

*Н. С. Опешко,  
аспірант кафедри фінансів та кредиту,  
Харківський національний університет будівництва та архітектури*

## ФІНАНСОВЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ДОСТАТНОСТІ КАПІТАЛУ СТРАХОВОЇ КОМПАНІЇ ЗА РАХУНОК СУБОРДИНОВАНОГО БОРГУ

*N. Opeshko,  
post-graduate student of department of finance and credit,  
Kharkov national university of building and architecture*

### FINANCIAL PROVISION OF CAPITAL ADEQUACY OF INSURANCE COMPANY DUE TO SUBORDINATED DEBT

*У статті визначено сутність субординованого боргу страхової компанії. Розкрито переваги та обґрунтовано доцільність здійснення фінансового забезпечення достатності капіталу шляхом емісії субординованих боргових інструментів.*

*The article defines the essence of the subordinated debt of the insurance company. Benefits and feasibility of ensure capital adequacy through the issue of subordinated debt instruments are discussed in the article.*

*Ключові слова: наявний регулятивний капітал, необхідний платоспроможний капітал, необхідний мінімальний капітал, фінансовий левелідж.*

*Key words: available regulatory capital, solvency capital requirement, minimal capital requirement, financial leverage.*

#### ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Проблема фінансового забезпечення достатності капіталу страхових компаній набуває особливої актуальності у зв'язку з опрацюванням нової редакції Закону України "Про страхування" [12], до якої включено вимоги до достатності капіталу страховиків відповідно до положень Директиви Європейського парламенту та Ради Європи "Про початок і ведення діяльності у сфері страхування і перестрахування" (Solvency II) [10].

#### АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Теоретичним аспектам формування капіталу фінансових установ для цілей виконання вимог регулюючих органів присвячені роботи: В.В. Гайдай [2], С.В. Землячова [3], Н.М. Міхеевої [4], Я.О. Олійник [6], Н.М. Ткачук [13] та ін. Недослідженими залишаються питання залучення субординованого боргу з метою поповнення капітальної бази страхової компанії.

#### ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Метою статті є розроблення теоретичних положень та практичних рекомендацій з використання субординованого боргу для фінансового забезпечення достатності капіталу страхової компанії.

#### ВИКЛАДЕННЯ ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Концепція достатності капіталу, яка покладена в основу Директиви Solvency II, направлена на підтримку фінансової стійкості страхового сектору та захист інтересів споживачів страхових послуг. Відповідно до проекту Закону України "Про страхування" [12] достатність капіталу — це перевищення розміру наявного регулятивного капіталу над розмірами, установленими законодавством (необхідним платоспроможним капіталом та необхідним мінімальним капіталом).

Необхідний платоспроможний капітал (SCR) — цільовий розмір капіталу, який з ймовірністю не менше 99,5 % гарантує виконання страховою організацією своїх зобов'язань за договорами страхування упродовж наступних 12 місяців [10]. Даний показник розраховується на основі кількісної оцінки страхового, ринкового, кредитного та операційного ризиків, слугує індикатором раннього попередження неплатоспроможності страховиків.

Необхідний мінімальний капітал (MCR) — граничний розмір капіталу, при подальшому зменшенні якого виникає недопустимий ризик банкрутства фінансової установи [10]. Цей рівень капіталу визначається на основі простої лінійної формули, що враховує тільки страховий ризик.

У широкому значенні наявний регулятивний капітал страхової компанії представляє собою суму активів за вирахуванням зобов'язань, тобто власний капітал. Директивою Solvency II передбачено можливість включення до складу наявного капіталу також вартості фінансових інструментів з характеристиками субординованого боргу, що з правової точки зору представляють собою зобов'язання компанії.

У національному законодавстві поняття субординований борг використовується в Інструкції про порядок регулювання банків в Україні [8], Положенні про критерії та фінансові нормативи діяльності кредитних установ [9], проекті Закону України "Про страхування" [12]. Згідно з зазначеними документами субординований борг — звичайні незабезпечені боргові капітальні інструменти (складові елементи капіталу), які відповідно до договору не можуть бути вилючені з фінансової установи раніше п'яти років, а у разі банкрутства чи ліквідації повертаються інвестору після погашення вимог усіх інших кредиторів.

Наявність субординованих кредиторів надає страховальникам гарантії виконання страхових зобов'язань, оскільки у разі банкрутства страхової компанії вимоги за договорами страхування мають задовольнятися у пріоритетному у порівнянні з вимогами за договорами субординованих позик порядку.

Згідно з положеннями Директиви Solvency II, що деталізовані у технічних специфікаціях QIS 5 [15], субординований борг включений до розрахунку наявного регулятивного капіталу у складі основного та додаткового капіталу, який має три рівні (табл. 1).

Як видно із таблиці 1, елементи капіталу першого необмеженого рівня можуть увійти до складу фінансових ресурсів для покриття SCR та MCR у повному обсязі, до складових капіталу інших рівнів застосовуються кількісні обмеження. Автором розроблена модель розрахунку наявного регулятивного капіталу, яка відповідає вимогам директиви Solvency II (формула 1).

Кожна страхова компанія з урахуванням законодавчих обмежень та власної стратегії розвитку визначає необхідний обсяг та джерела формування капіталу. Субординований борг — це гібридний фінансовий інструмент, який поєднує ознаки власного та позикового капіталу. Емітент такого інструменту отримує переваги залучення капіталу на умовах боргу (простота та оперативність емісії, можливість зменшення прибутку, що оподатковується, підвищення рентабельності акціонерного капіталу) без недоліків фінансування компанії лише за рахунок власного капіталу (втрата контролю над компанією існуючих акціонерів, висока вартість процесу емісії тощо) [1].

$$\begin{cases} \text{НРК}_{\text{SCR}} = \text{НРК}_{\text{Рівень 1}} + \text{НРК}_{\text{Рівень 2}} + \text{НРК}_{\text{Рівень 3}} \\ \text{НРК}_{\text{Рівень 1}} = \text{НРК}_{\text{Рівень 1, необм}} + \text{НРК}_{\text{Рівень 1, обм}} \\ \text{НРК}_{\text{Рівень 1, обм}} \leq 0,2 \cdot \text{НРК}_{\text{Рівень 1}} \\ \text{НРК}_{\text{Рівень 1}} \geq 0,5 \cdot \text{НРК}_{\text{SCR}} \\ \text{НРК}_{\text{Рівень 3}} \leq 0,15 \cdot \text{НРК}_{\text{SCR}} \\ \text{НРК}_{\text{MCR}} = \text{НРК}_{\text{Рівень 1}} + \text{НРК}_{\text{Рівень 2}} \\ \text{НРК}_{\text{Рівень 1}} \geq 0,8 \cdot \text{НРК}_{\text{MCR}} \end{cases} \quad (1)$$

де  $\text{НРК}_{\text{SCR}}$  — наявний регулятивний капітал для покриття SCR;  
 $\text{НРК}_{\text{MCR}}$  — наявний регулятивний капітал для покриття MCR;  
 $\text{НРК}_{\text{Рівень 1, обм}}$  — обмежений наявний регулятивний капітал першого рівня;  
 $\text{НРК}_{\text{Рівень 1, необм}}$  — необмежений наявний регулятивний капітал першого рівня;  
 $\text{НРК}_{\text{Рівень 2}}$  — наявний регулятивний капітал другого рівня;  
 $\text{НРК}_{\text{Рівень 3}}$  — наявний регулятивний капітал третього рівня.

Таблиця 1. Порядок розрахунку наявного регулятивного капіталу страхової компанії \*

Елементи капіталу згідно з вимогами Директиви ЄС 91/674/EEC [11]	Рівень капіталу 1		Рівень капіталу 2	Рівень капіталу 3
	Необмежений	Обмежений		
Основний наявний регулятивний капітал				
Співчений статутний капітал	+			
Оголошений статутний капітал	–	–	+	–
Емісійних дохід	+	–	–	–
Резерв перецінки акцій	+			
Інший резервний капітал	+	–	–	–
Переподілений прибуток минулих років	+	–	–	–
Прибуток поточного року	+	–	–	–
Номинальна вартість привласнених акцій	–	+	–	–
Субординований борг:				
– з датою погашення понад 10 років;	–	+	–	–
– з датою погашення понад 5 років;	–	–	+	–
– з датою погашення понад 3 років;				+
Додатковий наявний регулятивний капітал				
Неоплачений статутний капітал	–	–	+	–
Номинальна вартість неоплачених привласнених акцій	–	–	+	–
Неоплачений субординований борг				
– з датою погашення понад 10 років;	–	–	+	–
– з датою погашення понад 5 років;	–	–	–	+

\* Складено автором з урахуванням вимог QIS 5 [15].

У разі залучення субординованого боргу як джерела формування наявного регулятивного капіталу у страхової компанії виникає ефект фінансового левіриджу (важеля). Фінансовий левіридж характеризує використання суб'єктом господарювання позикових коштів, що впливає на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу. Проведення розрахунків зазначеного показника дозволяє визначити оптимальну структуру капіталу, яка забезпечує максимізацію рівня рентабельності.

На думку Л.А. Бернштейна [1], залучення капіталу на умовах боргу має три основні переваги для компанії: по-перше, заборгованість — це захист від інфляції, під час якої грошові зобов'язання дають прибуток у результаті зростання цін; по-друге, якщо відсотки за позиковими ресурсами нижчі прибутку, який можна отримати від їх використання, утворюється додатковий дохід компанії; по-третє, на відміну від дивідендів, які вважаються розподілом прибутку, відсотки розглядаються як витрати і, відповідно, зменшують об'єкт оподаткування податком на прибуток.

Рівень прибутку, що додатково отримує страховик при використанні позикових коштів, визначається показником ефекту фінансового левіриджу, який розраховується за формулою [5, с. 23]:

$$\text{ЕФЛ} = (1 - \text{СПП}) \cdot (\text{РА}_{\text{вал}} - \text{В}_{\text{пк}}) \cdot \frac{\text{ПК}}{\text{ВК}} \quad (2),$$

де ЕФЛ — ефект фінансового левіриджу;  
 СПП — ставка податку на прибуток;  
 $\text{РА}_{\text{вал}}$  — коефіцієнт валової рентабельності активів;  
 $\text{В}_{\text{пк}}$  — розмір відсотків за позиковий капітал;  
 ПК — сума позикового капіталу, тис. грн.;  
 ВК — сума власного капіталу, тис. грн.

Різниця між одиницею та ставкою податку на прибуток  $(1 - \text{СПП})$  є податковим коректором, що демонструє якою мірою рівень оподаткування впливає на величину ефекту від залучення позикового капіталу. У 2012 році ставка податку на прибуток була встановлена на рівні 21 %. Позитивний ефект фінансового левіриджу залежить від величини диференціалу фінансового левіриджу  $(\text{РА}_{\text{вал}} - \text{В}_{\text{пк}})$ . Так, якщо коефіцієнт валової рентабельності перевищує середній розмір відсотків за використання позикового капіталу, то показник набуває значення вище за 0.

З метою обґрунтування доцільності використання субординованого боргу як джерела фінансового забезпечення достатності капіталу автором проведено експеримент формування цільової структури капіталу

Таблиця 2. Результати експерименту формування структури наявного регулятивного капіталу страхової компанії

Показник	АТ «УОСК»			ПРАТ «СК "АРСЕНАЛ СТРАХУВАННЯ"»		
	Фактичні значення за 2012 р.	Варіант структури 1	Варіант структури 2	Фактичні значення за 2012 р.	Варіант структури 1	Варіант структури 2
Фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування, тис. грн.	8 312	8 312	5 748	57 456	57 456	54 675
Об'єкт оподаткування податком на прибуток, тис. грн.	16 157	16 157	13 593	80 443	80 443	77 662
Ставка податку на прибуток, %	21	21	21	21	21	21
Податок на прибуток, тис. грн.	3 393	3 393	2 855	16 983	16 983	16 309
Чистий прибуток, тис. грн.	4 919	4 919	2 894	40 473	40 473	38 366
Розмір відсотків, що сплачуються страховою компанією за використання субординованого боргу, % <sup>1</sup>	-	-	9	-	-	9
SCR, тис. грн.	61 374	61 374	61 374	142 015	142 015	142 015
MCR, тис. грн.	23 210	23 210	23 210	23 210	23 210	23 210
Наявний регулятивний капітал, тис. грн. <sup>2</sup>	32 886	61 374	61 374	111 114	142 015	142 015
Власний капітал, тис. грн.	32 886	61 374	32 886	111 114	142 015	111 114
Питома вага власного капіталу у складі наявного регулятивного капіталу, %	100	100	53,58	100	100	78,24
Субординований борг, тис. грн.	-	-	28 488	-	-	30 901
Питома вага субординованого боргу у складі наявного регулятивного капіталу, %	0	0	46,42	0	0	21,76
Чиста рентабельність власного капіталу, %	14,95	8,01	8,80	36,42	28,49	34,53
Диференціал фінансового левериджу, %	-	-	4,54	-	-	31,46
Ефект фінансового левериджу, %	-	-	0,79	-	-	6,04

<sup>1</sup> Дорівнює максимальному значенню процентної ставки за залученими коштами на умовах субординованого боргу, що встановлено постановою Правлінням НБУ [7]

<sup>2</sup> Приймається рівним більшій з величин MCR чи SCR

страхової компанії за критерієм максимізації показника ефекту фінансового левериджу. Інформаційною базою дослідження слугувала офіційна бухгалтерська звітність двох вітчизняних страхових компаній за 2012 рік.

Вхідною умовою експерименту є допущення, що страхова компанія з метою виконання нормативів достатності капіталу (MCR та SCR) формує структуру наявного регулятивного капіталу та розглядає можливість залучення субординованого боргу на термін понад 5 років. Відповідно до рівняння 1 такий борговий капітал включається до складу капіталу другого рівня, а отже не може перевищувати 50 % від розміру SCR та 80 % від розміру MCR.

Процес оптимізації структури наявного регулятивного капіталу представлено у вигляді економіко-математичної моделі задачі лінійного програмування (формула 3), де цільовою функцією є адаптований до фінансової звітності страхових компаній показник ефекту фінансового левериджу, а обмеженням слугують нормативно визначені за Solvency II граничні розміри субординованого боргу у складі наявного регулятивного капіталу.

$$\left( \frac{\Phi P_{\text{до опод}} - O_{\text{опод}} \cdot \text{СПП}}{\text{ПРК}} - (1 - \text{СПП}) \cdot B_{\text{вк}} \right) \cdot \frac{X_{\text{сб}} \cdot \text{ПРК}}{X_{\text{вк}} \cdot \text{ПРК}} \rightarrow \max (3),$$

$$\begin{cases} X_{\text{вк}} + X_{\text{сб}} = 1; \\ X_{\text{вк}} \cdot \text{ПРК} \leq 0,5 \cdot \text{SCR}; \\ X_{\text{сб}} \cdot \text{ПРК} > 0,8 \cdot \text{MCR}; \\ X_{\text{вк}} \in [0;1]; \\ X_{\text{сб}} \in [0;1]; \end{cases},$$

де  $\Phi P_{\text{до опод}}$  — фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування, тис. грн.;

$O_{\text{опод}}$  — об'єкт оподаткування податком на прибуток, тис. грн.;

$X_{\text{сб}}$  — питома вага субординованого боргу у складі наявного регулятивного капіталу;

$X_{\text{вк}}$  — питома вага власного капіталу у складі наявного регулятивного капіталу.

За результатами експерименту сформовано два варіанти структури наявного регулятивного капіталу страхових компаній (табл. 2). Перший варіант передбачає залучення лише власного капіталу для виконання нормативу достатності капіталу, другий варіант структури визначається з використанням економіко-математичної моделі (формула 3).

Як видно із результатів розрахунків, наведених у таблиці 2, використання субординованого боргу для виконання нормативу достатності капіталу дозволило фінансовим установам підвищити рентабельність власного капіталу: для АТ «УОСК» на 0,79 %, а для ПРАТ «СК "АРСЕНАЛ СТРАХУВАННЯ"» на 6,04 %. Вище значення ефекту фінансового левериджу для другої компанії зумовлене більшим розміром диференціалу фінансового левериджу. Таким чином, автором доведено доцільність залучення субординованого як джерела фінансового забезпечення достатності капіталу.

## ВИСНОВКИ

Підвищення капіталізації страхових компаній має першочергове значення для забезпечення фінансової стійкості страхового ринку України та захисту інтересів споживачів страхових послуг. Фінансове забезпечення достатності капіталу може здійснюватися як

за рахунок поповнення елементів власного капіталу, так і шляхом емісії субординованих боргових інструментів. Залучення капіталу на умовах субординованого боргу вигідніше із кількох причин, серед яких основною є підвищення рівня рентабельності власного капіталу. З метою запровадження інституту субординованого боргу на страховому ринку України, із залученням фахівців Нацкомфінпослуг доцільно розробити нормативні документи, у яких має бути визначено: поняття та критерії віднесення коштів до субординованого боргу; форма і валюта залучення таких боргових інструментів; мінімальна і максимальна сума субординованого боргу; рівень процентних ставок; можливість капіталізації та призупинення сплати відсотків; можливість довгострокового погашення (продовження) капітальних інструментів; порядок відображення субординованого боргу в обліку та фінансовій звітності; можливість конвертації боргових інструментів в акції.

## Література:

1. Бернстайн Л.А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпритация / Л.А. Бернстайн; [пер. с англ.]. — М.: Финансы и статистика, 2003. — 624 с.
2. Гайдай В. Економічна сутність банківського капіталу / В. Гайдай // Економічний аналіз. — 2010. — № 7. — С. 134—140.
3. Землячов С.В. Джерела формування власного капіталу комерційного банку / С.В. Землячов // Економіка Крима. — 2008. — № 23. — С. 53—56.
4. Михеева Н.Н. Преимущества и недостатки некоторых способов наращивания капитала коммерческих банков / Н.Н. Михеева // ВЕСТНИК ОГУ. — 2010. — № 13. — С. 177—180.
5. Нурушева М. Финансовый леверидж в коммерческих банках / М. Нурушева // РЦБК. — 2010. — № 12. — С. 22—25.
6. Олійник Я.О. Субординований борг як зовнішнє джерело формування ресурсної бази банку / Я.О. Олійник // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. — № 2. — С. 194—197.
7. Про встановлення максимальної процентної ставки за залученими коштами на умовах субординованого боргу: постанова Правління Національного банку України від 30.12.2010 № 592 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/v\\_592500-10](http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/v_592500-10)
8. Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні: постанова Національного банку України від 21.08.2001 № 368 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0841-01>
9. Про затвердження Положення про критерії та фінансові нормативи діяльності кредитних установ: розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг від 28.09.2006 № 6261 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z1221-06>
10. Про початок і ведення діяльності у сфері страхування і перестрахування (Платоспроможність II): Директива Європейського Парламенту та Ради від 25.11.2009 № 2009/138/ЄС [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/euro/Solvency\\_II\\_01.doc](http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/euro/Solvency_II_01.doc)
11. Про річну звітність і консолідовану звітність страхових підприємств: Директива Ради від 19.12.1991 № 91/674/ЄЕС [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/euro/ukr\\_91\\_674\\_ua.pdf](http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/euro/ukr_91_674_ua.pdf)
12. Про страхування: проект закону України від 19.12.2011 р. № 9614 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_2?pf3516=9614&skl=7](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_2?pf3516=9614&skl=7)

13. Ткачук Н.М. Субординований борг як зовнішнє джерело поповнення власного капіталу банку / Н.М. Ткачук // Університетські наукові записки. — 2006. — № 1. — С. 333—337.

14. Loughman S. The Case for Insurance Subordinated Debt / S. Loughman, N. Keye [Electronic resource]: Mode of access: [http://www.insuranceregcap.com/documents/TheCaseforInsuranceSubordinatedDebt\\_004.pdf](http://www.insuranceregcap.com/documents/TheCaseforInsuranceSubordinatedDebt_004.pdf)

15. QIS5 Technical Specifications [Electronic resource]: CEIOPS, 5 July 2010. — Mode of access: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/insurance/docs/solvency/qis5/201007/technical\\_specifications\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/docs/solvency/qis5/201007/technical_specifications_en.pdf)

## References:

1. Bernstajn, L.A. (2013), *Analiz finansovoj otchetnosti: teorija, praktika i interpretacija* [Analysis of financial statements: theory, practice and interpretation], Finansy i statistika, Moscow, Russia.
2. Hajdaj, V. (2010), "The economic essence of bank capital", *Ekonomichnyj analiz*, vol. 7, pp. 134—140.
3. Zemliachov, S.V. (2008), "Sources of forming of equity capital of a commercial bank", *Ekonomyka Kryma*, vol. 23, pp. 53-56.
4. Miheeva, N.N. (2010), "Advantages and disadvantages of some way of building capital of commercial banks", *VESTNIK OGU*, vol. 13, pp. 177—180.
5. Nurushcheva, M. (2010), "Financial leverage in commercial banks", *RCBK*, vol. 12, pp. 22—25.
6. Olijnyk, Ya.O. (2011), "Subordinated debt as a source of external formation of funding base of the bank", *Visnyk Universytetu bankiv'skoi spravy Natsional'noho banku Ukrainy*, vol. 2, pp. 194—197.
7. National Bank of Ukraine (2010) "Resolution About setting a maximum interest rate on borrowed funds as subordinated debt", available at: [http://zakon1.rada.gov.ua/laws/annot/en/v\\_592500-10](http://zakon1.rada.gov.ua/laws/annot/en/v_592500-10) (Accessed 20 Nov 2013).
8. National Bank of Ukraine (2010) "Resolution On approval of the Instruction on the procedure of regulation of bank activities in Ukraine", available at: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/annot/en/z0841-01> (Accessed 20 Nov 2013).
9. Financial Services Commission of Ukraine (2010) "Order On approval of Regulations on financial criteria and ratios of activities of credit institutions", available at: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/annot/en/z1221-06> (Accessed 20 Nov 2013).
10. The European Parliament and the Council of the European Union (2009), "Directive on the start and pursuit of the business of insurance and reinsurance (Solvency II)", available at: [www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/euro/Solvency\\_II\\_01.doc](http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/euro/Solvency_II_01.doc) (Accessed 20 Nov 2013).
11. Natskomfinposlug (1991), Directive "On the annual accounts and consolidated accounts of insurance undertakings", available at: [www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/euro/ukr\\_91\\_674\\_ua.pdf](http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/euro/ukr_91_674_ua.pdf) (Accessed 20 Nov 2013).
12. The Verkhovna Rada of Ukraine (2011), Draft Law of Ukraine "On Insurance", available at: [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_2?pf3516=9614&skl=7](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_2?pf3516=9614&skl=7) (Accessed 20 Nov 2013).
13. Tkachuk, N.M. (2006), "Subordinated debt as an external source of replenishment of the bank's equity", *Universytets'ki naukovy zapysky*, vol. 1, pp. 333—337.
14. Loughman, S. and Keye, N. (2011), *The Case for Insurance Subordinated Debt*, available at: [http://www.insuranceregcap.com/documents/TheCaseforInsuranceSubordinatedDebt\\_004.pdf](http://www.insuranceregcap.com/documents/TheCaseforInsuranceSubordinatedDebt_004.pdf). (Accessed 20 Nov 2013).
15. CEIOPS (2010), *QIS5 Technical Specifications*, available at: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/insurance/docs/solvency/qis5/201007/technical\\_specifications\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/docs/solvency/qis5/201007/technical_specifications_en.pdf) (Accessed 20 Nov 2013).

Стаття надійшла до редакції 20.10.2013 р.