

ІНВЕСТИЦІЙНИЙ ПОТЕНЦІАЛ СТРАХОВИХ КОМПАНІЙ: УКРАЇНСЬКИЙ ТА ЄВРОПЕЙСЬКИЙ ДОСВІД

©2025 ЛЮТИЙ І. О., ЛЯЛЬКІН О. С.

УДК 336.7
JEL Classification: E2; F21

Лютий І. О., Лялькін О. С.

Інвестиційний потенціал страхових компаній: український та європейський досвід

У статті досліджено інвестиційний потенціал страхових компаній як чинник стабілізації фінансової системи країни. Основний акцент здійснюється на аналізі регуляторних вимог, що діють в Європейському Союзі, і можливості їх імплементації на страховому ринку України. Страхові компанії, особливо ті, що здійснюють страхування життя, традиційно вважаються потужними інституційними інвесторами, які володіють значними фінансовими ресурсами та мають змогу здійснювати довгострокове інвестування реального сектора економіки держави. Встановлено, що страховики Європейського Союзу здійснюють інвестиції в реальний сектор шляхом купівлі корпоративних облігацій, при цьому їх частка в структурі їх інвестиційних портфелів становить приблизно 25 відсотків (якщо не враховувати інвестиції у компанії колективного інвестування). В інвестиційних портфелях європейських страхових компаній найбільшу частку займають державні цінні папери, водночас частка акцій є відчутно низькою. В Україні як інвестиції в акції, так і вкладення в корпоративні облігації займають мізерні частки в інвестиціях страховиків. Акцентовано увагу на тому, що регуляторні вимоги можуть виступати одним із чинників формування інвестиційної стратегії страховика. У країнах Європейського Союзу регуляторні вимоги щодо розрахунку капіталу платоспроможності визначено у Директиві 2009/138/ЄС (Solvency II) та Регламенті (ЄС) № 2015/35. Модуль ринкового ризику як складова капіталу платоспроможності містить у собі такі суб-модулі ризику, як ризик процентної ставки, ризик власного капіталу, ризик спреду, майновий ризик, валютний ризик і ризик ринкової концентрації. У статті зазначено, що Європейською Комісією було запроваджено низку нововведень, які стосувалися модифікації окремих вимог до капіталу платоспроможності з метою заохочення страховиків інвестувати у реальний сектор економіки. Зокрема, вони стосувалися зменшення рівнів вимог до капіталу платоспроможності для таких інвестицій, як інвестиції в інфраструктурні проекти; інвестиції у власний капітал, який не допущений до лістингу; довгострокові інвестиції у власний капітал. У статті надано оцінку ефективності таких нововведень. Зроблено висновок, що досвід запровадження таких нововведень може бути релевантним і для імплементації в Україні, з огляду на те, що у 2027 році частина українських страхових компаній буде розраховувати капітал платоспроможності за правилами, гармонізованими з Solvency II.

Ключові слова: фінансова система, інвестиції, повоєнне відновлення, інвестиційні стратегії страховиків, Solvency II.

DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-0712-2025-2-176-187>

Рис.: 11. **Бібл.:** 26.

Лютий Ігор Олексійович – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів, Київський національний університет імені Тараса Шевченка (вул. Володимирська, 60, Київ, 01033, Україна)

E-mail: liutyi@knu.ua

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-3561-2432>

Лялькін Олександр Сергійович – магістр кафедри фінансів, Київський національний університет імені Тараса Шевченка (вул. Володимирська, 60, Київ, 01033, Україна)

E-mail: alex.lialkin@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9240-3952>

UDC 336.7
JEL Classification: E2; F21

Liutyi I. O., Lialkin O. S. Investment Potential of Insurance Companies: Ukrainian and European Experience

The article examines the investment potential of insurance companies as a factor in stabilizing the country's financial system. The main focus is on analyzing the regulatory requirements in the European Union and the possibilities for their implementation in the insurance market of Ukraine. Insurance companies, especially those engaged in life insurance, are traditionally regarded as powerful institutional investors with substantial financial resources and the ability to undertake long-term investments in the real sector of the economy. It has been determined that EU insurers invest in the real sector by purchasing corporate bonds, with their share in the structure of their investment portfolios accounting for approximately 25 percent (excluding investments in collective investment companies). In the investment portfolios of European insurance companies, government securities constitute the largest share, while the share of stocks is noticeably low. In Ukraine, both investments in stocks and investments in corporate bonds occupy negligible portions of insurers' investments. It is underscored that regulatory requirements may act as one of the factors shaping an insurer's investment strategy. In European Union countries, regulatory requirements for calculating solvency capital are defined in Directive 2009/138/EC (Solvency II) and Regulation (EU) No. 2015/35. The market risk module, as part of solvency capital, includes such risk sub-modules as interest rate risk, equity risk, spread risk, property risk, currency risk, and market concentration risk. The article notes that the European Commission has introduced a number of innovations related to the modification of certain solvency capital requirements in order to encourage insurers to invest into the real sector of the economy. In particular, they concerned the reduction of solvency capital requirement levels for investments such as investments in infrastructure projects; investments in unlisted equity; long-term equity investments. The article provides an assessment of the efficiency of such innovations. It is concluded that

the experience of implementing such innovations may be relevant for implementation in Ukraine, considering that by 2027, some Ukrainian insurance companies will calculate their solvency capital according to rules harmonized with Solvency II.

Keywords: financial system, investments, post-war recovery, insurers' investment strategies, Solvency II.

Fig.: 11. Bibl.: 26.

Liutyi Ihor O. – Doctor of Sciences (Economics), Professor, Head of the Department of Finance, Taras Shevchenko National University of Kyiv (60 Volodymyrska Str., Kyiv, 01033, Ukraine)

E-mail: liutyi@knu.ua

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-3561-2432>

Lialkin Oleksandr S. – Master of the Department of Finance, Taras Shevchenko National University of Kyiv (60 Volodymyrska Str., Kyiv, 01033, Ukraine)

E-mail: alex.lialkin@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9240-3952>

Вступ. Страхові компанії відіграють важливу роль у стабілізації фінансової системи країни. Головною функцією страхування є захист фізичних і юридичних осіб від ймовірних збитків у разі настання страхових подій.

Окрім цього, страхові компанії є фінансовими посередниками, їх діяльність дозволяє зменшити транзакційні витрати, що пов'язані з рухом грошових коштів від тих, хто заощадує до позичальників через механізм накопичення грошових ресурсів платників страхових премій [14, с. 26]. Відповідно, страховики, особливо ті, які спеціалізуються на страхуванні життя, традиційно вважаються потужними інвесторами з огляду на те, що вони здатні розміщувати активи на довгостроковий термін та мають значні інвестиційні ресурси [19, с. 2]. При цьому необхідно враховувати, що страхові компанії, розміщуючи активи, повинні дотримуватись регуляторних вимог з метою забезпечення платоспроможності та усунення негативних наслідків для споживачів послуг страхування.

Страховики можуть здійснювати інвестиції як у фінансовий сектор, так і в реальний. Незважаючи на це, інвестування в реальний сектор економіки не є поширеним серед страхових компаній України.

На нашу думку, сьогодні фінансіалізація економіки, як об'єктивна тенденція розвитку світової фінансової системи, є серйозним викликом для національних економік. Спостерігається значний вплив капіталу з реального сектора до фінансового, де дохідність активів є вищою. Водночас фінансовий сектор нині не виконує належним чином функцій збереження та примноження заощаджень і не забезпечує їх трансформацію в реальні інвестиції [15, с. 57].

Однак ефективний розвиток будь-якої ринкової економіки потребує залучення приватних інвестицій. Окрім цього, приватні інвестиції можуть виступати також і цінним джерелом для повоєнного економічного відновлення.

Згідно з оцінками Світового банку, станом на 31 грудня 2023 року загальна вартість відбудови та відновлення в Україні становить 486 млрд дол. США [26]. Згідно зі звітом Київської школи економіки, загальна сума прямих збитків, нанесених інфраструктурі України, які були завдані агресією російської федерації проти України, станом на 1 січня 2024 року сягнула 157 млрд дол. США [25].

Викладення основного матеріалу дослідження. Інвестиційна діяльність страхових компаній перебуває

у нерозривному зв'язку зі станом розвитку національного страхового ринку. Страховики формують ресурси для інвестиційної діяльності за рахунок страхових платежів (премій), що надходять у процесі здійснення страхової діяльності. Отже, насамперед виокремимо та проаналізуємо ключові особливості сучасного страхового ринку, які визначають інвестиційний потенціал страховиків.

Особливості страхового ринку України, що визначають інвестиційний потенціал українських страховиків

По-перше, порівняємо значення показника рівня проникнення страхування в Україні та країнах ЄС. Рівень проникнення страхування оцінює вплив страхового ринку на соціально-економічний розвиток країни та потенціал страхового ринку в державі. Цей показник розраховується як співвідношення валових страхових премій до валового внутрішнього продукту країни.

На рис. 1 наведено значення показника рівня проникнення страхування в Україні та деяких європейських країнах.

Таким чином, в Україні рівень проникнення страхування відносно нижчий, ніж у країнах Європейського Союзу, у тому числі країнах Східної Європи. Відносно нижча роль страхування в економіці країни обмежує обсяг ресурсів, що залучаються страховиками, що відповідно стримує їх інвестиційний потенціал.

По-друге, потрібно зауважити, що суттєвою особливістю українського ринку страхування є відчутно низька роль продуктів із накопичувального страхування, зокрема страхування життя.

Рис. 2 демонструє, що в сукупному обсязі страхових премій українських страховиків переважну більшість становлять премії ризикового страхування (приблизно 90 %).

Водночас специфіка інвестиційної діяльності страхових компаній істотно залежить від їх спеціалізації. Саме страховики, які здійснюють страхування життя, виступають найбільш потужними інституційними інвесторами, оскільки мають можливість здійснювати довгострокові інвестиції у значних обсягах завдяки тривалому характеру своїх зобов'язань. Інвестиційна діяльність ризикових страховиків водночас стримується обмеженнями щодо ліквідності.

Відповідно, низька роль страхування життя є явищем, що послаблює інвестиційні можливості національного страхового ринку.

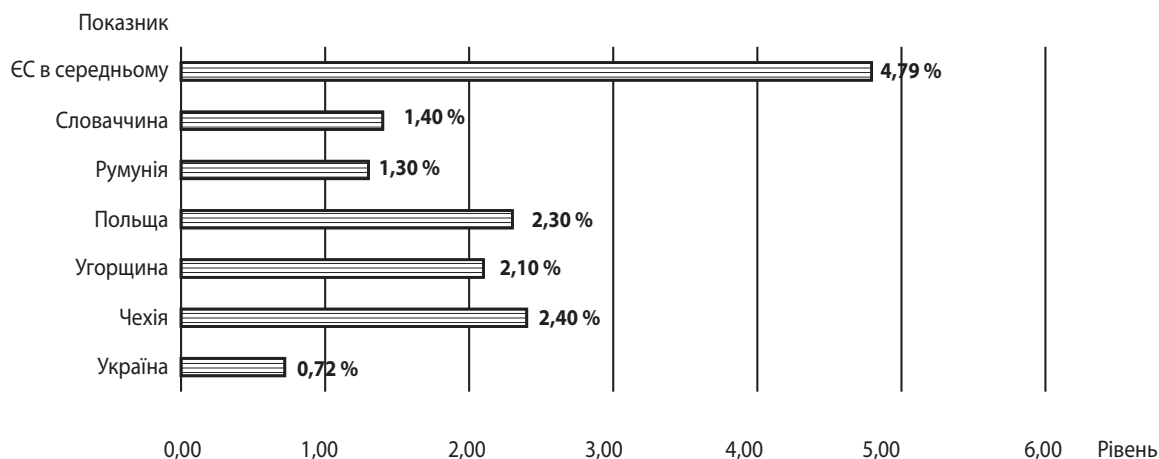


Рис. 1. Рівень проникнення страхування в Україні та країнах Європейського Союзу, 2023 р.

Джерело (крім України): складено авторами на основі [1, с. 26]; середні значення рівня проникнення страхування у Європейському Союзі розраховано авторами за даними таких країн, як Австрія, Бельгія, Данія, Франція, Німеччина, Греція, Ірландія, Італія, Нідерланди, Португалія, Швеція, Словаччина, Румунія, Польща, Угорщина, Чехія на основі [1, с. 26]; дані щодо рівня проникнення страхування в Україні розраховані на основі [16; 17]



Рис. 2. Валові страхові премії ризикового страхування та валові страхові премії страхування життя, млрд грн

Джерело: [17]

Водночас питома вага страхування життя в країнах ЄС є значно вищою (рис. 3).

По-третє, варто звернути увагу і на те, що значна частка страхових премій залучається страховиками за страховими продуктами, обов'язковість яких встановлена законом (див. рис. 4). З одного боку, це може вважатись позитивним для страхових компаній, оскільки такі продукти забезпечують стабільний потік страхових платежів. Однак, з іншого боку, таке явище може свідчити про слабкість реального, ринкового попиту фізичних і юридичних осіб на страхові продукти.

Насамкінець, у контексті дослідження особливостей страхового ринку України зауважимо, що українські страховики залучають значні обсяги страхових платежів від страхувальників – фізичних осіб. Власне, частка страхових премій, сплачених страхувальниками – фізичними особа-

ми, склала 56,14 % у сумі залучених премій за договорами ризикового страхування.

Відповідно, страховий ринок України чутливий до майнового стану громадян. Скорочення доходів фізичних осіб в умовах воєнного стану здатне негативно впливати на формування страховиком ресурсної бази для здійснення інвестиційної діяльності.

Таким чином, наведені нами вище особливості, притаманні страховому ринку України, у своїй більшості є такими, що стримують інвестиційні можливості українських страховиків.

Інші фактори, що впливають на інвестиційну діяльність українських страховиків

Однак варто зауважити, що страховики формують інвестиційний портфель з огляду на сукупність і інших факторів, як зовнішніх, так і внутрішніх. В академічній літера-

Показник, %

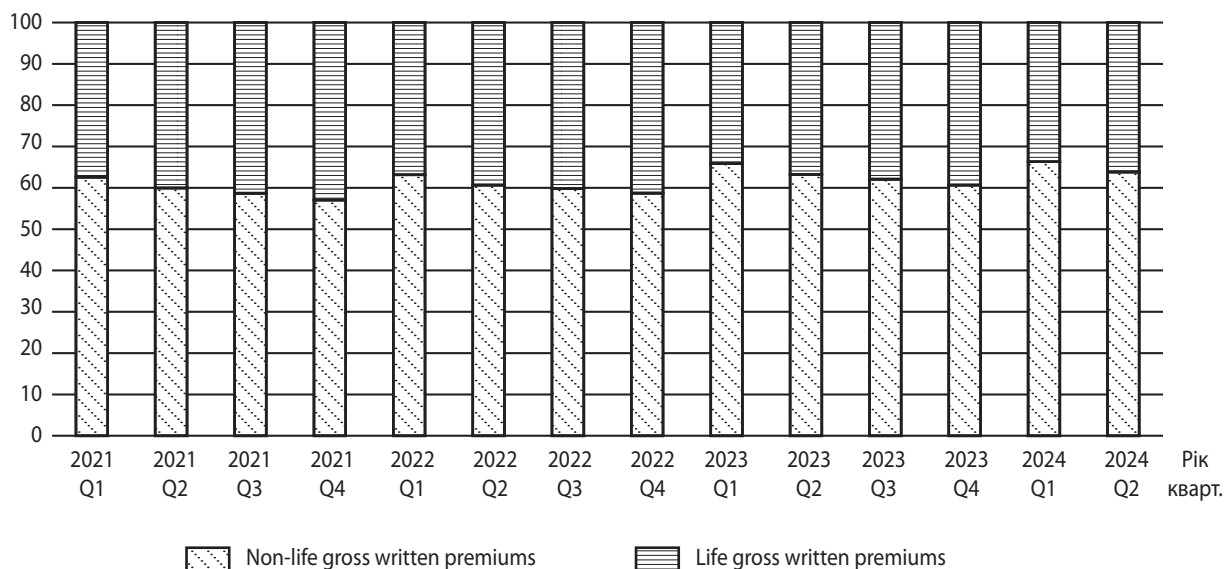


Рис. 3. Валові страхові премії ризикового страхування та валові страхові премії страхування життя в Європейському Союзі

Джерело: [2]

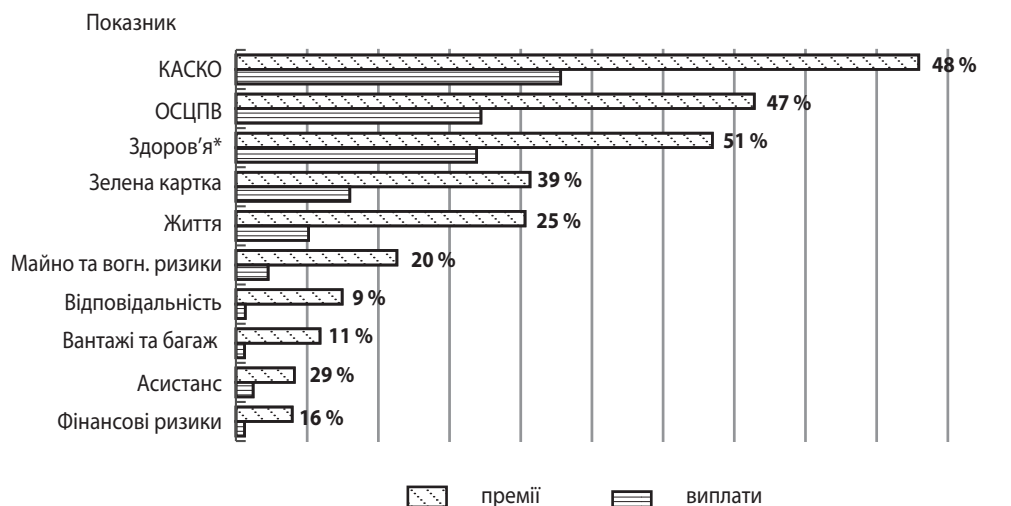


Рис. 4. Страхові премії та страхові виплати за найбільш поширеними лініями бізнесу за 9 місяців 2024 р.

Джерело: [17]

турі існує багатоманіття підходів з приводу виокремлення таких детермінантів інвестиційної діяльності страховика.

Так, зокрема, Roufinas, Thomas та Evangelia Siopi зазначають, що страхові компанії, формуючи інвестиційну стратегію, повинні враховувати ринкові, кредитні ризики, ризики ліквідності, концентрації та диверсифікації з метою побудови оптимального портфеля з точки зору їх цільового рівня ризику [10, с. 26].

Своєю чергою, Gründl, H., M. Dong and J. Gal серед факторів, що впливають на еволюцію портфельних довгострокових інвестиційних стратегій страховиків, виокремлюють, зокрема, такі: наявність відповідних фінансових інструментів, інвестиційний досвід у конкретних класах активів і високоякісні дані [4, с. 3–4].

Ми погоджуємось також з тим, що застосування більш агресивних стратегій інвестування буде прийнятним для страховиків лише за глибокого розвитку ринку фінансових послуг в державі та стабільної макроекономічної ситуації [20, с. 44].

Окрім цього, істотним чинником, який впливає на стан інвестиційної діяльності страховиків, є рівень розвитку фондового ринку держави.

Український фондовий ринок характеризується, з-поміж іншого, низькою ліквідністю, слабким розвитком функціональної та технічної інфраструктури, недостатнім захистом прав інвесторів [13, с. 234]. Окрім цього, на вітчизняному фінансовому ринку представлена лише обмежена пропозиція фінансових інструментів та механізмів

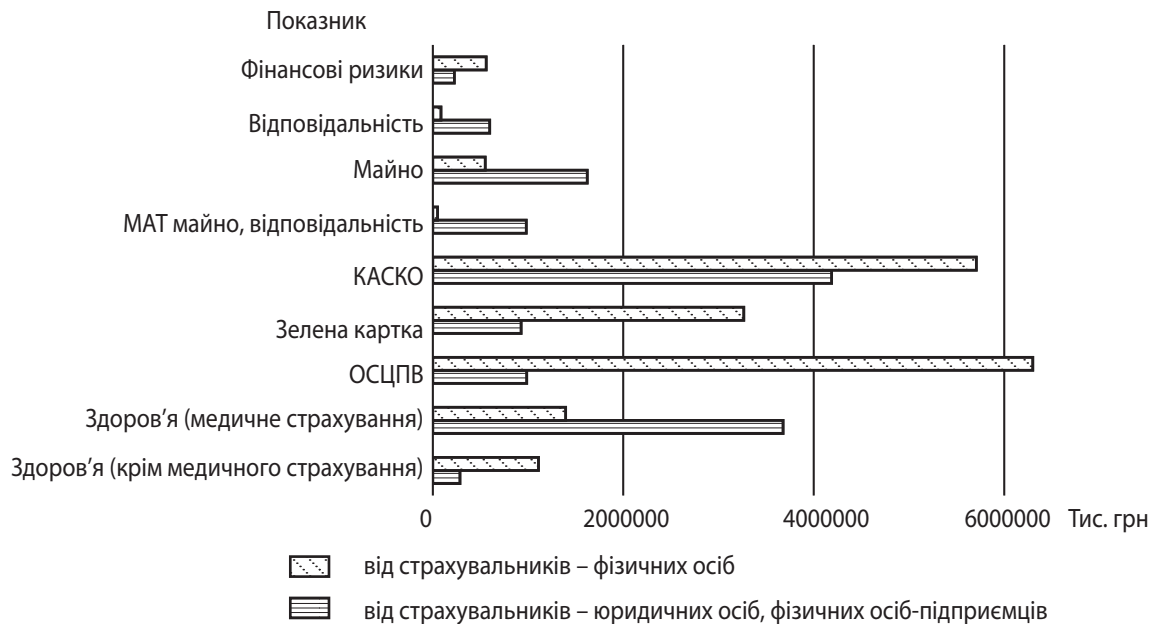


Рис. 5. Страхові премії за деякими класами страхування від страховальників – фізичних осіб та від страховальників – юридичних осіб, фізичних осіб-підприємців за 9 місяців 2024 р., тис. грн

Джерело: складено авторами на основі [18]

інвестування (зокрема, є недостатньо розвиненими механізми інвестування через інститути спільного інвестування тощо).

Однак, окрім згаданих чинників, існує ще один фактор, здатний суттєво впливати на інвестиційну діяльність страховиків: регуляторні вимоги. Розміщуючи активи, страховики повинні дотримуватися регуляторних вимог, щоб забезпечити власну платоспроможність та уникнути негативних наслідків для споживачів страхових послуг.

Істотно, що у такому випадку держава здатна *безпосередньо* впливати на формування інвестиційних портфелів страховиків шляхом модифікації відповідних регуляторних вимог.

Нижче ми розглянемо досвід Європейського Союзу щодо впровадження регуляторних вимог, покликаних стимулювати інвестиційну діяльність європейських страхових компаній, у тому числі їх інвестиції у реальний сектор економіки. Однак спочатку дослідимо основні сучасні тенденції інвестиційної діяльності страховиків як в Україні, так і в ЄС.

Інвестиційні стратегії страховиків в Україні та Європейському Союзі

В Україні інвестиційні стратегії страховиків є достатньою мірою консервативними (рис. 6 та рис. 7).

Як зазначає Національний банк України, у портфелях українських страховиків серед облігацій переважно більшість становлять облігації державної внутрішньої позики (ОВДП) [17]. Особливістю інвестиційної діяльності страхових компаній в Україні є також значна роль депозитів, які обирають страховики як форми вкладень.

При цьому зауважимо, що принципи відмінності у структурі інвестиційних портфелів українських ризикових страховиків і страховиків, що здійснюють страхування життя, відсутні.



Рис. 6. Структура інвестиційного портфеля ризикових страховиків України станом на кінець II кварталу 2024 р.

Джерело: складено авторами на основі [17]

Свою чергою, рис. 8 демонструє агреговану структуру інвестиційних портфелів страховиків Європейського Союзу.

В інвестиційних портфелях європейських страхових компаній у середньому переважають інструменти з фіксованою доходністю – державні та корпоративні облігації, причому їх частки є рівномірно розподіленими.

Значний обсяг фінансових ресурсів страховики також інвестують у компанії колективного інвестування (інститути спільного інвестування). Водночас частка акцій є відчутно низькою.

Слід зазначити, що структура інвестицій європейських страховиків з 2016 року майже не змінилась: зросла хіба що частка інвестицій, що перерозподіляються через компанії спільного інвестування (рис. 9).



Рис. 7. Структура інвестиційного портфеля страховиків України, що спеціалізуються на страхуванні життя, станом на кінець II кварталу 2024 р.

Джерело: складено авторами на основі [17]

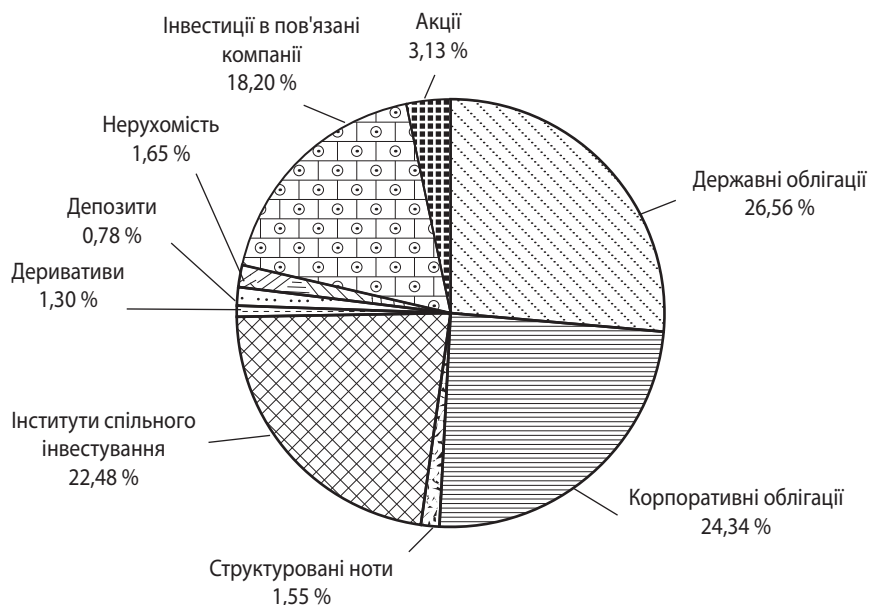


Рис. 8. Структура інвестицій страховиків Європейського Союзу станом на кінець II кварталу 2024 року.

Джерело: складено авторами на основі [2]

Традиційно європейські вимоги до капіталу вважалися досить консервативними щодо інвестицій в реальний сектор (див., зокрема, Höring [5], Heinrich та Schreck [8], а також Gatzert and Kosub [3]). Щоб вирішити цю проблему, Європейська Комісія запровадила деякі нововведення, пов'язані з розрахунком певних вимог до капіталу платоспроможності, щоб заохотити страховиків обирати більш агресивні стратегії інвестування і здійснювати вкладення в реальний сектор економіки.

Досвід вдосконалення регуляторних вимог у ЄС

Загалом у Європейському Союзі регуляторні вимоги щодо розрахунку капіталу платоспроможності встановлені Директивою 2009/138/ЄС (Solvency II) та Делегованим Регламентом Європейської Комісії № 2015/35.

Варто звернути увагу і на те, що структура інвестицій страховиків країн Східної Європи, які входять до Європейського Союзу (Болгарія, Чехія, Естонія, Угорщина, Латвія, Литва, Польща, Румунія, Словаччина), є більш консервативною (рис. 10).

Корпоративні облігації в інвестиційних портфелях страхових компаній вказаних країн займають менші частки, також відчутно меншими є інвестиції в інститути спільного інвестування.

Таким чином, страховики, як у Європі, так і в Україні, здебільшого обирають консервативні стратегії інвестування, незважаючи на те, що європейські страховики володіють відчутно більшими інвестиційними ресурсами. Однак у Європейському Союзі все ж достатньо суттєва частка інвестицій страховиків спрямовується в корпоративні облігації та інститути спільного інвестування.

Як ми уже зазначали вище, вимоги, що встановлюються державою для регулювання інвестиційної діяльності страхових компаній, можуть чинити істотний вплив на формування інвестиційної стратегії страховика.

Одним із модулів капіталу платоспроможності є модуль ринкового ризику, який повинен відображати ризик, який виникає з рівня волатильності ринкових цін фінансових інструментів, які впливають на вартість активів і зобов'язань страховика. Своєю чергою, модуль ринкового ризику включає такі суб-модулі ризику, як: ризик процентної ставки, ризик власного капіталу, ризик спреда, майновий ризик, валютний ризик і ризик ринкової концентрації [21].

Інвестиції в акціонерний капітал безпосередньо пов'язані з ризиком власного капіталу. Своєю чергою, розрахунок капіталу платоспроможності для покриття ризику власного капіталу залежить від того, чи допущений власний капітал до лістингу на регульованих ринках.

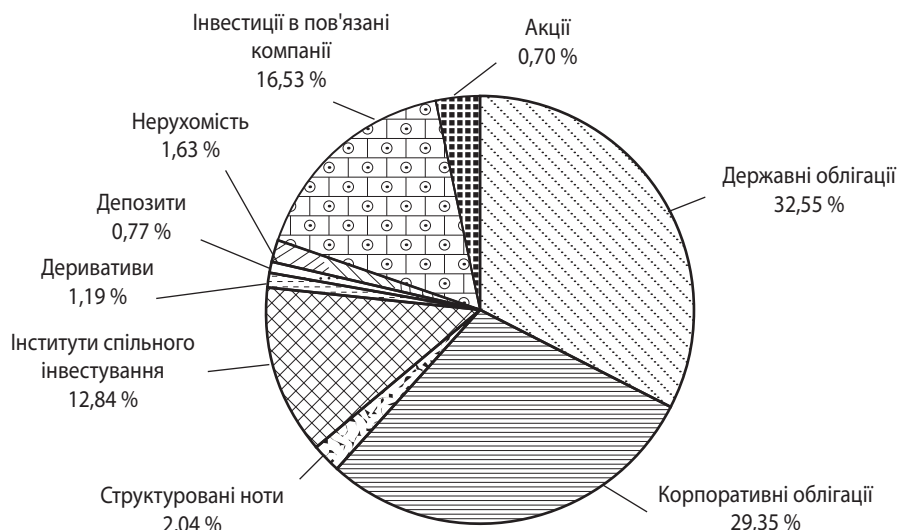


Рис. 9. Структура інвестицій страховиків Європейського Союзу станом на кінець IV кварталу 2016 р.

Джерело: складено авторами на основі [2]

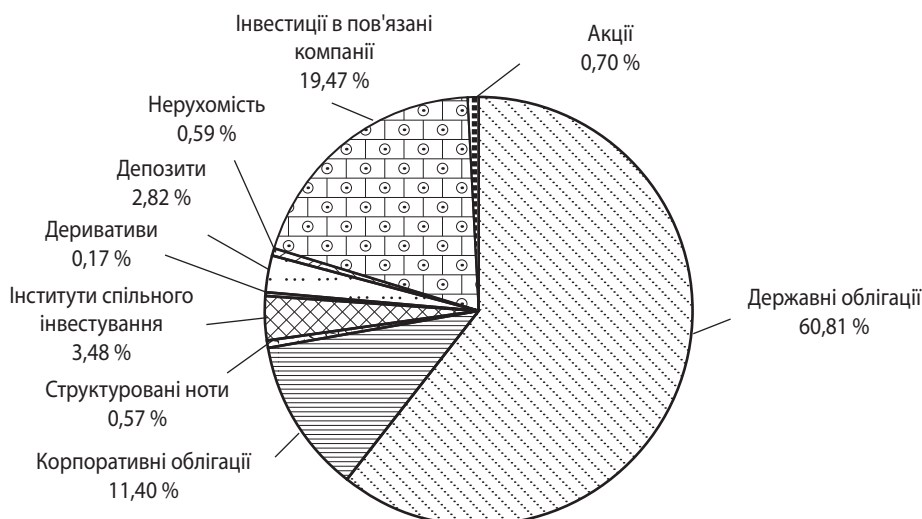


Рис. 10. Структура інвестицій страховиків Східної Європи (Болгарії, Чехії, Естонії, Угорщини, Латвії, Литви, Польщі, Румунії, Словаччини) станом на кінець II кварталу 2024 р.

Джерело: складено авторами на основі [2]

За загальним правилом власний капітал першого типу включає власний капітал, допущений до лістингу у країнах, які є членами Європейського економічного простору (ЄЕП) або Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) [21].

Своєю чергою, власний капітал другого включає власний капітал, інший, ніж власний капітал першого типу, а також товари й інші альтернативні інвестиції.

Розмір капіталу платоспроможності, який повинен мати страховик для покриття ризику інвестування у власний капітал першого типу, дорівнює 39 % від ринкової вартості інвестиції (+ SA, симетричне коригування, яке може становити від -10 % до 10 %), а для покриття ризику інвестування у власний капітал другого типу – 49 % (+ SA) [21].

Таким чином, вимоги до капіталу платоспроможності, який повинен покривати ризик інвестиції у власний

капітал, є достатньо високими, які можуть досягати 59 % вартості інвестиції. Цим, зокрема, може і пояснюватися відчутно низький рівень інвестицій страховиків Європи в акціонерний капітал.

Нововведення, покликані мотивувати європейських страховиків інвестувати у реальний сектор економіки, запроваджені Європейською Комісією, зокрема, нововведення стосувалися таких інвестицій, як:

- 1) інвестиції в інфраструктурні проекти;
- 2) інвестиції у власний капітал, який не допущений до лістингу;
- 3) довгострокові інвестиції у власний капітал.

Проаналізуємо їх більш детально.

1. Інвестиції в інфраструктурні проекти.

Gatzert, N., Kosub, T. зауважують, що інвестиції в інфраструктуру демонструють певні бажані характе-

ристики для страховиків (зокрема, низька еластичність попиту зі стабільними грошовими потоками і часткова можливість хеджування інфляції, що особливо релевантно для компаній зі страхування життя) [3, с. 2]. Водночас ризики, пов'язані із такими інвестиційними проектами, можуть бути значними (регуляторні та будівельні ризики, потенційна концентрація та кластерні ризики для інвестицій з регіональним або галузевим фокусом, а також ризики неліквідності) [3, с. 3].

Європейська Комісія у 2015 році прийняла Регламент (ЄС) № 2016/467, яким було запроваджено створення нового класу активів страховика для цілей розрахунку капіталу платоспроможності – кваліфіковані інвестиції в інфраструктуру.

Кваліфіковані інвестиції в інфраструктуру, згідно з положеннями вказаного Регламенту, являють собою інвестиції в суб'єктів інфраструктурних проектів, тобто компаній, які протягом останнього фінансового року отримували переважну більшість своїх доходів за рахунок володіння, фінансування, розвитку або експлуатації інфраструктурних активів, а також відповідають певній сукупності критеріїв [22]. Інфраструктурні активи, своєю чергою, є фізичними активами, спорудами або об'єктами, системами та мережами, які надають або підтримують основні публічні послуги [22].

Для таких інвестицій був передбачений знижений рівень шоку для розрахунку капіталу платоспроможності для покриття ризику власного капіталу, а саме $30\% + 0,77 \cdot SA$ від ринкової вартості інвестицій (замість $39\% + SA$ та $49\% + SA$ для власного капіталу типів 1 та 2 відповідно).

Окрім цього, для кваліфікованих інвестицій в інфраструктуру були знижені також і шоки для розрахунку ризику спреду.

Запровадження вказаних нововведень Європейська Комісія обґрунтовувала, зокрема, необхідністю подолання поточного інвестиційного розриву в ЄС шляхом мобілізації приватного фінансування для стратегічних інвестицій, які ринок не може профінансувати самостійно, а також сприяння підтримці стратегічних інвестицій в інфраструктуру, поглиблення фінансової інтеграції та зростання конкурентоспроможності ЄС, і збільшення загального впливу на зростання і створення робочих місць в ЄС (див. статті 1 та 2 Преамбули до Регламенту (ЄС) № 2016/467) [22].

Окрім цього, слід зазначити, що вже у 2017 році Європейська Комісія розширила перелік інвестицій в інфраструктуру, які можуть користуватися привілейованими розмірами шоків для розрахунку капіталу платоспроможності для покриття ризику власного капіталу та ризику спреду, шляхом запровадження нового класу активів – кваліфікованих корпоративних інвестицій в інфраструктуру.

Якщо кваліфіковані інвестиції в інфраструктуру, запроваджені Регламентом (ЄС) № 2016/467, являли собою фінансування проектів з обмеженим строком існування (тобто фактично компаній спеціального призначення, так званих SPV), то кваліфіковані корпоративні інвестиції в інфраструктуру передбачають фінансування «звичайних» інфраструктурних компаній, які не має фіксованого терміну існування.

Такі зміни були запроваджені Регламентом (ЄС) № 2017/1542. Європейська комісія аргументувала необхід-

ність їх прийняття, зокрема, тим, що страхові компанії, зокрема страховики життя, є одними з найбільших інституційних інвесторів в Європі, які мають можливість надавати як акціонерне, так і боргове фінансування для довгострокового розвитку інфраструктури, а однією з цілей Союзу ринків капіталу є мобілізація капіталу в Європі та спрямування його, серед іншого, на інфраструктурні проекти, які потребують його для розширення та створення робочих місць [23].

2. *Інвестиції у власний капітал, який не допущений до лістингу.*

Як було зазначено вище, інвестиції в акції, які не допущені до лістингу на регульованих ринках країн ЄЕС та ОЕСР (власний капітал типу 2), мають вищі шоки у розрахунку капіталу платоспроможності для покриття ризику власного капіталу.

Однак Регламент (ЄС) № 2019/981, прийнятий Європейською Комісією у 2019 році, встановив для портфелів високоякісних інвестицій в акції, що не котируються на біржі, такий самий режим, як і для акцій, що котируються на регульованих ринках [24].

Європейська Комісія в обґрунтування прийнятих змін зазначила, що: «Прямі інвестиції страховиків у акціонерний капітал компаній, що не котируються на біржі, можуть сприяти досягненню мети Союзу щодо довгострокового сталого зростання. Тому ці інвестиції слід підтримувати» (стаття 25 Преамбули до Регламенту (ЄС) № 2019/981) [24].

Власне, вимоги, яким повинні відповідати такі інвестиції, є такими:

- 1) пакет інвестицій складається виключно з інвестицій у прості акції компаній;
- 2) прості акції кожної з відповідних компаній не пройшли процедуру лістингу на жодному регульованому ринку;
- 3) головний офіс кожної з компаній розташований у державі-члені ЕЕА;
- 4) понад 50 % річного доходу кожної з компаній деноміновано у валютах країн, які є членами ЕЕА або OECD;
- 5) основне місце роботи понад 50 % персоналу кожної з компаній розташоване в державах-членах ЕЕА;
- 6) кожна з компаній відповідає принаймні одній із наведених нижче умов щодо кожного з останніх трьох фінансових років, що закінчуються до дати, станом на яку розраховується капітал платоспроможності: (i) річний оборот компанії перевищує 10 000 000 євро; (ii) загальний баланс компанії перевищує 10 000 000 євро; (iii) чисельність працівників компанії перевищує 50 осіб;
- 7) вартість інвестицій у кожну з компаній становить не більше 10 % від загальної вартості пакета інвестицій;
- 8) бета-коефіцієнт пакета інвестицій не перевищує 0,796 [24].

При цьому варто зауважити, що ці умови виявилися доволі рестриктивними для страховиків. Наприклад, Jiang та Drukier зазначають, що розрахунок бета коефіцієнта є обтяжливим і доволі специфічним завданням для страховиків [6, с. 2].

Відповідно, потік інвестицій у власний капітал, що не котирується на регульованих ринках, був достатньо

стриманим (див. рис. 11). Це свідчить про відносно низьку практичну ефективність запровадженого нововведення.

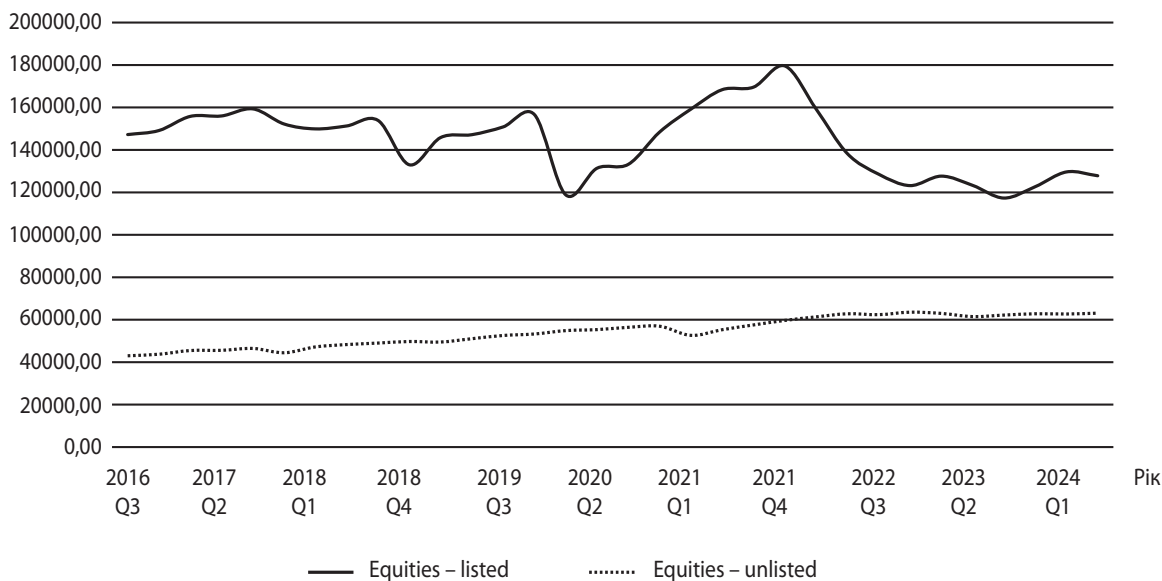


Рис. 11. Власний капітал, що котирується на регульованих ринках, та власний капітал, не допущений до лістингу, в інвестиційних портфелях страховиків ЄС (2016–2024), млн євро

Джерело: складено авторами на основі [2]

3. Довгострокові інвестиції у власний капітал.

Як було зазначено вище, страховики (особливо страховики, які спеціалізуються на страхуванні життя) за своєю природою є довгостроковими інвесторами. Однак оригінальні вимоги Solvency II у частині розрахунку капіталу платоспроможності для покриття ризику власного капіталу не містили жодних пом'якшень для здійснення довгострокових інвестицій.

Європейська Комісія спробувала вирішити цю проблему шляхом запровадження спеціального режиму довгострокового інвестування (LTEI, long-term equity investments), в рамках прийняття Регламенту (ЄС) № 2019/981 у 2019 році. Комісія зазначила, що: «Страховики відіграють важливу роль як довгострокові інвестори, а інвестиції в акції є важливими для фінансування реальної економіки.

Тому слід заохочувати довгострокові інвестиції в акції страхових і перестрахових компаній шляхом узгодження підходу до довгострокових інвестицій в акції та стратегічних інвестицій в акції при розрахунку капіталу платоспроможності» (стаття 26 Преамбули до Регламенту (ЄС) № 2019/981) [24].

Згідно з запровадженими нововведеннями довгострокові інвестиції в акції (чи то інвестиції в акції, що котируються на регульованих ринках, чи то інвестиції в акції, не допущені до лістингу, чи то інвестиції в інфраструктуру), які відповідають певним кваліфікованим вимогам, користуються зниженим рівнем шоку у розмірі 22 % [7, с. 1–2].

Незважаючи на це, варто зауважити, що ефективність цього інструменту стала надзвичайно низькою. Менше 1 % інвестицій європейських страховиків у власний капітал користувались спеціальним режимом LTEI станом на 2021 рік [11, с. 4].

Paolo Gazzola et al. зазначають, що режим LTEI не отримав широкого розповсюдження серед страховиків через три основні обмеження:

1. Вимога *ring fencing* щодо активів LTEI;
2. Вимога ідентифікувати та віднести активи LTEI до відповідного пулу страхових зобов'язань (таким чином вимагаючи від страховика реструктурувати свої страхові зобов'язання);
3. Проблеми у визначенні та тестуванні LTEI відповідно до вимоги «без примусового продажу» (законодавець вимагає, щоб інвестиції утримувалися протягом щонайменше 10 років за «стресових умов») [9, с. 2].

Подібні аргументи висловлюють також Jiang, Z. і G. Drukier [6].

Власне, вимога *ring fencing* щодо активів LTEI, наведена у пункті с) параграфу 1 статті 171а чинного Регламенту (ЄС) № 2015/35, передбачає таке: «портфель страхових або перестрахових зобов'язань та виділений портфель активів визначаються, управляються та організовуються окремо від інших видів діяльності страховика, а виділений портфель активів не може бути використаний для покриття збитків, що виникають від інших видів діяльності страховика» [21].

У листопаді 2024 року Рада ЄС затвердила масштабний пакет змін до Solvency II («Solvency II Review») шляхом прийняття Директиви 2025/2, яка набрала чинності 17 січня 2025 року і застосовуватиметься з січня 2027 року [12]. Зміни, серед іншого, передбачають і модифікацію критеріїв застосування механізму LTEI. Нові критерії закріплені у статті 105а Директиви 2009/138/ЄС.

Зокрема, обтяжливі для страховиків вимога *ring fencing* щодо активів LTEI та вимога ідентифікації і віднесення активів LTEI до відповідного пулу страхових

зобов'язань в рамках цих змін скасовуються. Пункт а) параграфу 1 оновленої статті 105а Директиви 2009/138/ЄС передбачає, що підгрупа інвестицій має бути чітко ідентифікована та управлятися окремо від інших видів діяльності страховика [12].

Водночас вимога щодо «відсутності примусового продажу» пом'якшується, просто передбачаючи, що «Політика управління довгостроковими інвестиціями розроблена для кожного довгострокового портфеля акцій і відображає зобов'язання страховика утримувати загальну експозицію до власного капіталу у підгрупі інвестицій протягом періоду, що в середньому перевищує 5 років» [9, с. 2]. Пом'якшуються також деякі інші вимоги [11, с. 4–5].

Таким чином, вказані зміни можуть стали фактором, який посилює довгострокове інвестування страховиків в акціонерний капітал.

Висновок. Однією з проблем української економіки є пошук інвестиційних ресурсів, і роль страхового ринку в цьому контексті є істотною: страхові компанії акумулюють довгострокові фінансові ресурси, які безпосередньо можуть бути використані в економіці [14, с. 26].

Інвестиційна діяльність страхових компаній в Україні та Європейському Союзі є достатньо консервативною. Регуляторні вимоги, своєю чергою, є одним із факторів, які визначають інвестиційні стратегії страховиків. Шляхом модифікації окремих регуляторних вимог органи Європейського Союзу вживають заходів, щоб мотивувати страховиків здійснювати довгострокові вкладення у реальний сектор економіки.

Такий досвід може бути актуальним для імплементації і в Україні, враховуючи те, що з 1 січня 2027 року українські страховики, які відповідають певним критеріям та умовам, визначеним Законом України «Про страхування», будуть зобов'язані розраховувати капітал платоспроможності за правилами, що гармонізовані з європейськими регуляторним режимом Solvency II.

Розвиток інвестиційної діяльності страхових компаній дозволить мобілізувати фінансові ресурси для відновлення та розвитку економіки України.

ЛІТЕРАТУРА

1. Global Insurance Report. May 2024 // Allianz. URL: https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz_com/economic-research/publications/specials/en/2024/may/2024-05-23-Global-Insurance-Report.pdf
2. Insurance Statistics // EIOPA. URL: https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/insurance-statistics_en
3. Gatzert N., Kosub T. The Impact of European Initiatives on the Treatment of Insurers' Infrastructure Investments Under Solvency II. *Geneva Papers on Risk and Insurance – Issues and Practice*. 2017. Vol. 42. P. 708–731. DOI: <https://doi.org/10.1057/s41288-017-0042-7>
4. Gründl H., Dong M., Gal J. The Evolution of Insurer Portfolio Investment Strategies for Long-Term Investing. *OECD Journal: Financial Market Trends*. 2016. No. 2. DOI: <https://doi.org/10.1787/fmt-2016-5jln3rh7qf46>
5. Höring D. Will Solvency II Market Risk Requirements Bite? The Impact of Solvency II on Insurers' Asset Allocation. *Geneva Papers on Risk and Insurance – Issues and Practice*. 2013. Vol. 38. P. 250–273. DOI: <https://doi.org/10.1057/gpp.2012.31>
6. Jiang Z., Drukier G. Unlocking Long-Term Equity // Neuberger Berman. 2021. URL: <https://www.nb.com/handlers/documents.ashx?id=98ddf848-f832-427c-a63b-8d81c7f87bb8>
7. Rix K., Sag H., Kaplan T., Ueltzhöfer F. Solvency II Review: A Game-Changer for Long-Term Equity Investments? // Allianz. 2023. URL: <https://uk.allianzgi.com/-/media/allianzgi/eu/netherlands/documents/agi-insights/230253-agi-ins-snapshot-solvency-ii-review.pdf?rev=-1&hash=978C0299E59612D56AF23DA996227C76>
8. Heinrich M., Schreck T. Effects of Solvency II on Portfolio Efficiency: The Case of Real Estate and Infra-structure Investments / Latin American Real Estate Society (LARES). 2017. URL: https://ideas.repec.org/p/lre/wpaper/lares_2017_paper_8.html
9. Gazzola P., Chavot C., Gerlich F. Solvency II Review and Long-Term Equity Investments: A New Era for Private Equity and Infrastructure Investments? // DWS. 2024. URL: <https://www.dws.com/AssetDownload/Index?assetGuid=ad3a641b-a256-4d93-a119-0606c1297050&consumer=E-Library>
10. Poufinas T., Siopi E. Investment Portfolio Allocation and Insurance Solvency: New Evidence from Insurance Groups in the Era of Solvency II. *Risks*. 2024. Vol. 12. No. 12. P. 191. DOI: <https://doi.org/10.3390/risks12120191>
11. Sarsfield R., Lundsteen C. A Summary of Solvency II Treatment of Equities under the Standard Model. *Morgan Stanley Investment Management*. 2024. P. 1–8. URL: https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/article_ashummaryofsolvencyiitreatment.pdf
12. Директива (ЄС) 2025/2 про внесення змін до Директиви 2009/138/ЄС (Solvency II Review) // European Union. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2025/2/oj/eng>
13. Карпич А. Ю., Лялькін О. С. Ринок цінних паперів в Україні: актуальні проблеми та потенційні напрями їх вирішення. *Східна Європа: Економіка, бізнес та управління*. 2021. № 6 (33). С. 229–235. DOI: <https://doi.org/10.32782/easterneurope.33-33>
14. Лютий І. О. Страхові компанії у розбудові фінансового ринку України. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка*. 2006. № 81/82. С. 24–26.
15. Лютий І. О. Фінансова політика: сучасні виклики та суперечності реалізації в Україні. *Фінанси України*. 2020. № 5. С. 50–62. URL: https://finukr.org.ua/?page_id=723&aid=4711
16. Номінальний валовий внутрішній продукт України // Державна служба статистики України. URL: https://www.ukrstat.gov.ua/imf/arhiv/nr/nr_pot_u.htm
17. Огляд небанківського фінансового сектору України, вересень 2024 року // Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/oglyad-nebankivskogo-finansovogo-sektoru-veresen-2024-roku>
18. Основні показники діяльності страховиків за 9 місяців 2024 року // Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/files/stat/Insurance_companies_2024-10-01.xlsx
19. Пікус Р. В., Лялькін О. С. Стратегія поведінки страхової компанії в умовах дефіциту ресурсів у ризиковому середовищі. *Економіка та суспільство*. 2021. № 34. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2021-34-51>
20. Пікус Р. В., Лялькін О. С. Формування інвестиційної стратегії страхової компанії в умовах сучасних викликів. *Ін-*

виступи: практика та досвід. 2022. № 3. С. 41–48. URL: <https://nayka.com.ua/index.php/investplan/article/view/291>

21. Регламент (ЄС) № 2015/35 від 10 жовтня 2014 року // Офіційний вісник Європейського Союзу. URL: https://publications.europa.eu/resource/cellar/163318c6-1824-11ed-8fa0-01aa75ed71a1.0009.02/DOC_1

22. Регламент (ЄС) № 2016/467 від 30 вересня 2015 року // Офіційний вісник Європейського Союзу. URL: https://publications.europa.eu/resource/cellar/4d554f44-f7d1-11e5-b1f9-01aa75ed71a1.0006.03/DOC_1

23. Регламент (ЄС) № 2017/1542 від 8 червня 2017 року // Офіційний вісник Європейського Союзу. URL: https://publications.europa.eu/resource/cellar/008a44b9-990f-11e7-b92d-01aa75ed71a1.0006.03/DOC_1

24. Регламент (ЄС) № 2019/981 від 8 березня 2019 року // Офіційний вісник Європейського Союзу. URL: https://publications.europa.eu/resource/cellar/a1686aa8-9195-11e9-9369-01aa75ed71a1.0006.03/DOC_1

25. Звіт про прямі збитки інфраструктури від руйнувань внаслідок військової агресії Росії проти України станом на початок 2024 року. URL: https://kse.ua/wp-content/uploads/2024/04/01.01.24_Damages_Report.pdf

26. Оновлена оцінка потреб України на відновлення та на відбудову // Світовий банк. URL: <https://www.worldbank.org/uk/news/press-release/2024/02/15/updated-ukraine-recovery-and-reconstruction-needs-assessment-released>

REFERENCES

"Dyrektyva (YeS) 2025/2 pro vnesennia zmin do Dyrektyvy 2009/138/YeS (Solvency II Review)" [Directive (EU) 2025/2 amending Directive 2009/138/EC (Solvency II Review)]. European Union. <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2025/2/oj/eng>

"Global Insurance Report. May 2024". Allianz. https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz_com/economic-research/publications/specials/en/2024/may/2024-05-23-Global-Insurance-Report.pdf

Gatzert, N., and Kosub, T. "The Impact of European Initiatives on the Treatment of Insurers' Infrastructure Investments Under Solvency II". *Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, vol. 42 (2017): 708-731. DOI: <https://doi.org/10.1057/s41288-017-0042-7>

Gazzola, P., Chavot, C., and Gerlich, F. "Solvency II Review and Long-Term Equity Investments: A New Era for Private Equity and Infrastructure Investments?" DWS. 2024. <https://www.dws.com/AssetDownload/Index?assetGuid=ad3a641b-a256-4d93-a119-0606c1297050&consumer=E-Library>

Grundl, H., Dong, M., and Gal, J. "The Evolution of Insurer Portfolio Investment Strategies for Long-Term Investing". *OECD Journal: Financial Market Trends*, no. 2 (2016). DOI: <https://doi.org/10.1787/fmt-2016-5jln3rh7qf46>

Heinrich, M., and Schreck, T. "Effects of Solvency II on Portfolio Efficiency: The Case of Real Estate and Infrastructure Investments". Latin American Real Estate Society (LARES). 2017. https://ideas.repec.org/p/lre/wpaper/lares_2017_paper_8.html

Horing, D. "Will Solvency II Market Risk Requirements Bite? The Impact of Solvency II on Insurers' Asset Allocation". *Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, vol. 38 (2013): 250-273. DOI: <https://doi.org/10.1057/gpp.2012.31>

"Insurance Statistics". EIOPA. https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/insurance-statistics_en

Jiang, Z., and Drukier, G. "Unlocking Long-Term Equity". Neuberger Berman. 2021. <https://www.nb.com/handlers/documents.ashx?id=98ddf848-f832-427c-a63b-8d81c7f87bb8>

Karpych, A. Yu., and Lialkin, O. S. "Rynok tsynnykh paperiv v Ukraini: aktualni problemy ta potentsiini napriamy yikh vyrishennia" [Securities Market in Ukraine: Current Problems and Potential Directions for Their Solution]. *Skhidna Yevropa: Ekonomika, biznes ta upravlinnia*, no. 6(33) (2021): 229-235. DOI: <https://doi.org/10.32782/easterneurope.33-33>

Liutyi, I. O. "Finanova polityka: suchasni vyklyky ta super-echnosti realizatsii v Ukraini" [Financial Policy: Current Challenges and Contradictions of Implementation in Ukraine]. *Finansy Ukrainy*. 2020. https://finukr.org.ua/?page_id=723&aid=4711

Liutyi, I. O. "Strakhovi kompanii u rozbudovi finansovoho rynku Ukrainy" [Insurance Companies in the Development of the Financial Market of Ukraine]. *Visnyk Kyivskoho natsionalnoho universytetu imeni Tarasa Shevchenka*, no. 81/82 (2006): 24-26

"Nominalnyi valovy vnutrishnii produkt Ukrainy" [Nominal Gross Domestic Product of Ukraine]. *Derzhavna sluzhba statystyky Ukrainy*. https://www.ukrstat.gov.ua/imf/arhiv/nr/nr_pot_u.htm

"Ohliad nebankivskoho finansovoho sektoru Ukrainy, veresen 2024 roku" [Overview of the Non-banking Financial Sector of Ukraine, September 2024]. Natsionalnyi bank Ukrainy. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/oglyad-nebankivskogo-finsanovogo-sektoru-veresen-2024-roku>

"Onovlena otsinka potreb Ukrainy na vidnovlennia ta na vidbudovu" [Updated Assessment of Ukraine's Recovery and Reconstruction Needs]. Svitovyi bank. <https://www.worldbank.org/uk/news/press-release/2024/02/15/updated-ukraine-recovery-and-reconstruction-needs-assessment-released>

"Osnovni pokaznyky diialnosti strakhovykiv za 9 misiatsiv 2024 roku" [Key Performance Indicators of Insurers for 9 Months of 2024]. Natsionalnyi bank Ukrainy. https://bank.gov.ua/files/stat/Insurance_companies_2024-10-01.xlsx

Pikus, R. V., and Lialkin, O. S. "Formuvannia investytsiinoi stratehii strakhovoi kompanii v umovakh suchasnykh vyklykiv" [Formation of an Insurance Company's Investment Strategy in the Face of Modern Challenges]. *Investytsii: praktyka ta dosvid*. 2022. <https://nayka.com.ua/index.php/investplan/article/view/291>

Pikus, R. V., and Lialkin, O. S. "Stratehiia povedinky strakhovoi kompanii v umovakh defitsytu resursiv u ryzykovomu seredovyshchi" [Insurance Company Behavior Strategy in Conditions of Resource Shortage in a Risky Environment]. *Ekonomika ta suspilstvo*, no. 34 (2021). DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2021-34-51>

Poufnas, T., and Siopi, E. "Investment Portfolio Allocation and Insurance Solvency: New Evidence from Insurance Groups in the Era of Solvency II". *Risks*, vol. 12, no. 12 (2024): 191-. DOI: <https://doi.org/10.3390/risks12120191>

"Rehlament (YeS) № 2015/35 vid 10 zhovtnia 2014 roku" [Regulation (EU) no. 2015/35 of October 10, 2014]. Ofitsiinyi visnyk Yevropeiskoho Soiuzu. https://publications.europa.eu/resource/cellar/163318c6-1824-11ed-8fa0-01aa75ed71a1.0009.02/DOC_1

"Rehlament (YeS) № 2016/467 vid 30 veresnia 2015 roku" [Regulation (EU) no. 2016/467 of September 30, 2015]. Ofitsiinyi visnyk Yevropeiskoho Soiuzu. https://publications.europa.eu/resource/cellar/4d554f44-f7d1-11e5-b1f9-01aa75ed71a1.0006.03/DOC_1

"Rehlament (YeS) № 2017/1542 vid 8 chervnia 2017 roku" [Regulation (EU) no. 2017/1542 of June 8, 2017]. Ofitsiinyi visnyk Yevropeiskoho Soiuzu. https://publications.europa.eu/resource/cellar/008a44b9-990f-11e7-b92d-01aa75ed71a1.0006.03/DOC_1

"Rehlament (YeS) № 2019/981 vid 8 bereznia 2019 roku" [Regulation (EU) no. 2019/981 of March 8, 2019]. Ofitsiyni visnyk Yevropeiskoho Soiuzu. https://publications.europa.eu/resource/cellar/a1686aa8-9195-11e9-9369-01aa75ed71a1.0006.03/DOC_1

Rix, K. et al. "Solvency II Review: A Game-Changer for Long-Term Equity Investments?" Allianz. 2023. <https://uk.allianzgi.com/-/media/allianzgi/eu/netherlands/documents/agi-insights/230253-agi-ins-snapshot-solvency-ii-review.pdf?rev=-1&hash=978C0299E59612D56AF23DA996227C76>

Sarsfield, R., and Lundsteen, C. "A Summary of Solvency II Treatment of Equities under the Standard Model". Morgan Stanley Investment Management. 2024. https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/article_asummaryofsolvencyitreatment.pdf

com/im/publication/insights/articles/article_asummaryofsolvencyitreatment.pdf

"Zvit pro priami zbytky infrastruktury vid ruinuvan vnasli-dok viiskovoi ahresii Rosii proty Ukrainy stanom na pochatok 2024 roku" [Report on Direct Infrastructure Damage from Destruction as a Result of Russia's Military Aggression Against Ukraine as of Early 2024]. https://kse.ua/wp-content/uploads/2024/04/01.01.24_Damages_Report.pdf

Стаття надійшла до редакції 21.02.2025 р.
Статтю прийнято до публікації 11.03.2025 р.