

# Problemy i poglądy

---

DOI: 10.26354/bb.1.4.97.2024

Krzysztof Budzich\*

## Znaczenie sektora ubezpieczeniowego dla stabilnego funkcjonowania systemu finansowego i gospodarki realnej

### Streszczenie

Stabilność systemu finansowego (stabilność finansowa) ma kluczowe znaczenie dla prawidłowego funkcjonowania współczesnych gospodarek. Wśród wielu instytucji, które mają wpływ na tę stabilność, są ubezpieczyciele. Tradycyjnie pełnią oni w gospodarkach funkcję stabilizatora, ponieważ ich podstawową rolą jest dywersyfikacja ryzyka. Ponadto literatura wskazuje na liczne inne funkcje ubezpieczeń i zakładów ubezpieczeń w gospodarce. Mogą oni jednak przyczyniać się także do generowania ryzyka systemowego, szczególnie gdy angażują się w działalność pozaubezpieczeniową. Celem artykułu jest zatem określenie roli ubezpieczeń oraz zakładów ubezpieczeń dla prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego i gospodarki realnej. W tym celu dokonano przeglądu wyników badań empirycznych publikowanych w literaturze naukowej. Dokonano także analizy wytycznych i rekomendacji globalnych, europejskich i krajowych instytucji nadzorczych i instytucji zajmujących się zarządzaniem kryzysowym, dotyczących zwiększenia bezpieczeństwa na rynku ubezpieczeniowym. Analiza prowadzi do konkluzji, że wpływ ubezpieczycieli na ryzyko systemowe zwiększa się, przede wszystkim ze względu na ich rosnącą rolę oraz wzajemne powiązania, zarówno między sobą, jak i z innymi podmiotami rynku finansowego. Przeważająca część

---

\* Krzysztof Budzich – Członek Zarządu Bankowego Funduszu Gwarancyjnego. Artykuł wyraża prywatne myśli i poglądy Autora i nie powinien być utożsamiany ze stanowiskiem instytucji, z którymi Autor jest związany zawodowo.

literatury przedmiotu wskazuje, że potencjalnym źródłem ryzyka systemowego ze strony ubezpieczycieli jest ich działalność pozaubezpieczeniowa (inwestycje, transakcje związane z papierami wartościowymi i instrumentami pochodnymi). Negatywne konsekwencje upadłości ubezpieczycieli wymagają jednak dysponowania odpowiednimi mechanizmami zarządzania taką sytuacją.

**Słowa kluczowe:** ubezpieczenia, ryzyko systemowe, zarządzanie kryzysowe, resolution

**Kody JEL:** G01, G22, G32

### Importance of the insurance sector for the stable functioning of the financial system and the real economy

#### Abstract

The stability of the financial system (financial stability) is crucial to the proper functioning of modern economies. Among many institutions that influence this stability are insurers. Traditionally, they have had a stabilising function in economies, as their primary role is risk diversification. In addition, the literature points to numerous other functions of insurance and insurance companies in the economy. However, they can also contribute to generating systemic risk, particularly when they engage in non-insurance activities. The aim of this article is therefore to identify the role of insurance and insurance companies in the functioning of the financial system and the real economy in the context of creating financial stability. To this end, the results of empirical studies published in the academic literature were reviewed. An analysis of the guidelines and recommendations of global, European and national supervisory and crisis management institutions on enhancing safety in the insurance market was also carried out. The analysis leads to the conclusion that the impact of insurers on systemic risk is increasing, primarily due to their growing role and interconnectedness, both with each other and with other financial market participants. The preponderance of the literature indicates that a potential source of systemic risk from insurers are their non-insurance activities (investments, securities and derivatives transactions). However, the negative consequences of insurer insolvency require appropriate mechanisms to manage such a situation.

**Keywords:** insurance, systemic risk, crisis management, resolution

**JEL Codes:** G01, G22, G32

#### Wstęp

Podstawową rolą zakładów ubezpieczeń jest ochrona ubezpieczeniowa, tj. finansowanie skutków niechcianych zdarzeń, poprzez przejmowanie ryzyka od podmiotów i rozpraszanie go w zamian za określoną składkę ubezpieczeniową. Innymi słowy, ubezpieczyciele zamieniają nieznany koszt przyszłego zdarzenia ubezpieczeniowego o określonym prawdopodobieństwie na pewny koszt teraźniejszy w postaci składki ubezpieczeniowej (Mayerson 1960, s. 85–103). Poza opisaną funkcją ochronną zakłady ubezpieczeń pełnią też funkcję lokacyjną, inwestując

środki w różnego rodzaju instrumenty, przede wszystkim w papiery wartościowe o różnym stopniu ryzyka, głównie niskim poziomie ryzyka, jak obligacje skarbowe. Kolejną funkcją ubezpieczeń jest funkcja prewencyjna, realizowana poprzez finansowanie inicjatyw prewencyjnych albo poprzez zapobieganie zachowaniom ryzykownym za pomocą wyłączeń lub ograniczeń odpowiedzialności ubezpieczyciela w umowach ubezpieczenia. Innymi słowy, ubezpieczyciele pełnią rozmaite funkcje mikroekonomiczne, makroekonomiczne oraz społeczno-ekonomiczne (Bednarczyk 2007, s. 264–270).

Wszystkie wskazane wyżej funkcje mają znaczenie dla funkcjonowania systemu finansowego oraz gospodarki realnej, ponieważ wpływają na poziom i sposób zarządzania ryzykiem przez podmioty gospodarcze, w tym uczestników systemu finansowego. Szczególne znaczenie mają jednak funkcja ochronna oraz funkcja lokacyjna, które są istotne dla prawidłowego i niezakłóconego funkcjonowania systemu finansowego i, w konsekwencji, także gospodarki realnej, w tym dobrobytu ubezpieczających, ubezpieczonych, uprawnionych i poszkodowanych. Nagła konieczność upłynnienia lokat zakładów ubezpieczeń, a więc szybkiej sprzedaży posiadanych instrumentów finansowych (zarówno własnych, jak i nabywanych na ryzyko klienta), może skutkować poważnymi reperkusjami na rynku finansowym. Jednocześnie upadłość zakładu (powiązanego z innymi podmiotami i zapewniającego ochronę dużej liczbie podmiotów lub podmiotom o strategicznym znaczeniu dla gospodarki) może mieć przełożenie na inne (pozaubezpieczeniowe, a nawet pozafinansowe) podmioty w gospodarce realnej (efekt zarażania) (Kościńska 2023, s. 677–678). To właśnie dlatego rola zakładów ubezpieczeń w gospodarce, ich wielkość i wzajemne powiązania, a także oferowanie produktów i usług innych niż stricte ubezpieczeniowe, zmieniły sposób myślenia o sektorze jako potencjalnym źródle ryzyka systemowego.

Celem artykułu jest ocena roli ubezpieczeń oraz zakładów ubezpieczeń dla prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego i gospodarki realnej. Pod tym względem kluczowe wydaje się określenie roli i funkcji ubezpieczeń i zakładów ubezpieczeń, które bezpośrednio przekładają się na funkcjonowanie gospodarki realnej. Nie bez znaczenia pozostaje także rola zakładów w systemie finansowym, który oddziałuje następnie na gospodarkę realną. W tym kontekście konieczne wydaje się odniesienie pojęcia ryzyka systemowego zarówno do tradycyjnej działalności ubezpieczeniowej, działalności lokacyjnej, jak i działalności będącej poza tradycyjną ofertą ubezpieczeniową, np. obrót instrumentami pochodnymi. Analiza dwóch wskazanych wyżej obszarów (do pewnego stopnia wspólnych i wzajemnie oddziałujących na siebie) pozwoli na określenie całościowej roli sektora ubezpieczeniowego.

W pierwszym rozdziale niniejszego artykułu dokonano analizy funkcji ubezpieczeń i ubezpieczycieli w gospodarce. W drugim rozdziale przytoczono podejścia różnych organizacji do pojęcia ryzyka systemowego, a także przedstawiono cechy wspólne tych podejść i związane z tym konsekwencje dla rynku ubezpieczeniowego, w kontekście roli ubezpieczycieli w gospodarce realnej i systemie finansowym. Rozdział drugi stanowi także przegląd badań z ostatnich lat, dotyczących wpływu ubezpie-

czycieli na ryzyko systemowe w kontekście rodzajów podejmowanych przez nich działalności ubezpieczeniowej i pozaubezpieczeniowej. Kolejna część artykułu poświęcona jest regulacjom związanym z ryzykiem systemowym w kontekście ubezpieczeń. Rozdział trzeci to próba oceny polskiego sektora ubezpieczeń pod kątem generowania ryzyka systemowego. Artykuł kończą konkluzje dotyczące roli ubezpieczeń w dzisiejszych gospodarkach i koniecznych w związku z tym mechanizmów bezpieczeństwa dla tego rynku.

## 1. Funkcje ubezpieczeń i ubezpieczycieli a ich rola dla gospodarki realnej

Podstawową funkcją ubezpieczeń jest zniesienie lub ograniczenie ciężaru pewnych zdarzeń losowych, których ryzyko nastąpienia towarzyszy różnym podmiotom, w tym gospodarstwu domowemu i podmiotom gospodarczym (Ronka-Chmielowiec 2016, s. 14). Jak wskazuje Bednarczyk (2016, s. 45), ubezpieczenia pozwalają rozpraszać i redystrybuować skutki finansowe szkód losowych oraz podnosić bezpieczeństwo finansowe podmiotów. Wyodrębnia przy tym następujące funkcje ubezpieczycieli:

- Ochronno-kompensacyjna (udzielanie ochrony ubezpieczeniowej) i mobilizacyjna (mobilizowanie oszczędności w gospodarce) oraz
- Inwestycyjna (ułatwianie transferu oszczędności w kapitał rzeczowy).

Powołując się na Rejdę (1966, s. 195–208), Bednarczyk dzieli funkcje ubezpieczycieli na wspomniane wyżej mikroekonomiczne (umożliwienie odtworzenia majątku naruszonego wskutek materializacji zdarzeń losowych) oraz makroekonomiczne (zapewnianie w miarę równomiernego i stabilnego sposobu funkcjonowania całej gospodarki). Wskazuje także, że ubezpieczenia gospodarcze zalicza się do tzw. makroekonomicznych stabilizatorów gospodarczych, ponieważ łagodzą szoki związane z zaistniałymi szkodami losowymi.

Jonas (2020, s. 11) pośrednio wskazuje funkcje i rolę ubezpieczeń przez przytoczenie różnych definicji określających kategorię jaką jest ubezpieczenie. Cytuje przy tym następujące kwestie:

- Ochrona przed skutkami niepomysłnych, odznaczających się prawidłowością zdarzeń losowych, dzięki rozłożeniu pokrycia ich skutków na wiele jednostek (za Głuchowski 2001),
- Zniesienie lub ograniczenie ciężaru pewnych zdarzeń losowych, których ryzyko wystąpienia towarzyszy człowiekowi na różnych etapach życia (za Ronka-Chmielowiec 2002).

Oprócz klasycznych przytoczonych funkcji, Bednarczyk (2016, s. 46) wskazuje, że praktyka funkcjonowania zakładów ubezpieczeń dostarcza kolejnych, nieopisywanych w literaturze, funkcji zakładów, tj.:

- Przyczynianie się do podnoszenia stabilności finansowej,
- Zastępowanie i/lub uzupełnianie rządowych programów socjalnych,
- Ułatwianie handlu i wymiany,
- Pomoc w gromadzeniu oszczędności,
- Umożliwienie bardziej efektywnego zarządzania ryzykiem,
- Zachęcanie do pomniejszania strat losowych,
- Sprzyjanie bardziej efektywnej alokacji kapitału.

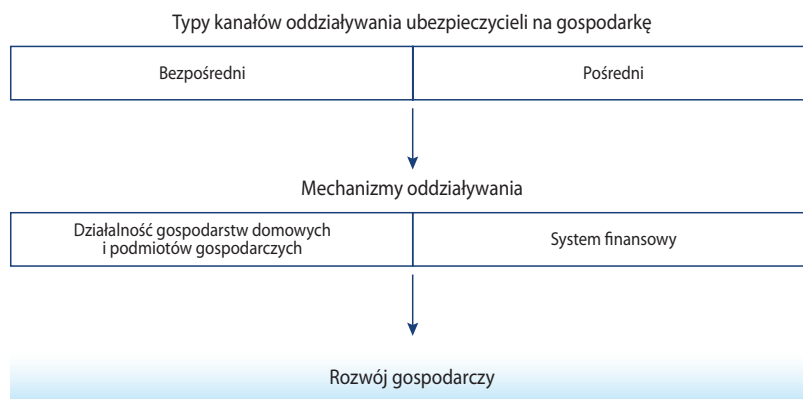
Signorini (2024, s. 2–3) zwraca uwagę, że zdarzenia losowe, które zabezpieczają zakłady ubezpieczeń mogą mieć różny charakter, tj. od skutków katastrof naturalnych po skutki zmian demograficznych. Z tego względu ubezpieczenia i zakłady ubezpieczeń odgrywają istotną rolę w gospodarce realnej.

Powyższy przegląd literatury w zakresie funkcji pełnionych przez zakłady ubezpieczeń wskazuje, że klasyczna działalność ubezpieczeniowa odgrywa w znacznym stopniu rolę stabilizatora życia gospodarczego. Poprawne funkcjonowanie zakładów powinno zatem mieć pozytywny wpływ na gospodarkę realną, a wszelkie zakłócenia w stabilnym działaniu sektora ubezpieczeniowego sprawiają, że gospodarka realna pozbawiana jest dodatkowego mechanizmu wspierającego jej rozwój.

## 2. Działalność ubezpieczeniowa i jej znaczenie dla systemu finansowego

Pełna ocena wpływu sektora ubezpieczeniowego na gospodarkę realną wymaga także oceny roli tego sektora w systemie finansowym. Poprawnie funkcjonujący system finansowy jest bowiem jednym z warunków rozwoju gospodarki realnej. Wpływ sektora ubezpieczeniowego na system finansowy jest zatem drugim, pośrednim, kanałem oddziaływania ubezpieczycieli na gospodarkę realną.

**Rysunek 1. Kanały oddziaływania sektora ubezpieczeniowego na gospodarkę realną**



Źródło: opracowanie własne.

Ocena roli sektora ubezpieczeniowego w stabilnym funkcjonowaniu systemu finansowego wiąże się przede wszystkim z analizą ryzyka systemowego, które może generować ten sektor.

### 2.1. Definicja ryzyka systemowego

Ryzyko jest nieodłącznym elementem działalności każdego podmiotu gospodarczego. Definiowane jest jako możliwość uzyskania efektu różniącego się od oczekiwanego (Jajuga 2019, s. 18). Istnieje jednak wiele rodzajów ryzyka. Jak wskazuje Koleśnik (2017, s. 141), obok klasycznych rodzajów ryzyka (jak ryzyko kredytowe, rynkowe, operacyjne czy płynności) należy wskazać ryzyko systemowe rozumiane jako ryzyko jednoczesnej upadłości wielu podmiotów z danego sektora systemu finansowego. Jako przykład wskazuje tu sektor bankowy.

Badania związane z ryzykiem systemowym zyskały na znaczeniu po wybuchu kryzysu finansowego w 2008 r. Jak zauważa Smaga (2020, s. 20), ryzyko systemowe, w przeciwieństwie do innych typów ryzyka, badanych na rynkach finansowych, jest czymś więcej niż sumą ryzyk generowanych przez poszczególne podmioty. Jest ono agregacją wszystkich typów ryzyka i wynika nie tylko z funkcjonowania poszczególnych podmiotów, ale również wzajemnych powiązań pomiędzy nimi.

Według podejścia De Bandta i Hartmanna (2000) kluczowym elementem w ryzyku systemowym jest zdarzenie systemowe, a to z kolei składa się z dwóch elementów: szoku i rozproszenia (propagacji). Szoki mogą być idiosynkratyczne lub systematyczne. Idiosynkratyczne początkowo wpływają tylko na kondycję pojedynczej instytucji finansowej lub tylko na cenę pojedynczego aktywa, podczas gdy szoki systematyczne mogą wpłynąć na całą gospodarkę, np. na wszystkie instytucje finansowe jednocześnie.

Chen i in. (2014) wskazują, że ryzyko systemowe jest często wywoływane przez instytucje finansowe, które są „zbyt duże, by upaść” lub „zbyt powiązane, by upaść”. Ryzyko systemowe to również możliwość jednoczesnego bankructwa głównych instytucji finansowych. Autorzy dodają, że takie tradycyjne miary, jak współczynniki korelacji, często nie są odpowiednie do pomiaru ryzyka systemowego, bo zwykle wiąże się ono z „zachowaniem ogona” (można to odczytywać jako nawiązanie do przytoczonej wcześniej propagacji – przyp. aut.), które nie jest wychwytywane przez konwencjonalne miary.

Zgodnie z definicją używaną przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW), ryzykiem systemowym nazywamy sytuację, w której „upadłość konkretnej instytucji finansowej spowoduje duże straty dla innych instytucji finansowych, zagrażając w ten sposób stabilności systemu finansowego” (MFW 2014). Z kolei Europejski Bank Centralny (EBC) w odniesieniu do banków przyjmuje definicję ryzyka systemowego, jako: „prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzenia systemowego w systemie finansowym w określonym czasie. Z kolei zdarzenie systemowe charakteryzuje się jasnym i mierzalnym wskaźnikiem, tj. liczbą instytucji finansowych upadających jednocześnie w określonym czasie”. Montagna, Torri i Covi (2020) podkreśla, że można rozróżnić trzy główne formy

ryzyka systemowego, tj. po pierwsze, ryzyko zarażenia, mające charakter idiosynkratyczny, po drugie, wspólna ekspozycja na wstrząsy na rynkach finansowych lub niekorzystne zmiany makroekonomiczne, co może powodować jednoczesne problemy dla wielu podmiotów, po trzecie, zaburzenia równowagi finansowej, jak bańki na rynku kredytów i aktywów, które narastają stopniowo i mogą mieć nagły szkodliwy wpływ na rynki. Wszystkie formy ryzyka systemowego mogą być ze sobą powiązane.

Międzynarodowe Stowarzyszenie Nadzorców Ubezpieczeniowych (IAIS), konstruując swoje podejście do ryzyka systemowego w sektorze ubezpieczeń, przywołuje koncepcje zarówno MFW, jak i Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) oraz Rady Stabilności Finansowej (FSB), zwracając uwagę, że termin ryzyko systemowe: „odnosi się do ryzyka zakłócenia usług finansowych, które jest spowodowane upośledzeniem całości lub części systemu finansowego i może mieć poważne negatywne konsekwencje dla realnej gospodarki”. Według IAIS źródłem ryzyka systemowego może być zarówno pojedyncza instytucja finansowa, jak i grupa takich instytucji (IAIS 2019).

## 2.2. Ryzyko systemowe – podejście do definiowania z perspektywy ubezpieczeniowej

O ile definicje ryzyka systemowego, przyjmowane przez poszczególne instytucje różnią się od siebie, o tyle w każdym z podejść można zauważyć pewne cechy powtarzające się (np. zwracanie uwagi na wielkość instytucji, wzajemne powiązania, zarażanie). Odnosząc się stricte do specyfiki rynku ubezpieczeniowego, można przywołać opracowane przez IAIS (IAIS 2019) tzw. kluczowe ekspozycje sektora ubezpieczeniowego, mogące mieć skutki o charakterze systemowym. Są to:

1. Ryzyko płynności definiowane jako niemożność ubezpieczyciela do użycia swoich inwestycji i innych aktywów w odpowiednim czasie, aby spełnić swoje zobowiązania finansowe, w tym potrzeby w zakresie zabezpieczenia, w miarę ich wymagalności.  
Zdaniem IAIS, ryzyko płynności jest mniejsze dla firm wykonujących tradycyjną działalność ubezpieczeniową, a większe dla ubezpieczycieli działających w obszarze pożyczek papierów wartościowych, instrumentów pochodnych lub zabezpieczania płynnych zobowiązań niepłynnymi aktywami.
2. Wzajemne powiązania, w tym:
  - a. Ekspozycja o charakterze makroekonomicznym, rozumiana jako ekspozycja ubezpieczyciela (lub sektora ubezpieczeń) na makroekonomiczne czynniki ryzyka;
  - b. Ekspozycja na ryzyko kontrahenta, czyli wzajemne oddziaływania ubezpieczycieli i kontrahentów, poprzez które każdy z podmiotów jest narażony na skutki trudnej sytuacji finansowej drugiej strony.
3. Ograniczona zastępowalność dotycząca ciągłości ochrony ubezpieczeniowej w przypadku upadłości ubezpieczyciela. Zastępowalność może być niska w przypadku dużej koncentracji na rynku lub w przypadku ubezpieczeń niszowych, oferowanych na rynku przez nielicznych ubezpieczycieli.

Pandemia pokazała, że ryzyko systemowe może wzrosnąć również w wyniku równego i silnego działania czynnika zewnętrznego. W przypadku pandemii większość zakładów była narażona np. na ryzyko silnego wzrostu wypłat odszkodowań z tytułu materializacji różnych rodzajów ryzyka na szeroką skalę. Jak wskazuje Lisowski (2021, s. 246–250), ryzyko to związane jest przede wszystkim z takimi ubezpieczeniami jak np. ubezpieczenia turystyczne, przerwy w działalności (ang. *business interruption*), cywilne z tytułu prowadzonej działalności gospodarczej oraz zawodowej, ryzyka cybernetycznego, na wypadek odwołania imprezy lub strat finansowych. Jednocześnie pogarszające się warunki makroekonomiczne, np. spadek stóp procentowych (obniżający rentowność posiadanych przez zakłady aktywów), wzrost stopy bezrobocia czy zmniejszenie skali popytu na produkty ubezpieczeniowe (lub wręcz powodujące wycofywanie środków z produktów ubezpieczeniowych o charakterze oszczędnościowym), powodują obniżenie zyskowności i płynności<sup>1</sup> zakładów w skali całego systemu. Generuje to ryzyko jednoczesnego zagrożenia upadłością wielu zakładów, co stanowi przejaw ryzyka systemowego.

W odpowiedzi na kryzysy finansowe, jak ten z 2008 roku, regulatorzy na całym świecie wprowadzili wiele zmian mających na celu ograniczenie ryzyka systemowego generowanego przez instytucje finansowe, w tym ubezpieczycieli. W Unii Europejskiej kluczowym elementem tych działań była dyrektywa Solvency II, która wprowadziła bardziej rygorystyczne wymogi dotyczące zarządzania ryzykiem oraz wymogi kapitałowe dla ubezpieczycieli. Bogdanovski, Poposki i Srbinoski (2024) wskazują, że wprowadzenie tej dyrektywy miało na celu ograniczenie ryzyka systemowego poprzez lepsze monitorowanie współzależności między instytucjami finansowymi.

Dzięki Solvency II ubezpieczyciele są zobowiązani do utrzymywania odpowiednich rezerw kapitałowych, co ma na celu zapewnienie ich wypłacalności w obliczu roszczeń. Dodatkowo, regulacje te wymagają od instytucji ubezpieczeniowych wdrożenia skutecznych strategii zarządzania ryzykiem, co przyczynia się do większej stabilności sektora ubezpieczeń.

Solvency II jest instrumentem pozwalającym monitorować ryzyko upadłości ubezpieczyciela i tym samym przeciwdziałać skutkom ewentualnych upadłości na system finansowy i gospodarkę realną. Solvency II co prawda znacząco zwiększyło odporność sektora ubezpieczeniowego na szoki, natomiast nie wyeliminowało w 100% ryzyka upadłości. Z tego powodu powstają narzędzia, pozwalające na zarządzanie ryzykiem systemowym w momencie, gdy zakład ubezpieczeń znajduje się na progu upadłości (ang. *failing or likely to fail*, FOLTF). Dyrektywa IRR (Insurance Recovery and Resolution, IRRD) ustanawia w tym kontekście pojęcie funkcji krytycznych, rozumianych jako: „działania, usługi lub operacje wykonywane przez zakład ubezpieczeń lub zakład reasekuracji na rzecz osób trzecich, których to działań, usług lub operacji nie można zastąpić w rozsądnym terminie ani po rozsądnych

<sup>1</sup> Jednocześnie analizy prowadzone przez Kozińską i in. (2021) sugerują, że problemy płynnościowe w kryzysie są szczególnie trudne do zarządzania z uwagi na trudności z pozyskaniem takich źródeł płynności, które pozwolą na zaadresowanie problemów instytucji zarówno pod względem charakteru, jak i skali dostępnych środków.



*kosztach oraz w przypadku których niezdolność zakładu ubezpieczeń i zakładu reasekuracji do wykonywania tych działań, usług lub operacji mogłaby mieć znaczący wpływ na system finansowy lub gospodarkę realną w co najmniej jednym państwie członkowskim, w tym w szczególności wpływ wynikający ze skutków dla dobrobytu społecznego dużej liczby ubezpieczających, beneficjentów lub osób poszkodowanych, lub z zakłóceń systemowych lub utraty ogólnego zaufania do świadczenia usług ubezpieczeniowych”.*

Zidentyfikowanie w zakładzie ubezpieczeń funkcji krytycznej jest jedną z przesłanek przeprowadzenia w nim restrukturyzacji lub uporządkowanej likwidacji w miejsce standardowego postępowania upadłościowego, tak by lepiej chronić system finansowy i gospodarkę realną przed możliwymi skutkami wyjścia ubezpieczyciela z rynku.

### 2.3. Charakter ryzyka systemowego w kontekście sektora ubezpieczeń – przegląd badań

Przegląd literatury naukowej dowodzi, że opinie na temat zdolności ubezpieczycieli do generowania ryzyka systemowego są podzielone i nie istnieje w tej kwestii zgodne, jednoznaczne stanowisko.

Jak zaznaczają A. Denkowska i S. Wanat (2020, s. 39), przed kryzysem finansowym 2008+ między badaczami istniało przekonanie, że ubezpieczyciele nie są sektorem istotnym systemowo. Podejście to zniuansował kryzys i rola w nim AIG – jednej z największych amerykańskich grup ubezpieczeniowych. AIG w związku z kryzysem utraciło płynność finansową, natomiast zjawisko to wynikało z zaangażowania grupy w handel derywatami opartymi na ryzykach kredytowych, a nie z oferowania tradycyjnych produktów ubezpieczeniowych. Kryzys z 2008 r. zaowocował nowym podejściem badawczym, w którym utrzymuje się, że tradycyjna działalność ubezpieczeniowa nie generuje ryzyka systemowego, natomiast może je generować obecność ubezpieczycieli w biznesie zarządzania aktywami, inwestycjami, handlem instrumentami pochodnymi. Dowodem na takie podejście jest dokument IAIS (2013), będący metodyką oceny ubezpieczycieli globalnie istotnych systemowo, gdzie nadzorcy stwierdzają:

- generalnie ryzyka ubezpieczeniowe nie są skorelowane z cyklami ekonomicznymi i ryzykami rynków finansowych,
- grupy ubezpieczeniowe i konglomeraty, które angażują się w nietradycyjne lub nieubezpieczeniowe działania lub działalność pozaubezpieczeniową, mogą być bardziej podatne na zmiany na rynku finansowym i w związku z tym mogą w większym stopniu zwiększać ryzyko systemowe lub przyczyniać się do niego.

Podobnie zauważają P. Drake i in. (2017), przytaczając wiele prac dowodzących, że klasycznie pojęte ryzyko ubezpieczeniowe generuje niskie ryzyko w porównaniu z usługami wykonywanymi przez inne instytucje rynku finansowego, natomiast

rośnie ono wraz z przesunięciem aktywności w stronę zarządzania inwestycjami, operacjami na derywatach, CDS i ubezpieczaniu produktów finansowych. Również T. Bednarczyk (2013) wskazuje, że tradycyjna działalność ubezpieczeniowa, choć stabilizująca, staje się zagrożeniem, gdy ubezpieczyciele angażują się w działalność finansową o wysokim ryzyku.

Również Bobtcheff i in. (2016) wyróżniają dwa rodzaje działalności ubezpieczeniowej:

1. Tradycyjne ubezpieczenia – obejmują produkty, które można dywersyfikować zgodnie z zasadą wielkich liczb (np. ubezpieczenia majątkowe, ubezpieczenia na życie). Tego typu działalność jest uważana za mało ryzykowną pod kątem ryzyka systemowego, gdyż zagrożenia, które pokrywają, są mało skorelowane z gospodarką.
2. Działalność nietradycyjna – np. produkty ubezpieczeniowe z gwarantowanymi minimalnymi zyskami lub opcjami na wcześniejsze wycofanie (*surrender options*), które mogą prowadzić do ryzyka systemowego. Produkty te są bardziej skorelowane z cyklem gospodarczym i mogą generować ryzyko niewypłacalności, szczególnie w sytuacjach kryzysowych.

Autorzy wskazują, że największe zagrożenie dla ryzyka systemowego w sektorze ubezpieczeń stanowią duże firmy ubezpieczeniowe prowadzące działalność nietradycyjną oraz te silnie powiązane z innymi instytucjami finansowymi.

IAIS wymienia jako działalność nietradycyjną lub pozaubezpieczeniową gwarancje, aktywność na rynkach finansowych (np. CDS), transakcje inne niż hedgingowe, działania oparte na lewarowaniu. Podsumowując, działalność ubezpieczycieli może wiązać się z ryzykiem systemowym, jeśli dotyczy inwestowania (środków własnych lub środków klientów) lub oferowania produktów zbliżonych naturą do produktów bankowych lub inwestycyjnych.

Zmieniająca się ocena ubezpieczycieli w kontekście ryzyka systemowego wiąże się nie tylko z prowadzeniem działalności pozaubezpieczeniowej. Ewolucja oceny sektora ubezpieczeń związana jest też ze zwiększającymi się globalnymi powiązaniem między ubezpieczycielami, reasekuratorami i innymi podmiotami rynku finansowego, w tym bankami. Badanie T. Gehringa i M. Iannino (2018), dotyczące ryzyka systemowego w sektorze ubezpieczeń, analizuje ewolucję ekspozycji na ryzyko systemowe w sektorze ubezpieczeniowym w Europie. Kluczowym wnioskiem tego badania jest rosnący stopień współzależności między bankami a ubezpieczycielami, który koreluje z ekspozycją na ryzyko systemowe. Według autorów jednym z głównych czynników przyczyniających się do wzrostu ryzyka systemowego w sektorze ubezpieczeniowym jest rosnące zaangażowanie ubezpieczycieli w działalność pozaubezpieczeniową. Ta zmiana w modelu biznesowym ubezpieczycieli może być wynikiem arbitrażu regulacyjnego, który sprawia, że instytucje finansowe przenoszą część ryzyka z sektora bankowego do ubezpieczeń.

W 2013 r. Rada Stabilności Finansowej (ang. *Financial Stability Board*, FSB) (w konsultacji z IAIS) opublikowała po raz pierwszy listę globalnych ubezpieczycieli istotnych systemowo (ang. *Global Systemically Important Insurers*, G-SIIs), gdzie zostało zidentyfikowanych 9 podmiotów, wśród których były:

- Allianz,
- AIG,
- Generali,
- Aviva,
- Axa,
- Metlife,
- Ping An,
- Prudential Financial,
- Prudential.

W listopadzie 2019 r. FSB zawiesiła identyfikację (w kontekście ubezpieczycieli) globalnych instytucji o znaczeniu systemowym. W listopadzie 2022 r. FSB ogłosiła, że zaprzestanie identyfikacji globalnych instytucji o znaczeniu systemowym w kontekście ubezpieczycieli, co ma związek ze sfinalizowaniem przez IAIS i zatwierdzeniem przez FSB tzw. *holistic framework* – całościowych ram, dotyczących oceny i ograniczania ryzyka systemowego w sektorze ubezpieczeń (FSB 2022).

Różnice w kwestii oceny potencjału ubezpieczycieli do generowania ryzyka dotyczą nie tylko pytania „czy?”, ale też, jaki może być rozmiar tego ryzyka. D. Kessler w swoim artykule (2013) dowodzi, że tradycyjny model ubezpieczeń i reasekuracji nie generuje ryzyka systemowego, w przeciwieństwie do banków i innych instytucji finansowych. Główna teza badawcza opiera się na twierdzeniu, że sektor reasekuracji i ubezpieczeń jest z natury stabilny i nie jest narażony na te same mechanizmy, które mogą prowadzić do systemowych kryzysów finansowych, jak nagłe upadłości czy runy bankowe. Autor stwierdza także, że upadłości w sektorze ubezpieczeń i reasekuracji są rzadkie i w przeciwieństwie do banków, które mogą upadać szybko i generować kaskadowe problemy w systemie finansowym, upadłość ubezpieczyciela lub reasekuratora jest długotrwałym procesem, który zazwyczaj odbywa się w sposób uporządkowany.

Według Kozińskiej (2023) sektor ubezpieczeniowy nie jest wolny od ryzyka upadłości, dlatego konieczność reformy zarządzania kryzysowego w sektorze ubezpieczeń, co w Unii Europejskiej wdraża się poprzez projektowaną dyrektywę IRR. Dzięki niej wprowadzone zostaną do sektora mechanizmy restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, podobnie jak w sektorze bankowym. IRR wzmocni stabilność sektora ubezpieczeniowego i ograniczy finansowe i społeczne skutki ewentualnych upadłości zakładów ubezpieczeń.

B. Srbinoski i in. (2024), przywołując też inne prace naukowe, konkludują, że biorąc pod uwagę mocne dowody na rosnącą sieć powiązań między ubezpieczycielami w skali globalnej i lokalnej, a także rosnącą częstotliwość i dotkliwość klęsk żywiołowych, potencjał kryzysów wywołanych przez ubezpieczenia staje się istotnym zagrożeniem w przyszłości. Jest to jeden z niewielu, jak dotąd, przypadków badań, w których autorzy wiążą ubezpieczycieli jako potencjalne źródło kryzysów z tra-

dycyjną działalnością ubezpieczeniową, związaną z ochroną majątku od skutków żywiołów. Autorzy przeanalizowali ewolucję powiązań ubezpieczycieli w latach 2000–2021, a także powiązań sektora ubezpieczeń z firmami spoza rynku finansowego. Wyniki pokazują rosnące tendencje we wzajemnych powiązaniach. Autorzy przyznają, że dowody na destabilizujący wpływ katastrof na europejskich ubezpieczycieli i firmy niefinansowe jest słaby i jest bardzo mało prawdopodobne, aby zaburzenia systemowe wynikały z kryzysów spowodowanych znaczącymi zdarzeniami katastroficznymi. Zdaniem autorów istnieje jednak możliwość wystąpienia efektu zarażenia ryzykiem katastroficznym, zarówno ze względu na powiązania wewnątrz sektora, jak i poza jego obrębem. Najbardziej wzajemnie powiązane firmy niefinansowe (z branżą ubezpieczeniową) doświadczają negatywnych skutków zjawisk pogodowych, co sugeruje, że wraz ze wzrostem skali i niepewności zdarzeń katastroficznymi, ubezpieczyciele i firmy niefinansowe mogą ponieść znaczne straty.

Konkludując, obecne podejście do sektora ubezpieczeń w kontekście ryzyka systemowego jest takie, że zdolność sektora do generowania tego ryzyka rośnie wraz z liczbą wzajemnych powiązań, wielkością podmiotów oraz prowadzeniem działalności wykraczającej poza klasyczne usługi ubezpieczeniowe.

### 3. Sektor ubezpieczeniowy w Polsce w kontekście ryzyka systemowego

Aktywa polskiego sektora ubezpieczeniowego na koniec 2023 r. wynosiły ponad 218 mld zł. Z ponad 114 mld zł lokat zakładów ubezpieczeń aż 84% stanowiły dłużne papiery wartościowe. Największym segmentem działalności ubezpieczeniowej w Polsce jest rynek ubezpieczeń komunikacyjnych, którego wartość w 2023 r., mierzona przypisem składki, wynosiła 28,3 mld zł, podczas gdy składka na całym rynku ubezpieczeniowym wynosiła 78,8 mld zł<sup>2</sup> (PIU 2024). Wiele segmentów rynku ubezpieczeń jest silnie skoncentrowanych, jak np. ubezpieczenia na życie związane z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (ufk). Na koniec 2023 r. aktywa ufk w Polsce wynosiły niecałe 40 mld zł (Zalewska 2024), a 66% aktywów jest zarządzanych przez trzy firmy ubezpieczeniowe. Z kolei w obowiązkowych ubezpieczeniach upraw dwie firmy ubezpieczeniowe posiadały według danych za 2020 r., niemal 77% rynku (Janowicz-Lomott 2023).

Biorąc pod uwagę wielkość i skalę działalności niektórych podmiotów na polskim rynku ubezpieczeń, sieć powiązań z innymi podmiotami, a także silną koncentrację w niektórych segmentach rynku, należy zakładać, że ewentualna upadłość zakładu ubezpieczeń w Polsce może mieć konsekwencje systemowe. Uniknięcie tych konsekwencji to podstawowe cele projektowanej dyrektywy IRR. Są to:

- ochrona ubezpieczających, ubezpieczonych, uprawnionych i występujących z roszczeniem,
- utrzymanie stabilności finansowej,

<sup>2</sup> Ubezpieczenia komunikacyjne rozumiane jako suma przypisu grup 3 i 10 z działu II.

- zapewnienie ciągłości funkcji krytycznych,
- ochrona finansów publicznych (pieniędzy podatników).

Poza kwestią bieżącego funkcjonowania zakładów i ich wpływu na ryzyko systemowe istnieje konieczność analizy tego ryzyka i jego skutków również na progę upadłości ubezpieczyciela. Opisanie powyżej cele dyrektywy IRR przekładają się na konkretne zagrożenia o charakterze systemowym:

- pozbawienie ochrony lub finansowania z tytułu świadczeń dużej grupy podmiotów, w sytuacji gdy ochrona ubezpieczeniowa jest niezbędna do codziennego funkcjonowania lub podjęcia określonej aktywności zawodowej;
- wyprzedaż aktywów spowodowana złą sytuacją finansową podmiotu, mająca wpływ na wyceny instrumentów finansowych;
- trwałe podważenie zaufania do sektora z powodu niewywiązywania się z umów ubezpieczenia.

Dyrektywa IRR daje kolejne niezbędne narzędzia do zwiększenia bezpieczeństwa w sektorze ubezpieczeniowym oraz pozwala na testowanie ryzyka systemowego w ubezpieczeniach w sytuacji zagrożenia upadłością.

Cykliczne raporty Narodowego Banku Polskiego (NBP) wskazują, że w przypadku sektora ubezpieczeń problemem może być podwójne wykorzystanie kapitału (ang. *double gearing*) oraz wysoki udział w środkach własnych tzw. oczekiwanych zysków z przyszłych składek (EPIFP). NBP uznaje, że w związku z tymi dwoma czynnikami, rzeczywista odporność sektora ubezpieczeniowego na szoki może być nieadekwatnie odzwierciedlona przez współczynniki kapitałowe. Z wyliczeń NBP wynika, że ograniczenie *double gearing* oraz nieuwzględnianie EPIFP w środkach własnych spowodowałyby spadek kapitałowego wymogu wypłacalności (SCR) dla całego sektora z 240% do 175% (NBP 2024, s. 75). Problem ten nie jest identyfikowany w materiałach publikowanych przez Komisję Nadzoru Finansowego i Ministerstwo Finansów.

Raport EIOPA (2021) z kolei dowodzi, że europejscy ubezpieczyciele nie są wolni od ryzyka upadłości. W ciągu ostatnich 20 lat zidentyfikowano 219 przypadków *failures and near misses*. We wcześniejszym opracowaniu, EIOPA (2018) podaje też powody upadłości lub przypadków bliskich upadłości zakładów ubezpieczeń. W sektorze ubezpieczeń na życie były to: ryzyko kompetencji zarządu i personelu, ryzyko zarządzania inwestycjami, aktywami/pasywami, ryzyko rynkowe, ryzyko wyceny rezerw oraz ryzyko cyklu ekonomicznego. W sektorze majątkowym najistotniejsze było ryzyko wyceny rezerw, następnie ryzyko wewnętrznego zarządzania i kontroli, ryzyko kompetencji zarządu i personelu, ryzyko underwritingu i ryzyko aktuarialne. EIOPA (2021), przytaczając konkluzję, że ubezpieczyciele nie są wolni od ryzyka upadłości i związanych z tym kosztów, podkreśla też, że jednym z celów mechanizmu resolution jest ochrona pieniędzy podatników. EIOPA przytacza przypadek upadłości AIG, dla którego pakiet ochronny kosztował gospodarkę amerykańską 150 mld dol., a także przypadek australijskiego ubezpieczyciela HIH. Upadłość miała miejsce w 2001 r. a jej koszt oszacowano na 5,3 mld dol. australijskich, przy czym podkreśla się przede wszystkim straty finansowe ubezpieczających i brak ciąg-

głości ochrony ubezpieczeniowej. Obie te kwestie są jednymi z celów IRRD a sama dyrektywa odnosi się do wpływu na gospodarkę realną i system finansowy poprzez naruszenie interesów ubezpieczonych, co oddaje m.in. definicja funkcji krytycznej, zamieszczonej w IRRD i przytoczonej w części 2 niniejszego opracowania.

Historię upadłości polskich zakładów ubezpieczeń przytacza Kozińska (2023, s. 676–686), konkludując, że „nie doczekały się one obszernych analiz w literaturze krajowej”. Autorka przytacza natomiast potencjalne skutki ewentualnej upadłości zakładu ubezpieczeń na polskim rynku. Chodzi nie tylko o wpływ bezpośrednio na klientów (m.in. związany z zasadami działania Ubezpieczeniowego Funduszu Gwarancyjnego, chroniącego tylko część klientów ubezpieczyciela w przypadku upadłości), ale także o niedoskonałości w polskim systemie prawnym. Autorka przytacza szereg zapisów z ustawy Prawo upadłościowe i ustawy o ubezpieczeniach obowiązkowych, które to zapisy bywają niespójne lub nieprecyzyjne, przez co nie jest możliwe jednoznaczne określenie „zasad zaspokajania roszczeń ubezpieczeniowych, jak również podziału zadań i odpowiedzialności między syndykiem a UFG”.

## Podsumowanie

Mimo że literatura naukowa nie daje jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, w jakim stopniu działalność ubezpieczeniowa przekłada się na ryzyko systemowe, istnieją badania potwierdzające przełożenie się kłopotów ubezpieczycieli na system finansowy i gospodarkę realną. Ma to związek przede wszystkim z rosnącym znaczeniem ubezpieczycieli jako podmiotów, większymi wzajemnymi powiązaniem na rynkach finansowych i poza nimi, a także z działalnością wykraczającą poza tradycyjnie pojętą ochronę ubezpieczeniową. Rosnące znaczenie sektora ubezpieczeniowego ma wpływ na zmiany w myśleniu o zarządzaniu kryzysowym w tym sektorze. Wprowadzane zostają regulacje (IRRD), pozwalające na minimalizowanie skutków finansowych i społecznych ewentualnych upadłości. Sektor ubezpieczeniowy jako element rynku finansowego zaczyna być traktowany podobnie jak bankowy (zachowując wszelkie proporcje), tj. wzrost znaczenia dla gospodarki i społeczeństwa jest skorelowany z koniecznością uzupełniania luk w regulacjach związanych z zarządzaniem kryzysowym.

## Bibliografia

- Ammar Ben S., *Catastrophe Risk and the Implied Volatility Smile*, „The Journal of Risk and Insurance”, June 2020.
- Bednarczyk T., *Czy sektor ubezpieczeniowy kreuje ryzyko systemowe?*, „Studia Oeconomica Posnaniensia”, 2013.
- Bednarczyk T., *Funkcje ubezpieczeń i ich znaczenie w gospodarce*, [w:] W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Ubezpieczenia*, CH.Beck, Warszawa 2016.
- Bednarczyk T., *Rola przedsiębiorstw ubezpieczeniowych w gospodarce*, „Acta Universitatis Lodziensis, Folia Oeconomica” 203, 2007.

Bobtcheff C., Chaney T., Gollier C., *Analysis of Systemic Risk in the Insurance Industry*, „The Geneva Risk and Insurance Review”, 2016.

Bogdanovski V., Poposki K., Srbinski B., *Interconnectedness of European insurers and cat shocks contagion effects*, „Journal of Financial Regulation and Compliance”, 2024.

Chen H., David Cummins D., Viswanathan K., Weiss M., *Systemic Risk and the Interconnectedness Between Banks and Insurers: An Econometric*, „The Journal of Risk and Insurance”, September 2014.

De Bandt O., Hartmann P., *Systemic risk: a survey*, ECB Working Paper Series No. 35, November 2000.

Denkowska A., Wanat S., *A Tail Dependence-Based MST and Their Topological Indicators in Modeling Systemic Risk in the European Insurance Sector*, „Risks” 8, 2020.

Drake P., Faith Roberts N., Schorno P. J., Semaan E., *Risk During the Financial Crisis: The Role of the Insurance Industry*, „Journal of Insurance Issues”, Fall 2017.

EBC, *Financial Stability Review*, December 2010.

EIOPA, *Failures and near misses in insurance Overview of recovery and resolution actions and cross-border issues*, 2021.

FSB, *The FSB endorses an improved framework for the assessment and mitigation of systemic risk in the insurance sector and discontinues annual identification of global systemically important insurers (G-SIIs)*, 2022, <https://www.fsb.org/2022/12/the-fsb-endorses-an-improved-framework-for-the-assessment-and-mitigation-of-systemic-risk-in-the-insurance-sector-and-discontinues-annual-identification-of-global-systemically-important-insurers/> (dostęp 10.11.2024).

Gehring T., Chiara Iannino M., *Capital regulation and systemic risk in the insurance sector*, „Journal of Financia Economic Policy”, 2018.

Głuchowski J. (red.), *Leksykon finansów*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001.

IAIS, *Global Systemically Important Insurers: Initial Assessment Methodology*, 18 July 2013, [www.fsa.go.jp/inter/iai/20130719/05.pdf](http://www.fsa.go.jp/inter/iai/20130719/05.pdf) (dostęp 10.10.2024).

IAIS, *Holistic Framework for Systemic Risk in the Insurance Sector*, November 2019, <https://www.iaisweb.org/uploads/2022/01/191114-Holistic-Framework-for-Systemic-Risk.pdf> (dostęp 15.10.2024).

Jajuga K., *Koncepcja ryzyka i proces zarządzania ryzykiem*, [w:] *Zarządzanie ryzykiem*, PWN, Warszawa 2019.

Janowicz-Lomott Marietta, *Dotowane ubezpieczenia upraw i zwierząt gospodarskich jako realizacja partnerstwa publiczno-prywatnego – ewaluacja projektu*, *Wiadomości Ubezpieczeniowe* 1/2023 ([https://www2.piu.org.pl/wp-content/uploads/2023/05/WU-2023-01\\_05\\_Janowicz-Lomott.pdf](https://www2.piu.org.pl/wp-content/uploads/2023/05/WU-2023-01_05_Janowicz-Lomott.pdf), dostęp 25.10.2024).

Jonas K., *Rachunkowość zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji. Zarys problematyki*, Difin, Warszawa 2020.

Kessler D., *Why (Re)insurance Is Not Systemic*, „The Journal of Risk and Insurance”, September 2013.

Koleśnik J., *Globalne banki a ryzyko systemowe w Unii Europejskiej – narzędzia ograniczania*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia”, nr 6, Vol. 51, 2017.

Kozińska M., Michalewicz J., Zdanowicz B., *W poszukiwaniu sposobów finansowania płynności banku w przymusowej restrukturyzacji*, „Bezpieczny Bank”, 1(82), 2021, <https://www.bfg.pl/wp-content/uploads/bezp.-bank-1-21.1.pdf>.

Kozińska M., *Zarządzanie kryzysowe w sektorze ubezpieczeniowym – o upadłości i resolution ubezpieczycieli w Polsce*, „Bank i Kredyt”, 2023.

Lisowski J., *Wpływ pandemii związanej z COVID-19 na rynek ubezpieczeniowy w Polsce*, [w:] M. Zaleska (red.), *Wpływ COVID-19 na finanse. Polska perspektywa*, Difin, Warszawa 2021.

Mayerson A.L., *A Bayesian view of credibility*, PCAS, 1960.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy, *Global Financial Stability Report – Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking, Curbing Excess while Promoting Growth*, October 2014, <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Global-Financial-Stability-Report-October-2014-Risk-Taking-Liquidity-and-Shadow-Banking-41631> (dostęp 15.10.2024).

Montagna M., Torri G., Covi G., *European Central Bank, On the origin of systemic risk*, December 2020, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2502~675f29f90c.en.pdf> (dostęp 15.10.2024).

NBP, *Raport o stabilności systemu finansowego*, 2024, <https://nbp.pl/wp-content/uploads/2024/06/Raport-o-stabilnosci-systemu-finansowego.-Czerwiec-2024.pdf> (dostęp 17.10.2024).

PIU, *Ubezpieczenia w liczbach 2023*, 2024, <https://piu.org.pl/ubezpieczenia-w-liczbach-2023-2/> (dostęp 17.10.2024).

Rejda G.E., *Unemployment insurance as an automatic stabilizer*, „The Journal of Risk and Insurance”, t. 33, nr 2, 1966.

Ronka-Chmielowiec W. (red.), *Ubezpieczenia. Rynek i ryzyko*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002.

Ronka-Chmielowiec W., *Ryzyko i istota ubezpieczenia*, [w:] W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Ubezpieczenia*, CH.Beck, Warszawa 2016.

Schuh F., Jaeckle T., *Impact of hurricanes on US insurance stocks*, Risk Management and Insurance Review, March 2023 (<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/rmir.12230>, dostęp 10.10.2024).

Signorini L.F., *Il ruolo centrale delle assicurazioni sul piano economico e sociale: rafforzare la protezione su cittadini e imprese*, 2024, [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2024/en\\_Signorini\\_IVASS\\_Insurance\\_Summit\\_07112024.pdf?language\\_id=1](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2024/en_Signorini_IVASS_Insurance_Summit_07112024.pdf?language_id=1) (dostęp 10.11.2024).

Smaga P., *Polityka makroostrożnościowa w sektorze bankowym, teoria i praktyka*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2020.

Zalewska A., *Aktywa UFK zbliżyły się do 40 mld zł*, 2024, <https://www.analizy.pl/raporty/34482/aktywa-ufk-grudzien-2023> (dostęp 17.10.2024).

### Akty prawne

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady ustanawiająca ramy restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji dla zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji, zmieniająca dyrektywy 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2007/36/EC, 2014/59/EU and (EU) 2017/1132 i rozporządzenia (EU) No 1094/2010, (EU) No 648/2012, (EU) No 806/2014 and (EU) 2017/1129.