

О.О. ПОПЛАВСЬКИЙ

(Житомирський державний технологічний університет, м. Житомир, Україна)

Діяльність страхових компаній на фінансовому ринку: аналіз світового досвіду

Метою статті є оцінка світової практики діяльності страхових компаній на фінансовому ринку протягом 2010-2014 рр. для виявлення закономірностей розвитку галузі та визначення їх можливого впливу на вітчизняний страховий сектор. За результатами аналізу звітів провідних консалтингових та страхових компаній, а також інформації органів державного нагляду за страховою діяльністю розкрито особливості розміщення активів страховиків в США, Японії та окремих країнах Європейського Союзу. Визначено чинники забезпечення рентабельності інвестиційної діяльності. Приділено увагу вкладенню коштів в державні цінні папери, та пов'язані з цим ризики. Обґрунтовано необхідність формування цілісної концепції управління діяльністю страхової компанії на фінансовому ринку з урахуванням глобальних змін (сповільнення економічного зростання, активізація кіберзлочинності, боротьба з тероризмом). Розглянуто причини зниження доходності інвестицій та експансії на ринки, країн що розвиваються, а також окреслено перспективи вкладення коштів у нові продукти фінансової інженерії з високим рівнем доходності.

Ключові слова: аналіз, інвестиційна діяльність, страхова компанія, ризики, фінансовий ринок.

А.А. ПОПЛАВСКИЙ

(Житомирский государственный технологический университет, г. Житомир, Украина)

Деятельность страховых компаний на финансовом рынке: анализ мировой практики

Целью статьи является оценка мировой практики деятельности страховых компаний на финансовом рынке в течение 2010-2014 гг. и на этой основе выявление закономерностей развития отрасли и определение их возможного влияния на отечественный страховой сектор. По результатам анализа отчетов ведущих консалтинговых и страховых компаний, а также информации органов государственного надзора за страховой деятельностью раскрыты особенности размещения активов страховщиков в США, Японии и отдельных странах Европейского Союза. Определены факторы обеспечения рентабельности инвестиционной деятельности. Уделено внимание вложению средств в государственные ценные бумаги, и связанные с этим риски. Обоснована необходимость формирования целостной концепции управления деятельностью страховой компании на финансовом рынке с учетом глобальных изменений (замедление экономического роста, активизация киберпреступности, борьба с терроризмом). Рассмотрены причины снижения доходности инвестиций и экспансии на рынки развивающихся стран, а также очерчены перспективы вложения средств в новые продукты финансовой инженерии с высоким уровнем доходности.

Ключевые слова: анализ, инвестиционная деятельность, страховая компания, риски, финансовый рынок.

O.O. POPLAVSKYI

(Zhytomyr State Technological University, Zhytomyr, Ukraine)

Activities of the Insurance Companies in the Financial Market: Analysis of International Experience

The aim of the article is to assess the international practice of activities of insurance companies in the financial market during 2010-2014 in order to identify patterns of development of the industry and to determine their potential impact on the domestic insurance sector. As a result of analysis of reports of leading consulting and insurance companies, as well as information of State supervisory bodies over the insurance activity disclosed the features of assets allocation of the insurers from the United States, Japan and some countries of the European Union. Defined the

factors the profitability provision for the investment activity. Attention paid to investment in government securities, and the associated risks. Proved the necessity of forming a coherent management concepts of the insurance company's activity in the financial market, taking into account global changes (slowdown of economic growth, intensification of cybercrime, combating terrorism). Considered the reasons for reducing the return on investment and expansion in the markets of developing countries, outlined as well the prospects of investing in new products of financial engineering with a high level of profitability.

Keywords: analysis, investment activity, insurance company, risks, financial market.

Постановка проблеми. На фоні посилення регулятивних вимог та зростаючого значення цифрових технологій питання ефективності інвестиційної діяльності для страхових компаній протягом останніх років втрачає пріоритетність, про що свідчить спільне дослідження «Insurance Barana Skins 2015» Центру вивчення фінансових інновацій (Centre for the Study of Financial Innovation) та впливової аудиторської компанії «PricewaterhouseCoopers». Зазначений звіт не відображає позицію керівництва окремих компаній, а зорієнтований на розкриття глобальних тенденцій, що має важливе значення для узагальнення практичного досвіду.

За результатами опитування представників страхового бізнесу з 54 країн світу було встановлено, що ключовими ризиками галузі є: по-перше, регуляція діяльності компаній (зокрема мова йде про Solvency II), по-друге, макроекономічні проблеми (сповільнення економік країн, що розвиваються, та відсутність зростання в країнах Єврозони), по-третє, підвищення облікових ставок з відповідними наслідками (зокрема, перспективи політики кількісного пом'якшення ФРС та ЄЦБ), по-четверте, кібер-ризик як результат як впровадження новітніх технологій, та по-п'яте, ефективність інвестицій [10, с. 10]. Причиною чого може бути врахування уроків останньої глобальної економічної кризи та стабілізація фінансових ринків провідних країн світу, разом з тим не вирішені протиріччя розвитку фінансової системи з урахуванням військово-політичних чинників можуть змінити погляди менеджменту страховиків.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблемним аспектам інвестиційної діяльності

страхових компаній приділена значна увага вітчизняних та зарубіжних вчених. Серед публікацій останніх років в Україні варто відмітити праці О.Й. Жабинець [1], Р.В. Пікус [4], А.Ю. Полчанова [5], І.М. Цуркана [6]. В той же час зміни інвестиційних пріоритетів, що мають місце на сучасному етапі розвитку глобальної страхової галузі, потребують подальшого вивчення на основі більш актуальних даних.

Метою статті є узагальнення практики діяльності страхових компаній на фінансових ринках розвинених країн світу протягом 2010-2014 рр. задля виявлення тенденцій та визначення їх можливого впливу на розвиток вітчизняного страхового сектору.

Методика дослідження. Для досягнення поставленої мети було застосовано загальнонаукові та специфічні методи (зокрема, табличний, графічний, економіко-статистичний).

Виклад основних результатів дослідження. Величезний обсяг ресурсів, що перебувають в управлінні страхових компаній світу, засвідчує важливість ролі останніх на фінансовому ринку. За підрахунками фахівців «The CityUK» в кінці 2014 році обсяг активів страхових компаній, як і решти інституційних інвесторів, продовжив своє зростання протягом останніх п'яти років і склав 31,1 трлн. дол. США, з яких близько 80 % складала кошти полісів зі страхування життя [22, с. 21]. Найбільша концентрація (70 % світових ресурсів) спостерігається в країнах-лідерах за обсягом ВВП (табл. 1.), зокрема в США (8,881 трлн. дол. США), Японії (4,463 трлн. дол. США), Франції (2,713 трлн. дол. США), Китаї (2,619 трлн. дол. США) Великій Британії (2,512 трлн. дол. США).

Таблиця 1

Розподіл активів страхових компаній за країнами, млрд. дол. США

Країна	Роки				
	2010	2011	2012	2013	2014
США	6 431	7 100	7 689	8 458	8 881
Велика Британія	2 736	2 755	2 984	3 282	2 512
Японія	3 958	3 878	42	462	4 463
Франція	2 509	656	710	781	2 713
ФРН	1 384	1 384	1 499	1 649	2 179
Нідерланди	508	297	322	354	563
Швейцарія	427	359	389	428	514
Інші країни	6 681	8 006	867	9 538	9 319
Всього	24 634	24 435	26 563	29 109	31 144

Джерело: побудовано автором на основі [18-22].

Фінанси та оподаткування

Такий ріст був забезпечений зростанням страхових премій – первинного джерела грошових надходжень страховиків, що спостерігалось в переважній більшості регіонів світу, за винятком країн Центральної та Східної Європи, де простежувалась неоднозначна динаміка у зв'язку з впливом санкцій проти Російської Федерації на бізнес-середовище.

На думку аналітиків перестрахової компанії «Swiss Re» збільшення обсягу страхових внесків на 3,7 % в 2014 році, тобто до 2,655 трлн дол. США є гарним імпульсом для подальшого розвитку галузі [25, с. 3]. Разом з тим програма монетарного стимулювання в США, масштаби якої є досить глобальними, знижує доходність та підвищує ціну боргових інструментів, за рахунок яких формується інвестиційних дохід страхових компаній. До зниження такої прибутковості найбільш чутливі

компанії зі страхування життя порівняно з іншими страховиками.

За підрахунками «National Association of Insurance Commissioners» компаніями зі страхування у США за підсумками 2014 року було інвестовано в облігації 2,7 трлн. дол. США, в той час коли інші страховики розмістили в цих цінних паперах лише 1,2 трлн. дол. США.

Аналіз розподілу активів американських страхових компаній протягом 2010-2014 рр., дає підстави стверджувати про суттєву питому вагу цінних паперів в інвестиційному портфелі останніх (рис. 1). Зокрема мова йде про облігації та акції, що складають до 80 % активів. За підсумками 2014 року серед найбільшу частку серед інвестованих в облігації коштів становили корпоративні облігації (53,4 %) та муніципальні облігації (14,0%) із, зазвичай, високим кредитним рейтингом [26].

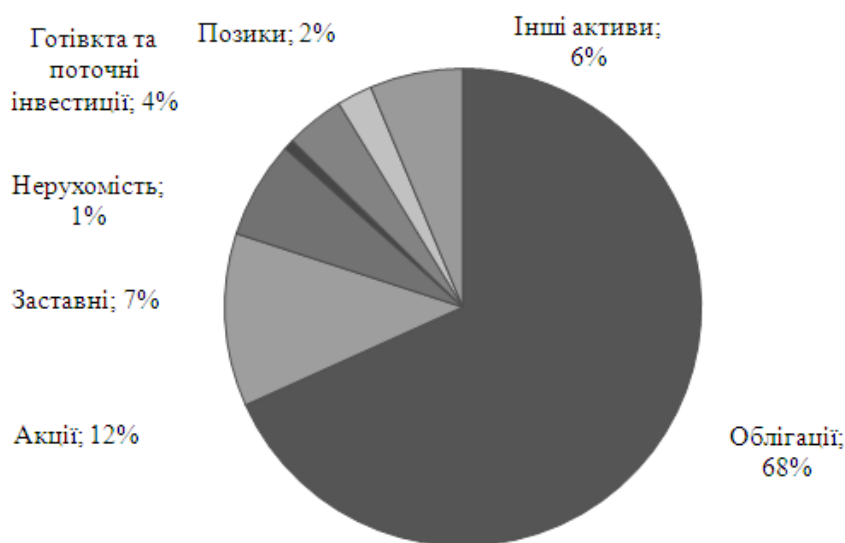


Рис. 1. Розподіл активів страхових компаній США за 2010-2014 рр., %

Джерело: побудовано автором на основі [26].

Беззаперечний вплив на структуру інвестиційного портфеля має спеціалізація страховиків (страхування життя, здоров'я, майна тощо), професіоналізм менеджменту та власне розмір активів. Так для невеликих компаній більш характерним є розміщення коштів в простих фінансових інструментах (наприклад, на банківських рахунках або у короткострокових цінних паперах) порівняно з потужними страховиками, що можуть, в силу наявних інформаційних, людських та фінансових ресурсів, дозволити собі складніші інструменти, зокрема заставні або деривативи. Це засвідчується і відповідними даними про інвестиційний портфель малих страхових компаній (з обсягом активів до 250 млн. дол. США), в структурі яких переважають високоліквідні активи (готівка, корпоративні цінні папери з високим кредитним рейтингом, муніципальні та федеральні облігації) [23].

В цілому ж структура інвестиційного портфеля страхових компаній США протягом останніх п'яти років не зазнала суттєвих змін, а доходність

інвестицій продовжила зниження (рис. 2), як для компаній в сфері особистого (L/H) та майнового страхування (P/C). Головним чином, саме за рахунок інвестиційної діяльності формується дохід останніх та забезпечується прибутковість всієї господарської діяльності в аналізованому періоді [26, с. 34].

В умовах обмеженої доходності традиційних фінансових активів страхові компанії активно вивчають нові варіанти інвестування коштів, а також способи організації інвестиційної діяльності. Широкої популярності в США набула практика передачі функцій управління активами аутсоринговим організаціям, що дозволяє більш ефективно використати потенціал, насамперед невеликих страховиків. На початку 2014 року в зовнішнє управління страховими компаніями було передано від 1 до 1,5 трлн. дол. США [24]. Крім власне передачі активів в управління, на аутсоринг можуть бути передано проведення інвестиційного аналізу та підготовка відповідних рекомендацій.

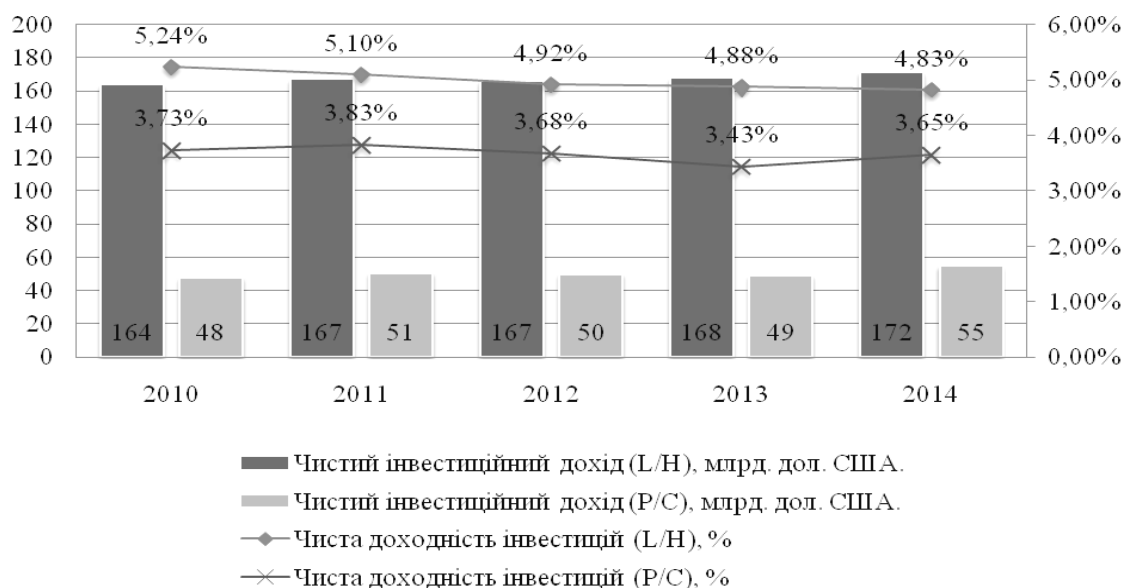


Рис. 2. Чистий інвестиційний дохід та доходність інвестицій страховиків в США протягом 2010-2014 рр.
Джерело: побудовано автором на основі [7, с. 23-32].

В структурі активів японських страховиків протягом 2010-2014 рр. також переважали цінні папери, проте їх якісний склад був інший, ніж в США. Так суттєвою була частка державних облігацій (21%), акцій (23%) та цінних паперів іноземних емітентів (17%). Інвестиції в облігації провідних іноземних держав (в переважній більшості це облігації США, Австралії та окремих країн ЄС) та закордонну нерухомість зумовлені низькою доходністю боргових інструментів в Японії через монетарну політику Банку Японії, аналогічну до заходів ФРС [11].

Європейських страховий ринок є досить неоднорідним, і компанії з Великої Британії, Франції та Німеччини разом формують близько 60% всіх активів страховиків загальним обсягом у 9,9 трлн. євро [9, с. 25], а такі холдинги як «АХА», «Allianz» є найбільшими світі [12]. В цілому ж, інвестиційний портфель європейських страховиків, як і інших інституціональних інвесторів, складався переважно з державних та корпоративних цінних паперів, а також заставних та позик.

На думку аналітиків центрального банку Німеччини (Deutsche Bundesbank) вплив суверенного ризику на страхові компанії є меншим в порівнянні з банками, але більшим ніж на інші організації. За результатами аналізу ціноутворення кредитно-дефолтних свопів протягом 2008-2013 рр. вони прийшли до висновку про помилковість визнання цінних паперів, емітованих державою, безризиковими в рамках вимог до платоспроможності капіталу відповідно до концепції Solvency II [13]. Крім того дослідження взаємозв'язку між рентабельністю інвестицій та розміщенням активів страховиків ЄС в

2004-2014 рр., проведене Д. Бендрічем та Й. Бергстромом, виявило недостатню обґрунтованість гіпотези про суттєвість негативного впливу доходності грошових коштів та їх еквівалентів на рентабельність інвестиційної діяльності страховика, а також очікуване значне зростання частки деривативів через посилення економічних нормативів [8, с. 75]. В той же час даний аналіз було здійснено на підставі вивчення лише 42 компаній, відповідно отримані дані не відображають загальноєвропейських тенденцій.

Крім того інвестиційна активність має свої особливості в окремих країнах. Наприклад, в Республіці Польща, спостерігається зменшення частки іпотечних та боргових цінних паперів, в тому числі й державних облігацій, з одночасним збільшенням питомої ваги пайових цінних паперів, що дозволило забезпечити відносно високий рівень рентабельності інвестицій (рис. 3).

Загалом же зниження доходності інвестиційної діяльності європейських страховиків, пов'язане із грошово-кредитною політикою центральних банків, у зв'язку з чим для забезпечення прибутковості цілком очікуваним в найближчому майбутньому буде корекція стратегій компаній на ринку страхових послуг.

В цілому страхові компанії є активними учасниками фінансового ринку, не тільки в якості інституціональних інвесторів, але й як емітентів. Це стосується акції страховиків, на окремі з яких є суттєвий попит серед інвесторів і вони включені до провідних фондових індексів світу, та емітовані компаніями цінні папери, прив'язані до страхових ризиків (insurance linked securities).

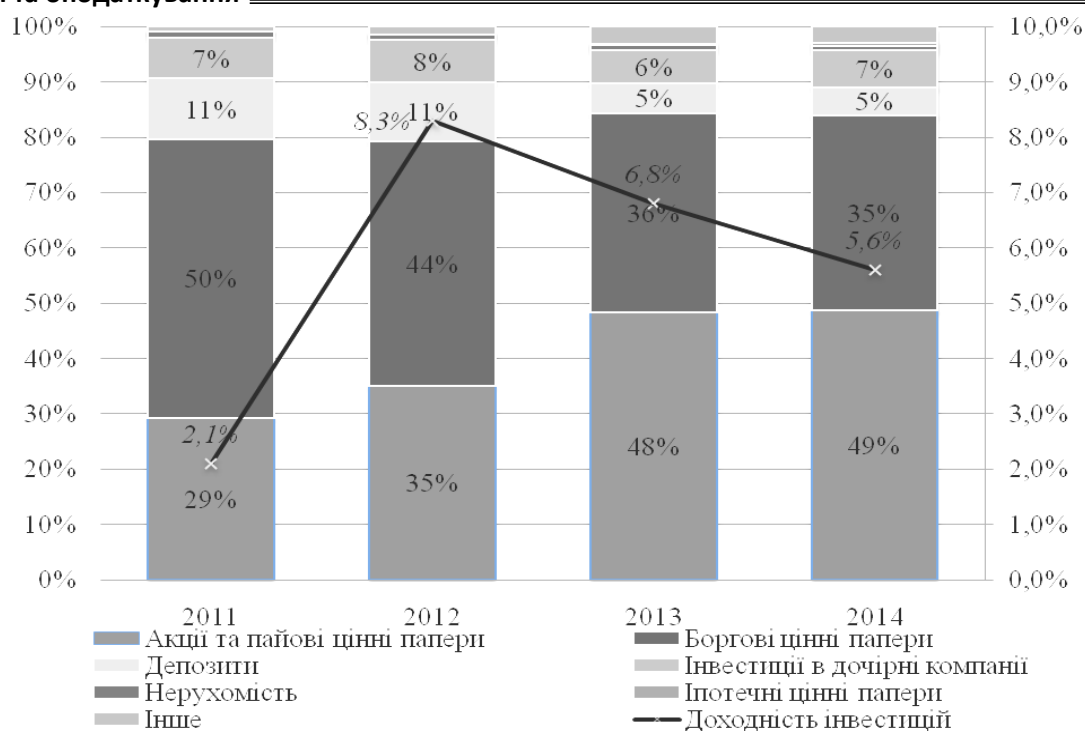


Рис. 3. Структура та доходність інвестиційного портфеля страховиків в Польщі, %

Джерело: побудовано автором на основі даних Польської Страхової Асоціації [14-17].

Існує проблема зі зловживаннями страхових компаній на фінансовому ринку. Так, наприклад, в Російській Федерації, відповідно до підрахунків рейтингового агентства «Експерт», за підсумками 2014 року 39 % цінних паперів страхових компаній мали ознаки фіктивності, а частка фіктивних активів в середньому складала 15 % від загальної вартості активів, при чому для невеликих страховиків цей показник був ще вищим [3]. Окрім використання фіктивних цінних паперів (зокрема, акцій, облігацій, векселів, інвестиційних сертифікатів), поширеними є завищення вартості окремих активів та проведення операцій РЕПО з відстрочкою платежу для відображення у фінансовій звітності високоліквідних цінних паперів [2]. Погоджуємось з думкою аналітиків, що подібні дії керівництва зумовлені з необхідністю дотримання економічних нормативів, в той же час, вважаємо, що така діяльність також може бути пов'язана з легалізацією доходів, одержаних злочинним шляхом, та фінансуванням тероризму.

Вивчення світової практики функціонування страхових компаній на фінансовому ринку дає можливість зробити такі висновки:

1) існуючі підходи до організації та здійснення фінансового менеджменту в страховій галузі не завжди дозволяють отримати очікуваний результат, підтвердженням чого є наслідки глобальної фінансової кризи. Така ситуація створює попит на науково обґрунтовану цілісну концепцію управління діяльністю компанії на ринку, адекватну новим викликам (сповільнення економічного зростання, активізація кіберзлочинності, боротьба з тероризмом);

2) зниження рентабельності інвестиційної діяльності сприяє експансії компаній на ринки, країн

що розвиваються, та вкладенню активів у нові продукти фінансової інженерії з високим рівнем доходності. Важливим є врахування уроків попередніх років для попередження суттєвої переоцінки таких інструментів та нестабільності на фондовому ринку.

3) в той же час можливості такого якісного розширення свого інвестиційного портфелю для невеликих страхових компаній є обмеженими, у зв'язку з цим останні мають право частково або повністю передати свої активи в довірче управління професійним учасникам фінансового ринку;

4) консолідація капіталу страховиків, зміцнення їх ролі в економіці та утвердження статусу окремих компаній як системно значущих зумовлює посилення вимог до їх діяльності, в тому числі й інвестиційної. Фінансові позиції компаній з Північної Америки та Європи залишатимуться домінуючим в галузі, проте страховики з інших регіонів світу поступово посилюють свій вплив, про що свідчить статистика злиттів та поглинань. На жаль, такі тенденції оминають вітчизняну страхову галузь.

4 Список використаних джерел

1. Жабинець, О. Й. Інвестиційна стратегія та ефективність інвестиційної діяльності європейських страховиків [Текст] / О. Й. Жабинець // Бізнес Інформ. – 2014. – № 2. – С. 71-75.

2. Каверина, М. Больше 80 % ценных бумаг у ряда страховщиков являются фиктивными / Каверина Мария // [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.vedomosti.ru/finance/articles/2015/06/08/595549-bolee-80-aktivov-u-strahovih-kompanii-yavlyayutsya-fiktivnimi>

3. Качество активов страховых компаний: творческий подход [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.raexpert.ru/researches/insurance/asset_quality_2014/
4. Пікус, Р. В. Досвід інвестиційної діяльності зарубіжних страхових компаній [Текст] / Р. В. Пікус, Д. С. Нестерова // Вісник КНУ ім. Т. Шевченка, серія Економіка. – 2014. – Вип. 3(156). – С. 6-11.
5. Полчанов, А. Фінансова стратегія страховика на світовому ринку [Текст] / А. Полчанов // Вісник Київського національного торговельно-економічного університету. – 2012. – № 3. – С. 75-83.
6. Цуркан, І. М. Інвестиційна діяльність страхових компаній у розвинених країнах світу на ринку цінних паперів [Текст] / І. М. Цуркан, І. Ю. Герасимова // Економічний вісник Національного гірничого університету. – 2013. – № 4. – С. 103-110.
7. Annual report on the insurance industry federal insurance office [Electronic resource]. – Mode of Access : https://www.treasury.gov/initiatives/fio/reports-and-notices/Documents/2015%20FIO%20Annual%20Report_Final.pdf
8. Bendrich, D. Impact of Asset Allocation on Insurance Companies' Performance / Denise Bendrich, Johan Bergström // A study of the European Economic Area [Electronic resource]. – Mode of Access : <http://umu.diva-portal.org/smash/get/diva2:844037/FULLTEXT01.pdf;jsessionid=wKMB4wkoN4ljnWNgDW-z20oINVjVXy9ofS3faxC1.diva2-search2-vm>
9. European Insurance – Key Facts [Electronic resource]. – Mode of Access : <http://www.insuranceeurope.eu/sites/default/files/attachm ents/European%20Insurance%20-%20Key%20Facts%20-%20August%202015.pdf>
10. Insurance Banana Skins 2015. PricewaterhouseCoopers [Electronic resource]. – Mode of Access : http://www.pwc.com/gx/en/insurance/banana-skins/assets/pwc_insurance_banana_skins_2015.pdf
11. Japan's Insurance Market 2015 [Electronic resource]. – Mode of Access : http://www.toare.co.jp/english/html/pdf/2015_insurance.pdf
12. Largest insurance companies worldwide in 2014, by total assets [Electronic resource]. – Mode of Access : <http://www.statista.com/statistics/270998/worlds-largest-insurance-companies-by-total-assets/>
13. On the exposure of insurance companies to sovereign risk – portfolio investments and market forces [Electronic resource]. – Mode of Access : https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Discussion_Paper_1/2015/2015_10_16_dkp_34.pdf?__blob=publicationFile
14. PIU Annual Report – 2011 [Electronic resource]. – Mode of Access : https://www.piu.org.pl/public/upload/ibrowser/Annual%20Report_2011.pdf
15. PIU Annual Report 2012 [Electronic resource]. – Mode of Access : <https://www.piu.org.pl/public/upload/ibrowser/PIU%20RAPORT%20ROCZNY%202012%20ENG.pdf>
16. PIU Annual Report 2013 [Electronic resource]. – Mode of Access : https://www.piu.org.pl/public/upload/ibrowser/PIU%20ang%20raport%20roczny%202013%20D%20opt_1.pdf
17. PIU Annual Report 2014 [Electronic resource]. – Mode of Access : <https://www.piu.org.pl/public/upload/ibrowser/Raport%20Roczny%202014/Raport%20roczny%202014%20en.pdf>
18. The City UK Fund Management Research Report (2010) [Electronic resource]. – Mode of Access : <http://www.thecityuk.com>
19. The City UK Fund Management Research Report (2011) [Electronic resource]. – Mode of Access : <http://www.thecityuk.com>
20. The City UK Fund Management Research Report (2012) [Electronic resource]. – Mode of Access : <http://www.thecityuk.com>
21. The City UK Fund Management Research Report (2013) [Electronic resource]. – Mode of Access : <http://www.thecityuk.com>
22. The City UK Fund Management Research Report (2014) [Electronic resource]. – Mode of Access : <http://www.thecityuk.com>
23. The Evolution of Investment Portfolio Asset Allocations in Small U.S. Insurers [Electronic resource]. – Mode of Access : http://www.naic.org/capital_markets_archive/151201.htm
24. U.S. Insurance Industry Third-Party Investment Management [Electronic resource]. – Mode of Access : http://www.naic.org/capital_markets_archive/150508.htm
25. World Insurance in 2014: back to life [Text] / Swiss Re // Sigma. – 2015. – № 4. – 48 p.
26. Year-End 2014 Insurance Industry Investment Portfolio Asset Allocations [Electronic resource]. – Mode of Access : http://www.naic.org/capital_markets_archive/150622.htm

4 References

1. Zhabyneć, O. (2014). Investycyjna strategija ta efektywnistj investycyjnoji dijajnosti jevropejsjkykh strakhovykiv [Investment strategy and efficiency of investment activity of European insurers]. *Biznes Inform*, No. 2, 71-75.
2. Kaverina, M. (2015). *Bolshe 80 % tsenyih bumag u ryada strahovschikov yavlyayutsya fiktivnyimi [More than 80% of the securities of a number of insurers are bogus]*. Retrieved from <http://www.vedomosti.ru/finance/articles/2015/06/08/595549-bolee-80-aktivov-u-strahovih-kompanii-yavlyayutsya-fiktivnimi>
3. *Kachestvo aktivov strahovyih kompaniy: tvorcheskiy podhod [The quality of insurance companies' assets: creativity]*. Retrieved from http://www.raexpert.ru/researches/insurance/asset_quality_2014/
4. Pikus, R. & Nesterova, D. (2014). Dosvid investycyjnoji dijajnosti zarubizhnykh strakhovykh kompanij [Experience of investment of foreign insurance companies]. *Visnyk KNU im. T.Shevchenka, serija Ekonomika*, No. 3(156), 6-11.
5. Polchanov, A. (2012). Finansova strategija strakhovyka na svitovomu rynku [Financial strategy of

insurer in the world market]. *Visnyk Kyjivskjogho nacionaljnogho torghoveljno-ekonomichnogho universytetu*, No. 3, 75-83.

6. Curkan, I., & Gherasymova, I. (2013). Investycyjna dijajlnistj strakhovykh kompanij u rozvynenykh krajijnakh svitu na rynku cinnnykh paperiv [Investments of insurance companies in the developed world in the securities market]. *Ekonomichnyj Visnyk Nacionaljnogho Ghirnychogho Universytetu*, No. 4, 103-110.

7. *Annual report on the insurance industry federal insurance office*. Retrieved from https://www.treasury.gov/initiatives/fio/reports-and-notices/Documents/2015%20FIO%20Annual%20Report_Final.pdf

8. Bendrich D. & Bergström J. (2015). Impact of Asset Allocation on Insurance Companies' Performance // *A study of the European Economic Area*. Retrieved from <http://umu.diva-portal.org/smash/get/diva2:844037/FULLTEXT01.pdf;jsessionid=wKMB4wkoN4ljnWNgDW-z20oINVjVXy9ofS3faxC1.diva2-search2-vm>

9. *European Insurance – Key Facts* (2015). Retrieved from <http://www.insuranceeurope.eu/sites/default/files/attachments/European%20Insurance%20-%20Key%20Facts%20-%20August%202015.pdf>

10. PricewaterhouseCoopers. *Insurance Banana Skins 2015*. Retrieved from http://www.pwc.com/gx/en/insurance/banana-skins/assets/pwc_insurance_banana_skins_2015.pdf

11. Japan's Insurance Market 2015. Retrieved from http://www.toare.co.jp/english/html/pdf/2015_insurance.pdf

12. Largest insurance companies worldwide in 2014, by total assets. Retrieved from <http://www.statista.com/statistics/270998/worlds-largest-insurance-companies-by-total-assets/>

13. Deutsche Bundesbank. (2015). *On the exposure of insurance companies to sovereign risk – portfolio investments and market forces*. Retrieved from https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Discussion_Paper_1/2015/2015_10_16_dkp_34.pdf?__blob=publicationFile

14. Polska Izba Ubezpieczeń. (2011). *Annual Report*. Retrieved from https://www.piu.org.pl/public/upload/ibrowser/Annual%20Report_2011.pdf

15. Polska Izba Ubezpieczeń. (2012). *Annual Report*. Retrieved from <https://www.piu.org.pl/public/upload/ibrowser/PIU%20RAPORT%20ROCZNY%202012%20ENG.pdf>

16. Polska Izba Ubezpieczeń. (2013). *Annual Report*. Retrieved from https://www.piu.org.pl/public/upload/ibrowser/PIU%20ang%20raport%20roczny%202013%20D%20opt_1.pdf

17. Polska Izba Ubezpieczeń. (2014). *Annual Report*. Retrieved from <https://www.piu.org.pl/public/upload/ibrowser/Raport%20Roczny%202014/Raport%20roczny%202014%20en.pdf>

18. The City UK. (2010). *Fund Management Research Report*. Retrieved from <http://www.thecityuk.com/>.

19. The City UK. (2011). *Fund Management Research Report*. Retrieved from <http://www.thecityuk.com>

20. The City UK. (2012). *Fund Management Research Report*. Retrieved from <http://www.thecityuk.com>

21. The City UK. (2013). *Fund Management Research Report*. Retrieved from <http://www.thecityuk.com>

22. The City UK. (2014). *Fund Management Research Report*. Retrieved from <http://www.thecityuk.com>

23. National Association of Insurance Commissioners. *The Evolution of Investment Portfolio Asset Allocations in Small U.S. Insurers*. Retrieved from http://www.naic.org/capital_markets_archive/151201.htm

24. National Association of Insurance Commissioners. *U.S. Insurance Industry Third-Party Investment Management*. Retrieved from http://www.naic.org/capital_markets_archive/150508.htm

25. Swiss Re. (2015). *World Insurance in 2014: back to life*. Retrieved from <http://www.swissre.com>

26. National Association of Insurance Commissioners. (2015). *Year-End 2014 Insurance Industry Investment Portfolio Asset Allocations*. Retrieved from http://www.naic.org/capital_markets_archive/150622.htm