM, listy transakcyjnej, niezależnych metod wyceny.

Regularna sprawozdawczość, zarówno na potrzeby organu nadzoru, jak i opinii publicznej zawierająca informacje dotyczące inwestycji, to sprawozdania o wypłacalności i kondycji finansowej zakładu ubezpieczeń (dalej: „SFCR”)<sup>24</sup>, dane i informacje zgodnie z art. 304 rozporządzenia delegowanego<sup>25</sup>, w tym regularne sprawozdanie dla organów nadzoru (dalej: „RSR”), sprawozdanie dotyczące własnej oceny ryzyka i wypłacalności dla organów nadzoru (dalej: „ORSA”), roczne i kwartalne formularze sprawozdawcze zawierające dane ilościowe, służące do uszczegółowienia i uzupełnienia informacji przedstawionych w sprawozdaniu na temat wypłacalności i kondycji finansowej oraz w regularnym sprawozdaniu dla organów nadzoru (dalej: „QRT”).

W odniesieniu do sprawozdania SFCR i RSR dane pozwalające ocenić działania ostrożnego inwestora znajdziemy w sekcjach A.3. Wyniki z działalności lokacyjnej, B. System zarządzania, C. Profil ryzyka (ryzyko rynkowe i płynności), D. Wycena do celów wypłacalności. W raportach QRT treści te znajdziemy w formularzach od S.06.01 do S.11.01 (bezpośrednio związane z aktywami) oraz w przypadku konieczności oceny ALM w formularzach od S.12.01 do S.21.03.

Informacje dotyczące działalności inwestycyjnej znajdują się również w dodatkowych sprawozdaniach finansowych, przedstawianych organowi nadzoru, sporządzanych na podstawie prawa Rzeczypospolitej, które nie podlega harmonizacji w Unii Europejskiej<sup>26</sup> (dalej: „część A”<sup>27</sup>) oraz przekazywanych do Narodowego Banku Polskiego, sporządzanych w celu realizacji zadań związanych z uczestnictwem NBP w Europejskim Systemie Banków Centralnych<sup>28</sup> (dalej: „część B”<sup>29</sup>). Zakres informacji, częstotliwość, forma i sposób sporządzania tych sprawozdań określone zostały rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia

<sup>24</sup> Art. 284 ust. 1 ustawy.

<sup>25</sup> Art. 335 ust. 3 ustawy.

<sup>26</sup> Art. 336 ust.1 pkt 1.

<sup>27</sup> Notacja z rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 29 kwietnia 2016 r. w sprawie dodatkowych sprawozdań finansowych i statystycznych zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji właściwego do spraw instytucji finansowych – przy czym na potrzeby niniejszego artykułu z części wyłączona jest sprawozdawczość niezbędna do celów statystyki publicznej (Dz. U. z 2016 r. poz. 634, z późn. zm.)

<sup>28</sup> Art. 336 ust. 1 pkt 3 ustawy.

<sup>29</sup> Notacja z rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 29 kwietnia 2016 r.

29 kwietnia 2016 r. w sprawie dodatkowych sprawozdań finansowych i statystycznych zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji właściwego do spraw instytucji finansowych.

W zakresie niezbędnym do prowadzenia nadzoru zakłady ubezpieczeń zobowiązane są do dostarczenia na żądanie Komisji Nadzoru Finansowego m.in.:

- strategii biznesowej, inwestycyjnej czy też zarządzania ryzykiem;
- raportów dotyczących dokonanych inwestycji, wraz z uzasadnieniem podjętych decyzji inwestycyjnych;
- listy transakcyjnej;
- dokumentacji w zakresie podjętych decyzji inwestycyjnych, włączając przeprowadzone analizy oraz rekomendacje inwestycyjne wewnętrzne i zewnętrzne oraz wnioski z oceny przeprowadzonej na podstawie m.in. wymienionych elementów oraz dokumentację spotkań z emitentami i innymi podmiotami, jeżeli służyły one podejmowaniu decyzji inwestycyjnych;
- niezależnej wyceny zakupionych aktywów;
- dokumentacji dotyczącej ALM.

W części A dodatkowego rocznego sprawozdania finansowego i statystycznego zakład ubezpieczeń wypełnia znane mu z poprzedniego reżimu typowe formularze dedykowane w części lub w całości dokonany inwestycjom, wpisując wartości zgodnie z zasadami wyceny obowiązującymi w standardach sprawozdawczości finansowej obowiązujących w Polsce.

W części B dodatkowego sprawozdania finansowego i statystycznego informacja o aktywach zakładu ubezpieczeń znajdować się będzie w następujących formularzach:

- reklasyfikacje – aktywa;
- szczegółowy wykaz aktywów.

Zgodnie z przepisami, dane z części B zawarte w wymienionych formularzach powinny być wycenione zgodnie z zasadami wyceny określonymi w dyrektywie Wyplacalność II, rozporządzeniu delegowanym oraz standardach technicznych i wytycznych wydanych przez Komisję Europejską.

Układ pozycji wymienionych formularzy z części B odpowiada częściowo układowi formularza S.02.01.02 (Bilans), o którym mowa w załączniku I do rozporządzenia wykonawczego Komisji (UE) 2015/2450<sup>30</sup>.

## 7. Podsumowanie

Analizując ustanowione przepisy prawa oraz wytyczne organów nadzoru należy stwierdzić, że zasada ostrożnego inwestora opiera się na następujących wymaganiach dotyczących prowadzenia działalności lokacyjnej: bezpieczeństwo, jakość, rentowność, płynność, unikanie konfliktu interesów i działanie zgodnie z interesem ubezpieczonych, umiejscowienie i dostępność środków, dywersyfi-

<sup>30</sup> Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2015/2450 z dnia 2 grudnia 2015 r. ustanawiające wykonawcze standardy techniczne w odniesieniu do wzorów formularzy na potrzeby przekazywania informacji organom nadzoru zgodnie z dyrektywą Wyplacalność II.

kacja zgodności z AML oraz szczególne zasady dotyczące inwestycji w instrumenty pochodne i niedopuszczonych do obrotu publicznego.

Wszystkie te wymagania muszą być zastosowane do aktywów stanowiących pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, z wyjątkiem rezerw z tytułu ubezpieczeń UFK i strukturyzowanych, dla których wymagania w zakresie inwestycji w instrumenty pochodne, niedopuszczone do obrotu i odpowiedniej dywersyfikacji nie znajdują zastosowania, oczywiście poza gwarantowaną przez zakład ubezpieczeń częścią. W przypadku aktywów pochodzących od udziałowców obowiązują wszystkie ww. zasady oprócz tych nieodłącznie związanych z zobowiązaniami zakładu wobec osób ubezpieczonych, ubezpieczających i uprawnionych z umów ubezpieczenia.

Brak wdrożenia w zakładzie ubezpieczeń zasad ostrożnego inwestora oznacza, nie zapominając oczywiście o zasadzie proporcjonalności, słabość w funkcjonowaniu systemu zarządzania, w tym systemu zarządzania ryzykiem. Rodzić to może wielorakie konsekwencje dla podmiotu nadzorowanego, w tym natury regulacyjnej, w szczególności narażenie się na postępowania ze strony organu nadzoru, które mogą przyjmować formy od najbardziej łagodnej, jaką jest wydanie zaleceń do bardziej restrykcyjnej, jaką jest nałożenie kary pieniężnej na zakład lub członka zarządu, albo zawieszenie do czasu odwołania członka zarządu odpowiedzialnego za ten obszar działalności.

Mając na uwadze znaczenie działalności lokacyjnej oraz ryzyka, na jakie narażone są zakłady ubezpieczeń w odniesieniu do sytuacji na rynku finansowym oraz w sferze kontaktów z klientem, prawidłowy sposób implementacji zasady ostrożnego inwestora może stać się mechanizmem obronnym przed zarzutami dotyczącymi słabości procesu inwestycyjnego w danym zakładzie.

**Dagmara Wieczorek-Bartczak**

*Dyrektor European Actuarial Services EY Business Advisory*

### **Prudent Investor Rule as the Basis for New Regulations of Investment Activities of Insurance Undertakings**

Insurance companies are obliged to implement the so-called prudent investor rule and necessary procedures and processes in this area. This obligation was established on 1 January 2016, with the implementation of the Solvency II Directive into Polish law. The guidance on these rules are covered by the provisions of the Act on Insurance and Reinsurance Activity, as well as the content of the EIOPA Delegated Regulation and Guidelines. In this article the new regulations imposed on insurance companies will be presented in terms of investment activity in connection with the entry into force of the Solvency II regime with relevant reporting elements.

**Keywords:** investment policy, risk measurement, risk profile, risk tolerance limits, the strategy of insurance undertaking's business.