

CENTRE FOR  
ECONOMIC  
POLICY  
RESEARCH

CEPR PRESS

## Відбудова України

# варіанти політики для розбудови ефективної фінансової архітектури

Елена Карлетті, Юрій Городніченко, Гарольд Джеймс, Ян-Пітер Кранен,  
Владислав Рашкован, Олександр Роднянський, Ілона Сологуб



Università  
Bocconi

IEP  
Institute for European  
Policymaking



# Відбудова України: варіанти політики для розбудови ефективної фінансової архітектури

Франкфуртський звіт



# Відбудова України: варіанти політики для розбудови ефективної фінансової архітектури

Франкфуртський звіт

Елена Карлетті, Університет Бокконі та CEPR

Юрій Городніченко, Університет Каліфорнії, Берклі та CEPR

Гарольд Джеймс, Принстонський університет

Ян-Пітер Кранен, Університет Гете, Франкфурт, Інститут досліджень в галузі фінансів Ляйбніца, SAFE та CEPR

Владислав Рашкован, Міжнародний валютний фонд

Олександр Роднянський, Офіс Президента України, Ощадбанк України, Кембриджський університет та CEPR

Ілона Сологуб, Вокс Україна



Università  
Bocconi  
IEP@BU  
Institute for European  
Policymaking

CENTRE FOR  
ECONOMIC  
POLICY  
RESEARCH

## Центр економіко-політичних досліджень (CEPR)

Центр досліджень економічної політики (CEPR) — це мережа з понад 1700 дослідників-економістів, які працюють переважно в європейських університетах. Центр має подвійну мету: сприяти дослідженням світового рівня та передавати результати, корисні для розробки політик, у руки ключових осіб, які ухвалюють рішення. Керівним принципом CEPR є «досконалість досліджень із політичною релевантністю». Він був заснований у Великій Британії в 1983 році, де він є благодійною організацією, а в листопаді 2019 року CEPR ініціював створення Асоціації згідно з французьким законодавством для розширення у Франції. Члени Адміністративної ради Асоціації – ті самі, що й члени Опікунської ради Великобританії.

CEPR незалежний від усіх державних і приватних груп інтересів. Він не займає інституційної позиції з питань економічної політики, а його основне фінансування надходить від інституційних членів, проектів, які він проводить, і продажу публікацій. Оскільки він спирається на таку велику мережу дослідників, його результати відображають широкий спектр індивідуальних точок зору, а також погляди громадянського суспільства. Дослідження CEPR можуть містити погляди на політику, але члени Опікунської ради та Адміністративної ради Асоціації не переглядають публікації. Думки, висловлені в цьому звіті, належать авторам, а не CEPR.

Голова правління	Сер Чарлі Бін
Засновник і почесний президент	Річард Портес
Президентка	Беатріс Ведер ді Мауро
Віце-президенти	Марістелла Боттічіні Уго Паніцца Мар Реджан Хелен Рей
Виконавча директорка	Тесса Огден

## Про авторів

**Елена Карлетті**, професорка фінансів і декан з досліджень Університету Бокконі. Пані Карлетті є членкинею ради директорів Unicredit Group, де вона очолює Комітет з питань ризиків, та членкинею Експертної групи з банківського нагляду Європейського парламенту. Крім того, вона є директоркою банківського відділу Мережі корпоративних фінансів та Мережі дослідницької політики з європейської фінансової архітектури в CEPR. Пані Карлетті є директоркою-засновницею Флорентійської школи банківської справи та фінансів у Європейському університетському інституті та колишньою президентською Європейської фінансової асоціації. Була членкинею дорадчої наукової ради Комітету Європейської ради системних ризиків (ESRB) з квітня 2015 по березень 2023 і членкинею Наукового комітету «Лекції Паоло Баффі» в Банку Італії від 2015-2021.

**Юрій Городніченко**, громадянин України, Quantedge Presidential професор Департаменту економіки Каліфорнійського університету в Берклі. Він отримав ступінь бакалавра і ступінь магістра в EERC/Кієво-Могилянській академії та ступінь доктора філософії в університеті штату Мічиган. Значна частина його досліджень стосуються монетарної політики (впливи, оптимальний дизайн, таргетування інфляції), фіскальної політики (контрциклічна політика, мультиплікатори витрат уряду), оподаткування (ухилення від сплати податків, нерівність), економічного зростання (довгострокові чинники, глобалізація, інновації, фінансові конфлікти) і бізнес-циклів. Юрій є членом багатьох редакційних колегій, зокрема American Economic Review та VoxUkraine. Його роботи були опубліковані у провідних економічних журналах і цитувалися в політичних дискусіях та ЗМІ. За свої дослідження Юрій отримав численні нагороди.

**Гарольд Джеймс**, Claude and Lore Kelly професор європейських студій Принстонського університету, професор історії та міжнародних відносин у школі Вудро Вільсона та юрист Бендхаймського фінансового центру. Його останні книги включають *Сімейний капіталізм (2006)*; *Створення та знищення вартості: Цикл глобалізації (2009)*; *Створення Європейського валютного союзу (2012)*; *Євро та битва економічних ідей (2016, з Маркусом К. Бруннермаєром і Жан-П'єром Ландау)*; *Створення сучасного центрального банку: Банк Англії 1979-2003 (2020)*; і *Війна слів: глосарій глобалізації (2021)*. Він є офіційним істориком МВФ. У 2004 році він отримав премію Гельмута Шмідта з економічної історії, а в 2005 премію Людвіга Ерхарда за економічні праці. Він пише щомісячну колонку для Project Syndicate.

**Ян-Пітер Кранен** є старшим науковим співробітником і почесним директором-засновником Інституту фінансових досліджень імені Лейбніца SAFE, а також професором фінансів у Домі фінансів Університету Гете на пенсії. Його дослідження були зосереджені на дизайні фінансових установ і фінансових продуктів з особливою увагою до корпоративного контролю, вирівнювання стимулів і ефективного регулювання банківської діяльності та ринків капіталу. Кранен є науковим співробітником CEPR і співголовою дослідницької мережі CEPR «Європейська фінансова архітектура». У 2018 році він був президентом Європейської фінансової асоціації у 2011 році та віце-головою Verein für Socialpolitik (також відомої як Німецька економічна асоціація). Кранен

працював у Групі експертів високого рівня Європейської комісії зі структурних реформ банківського сектора ЄС у 2012 році, а також у 2008-2012 рр. в Експертній групі «Нова фінансова архітектура». Пізніше він працював у групі економічних радників Європейського агентства з цінних паперів і ринків (2011-2016). Він є членом Наукової консультативної ради Федерального міністерства фінансів Німеччини.

**Владислав Рашкован** є членом Виконавчої ради Міжнародного валютного фонду з лютого 2017 р. Як заступник виконавчого директора Владислав представляє Україну та ще 15 країн Європи. До МВФ він зробив видатну банківську кар'єру, обіймаючи посаду заступника Голови Національного банку України відповідального за реформи фінансового сектору і трансформацію центрального банку. До приходу в НБУ в 2014 році Владислав був фінансовим директором UniCredit Bank в Україні. До цього він займався академічною та консультативною діяльністю. У своїй неприбутковій діяльності Владислав був членом Національної ради реформ (2014-2016), Головою банківського комітету Американської торговельної палати в Україні (2010-2014) та членом Ради директорів Київської школи економіки (2012-2014 рр.). Після вторгнення Росії в Україну Владислав був у центрі багатьох міжнародних проєктів фінансової підтримки України та планування її повоєнної відбудови та модернізації.

**Олександр Роднянський** – радник президента України з 2020 року, Член Правління та Голова Комітету зі стратегії та трансформації найбільшого комерційного банку України (Ощадбанку) з 2021 року, доцент з економіки в Кембриджському університеті (у відпустці на державній службі з 2020 року). Він був наймолодшим головним економічним радником Прем'єр-міністра України. Він асоційований дослідник CEPR, член Центру макроекономіки та отримувач численних відзнак і нагород, у тому числі премії молодого глобального лідера Світового економічного форуму (клас 2024), стипендії Кембриджського фонду досліджень у сфері фінансів, Принстонської наукової стипендії Вудро Вільсона, нагороди як найбільш цитований викладач Принстона (Graduate School Teaching Award), Принстонської премії Towbes за видатне викладання та дослідницького гранту на макрофінансове моделювання Фонду Альфреда П. Слоуна. Роднянський отримав ступінь доктора філософії з економіки в Принстонському університеті, а також ступінь магістра та бакалавра економіки Лондонської школи економіки та політології.

**Ілона Сологуб** – редакторка економічного аналітичного центру VoxUkraine. У 2019-2021 рр. вона очолювала VoxUkraine, а до цього була членом редколегії та Наглядової ради VoxUkraine. У 2011-2018 рр. працювала в Київській школі економіки як дослідник та директор з досліджень економічної політики. До 2010 року Ілона працювала у банківському секторі, займаючись аналізом ринкових та операційних ризиків. Ілона є автором та редактором низки досліджень та публікацій з економічної політики, у т.ч. *Rebuilding of Ukraine: Principles and Policies, The Global Politics of Census Taking, and From the Ukraine to Ukraine.*

# Подяки

Україна зараз у стані війни. Руйнування від російського вторгнення величезні, мільйони людей втрачають свої домівки та переміщуються, заводи та інфраструктура в руїнах. У якийсь момент бойові дії припиняться, і український народ і світ зіткнеться з питанням, як відбудувати країну й водночас реструктуризувати та реформувати економіку. Власне, роботи з відбудови вже ведуться: Україна змінює свою інфраструктуру, щоб зробити її більш ефективною та стійкою. У цьому звіті ми ставимо просте запитання: як можна реформувати українську фінансову систему, щоб залучити необхідні ресурси всередині країни, а також державний та приватний капітал з-за кордону?

Це питання вперше піднімалося під час дискусії дослідницької мережі CEPR «Європейська фінансова архітектура» влітку 2022 року, уже за кілька місяців після початку вторгнення Росії в Україну. Ми багато в чому завдячуємо учасникам цієї дискусії. Перш за все ми дякуємо Еріку Бергльофу, чиї багаторічні дослідження політичних криз та економічного розвитку значно вплинули на наше уявлення про роль фінансів і фінансових інституцій в економічному зростанні та управлінні в Центральній Європі.

Насправді його вплив на нашу групу настільки значний, що дехто, прочитавши звіт, може припустити, що Ерік був співавтором цього дослідження. Хоча він не був співавтором у формальному сенсі, ми все ж дякуємо йому за натхнення та спрямування, що сформувало наше мислення протягом цього проекту.

У звіті викладено амбітну програму реформ фінансового сектору України, спрямованих на просування до фінансової системи, яка матиме широку довіру. Ми твердо віримо, що довіра до фінансових установ та їхнє управління є ключовим фактором залучення великих обсягів інвестицій, необхідних для відбудови української економіки. Адже без довіри не буде інвестиції.

Розбудова довіри до фінансової системи вимагає знання України, її історії, інституцій, політики та людей, а також розуміння міжнародного досвіду відбудови та реформування зруйнованих війною економік. Авторський колектив, половина якого українці, сподівається, що має критичну масу обізнаності як із місцевими умовами, так і з міжнародним досвідом, що дозволяє нам зробити відповідні висновки та сформулювати корисні пропозиції.

За останні кілька місяців ми отримали величезну користь від CEPR-RPN семінарів 22 вересня 2023 року та 23 січня 2024 року, а також з інтерв'ю та обговорення з експертами в академічному середовищі та за його межами. Особливо вдячні, за алфавітом, Полу Армбрустеру, Торстену Беку, Ніклаусу Бергманну, Олені Білан, Габріелю Блану, Андреасу Блі, Віталію Ваврищуку, Лукасу Веселому, Івану Вишнецькому, Денісу Гореа, Даніелю Гроссу, Марії Демеррціс, Майклу Еверсу, Сальваторе Каландучча, Фульвіо Капурсо, Анні

Корнилюк, Романові Корнилюку, Андрію Котюжинському, Люку Лавену, Георгу Мільбрадту, Сергієві Ніколайчуку, Дмитрові Олійнику, Олександру Пивоварському, Катаріні Пістор, Дмитрові Сологубу, Василю Стельмаху, Оресту Токачу, Хеннінгу Фаланду, Гюнтеру Франке, Ральфу де Хаасу, Ульріке Хопп-Нішанка, Олегу Чурію, Карлу Петеру Шакман-Фалліс, Йонасу Шлегелю, Габріелю Шору.

Ми також дуже вдячні Мат'є Ріолаччі, який є співавтором статті про роль військового страхування в економічному розвитку, що лягла в основу Розділу 8.

І останнє, але не менш важливе, ми глибоко вдячні Ромешу Вайтлінгаму, який провів нас через рифи написання звіту як спеціальний редактор, коментатор та модератор протягом останніх місяців нашої подорожі. Ми також щиро вдячні редакційній команді CEPР, зокрема Анілу Шамдасані, який фіналізував рукопис.



## Зміст

Про авторів .....	5
Подяки .....	7
Вступ .....	12
Резюме .....	13
Вступ і огляд книги .....	19
Розділ 1 .....	23
Коротка історія фінансового розвитку України .....	23
Фондовий ринок .....	23
Банки .....	29
Іпотека .....	32
Інституційні інвестори .....	34
Корпоративне управління .....	38
Приватизація .....	41
Лібералізація фінансового ринку .....	42
Макроекономічна стабільність .....	45
Висновки .....	47
Розділ 2 .....	48
План Маршалла: уроки для України .....	48
Історія .....	49
Уроки .....	54
Розділ 3 .....	57
Управління відбудовою та реформами .....	57
Виклики та наслідки війни .....	57
Передумови та принципи відновлення й реформування .....	59
Механізми фінансування .....	61
Архітектура управління .....	63
Національна рада з відновлення та реформ .....	64
Платформа розвитку України .....	66
Рушій реалізації .....	68
Механізм підзвітності .....	69
Уроки для України .....	70
Розділ 4 .....	72
Порядок денний реформ банківського сектору України .....	72
Основні напрями реформування фінансової системи .....	72

Інституційна життєстійкість.....	73
Ефективність фінансової системи .....	75
Послідовні нормативні правила .....	76
Ефективний банківський нагляд .....	76
Захищені права кредиторів .....	77
Прозора політика стосовно виходу з ринку .....	77
Визначення варіантів реформування на рівні окремих банків .....	79
Рекапіталізація та приватизація.....	84
Банківські активи: державні облігації та корпоративне кредитування .....	87
Людський фактор і роль освіти й навчання .....	93
Розділ 5.....	95
Український банк розвитку: каталізатор модернізації економіки .....	95
Проблема фіксованих витрат і аргументи щодо необхідності УБР.....	95
Уроки з досвіду KfW.....	99
Чому необхідна нова установа?.....	101
Початок роботи УБР як квазіінвестиційного банку .....	102
Резюме та пріоритети політики .....	103
Розділ 6.....	105
Ринки капіталу в Україні .....	105
Можливі стратегії розвитку.....	107
Основи майбутнього успіху .....	109
Макроекономічна стабільність .....	109
Розвиток банків.....	111
Інституційні інвестори.....	112
Законодавчий фундамент .....	114
Приватизація.....	115
Корпоративне управління та інституційні реформи .....	115
Робота з людьми .....	117
Фінансові інновації.....	118
Регулювання, фінансова інфраструктура та відкритість .....	119
Висновки.....	122
Розділ 7.....	124
Іпотека в Україні .....	124
Законодавство про іпотеку та про будівельний ринок.....	126
Розвиток іпотечного ринку з 2005 року .....	129
Субсидоване житло .....	134

Рекомендації.....	137
Розділ 8.....	143
Страховання воєнних ризиків .....	143
Навіщо потрібна схема для підтримки страхування ризиків, пов'язаних із війною? .....	146
Стан розвитку страхового сектору України .....	148
Роль міжнародної спільноти у воєнний час.....	150
Історія державного залучення до страхових рішень, пов'язаних із конфліктами .....	150
Обґрунтування державно-приватного рішення для страхування воєнних ризиків для України .....	153
Побудова екосистеми за підтримки міжнародної спільноти.....	154
Висновки.....	157
Розділ 9.....	158
Вступ до ЄС: умови та перспективи .....	158
Вступ до ЄС: базові умови .....	158
Сім кроків, необхідних для вступу України до ЄС: стан справ станом на кінець 2023 року.....	159
Функціонуюча ринкова економіка та законодавство ЄС .....	160
Процес вступу до ЄС та рекомендації цього звіту .....	161
Інституційна структура.....	162
Корпоративне управління та ринковий розподіл ресурсів .....	164
Система регулювання та нагляду.....	165
Прикінцеві зауваження .....	166
Перелік використаної літератури.....	169

## Вступ

Минуло більше двох років відтоді, як Росія почала жорстоке повномасштабне вторгнення в Україну. З перших днів широка мережа економістів CEPR почала інтенсивно співпрацювати з колегами в Україні та міжнародними спільнотами дослідників та розробників політик, щоб дослідити, як подолати економічні виклики війни та спланувати післявоєнну відбудову країни. Результатом цієї роботи є серія звітів «Rapid response economics», а також особисті та онлайн зустрічі з дослідниками й політиками, а також низка колонок на VoxEU, основній платформі CEPR для розповсюдження даних досліджень та ідей серед широкої спільноти осіб, які ухвалюють рішення.

Цей новий звіт – наш останній внесок у гострі дебати навколо майбутнього України. Він розглядає головну передумову для відбудови та розвитку країни: здорову фінансову систему, яка має широку довіру. Колектив авторів, який об'єднує провідних українських економістів та дослідників CEPR та мережі дослідників політик (RPN) з європейської фінансової архітектури, починає розгляд зі статус-кво банківського і фондового ринків України та пропонує варіанти політики для підвищення ефективності й міжнародної довіри до системи.

Ключові поради стосуються розбудови інституцій: Національна рада з відбудови та реформ має розробити та донести до широкого загалу спільне бачення відбудови, працювати над порядком денним реформ та контролювати його виконання, Український банк розвитку міг би підвищити потенціал українських банків для відбудови краще, ніж було, а Платформа розвитку України буде багатостороннім форумом із сильною українською залученістю, присвяченим стратегічному плануванню та координації допомоги донорів у відбудові під час і після війни.

Подальші реформи будуть зосереджені на рекапіталізації та подальшій приватизації банків, звільненні банківських активів для кредитування та майбутній ролі ринків капіталу і житла. Варіанти політики, описані у звіті, спираються на досвід інших країн, щоб кардинально змінити привабливість України для міжнародних інвесторів, як державних, так і приватних.

Ми дякуємо Надін Кларк за організацію кількох семінарів CEPR-RPN, на яких обговорювалися ідеї цієї доповіді, Ромешу Вайтлінгаму за роботу з авторами під час написання звіту, Анілу Шамдасані за значну допомогу у виробництві звіту й Софі Рутон за його поширення. CEPR, який як інституція не має позиції з питань економічної політики, радий надати платформу для цього вагомому внеску у плани відбудови України.

Тесса Огден, виконавча директорка CEPR

Квітень 2024

## Резюме

Дискусії про повоєнну відбудову України неминуче починаються з огляду величезної фізичної шкоди, завданої за час російського вторгнення, та відповідною потребою відновлення лікарень, житла, шкіл та іншої необхідної інфраструктури. Однак ця трагедія також дає Україні можливість відбудуватися краще, ніж було, модернізувати країну в багатьох вимірах і підготуватися протистояти можливій подальшій російській агресії та стати важливим елементом системи безпеки НАТО.

Для цього спустошена війною Україна потребуватиме величезної підтримки з боку своїх союзників. Ключове питання полягає в тому, як забезпечити, по-перше, щоб ресурси були доступні в достатньому обсязі, і по-друге, щоб вони були використані якнайкраще та сприяли сталому розвитку країни. У цьому звіті ми доводимо, що обидва аспекти значною мірою залежать від існування справді ефективної фінансової системи, яка користується широкою довірою. Фінансова система, що формується в Україні, має добре функціонувати на двох рівнях: спрямування інвестованих коштів, а також встановлення належного управління через добір та моніторинг проєктів по всій країні.

Якщо розмірковувати про майбутнє України, існує очевидний прецедент надання США значної допомоги Європі після Другої світової війни. Програму відновлення Європи або План Маршалла 1947 року нерідко вважають "золотим стандартом" для економічної відбудови територій після політичного, військового чи економічного спустошення, оскільки вона відбулася на початку ери безпрецедентного зростання та політичної стабільності. Важливо, що План Маршалла стосувався не стільки грошової допомоги, скільки інституційних реформ, як-от налагодження глибоких зв'язків економік окремих країн із їхніми сусідами та світом, а також допомоги у створенні ефективних фінансових систем у кожній країні.

За три чверті століття з моменту запуску Плану Маршалла світ накопичив багатий досвід відбудови та розвитку. В історії є багато невдалих спроб нав'язування дизайну програм та управління внутрішніми процесами, але також є вражаючі приклади співпраці, які сприяли швидкому відновленню. Успішні приклади вказують на необхідність високого рівня залучення та відповідальності з боку країни-одержувача щодо координування донорів та застосування ключових стандартів управління, а також екологічних, соціальних та закупівельних стандартів. Відбудова та модернізація України надають багаті можливості практичного застосування цих уроків і забезпечення якнайшвидшого та плавного переходу країни до розвиненої європейської економіки.

В руслі такого підходу, канцлер Німеччини Олаф Шольц на саміті G7 у червні 2022 року в німецькому замку Ельмау заявив про наявність консенсусу щодо необхідності нового плану Маршалла. Аналогічно перша велика міжнародна конференція G7 на тему "Відновлення, відбудова та модернізація України" у жовтні 2022 року підкреслила роль, яку відіграють інституції в управлінні та координації відновлення й відбудови, а також

необхідність створення структурної основи відновлення з наголосом на транскордонних зв'язках та поглибленні відносин України з Європейським Союзом (ЄС), причому членство є одним із етапів цього процесу (G7 Germany 2022).

Ці прагнення потребуватимуть великих інвестицій. Кошти будуть частково залучатися з державних джерел, як національних так і міжнародних. Певна частина іноземного державного капіталу надходитиме з міжнародних установ та джерел на кшталт Європейського банку реконструкції та розвитку (ЄБРР), Європейського інвестиційного банку (ЄІБ) та Світового банку. Однак значну частину необхідних коштів доведеться мобілізувати з приватних джерел за кордоном. Проте така мобілізація буде неможливою без мобілізації внутрішніх заощаджень.

Цей звіт містить низку пропозицій з реформ і політики, необхідних для досягнення цих цілей. Ми наголошуємо, що добре спроектований фінансовий сектор – сукупність банків, ринків капіталу, страхування, іпотеки, фінансового регулювання та нагляду – може відіграти роль каталізатора у відбудові та розвитку України. Ми також показуємо, як підготовка до вступу до ЄС може допомогти скерувати цей процес та зміцнити довіру серед інвесторів і громадськості.

Якою має бути фінансова система, щоб прискорити відновлення та розвиток? Для нас відповідь зрозуміла: ефективна, конкурентоспроможна фінансова система, яка користується широкою довірою, відповідає визнаним стандартам доброчесності, узгоджується з процесом вступу до ЄС та відіграє визначну роль у європейських банківських та фінансових спілках.

Які стратегічні кроки необхідно зробити для втілення цього довгострокового бачення?

*Принцип №1: інституційна база банківського та фінансового ринків України має узгоджуватися з такою базою єврозони та банківського союзу ЄС, зокрема в частині фінансового законодавства та практики нагляду.*

Щоб отримати доступ до світового капіталу та зблизитися з рештою Європи, Україна має інтегрувати власну фінансову систему в європейські ринки та інституції. Це не означає, що Україна має відразу копіювати все з нормативної бази єврозони. Однак, щоб повністю інтегруватися в банківські ринки та ринки капіталу єврозони й у такий спосіб скористатися величезними ресурсами та досвідом, Україні потрібно буде запровадити низку правил єврозони.

Наприклад, під час перехідного періоду до вступу в ЄС Україна може та має підписати офіційну угоду з Єдиним наглядовим механізмом ЄС (EU's single supervisory mechanism, SSM), щоб допомогти узгодити стандарти та практики нагляду з нормами, які зазвичай застосовуються в ЄС.

Аналогічно узгодження правозастосування щодо прозорості та звітності (наприклад, Міжнародні стандарти фінансової звітності, вимоги Ради з міжнародних стандартів звітності у сфері сталого розвитку та Європейського органу з цінних паперів і ринків) має полегшити доступ, принаймні для великих українських компаній, до ринків капіталу за межами країни (наприклад, у Франкфурті, Лондоні, Парижі та Варшаві), у такий спосіб розблоковуючи потенційно значні інвестиції та посилюючи управління ними.

Логіка цього процесу передбачає, що стійкості та міжнародному визнанню ринку іпотечного кредитування в Україні можна сприяти шляхом запровадження правил щодо застави, узгоджених із міжнародною практикою, наприклад, шляхом обмеження таких показників як відношення суми кредиту до вартості застави (loan-to-value) та та боргу до доходу (debt-to-income), а також посилення ролі забезпечених облігацій і спеціалізованих кредитних установ, як-от кредитні спілки.

Насамкінець, забезпечивши сумісність інституційної бази з ЄС, Україна має спростити процес входження іноземних банків та інших фінансових фірм, у такий спосіб поглиблюючи внутрішні ринки капіталу й стимулюючи конкуренцію.

*Принцип №2: Ефективність фінансового сектора можна значно підвищити шляхом створення визнаних каталітичних інституцій, здатних здійснювати координацію міжнародних донорів та інвесторів, а також інтегрувати іноземні ринки капіталу та вітчизняні фінансові установи.*

Ми пропонуємо створити три інституції, частково засновані на наявних установах, щоб зміцнити та розширити контроль України за процесом відбудови та реформ.

По-перше, необхідно створити Національну раду з відновлення та реформ (НРВР), яка розроблятиме та комунікуватиме спільне бачення відбудови, докладатиме зусиль для досягнення згоди щодо порядку денного реформ та контролюватиме його втілення.

По-друге, Український банк розвитку (УБР) може підвищити здатність існуючих банків фінансувати відбудову країни та амбіції відновити її краще, ніж було. УБР міг би залучати капітал на ринках для фінансування програм (наприклад, у машинобудуванні, енергетиці, житловому будівництві), укладаючи угоди про співфінансування з іншими банками й таким чином збільшуючи їхню інвестиційну спроможність. На додачу, УБР міг би кредитувати місцеві органи влади, які реалізують інфраструктурні проекти (дороги, залізниці, відбудова). УБР задуманий як установа, якою спільно володіють вітчизняні та міжнародні банки розвитку, щоб забезпечити застосування практик світового рівня, а також доступ до дешевшого капіталу на міжнародних ринках.

По-третє, Платформа розвитку України (ПРУ) має стати багатосторонньою установою зі значною участю України. Вона займатиметься стратегічним плануванням та координацією донорів, пов'язаних із відновленням під час та після війни. Уряд може розміщувати проекти на платформі для багатосторонніх та двосторонніх банків

розвитку, щоб з'ясувати можливості співпраці. ПРУ також сприятиме поширенню ключових стандартів виконання проєктів та заохочуватиме інституції розвитку об'єднуватися для фінансування окремих проєктів.

Разом УБР та ПРУ матимуть спроможність полегшити доступ українських банків до міжнародних потоків капіталу, тоді як НРВР допоможе забезпечити широкий консенсус в українському суспільстві щодо порядку денного реформ.

*Принцип №3: Реформи фінансового сектору мають бути спрямовані на вирішення "спадкових" повоєнних проблем та забезпечення розподілу капіталу на ринкових засадах.*

Існує очевидна необхідність рекапіталізації банків та компенсації збитків, спричинених непрацюючими кредитами (non-performing loans, NPL), що виникли внаслідок війни. Для цього ж потрібне страхування від воєнних ризиків та різноманітні державно-приватні партнерства, щоб знизити ризики для інвестицій та кредитування в країні, яка, ймовірно, продовжуватиме жити з ризиком потенційної російської агресії.

Щоб підтримати досягнення ринкового розподілу капіталу, уряд має приватизувати державні банки шляхом продажу пакетів акцій інвесторам та іншим банківським установам задля створення різноманітного та конкурентоспроможного (переважно) приватного банківського середовища з дещо обмеженою роллю установ, що залишаються у державній власності.

*Принцип №4: Фінансовий розвиток потрібно підтримати ширшими реформами корпоративного управління, верховенства права, пенсійної системи тощо, а також сприятливим макроекономічним середовищем.*

За останнє десятиріччя Україна досягла значного прогресу у зміцненні свого макроекономічного середовища та банківського сектору, але ці досягнення потрібно доповнити ширшими реформами врядування. Адже реформування фінансового сектору навряд чи принесе стійкі результати, якщо решта країни страждатиме від корупції, якщо домогосподарства не матимуть стимулів заощаджувати, якщо інвестори не зможуть захистити свої проєкти від експропріації, якщо ринки будуть закритими для конкуренції та якщо олігархи контролюватимуть більшу частину економіки.

Оскільки вступ до ЄС потребує проведення ширших реформ, можемо сподіватися, що рішучість України приєднатися до ЄС створить достатньо міцний інституційний якір, який сприятиме їхньому впровадженню.

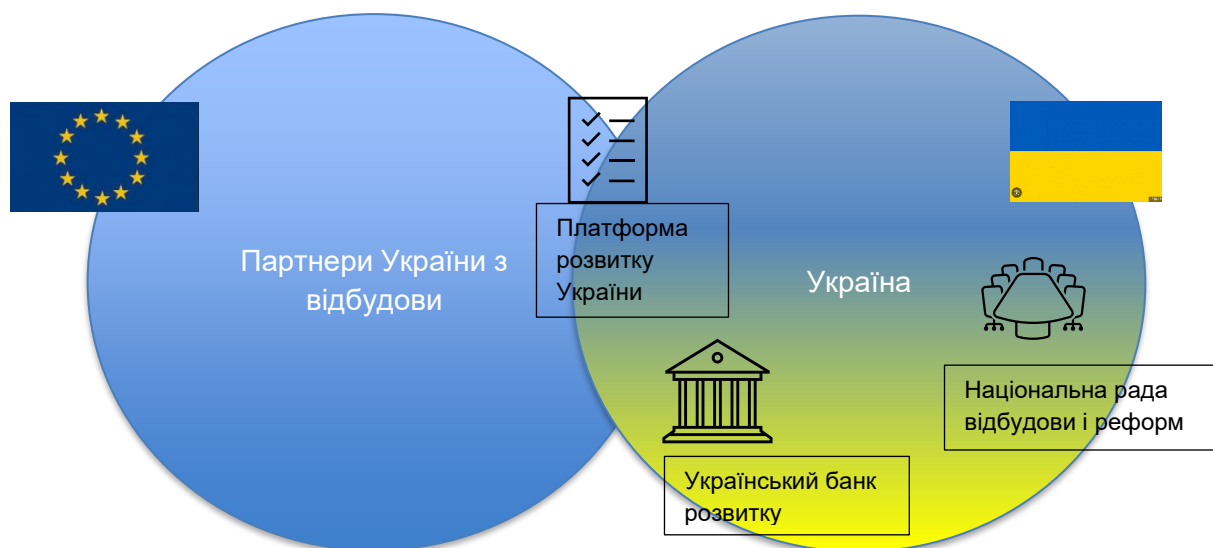
Те, що відбудеться в Україні, може стати моделлю для решти світу, зокрема вирішення проблем, які постають у процесі повоєнної відбудови. Досвід України виявляє численні труднощі, з якими стикаються держави з економікою, що розвивається, на шляху до



створення ефективних ринків капіталу: складні початкові умови, політичні обмеження, захоплення держави, висока чутливість до зовнішніх шоків, корупція та крихкі інституції.

Подолання цих перешкод очевидно стає ще складнішим, коли країна зазнає вторгнення з боку сусіда. Тож ефективна українська трансформація може навчити Європу та решту світу того, як можна зробити інституції кращими, прозорішими та стійкішими.

### Пропонована архітектура: нові інституції для фінансування відновлення



**Платформа розвитку України:** переформатована й розширена платформа координації донорів G7

**Національна рада з відбудови і реформ:** переформатована й розширена Нацрада реформ

**Український банк розвитку:** банк розвитку, акціонерами якого є міжнародні банки та держава Україна, який мобілізує кошти всередині країни та за кордоном

*Принцип №5: Віра в довгостроковий успіх України.*

Перш ніж розвинути ці принципи у звіті, ми хотіли би відзначити останній ключовий інгредієнт: віру. Олександр Гершенкрон, видатний економіст, який народився в Одесі, завершив своє знамените есе 1951 року про технологічний стрибок такими словами:

Щоб прорвати бар'єри стагнації [...], запалити уяву людей та спрямувати їхню енергію на службу економічному розвитку, потрібні сильніші засоби, ніж обіцянка кращого розподілу ресурсів чи навіть нижчої ціни на хліб. За таких умов навіть бізнесменів, навіть класичному сміливому підприємцю-новатору, потрібен стимул потужніший за перспективу отримання високих прибутків. Щоб усунути гори рутини й упереджень,

необхідна віра – віра, за словами Сен-Симона, в те, що золотий вік не позаду, а попереду людства (Гершенкрон, 1962).

Ми бачимо майбутнє України як вільної, демократичної та процвітаючої країни й повноправного члена ЄС як мету, що плекає віру в сенсі Гершенкрона. Сподіваємося, що інші поділяють нашу віру в довгостроковий успіх України не лише заради хоробрих українців, які захищають свої домівки та свободу, а й заради всіх, хто вірить у вільний світ.

## Вступ і огляд книги

Україна стоїть перед надзвичайним викликом незалежно від того, коли закінчиться війна. Природне бажання відновити країну, навіть відбудувати її ще краще, поєднується з бажанням зміцнити економіку в рамках підготовки до процесу вступу до ЄС. Обидва ці прагнення потребуватимуть величезних інвестицій, а отже, колосальних коштів. Зважаючи на ці суми, лише частина інвестицій може бути профінансована з державного бюджету України. Частина іноземного капіталу надходитиме з таких міжнародних установ та джерел, як Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР), Європейський інвестиційний банк (ЄІБ), Міжнародний валютний фонд (МВФ) та Світовий банк.

Значну частину решти дефіциту фінансування (ймовірно, набагато більшу частину) доведеться покривати за рахунок приватного капіталу. Частина його може надійти з-за кордону, а інша – з внутрішніх заощаджень. Отже, здійснення інвестицій вимагає сильної та ефективної вітчизняної фінансової системи, здатної мобілізувати та розподіляти великі обсяги капіталу.

Поточна політична ситуація, що несе загрозу зменшення фінансової та військової підтримки з боку США, а також з боку деяких європейських країн, посилює потребу у зміцненні фінансової системи в Україні: держава повинна готуватися до подальшого вичерпання міжнародної підтримки від США та Європи. Єдиний шлях вперед — це зробити фінансові установи України достатньо життєздатними, а систему в цілому — досить ефективною, щоби залучати достатні обсяги міжнародного капіталу з державних та приватних джерел і впоратися зі значними викликами у процесі відбудови.

Основні висновки та рекомендації, розроблені в цьому звіті, можна згрупувати в чотири розділи: довгострокове бачення; відповідні правила; інституційні інновації та регуляторні зміни.

### ***Довгострокове бачення***

Розглянемо "точку опори" фінансового розвитку України – ефективну, конкурентоспроможну фінансову систему, яка користується широкою довірою, відповідає визнаним стандартам доброчесності, виконує умови процесу вступу до ЄС та бере на себе визначну роль у європейських банківських та фінансових організаціях.

### ***“Правила гри”***

Відповідно до бачення, інституційна база банківського та фінансового ринків України мають бути узгоджені з нормами єврозони, зокрема щодо фінансового законодавства та практики нагляду.

### ***Інституційні інновації***

Ми бачимо значний потенціал для підвищення ефективності фінансового сектору в руслі довгострокового бачення шляхом створення визнаних державних інституцій, які відіграють роль каталізатора, здійснюють координацію з міжнародними донорами та інвесторами, а також інтеграцію іноземних ринків капіталу та вітчизняних фінансових установ у широкомасштабні програми, що фінансуються/управляються урядом. Тому ми пропонуємо створити три інституції, частково спираючись на наявні установи:

По-перше, необхідно створити Національну раду з відновлення та реформ (НРВР), яка розроблятиме та комунікуватиме спільне українське бачення відбудови та докладатиме зусиль для досягнення згоди стосовно порядку денного реформ.

По-друге, Український банк розвитку (УБР) може бути державним банком другого рівня, який надає фінансування іншим банкам (його співвласниками потенційно можуть бути міжнародні банки розвитку). УБР здійснюватиме спільне фінансування та синдиковане кредитування, у такий спосіб забезпечуючи реалізацію проєктів, які інакше втілювалися б у меншому обсязі або не втілювалися б узагалі. Це сприятиме розвитку потенціалу наявних банків для розбудови кращого майбутнього відповідно до стратегій НРВР та урядових політик (детальніше див. Розділ 5).

По-третє, Платформа розвитку України (ПРУ) може стати багатосторонньою установою зі значною участю України, яка займатиметься стратегічним плануванням та координацією донорів, пов'язаних із відновленням під час та після війни.

Разом УБР та ПРУ можуть полегшити доступ українських банків до міжнародних потоків капіталу, тоді як НРВР є критично важливою для забезпечення широкого консенсусу в українському суспільстві щодо амбітного порядку денного реформ, включно з надзвичайно важкими реформами, що виникнуть під час відбудови.

### ***Важливі рішення***

Вищезазначені інституційні інновації уможливають реформу фінансового сектору, спрямовану на виправлення основних залишкових слабкостей нинішньої фінансової системи України. В ідеалі вона має включати такі сім ініціатив, які описані та обговорені детальніше в розділах 4, 5, 6, 7 та 8 цього звіту:

По-перше, банки, які мають збитки через проблемні кредити, пов'язані з війною, повинні отримати компенсацію шляхом адекватної рекапіталізації їх публічними коштами – як внутрішніми, так і закордонними. Більше про це у наступних двох пунктах та розділі 4.

По-друге, після рекапіталізації банків слід приватизувати державні установи шляхом продажу пакетів акцій інвесторам, у тому числі іншим банкам, з метою створення різноманітного та конкурентоспроможного приватного банківського середовища з дещо обмеженою роллю установ, які залишаються у державній власності.

По-третє, компетентний банківський нагляд є ключовим для розвитку фінансового сектору та підтримки фінансової стабільності. Ми рекомендуємо якнайшвидше узгодити стандарти нагляду та кодекс наглядових практик із нормами, що застосовуються в ЄС. Така «європеїзація» однаково актуальна для банківської сфери та ринків капіталу. Підписання офіційного меморандуму про взаєморозуміння з Єдиним наглядовим механізмом (single supervisory mechanism – SSM) перед проведенням офіційних переговорів про вступ може бути ефективним шляхом вперед.

По-четверте, ми рекомендуємо забезпечити надійний доступ до міжнародних ринків капіталу (наприклад, Франкфурта, Лондона, Парижа та Варшави), а не одразу запускати окремий вітчизняний ринок. Необхідні інфраструктурні інвестиції передбачають встановлення стандартів прозорості та звітності (наприклад, Міжнародних стандартів фінансової звітності (IFRS) та Міжнародної ради зі стандартів сталого розвитку, ISSB), а також створення вітчизняної партнерської установи для європейського ринкового нагляду (наприклад, Європейської агенції з цінних паперів і ринків, ESMA). Див. подробиці в Розділі 6.

По-п'яте, ми рекомендуємо посилити стійкість та міжнародне визнання ринку іпотечного кредитування в Україні шляхом запровадження правил щодо застави відповідно до міжнародної практики, наприклад через обмеження відношення суми кредиту до вартості застави та боргу до доходу, а також прискорення розвитку ринку забезпечених облігацій. Див. подробиці в Розділі 7.

По-шосте, ми наводимо аргументи на користь страхування воєнних ризиків. Розроблення схеми державного захисту, яка покриває пов'язані з війною втрати інвестованого реального капіталу, якщо зробити це належним чином, знизить вартість капіталу для фірм, а отже, посилить інвестиційні стимули. Див. подробиці у Розділі 8.

По-сьоме, завдання фінансової модернізації можна розглядати як частину процесу вступу до ЄС. Впровадження європейських стандартів фінансового нагляду та регулювання стане ключем до розвитку більшої прозорості, глибшого ринку капіталу та більшої фінансової інклюзивності. Спрощення процесу входження іноземних банків на український ринок може привести до суттєвого покращення управлінських та технічних спроможностей, а також досвіду кредитування (див. Розділ 9).

Нарешті, те, що відбувається в Україні, може стати моделлю для решти світу, зокрема з вирішення проблем, які постають у процесі повоєнної відбудови. Досвід України виявляє численні труднощі, з якими стикаються держави з економікою, що розвивається, на шляху до створення ефективних ринків капіталу: складні початкові умови, політичні обмеження, захоплення держави, висока чутливість до зовнішніх шоків, корупція та крихкі інституції. Щоб Європа могла краще підтримувати країни, що борються з цими викликами, можуть знадобитися реформи і європейської архітектури фінансування розвитку. Також може знадобитися переглянути обмеження щодо інституційного

капіталу, зокрема фінансових установ, щоб допомогти їм розбудувати фінансову систему, необхідної для залучення капіталу і технологій з-за кордону.

Наші рекомендації пріоритизують інституційну розбудову в Україні: три інституції (НРВР, УБР та ПРУ), які допоможуть країні отримати максимальну вигоду від різноманітних фінансових потоків, очікуваних нині та після війни. Ефективне використання цих коштів, а також залучення більшого обсягу таких коштів, вимагає розбудови фінансової системи, якій однаково довіряють решта вільного світу, далекі уряди та інвестори глобального ринку капіталу.

Усі рекомендації у звіті узгоджені з умовами вступу до ЄС – незалежно від того, чи вони вже описані у відповідних документах чи з'являться там пізніше. Отже, реалізація цих пропозицій не є марною тратою енергії та часу: насправді це ключовий спосіб прискорити процес євроінтеграції.

# Розділ 1

## Коротка історія фінансового розвитку України

Щоб оцінити масштаб виклику розбудови ефективної фінансової системи в Україні, а також прогрес у фінансовому секторі країни після відновлення незалежності в 1991 році, варто зробити деякі порівняння. З огляду на складні початкові умови раннього посткомуністичного періоду, було би несправедливо порівнювати Україну з державами з глибокими та сформованими ринками капіталу. Тож подальший аналіз зосереджується переважно на країнах, які також перейшли від планової економіки до ринкової протягом останніх трьох десятиліть.

Деякі з цих країн – як-от Польща та інші східноєвропейські держави-члени Європейського Союзу (ЄС) – обрано тому, що Україна прагне наслідувати їхній успіх. А деякі – наприклад, Болгарію та Румунію – вибрано, щоб краще зрозуміти ціну незавершених реформ (як-от постійні проблеми з корупцією), тоді як інші – наприклад, Словаччина – демонструють, як надолужити відставання після повільного старту. Деякі країни (Хорватія, Грузія та Молдова) проливають світло на виклики, з якими стикаються постраждалі від війни держави, а також на проблеми, пов'язані з життям під ризиком російської агресії. Нарешті, Німеччина, країна з найбільшою економікою в Європі, ілюструє максимум, якого можна досягнути, розвиваючись у рамках ЄС.

Нижче наведено порівняльний огляд того, що відбувалося у фінансовому секторі України, та пов'язаних із ним змін економіки та бізнесу за останні три десятиліття. Йдеться зокрема про фондовий ринок, банки, іпотеку, інституційних інвесторів, корпоративне управління, приватизацію, лібералізацію фінансового ринку та макроекономічну стабільність.

### Фондовий ринок

Як і інші країни з перехідною економікою, Україна практично не мала ринкової інфраструктури, коли командна економіка радянського блоку зазнала краху. Незважаючи на те, що Україна була більш розвиненою, ніж деякі країни Східної Європи, вона зазнала особливо тяжких репресій за радянської влади в 1930-х роках (включно з Голодомором), які продовжують негативно впливати на економічне та політичне життя навіть у пострадянський період (див. Yaremko 2023).

На початку 1990-х років політичні зусилля були зосереджені на забезпеченні законодавчої бази для створення фінансових ринків. Були ухвалені закони, створено регуляторів, приватизовано державну власність, а фондові біржі росли як гриби після дощу. Формальні показники вказували на те, що Україна досягла значного прогресу у створенні добре функціонуючого фінансового сектору, але це виявилось оманом.

Насправді, навіть порівняно зі схожими країнами результати України були не надто яскравими. Дані, зібрані Beck et al. (2020), чітко вказують на це. Капіталізація ринку у відсотках від ВВП залишалася низькою до початку 2000-х років (див. рис. 1.1). Наприклад, Польща – популярний (хоча й не дуже виправданий) орієнтир для України – мала вчетверо вищу капіталізацію. Чеська Республіка та Угорщина також демонстрували хороші результати, але ці країни почали запроваджувати елементи ринкової економіки раніше. Загалом 1990-ті роки показали, що успішний розвиток фондового ринку не гарантований та існують великі відмінності у кінцевих результатах – від “аутсайдерів”, як-от Болгарія, до “чемпіонів”, таких як Польща.

Помаранчева революція 2004 року дала надію на те, що Україна відновить свої реформаторські зусилля й таким чином пришвидшить розвиток ринків капіталу. Відповідно до цих очікувань ринкова капіталізація виросла, оскільки більше інвесторів виявили інтерес. Однак це була загальна тенденція для Східної Європи, а не зацікавленість саме Україною. Майже всі країни регіону переживали бум аж до глобальної фінансової кризи кінця 2000-х – початку 2010-х років.

Обвал ринкової капіталізації у країнах Східної Європи був майже повсюдним, але Україна постраждала найбільше. Це сталося не лише тому, що країна була більш вразливою до зміни цін на сировинні товари, а ще й тому, що мала слабші інституції та слабший рівень формулювання політики. Деякі ринки (наприклад, Польща) відновилися, але багато років залишалися в депресії. Така динаміка свідчить про те, що хоча деякі чинники є спільними для країн Східної Європи (наприклад, бажання інвесторів ризикувати в цій частині світу), рішення з політики також важливі.

Динаміка кількості зареєстрованих на біржі компаній на особу (див. рисунок 1.2) вказує на те саме. За цим показником Україна була “міцним середнячком”, і він навіть дещо виріс після Помаранчевої революції 2004 року, але після світової фінансової кризи кількість зареєстрованих на біржах компаній має тенденцію до зниження.

Анексія Росією Криму та окупація Донбасу в 2014 році стала ще одним шоком для фінансової системи та економіки України в цілому. Цунамі непрацюючих кредитів (NPL), сплеск інфляції та масштабний економічний спад перетворили фондовий ринок на привид: ринкова капіталізація становила 4% ВВП.

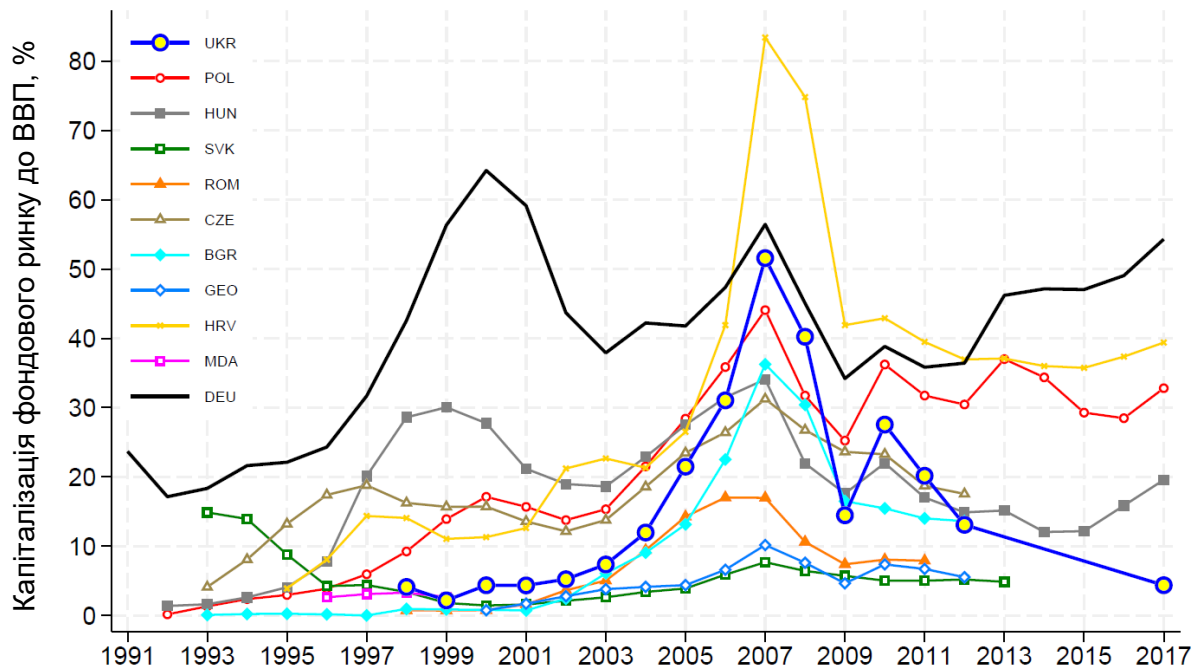
Революція Гідності 2013-14 років прискорила реформи та курс України на тіснішу інтеграцію з ЄС. Проте, незважаючи на значний прогрес в очищенні фінансового сектору, боротьбі з корупцією, децентралізації економічного та політичного життя та багатьох інших сферах, фондовий ринок проявляв небагато ознак життя навіть за наявності більшої частини необхідної інфраструктури.

Статистика добре ілюструє стан справ. На кінець 2021 року в Україні було чотири організовані біржі: Фондова біржа "Перспектива", ПФТС, Українська міжбанківська валютна біржа та Українська біржа. Однак майже вся торгівля велася на "Перспективі"



та ПФТС: інші біржі здебільшого перебували в "сплячці". У 2021 році до лістингу додалися три нові фірми, що довело загальну кількість зареєстрованих на біржі вітчизняних компаній до 88: за міжнародними стандартами це низький показник.

**Рисунок 1.1. Відношення капіталізації фондового ринку до ВВП у вибраних країнах, %**



Джерело: Beck et al. (2019)

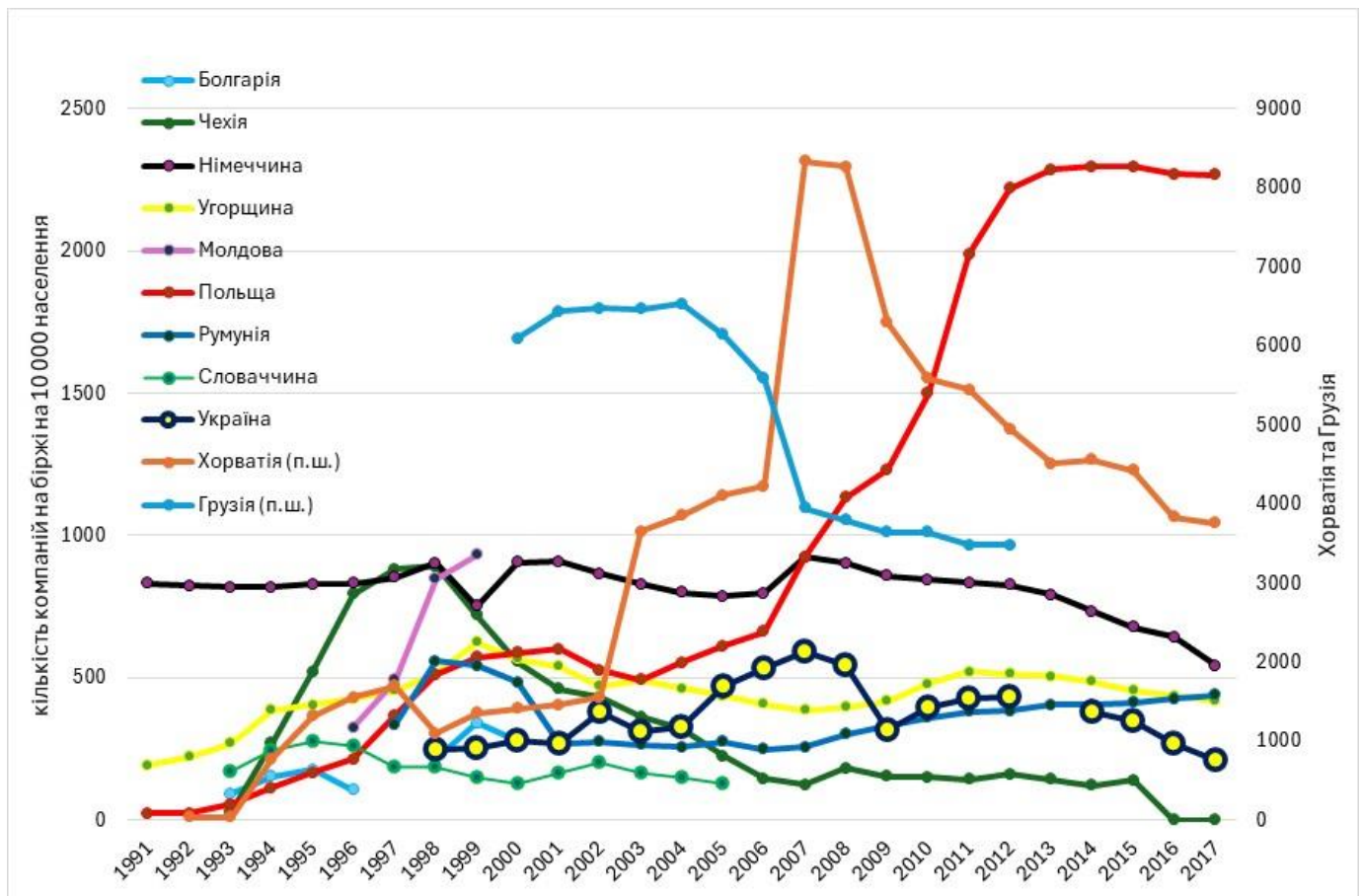
Обсяг торгів на цих біржах був скромним (приблизно 451 млрд грн у 2021 році), й 98% його припадало на торгівлю державними облігаціями України. Торгівля акціями становила 0,5 млрд. грн. Це мізерний обсяг не лише відносно ВВП (5,4 трлн грн), а й відносно торгівлі поза цими біржами (обсяг торгів акціями поза біржами у 2021 році становив 21,3 млрд грн). Торгівля деривативами та акціями, випущеними іноземними фірмами, виглядала так само похмуро.

Іншими словами, хоча організовані біржі вели певну торговельну діяльність, вони фактично були мертвими як фондові ринки чи ринки капіталу для приватних облігацій. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України (регулятор фондових ринків), схоже, не в змозі модернізувати законодавство й оживити ринки.

Історія розміщення на біржах акцій також інформативна. На рисунку 1.3 видно, що кількість акцій, які використовуються для розрахунку фондового індексу біржі ПФТС, скорочується. Російське вторгнення у 2014 році створило надзвичайно несприятливі економічні умови для багатьох українських компаній, а деякі постраждали від агресії безпосередньо. Наприклад, "Донбасенерго" (DOEN) та Єнакіївський металургійний

завод (ENMZ), що належить "Метінвесту", перебувають під російською окупацією з 2014 року. Тоді як DOEN перебувало частково під контролем України, а отже частково працювало, ENMZ, який цілковито контролювала Росія, закритися в 2022 році, оскільки не мав працівників для виконання роботи (їх мобілізували до російської армії). Отже, окупація Росією Донбасу в 2014 році стала величезним ударом по ринку.

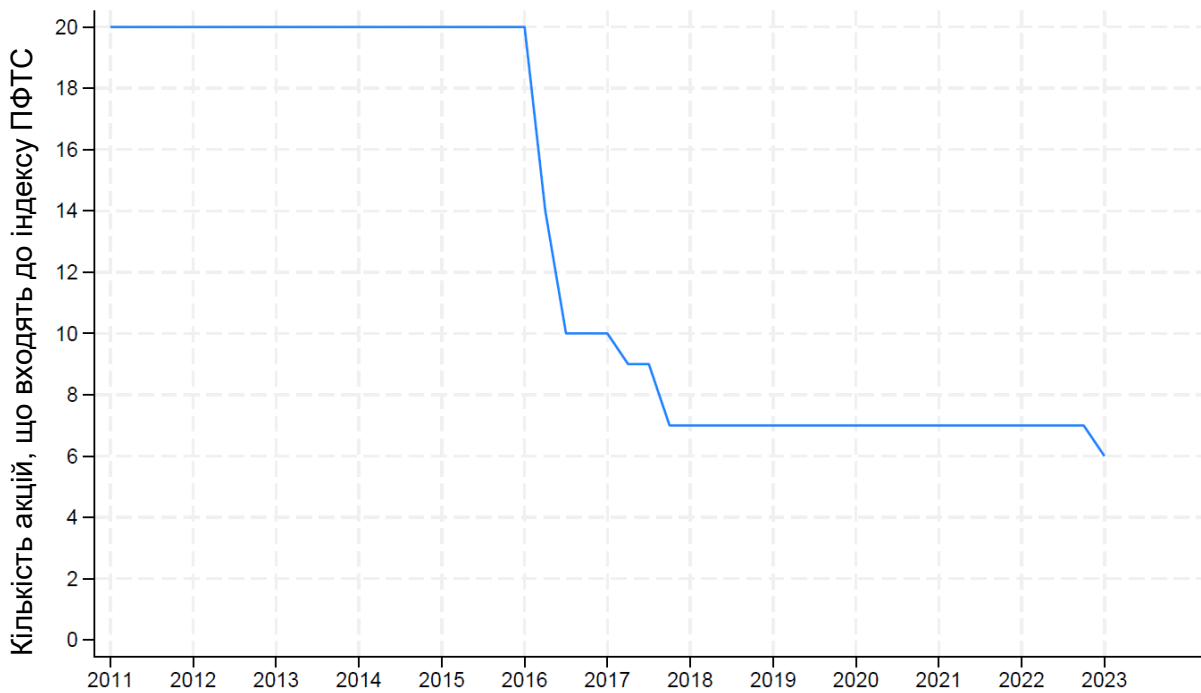
**Рисунок 1.2. Кількість компаній, зареєстрованих на біржі, на 10 000 населення**



Джерело: Beck et al. (2019)

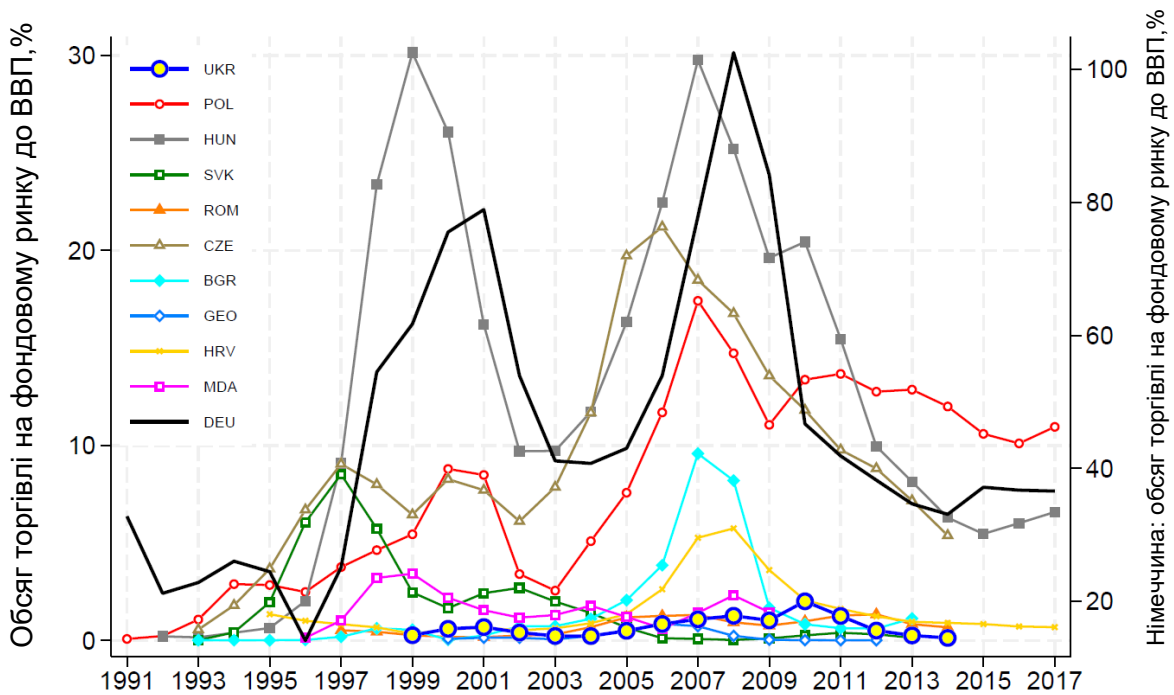
Показовим є і досвід "Укрнафти" (UNAF), яку вилучили з індексу на початку 2023 року. Фірма належала українським олігархам Ігорю Коломойському та Геннадію Боголюбову (42% акцій) і уряду (50%+1 акція). Хоча уряд був мажоритарним власником компанії, її керівництво призначали Коломойський та Боголюбов. Скандали у фірмі роками були звичним явищем, але, що важливіше, на відміну від інших державних підприємств (ДП) після 2014 року, "Укрнафта" залишилася нереформованою, оскільки уряд не міг встановити контроль над нею. Зрештою в листопаді 2022 року уряд націоналізував "Укрнафту" з міркувань національної безпеки, а згодом компанію було виключено з біржі.

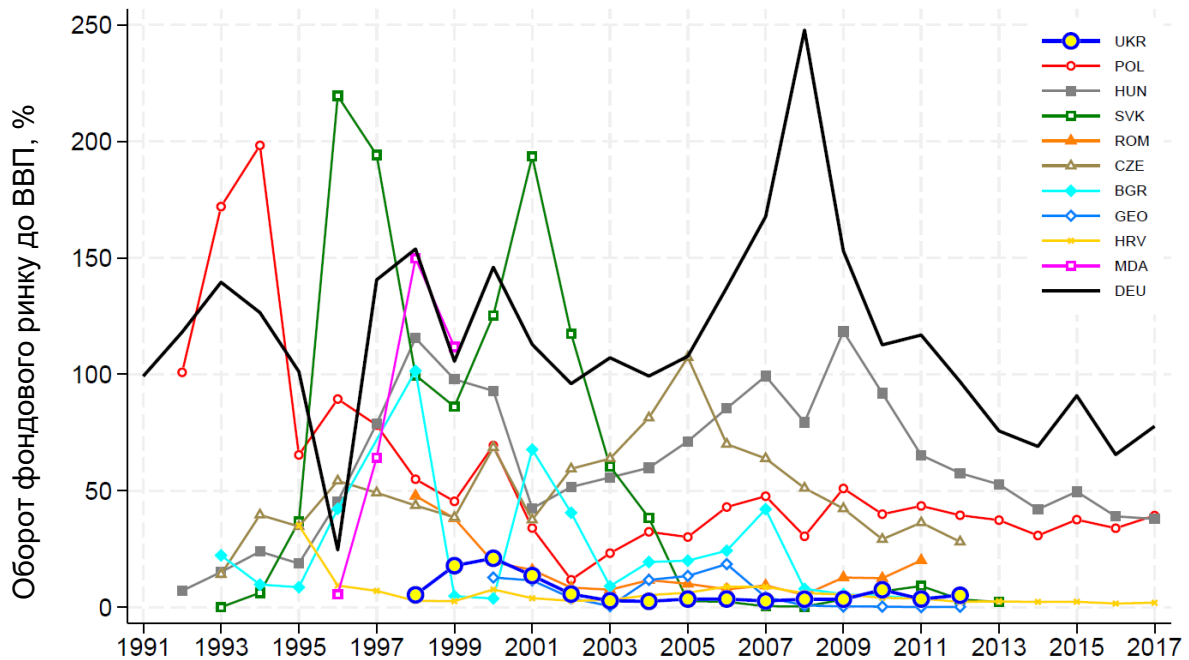
**Рисунок 1.3. Кількість акцій, які входять до індексу ПФТС**



Джерело: ПФТС

**Рисунок 1.4. Обсяг фондового ринку до ВВП**





Джерело: Beck et al. (2019)

Станом на кінець 2023 року індекс ПФТС включав лише шість компаній: два комунальні підприємства, один іноземний банк, одну телекомунікаційну та дві виробничі фірми. Окрім банку, заснованого Національним банком України (НБУ) у 1992 році, усі фірми є радянською спадщиною. Наскільки нам відомо, розширення переліку до цілі в 20 фірм не планується. Для контексту, у "списку очікування" на приєднання до індексу в 2008 році було 13 фірм.

Цей короткий огляд може створити враження, що фондовий ринок України став жертвою світової фінансової кризи та російської агресії. Дійсно, фондові ринки в інших країнах занепали в 2008-09 роках, а після чергового російського вторгнення в 2008-09 роках значно знизилася капіталізація фондового ринку Грузії.

Однак інші показники створюють більш тривожну картину. Рисунок 1.4 показує, що ліквідність (обсяг торгівлі та ринковий оборот) в Україні була мізерною навіть у "золоті" 2004-2007 роки. Інакше кажучи, в Україні ніколи не було глибокого фондового ринку. Це важливо, оскільки ринки, які не досягають певного рівня ліквідності, часто занепадають (як зазначають Albuquerque de Sousa et al. 2023). Щоправда, інші східноєвропейські біржі також мають скромну ліквідність. Така ситуація вказує на ширшу потребу України об'єднатися з іншими країнами, щоб забезпечити адекватні обсяги торгів та ліквідність українських акцій (див. Розділ 6).

## Банки

На рисунку 1.5 підсумовано розвиток банківського сектору в Україні та країнах, які ми взяли для порівняння. Якщо коротко, після початкової економічної стагнації початку 1990-х років у багатьох країнах із перехідною економікою спостерігалось швидке зростання кількості банків. Банківське кредитування приватного сектору як частка ВВП різко виросло в середині 1990-х років і до початку світової фінансової кризи наблизилось до рівня Німеччини. Вхід у цей сектор стрімко знизив концентрацію банків (див. рис. 1.6).

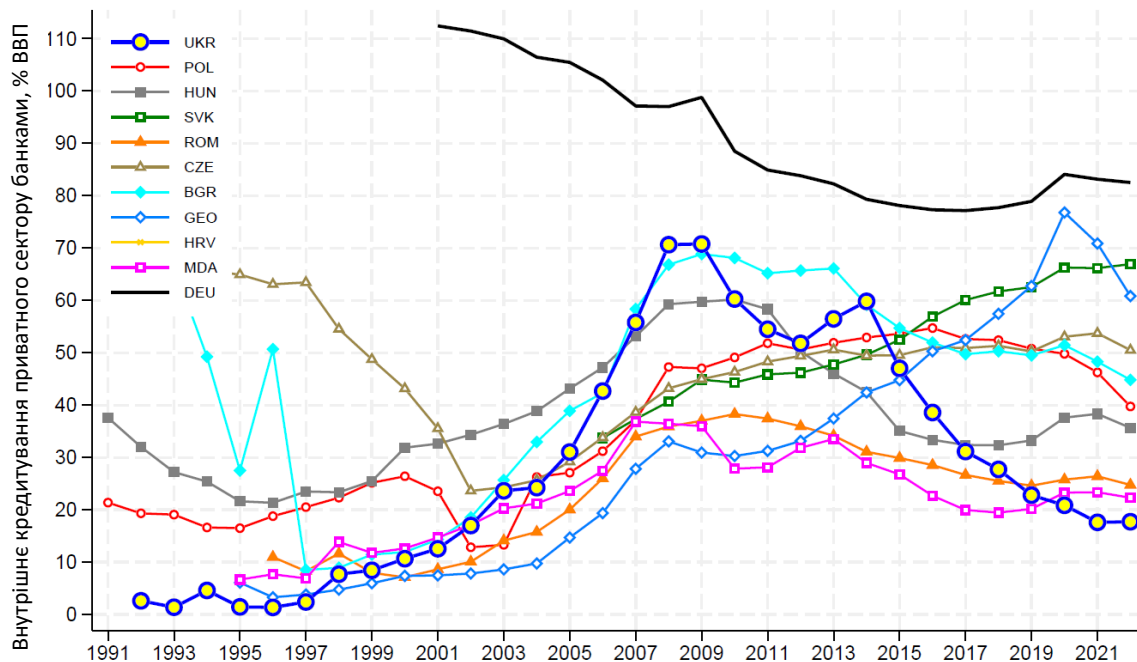
Глобальна фінансова криза загальмувала розвиток банківського сектору в усіх країнах Східної Європи, але українські банки постраждали сильніше, ніж банки деінде. У 2009-12 роках значно скоротилися обсяги кредитування та депозитів. Ця динаміка відображала не лише високу вразливість українських банків до надзвичайно циклічних галузей промисловості та товарів (як-от метали), але й слабке управління ризиками та нагляд. Частка непрацюючих кредитів в Україні різко виросла, як і в інших країнах – Болгарії, Хорватії та Угорщині, – які зіткнулися зі схожими фінансовими і макроекономічними дисбалансами та дуже постраждали від глобальної фінансової кризи (див. рис. 1.7).

Поки Болгарія, Хорватія та Угорщина поступово вирішували проблему своїх проблемних кредитів, Україна зіткнулася з російською агресією в 2014 році та пережила ще одну банківську кризу. Оскільки банківський сектор в Україні не був реформований та не оговтався від світової фінансово-економічної кризи, цей удар виявився особливо тяжким. Частка проблемних кредитів злетіла до понад 55% у 2016 році (втім, багато з цих непрацюючих кредитів перебували на балансі банків до 2014 року, але банки не мали бажання визнавати збитки).

У процесі очищення та рекапіталізації банківського сектору НБУ змусив банки визнати свої збитки, тож частка проблемних кредитів різко виросла. Згідно з умовами програми МВФ 2008 року, у 2014/15 роках було проведено оцінку якості активів (asset quality review – AQR) всіх банків в Україні.

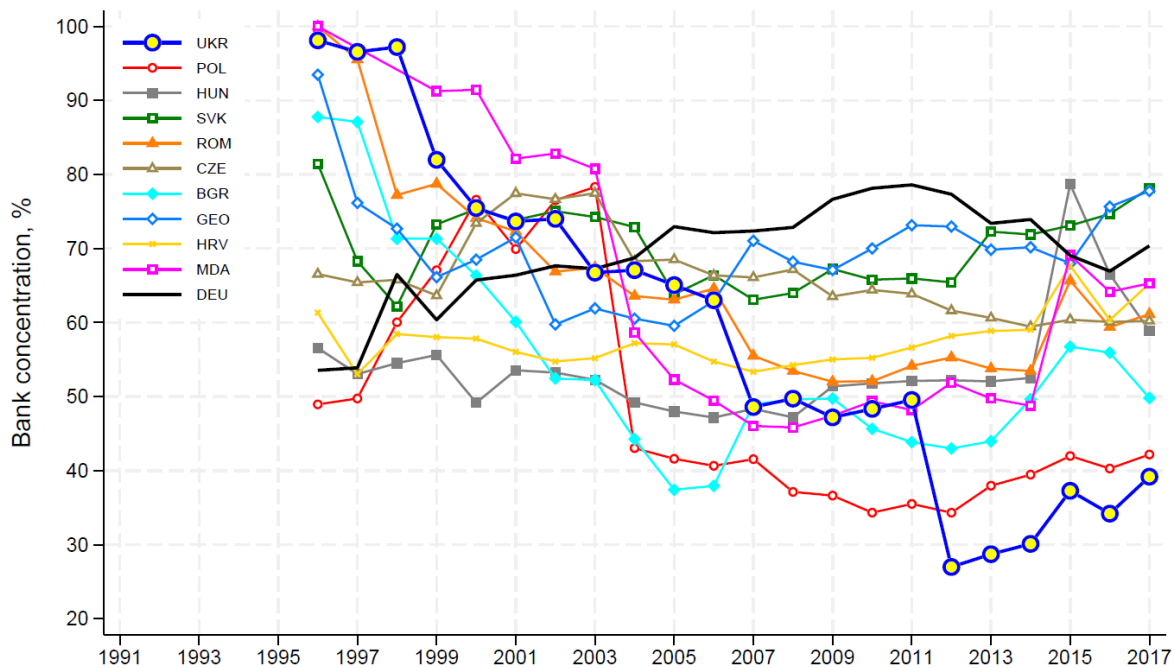
Результатом AQR стало закриття близько 80 банків, сумарні активи яких на той час становили третину загальних активів сектору. Ці активи були частково розпродані – спочатку через аукціони Мін'юсту, а потім через систему ProZorro. Частина активів залишилася у Фонді гарантування вкладів (ФГВФО, створений у 1998 році); деякі були викуплені колишніми власниками, оскільки ніхто не бажав їх купувати. Іноземним фінансовим установам було запропоновано придбати акції решти банків, але без особливого успіху. Деякі банки, включно з ПриватБанком, який тоді належав одному з олігархів, були націоналізовані. Крім того, було внесено зміни до кодексу про банкрутство та системи страхування вкладів, а пізніше (у 2020 році) – запроваджено нову структуру врегулювання непрацюючих кредитів, інтегровану до ФГВФО, щоб полегшити позасудову реструктуризацію. Загалом таке очищення обійшлося Україні в близько 15% ВВП (див. VoxUkraine 2019).

**Рисунок 1.5. Внутрішнє кредитування приватного сектору банками, % ВВП**



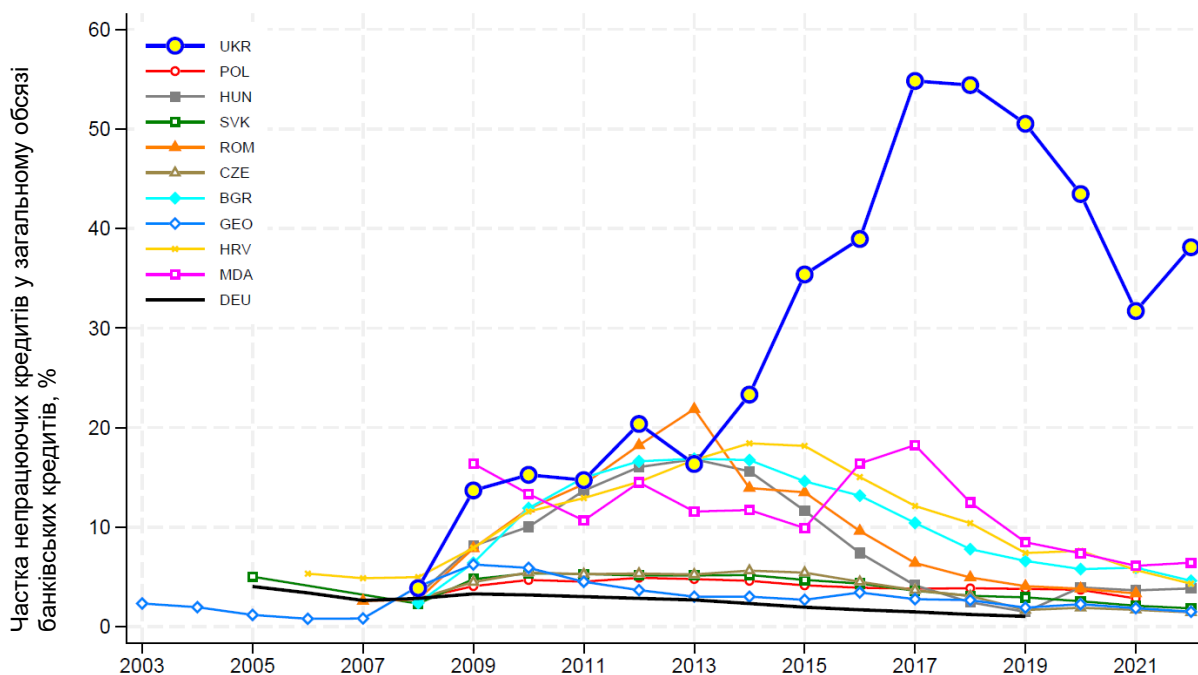
Джерело: World Bank (series code: FD.AST.PRVT.GD.ZS)

**Рисунок 1.6. Концентрація банківського сектору, %**



Джерело: Beck et al. (2019). Активи трьох найбільших банків як частка активів усіх комерційних банків

Рисунок 1.7. Частка непрацюючих кредитів у валових кредитах банків, %



Джерело: World Bank (series code: FB.AST.NPER.ZS)

Незважаючи на те, що НБУ зміг забезпечити поступове покращення якості банківських балансів, а фінансова система виявилася набагато більш підготовленою до чергової хвилі російської агресії, роль банківського сектора в економіці в цілому після світової фінансової кризи знизилася. За частками банківських кредитів і депозитів у ВВП Україна в 2021 році була близькою до Молдови, що є значним падінням з висоти, якої вона була досягла в 2007 році.

Кооперативні банки в Україні невеликі й створені за зразком кредитних спілок США, які спочатку їх підтримували. Нині існують дві асоціації: НАКСУ (Національна асоціація кредитних спілок) та ВАКС (Всеукраїнська асоціація кредитних спілок), які є конкуруючими мережами. Традиційно кооперативні банки фокусувалися майже виключно на споживчому кредитуванні, проте нещодавні зміни законодавства (у серпні 2023 року) відкрили двері для фінансування сільськогосподарських та промислових компаній. Цей законодавчий крок також змінив модель управління: нагляд за кооперативними банками було вилучено у наглядового органу та передано НБУ.

Для повноти картини зазначимо, що хоча існує понад 1000 небанківських фінансових установ, майже всі вони відносно невеликі, включно з філіями іноземних банків

(наприклад, польський PKO Bank Polski, австрійський Raiffeisen bank, французькі BNP Paribas і Cr dit Agricole, Сітібанк США та німецький ПроКредит Банк).

Прогноз для банківського сектора залишається складним. Частка непрацюючих кредитів виросла, націоналізація банків посилила концентрацію (державні банки контролюють 60% депозитів), а банківське кредитування приватного сектору продовжує скорочуватися. Рубці від попередніх банківських криз значно пригнічують довіру до фінансової системи (див. Розділ 4).

## Іпотека

Подібно до інших сегментів фінансового ринку, іпотека в Україні доволі слабо розвинена та має довгу історію точкових реформ, суперечностей, популістських закликів та криз.

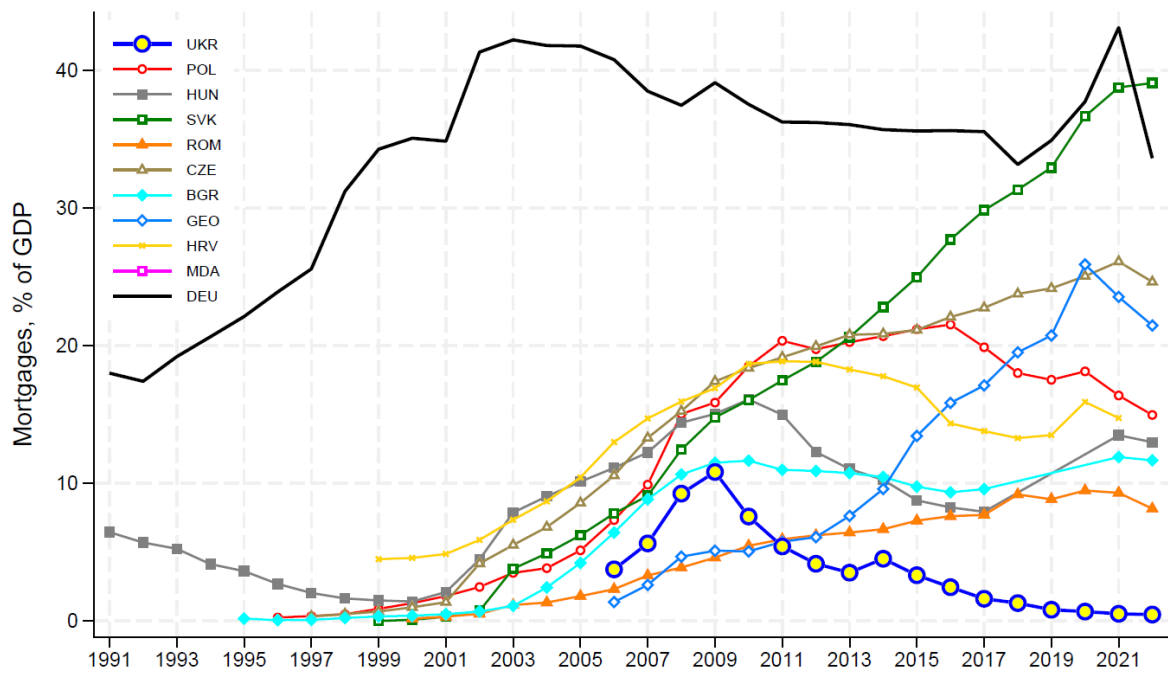
Наприклад, закон "Про заставу", який дозволив використовувати майно або землю як заставу, ухвалили на початку 1992 року, а [закон](#) про іпотеку 11 років потому. Лише у 2022 році незавершені будівлі увійшли до переліку прийнятних об'єктів застави. Закон про забезпечені облігації був прийнятий у 2005 році, але такі облігації (вартістю близько 110 мільйонів доларів) випустило лише "Агентство по рефінансуванню житлових кредитів", яке належить трьом державним банкам та двом фізособам (наразі в процесі ліквідації).

Вражає, що єдиний кредитний реєстр був створений лише у 2018 році. Ще однією важливою подією того року став закон про [посилення](#) захисту прав кредиторів: серед іншого, він роз'яснив, як іпотекодавець може отримати право власності на заставлене майно або кошти від продажу майна.

Проблеми в банківському секторі – головному емітенті іпотеки в Україні – посилили труднощі розвитку іпотеки. Як наслідок, іпотечні кредити займають незначну частку в економічному ландшафті України та становлять менше 1% ВВП (див. Рисунок 1.8 ). Це мало порівняно з майже будь-якою іншою країною в регіоні (хоча вони можуть бути ще меншими в Молдові, дані для якої відсутні). Розділ 7 докладніше досліджує іпотечний ринок.



Рисунок 1.8. Іпотечні кредити, % ВВП



Джерело: НБУ

### Вставка. Антикорупційна та судова реформи

Реформування судової системи, а також інших ланок правоохоронного механізму – поліції та прокуратури – давно стоїть на порядку денному в Україні. Частиною цієї боротьби стало створення системи антикорупційних органів, оскільки значний рівень корупції спостерігався в поліції, прокуратурі, судовій та політичній системі.

У 2016 році було внесено зміни до Конституції щодо судової реформи. Згідно з європейською традицією ці зміни надали суддям більше незалежності та самоврядності. Однак незабаром стало зрозуміло, що корумпована система не здатна реформуватися самостійно.

Оскільки судову систему можна реформувати лише згори, багато залежить від осіб, які входять до Вищої ради правосуддя (ВРП – вищий орган суддівського самоврядування, який може розслідувати дисциплінарні справи щодо суддів та звільняти їх) та Вищої кваліфікаційної комісії суддів (ВККСУ – комісія, яка оцінює добросовісність суддів та надає рекомендації ВРП щодо прийняття кандидата на роботу чи звільнення чинного судді).

У 2021 році було прийнято новий порядок обрання членів ВРП та ВККСУ, а відбір кандидатів до цих органів завершився у червні 2023 року. Наразі ВККСУ має оцінити

близько 2000 діючих суддів та близько 2500 кандидатів у судді (разом це приблизно половина суддів України).

Ще одним важливим кроком у судовій реформі є належний добір членів Конституційного Суду (КС має бути політично незалежним і не згорти реформи). Ухвалення відповідного законодавства було однією з семи умов початку переговорів про вступ України до ЄС.

У реформі поліції наразі реалізовано лише перший крок – створення патрульної поліції замість вельми корумпованої ДАІ. Застопорилися реформи прокуратури та СБУ (позбавлення останньої права розслідувати економічні злочини та корупцію).

Система нових антикорупційних органів (НАБУ – САП – ВАКС) працює доволі добре, незважаючи на постійні спроби заінтересованих осіб підважити її. Громадянське суспільство України та міжнародні партнери мають пильно стежити за цією сферою, щоб запобігти згортанню реформ.

## Інституційні інвестори

Хоча страхові ринки східноєвропейських країн відстають від ринків розвинених європейських країн, різниця не настільки велика, як на фондовому ринку. Наприклад, ризикове страхування в Німеччині збирає як премії приблизно 2% ВВП, тоді як країни Східної Європи збирають близько 1,5% (див. рис. 1.9). Однак ці відносно невеликі відмінності в потоках можуть накопичуватися й призводити до відчутно різних обсягів нагромаджених активів (див. рис. 1.10). Наприклад, у 2021 році німецькі страхові компанії володіли активами вартістю майже 70% ВВП. Східноєвропейські економіки за ці роки потроху зростали, але рівень їхніх активів у відсотках від ВВП залишається низьким: від приблизно 12% у Хорватії до 6% у Болгарії у 2021 році.

Тенденції зростання страхової галузі України загалом нагадували такі тенденції інших східноєвропейських країн (хоча база була нижчою), але анексія Росією Криму та окупація Донбасу призвели до занепаду галузі: активи впали з 4,5% ВВП у 2013 році до 1% у 2021 році. Швидкість відновлення страхових компаній залежить від кількох чинників:

- По-перше, страховим компаніям доводиться компенсувати втрату майна та життя через російську агресію з 2014 року. Повномасштабне вторгнення у 2022 році також погіршило баланси страхових компаній.

- По-друге, високі премії, які стягують страхові компанії після 2014 року, зменшили попит на страхування. Повоєнні безпекові ризики можуть і надалі обмежувати здатність страхових компаній накопичувати значні ресурси. Водночас страховики на кшталт Багатостороннього агентства з гарантування інвестицій (Multilateral Investment Guarantee Agency - MIGA) може стимулювати страховий ринок (Репко 2023). MIGA, яке є частиною Групи Світового банку, пропонує страхування від

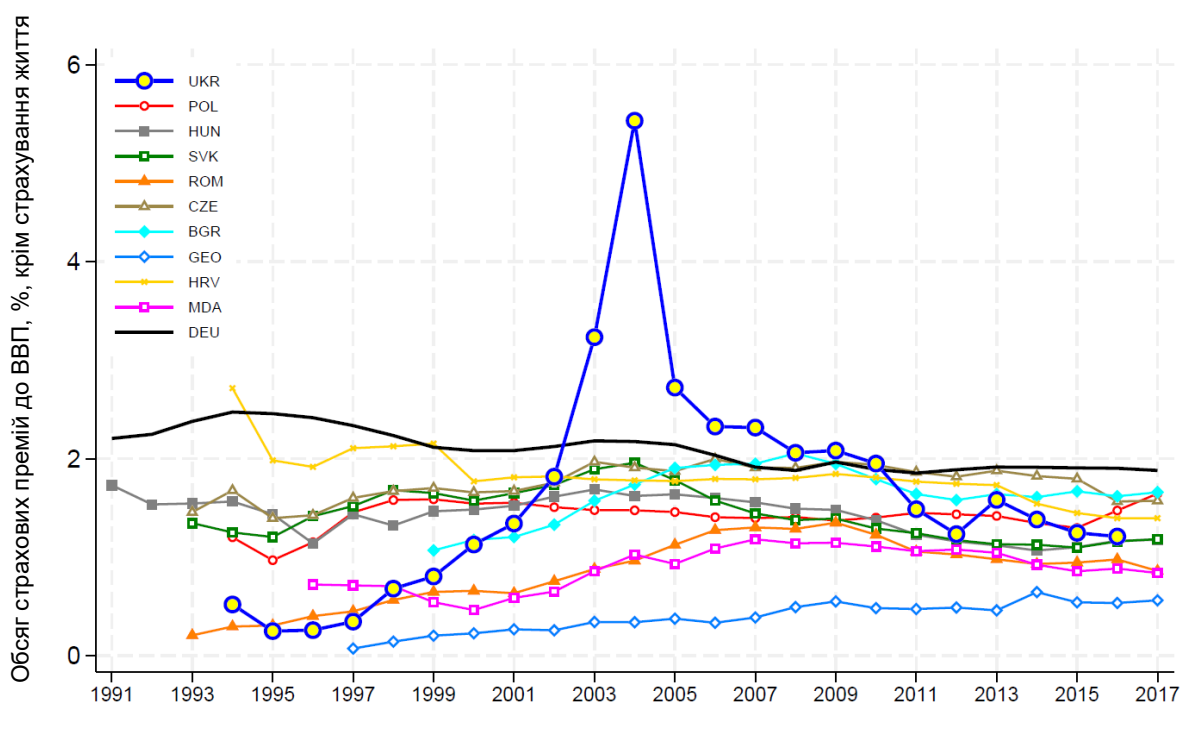
політичних ризиків для захисту прямих іноземних інвестицій (ПІІ) від різних некомерційних ризиків, у тому числі війн (див. Розділ 8).

- По-третє, у 2021 році на вітчизняні страхові компанії припадало 8% ринку страхування життя та 46,5% ринку страхування ризиків. Тож динаміка залежатиме від того, як відреагують компанії, головні офіси яких знаходяться за межами України.

- Нарешті, ринок страхування життя вельми концентрований (на трійку провідних страховиків припадає 75% резервів), тож, можливо, необхідно підвищити конкуренцію в цьому сегменті, щоб стимулювати зростання.

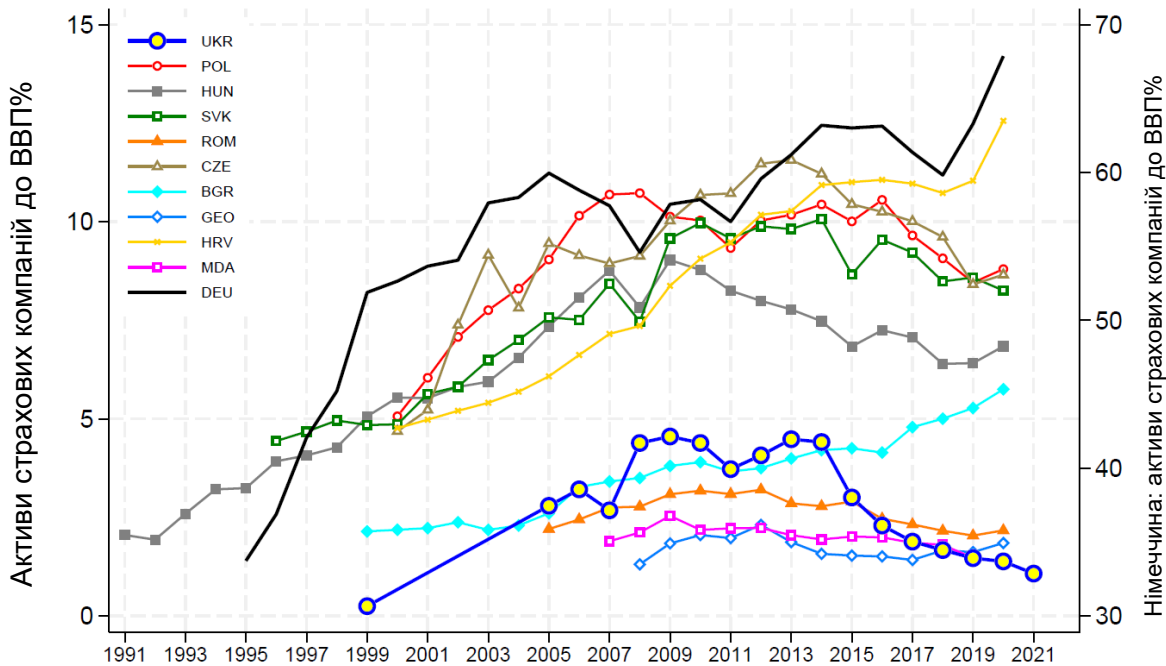
Отже, страхові компанії навряд чи відіграватимуть важливу роль інституційних інвесторів в Україні в осяжному майбутньому. Пенсійні фонди, схоже, також є віддаленою перспективою. Хоча Чилі та інші країни, які запровадили повністю накопичувальні пенсійні системи, є яскравими прикладами того, як пенсійні фонди можуть оживити розвиток фондових ринків, пенсійні фонди в країнах Східної Європи все ще надто малі, щоб стати ключовими інституційними інвесторами.

**Рисунок 1.9. Обсяг страхових премій (окрім страхування життя), % ВВП**



Джерело: Beck et al. (2019)

Рисунок 1.10. Активи страхових компаній до ВВП, %

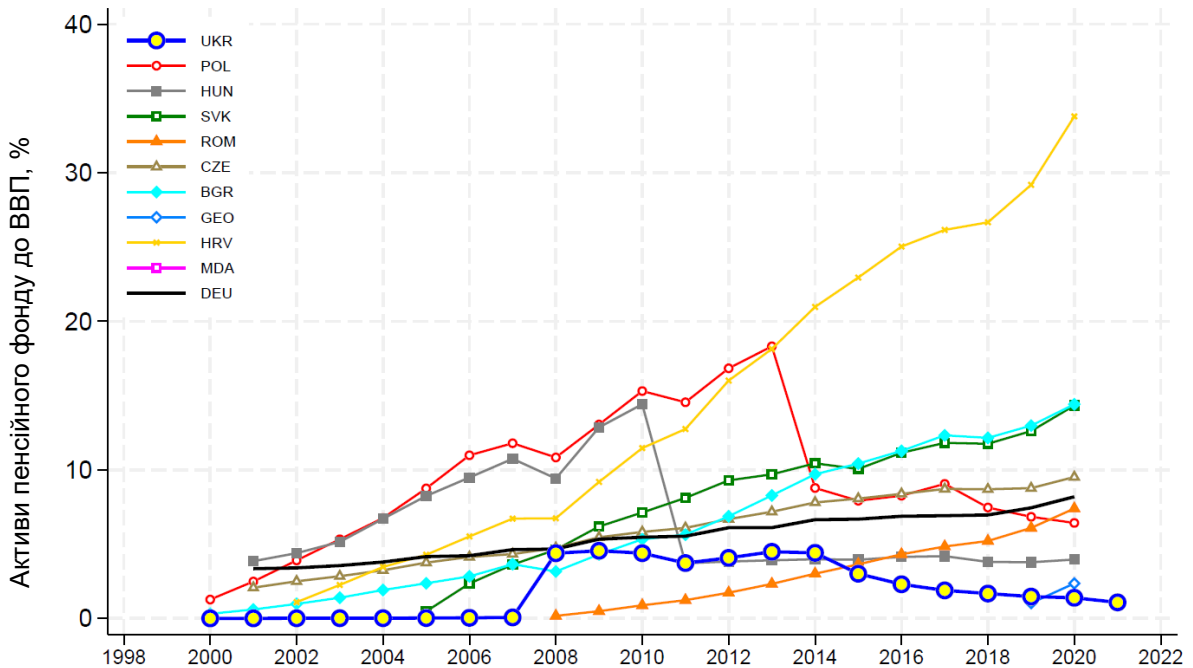


Джерело: World Bank (series code: GFDD.DI.11).

Щоб підкреслити різницю, відзначимо, що чилійська пенсійна система станом на 2023 рік володіє активами вартістю приблизно 70% ВВП станом. Відповідні показники для більшості східноєвропейських країн становлять біля 10% (див. Рисунок 1.11). Країни Східної Європи запровадили накопичувальну складову у своїх пенсійних системах набагато пізніше (а накопичення активів потребує багато часу), проте основні причини низького рівня наявних активів пенсійних фондів криються в іншому. Капіталізовані частини східноєвропейських пенсійних систем є добровільними та відносно невеликими. В регіоні домінують солідарні системи ("Pay-as-you-go", PAYGO).

На додачу, старіння населення східноєвропейських країн створює навантаження на пенсійні системи та сповільнює накопичення активів. Добровільні пенсійні заощадження навряд чи створять великі резерви: досвід розвинених європейських економік коливається від ~6% ВВП у Німеччині (переважно PAYGO) до ~190% у Данії. Зауважте, що Хорватія (яка зі своїми понад 30% ВВП активів пенсійних фондів виділяється серед країн Східної Європи) має змішану пенсійну систему, а близько чверті обов'язкових пенсійних внесків надходить до пенсійних фондів як капіталізовані заощадження.

**Рисунок 1.11. Активи пенсійного фонду до ВВП, %**



Джерело: World Bank (series code: GFDD.DI.13)

Україна планувала доповнити солідарну систему пенсійного страхування (фінансовану за рахунок поточних податків) державним накопичувальним пенсійним страхуванням (другий рівень) та недержавними накопичувальними пенсійними фондами (третій рівень) з 2004 року. Однак замість того, щоб розвивати схеми пенсійного страхування другого рівня, уряд сприяв лише створенню третього рівня, прокладаючи шлях для започаткування приватних пенсійних фондів. Зрештою, багато з цих фондів не пережили глобальної фінансової кризи: кількість зареєстрованих приватних пенсійних фондів скоротилася з 95 у 2009 році до 63 у 2012 році.

Сьогодні, за даними НБУ, лише близько 7% працездатного населення роблять внески до приватних пенсійних фондів. Загальні накопичені активи недержавних пенсійних фондів становлять менше 1% державного пенсійного фонду, й вельми невелика кількість таких фондів отримували додатний реальний дохід (Ovcharenko 2019). До того ж, населення України старіє набагато швидше, ніж в інших країнах Східної Європи, а негативні сценарії показують, що воно може скоротитися з довоєнних ~41 мільйона до ~30 мільйонів. Це означає, що внески до пенсійних фондів можуть бути занадто малими порівняно з виплатами. Для розуміння масштабу проблеми: дефіцит пенсійного фонду в 2020 році становив 4,5% ВВП.

## Корпоративне управління

Перехід від командної до ринкової економіки на початку 1990-х років підкреслив важливість корпоративного управління для досягнення економічних результатів та дотримання прав власності. Зокрема, в Україні так звані "червоні директори" фактично контролювали державні підприємства навіть після приватизації та використовували цей контроль для особистої вигоди. Схеми варіювалися від відвертого грабунку до законної передачі майна червоним директорам та їхнім спільникам.

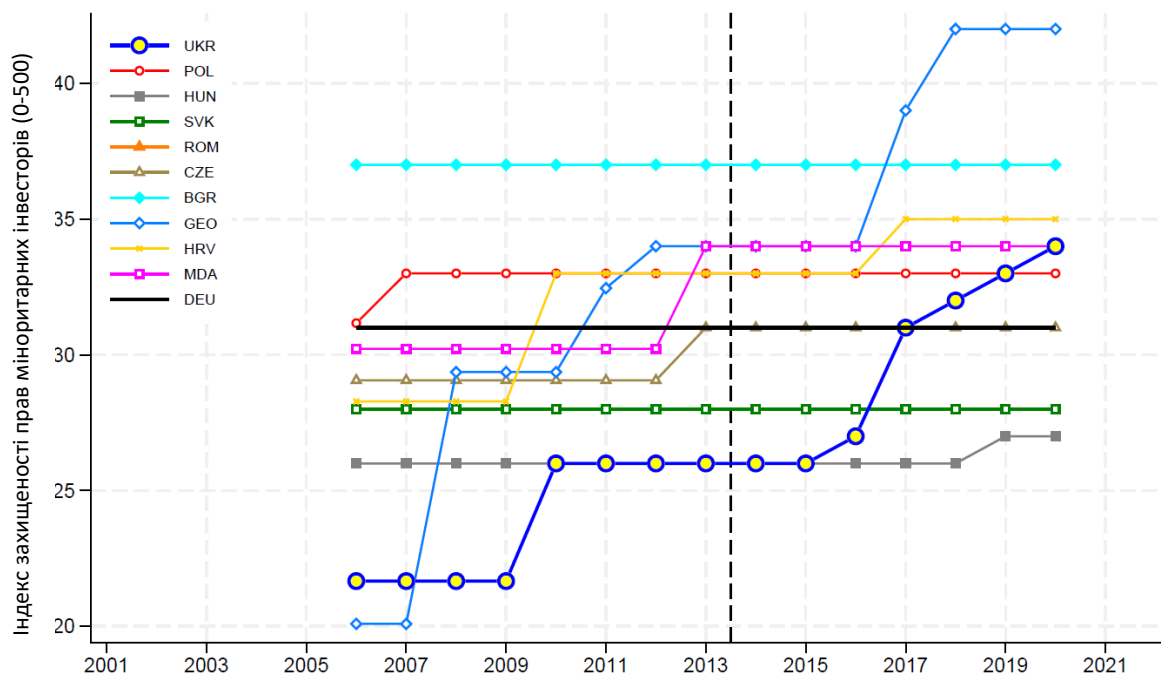
Приватизаційна хвиля мала неоднозначні результати в частині визначення прав власності, і певний час зберігався ризик ренаціоналізації чи інших юридичних проблем (наприклад, найбільший сталеливарний завод в Україні було націоналізовано та повторно приватизовано). В умовах слабких та невизначених майнових прав структура компаній ставала все більш концентрованою. Насправді зростання олігархії в Україні було частково зумовлене необхідністю консолідації та захисту майнових прав у непевному правовому середовищі (Gorodnichenko and Grygorenko 2008). Отже, поява вертикально інтегрованих конгломератів була відповіддю на поширене рейдерство та слабкі права власності. Хоча це, можливо, сприяло економічному відродженню в 1990-х роках, концентрація економічної влади призвела до захоплення держави жменькою олігархів, які поширили свій вплив на ЗМІ та політичні процеси.

Аналогічно обмежений захист прав кредиторів заохочував створення фінансово-промислових груп, щоб зменшити вартість капіталу за рахунок наявності банку в групі. Така бізнес-модель не сприяла прозорості та якісному корпоративному управлінню. Не дивно, що Україна отримала низькі бали за різними показниками якості корпоративного управління (наприклад, захист прав міноритарних інвесторів – див. Рисунок 1.12).

Націоналізація найбільшого українського банку "ПриватБанк" у 2016 році виявила величезні перегини та кричущі прогалини, але вона також підказала шляхи розвитку. Заснований у 1992 році, Приватбанк був лідером розвитку фінансового сектору: він першим долучився до платіжної системи Visa, запровадив онлайн-сервіси та розвивав мережу банкоматів. Однак він також мав і темну сторону.

У 2015 році лише двоє осіб (Ігор Коломойський та Геннадій Боголюбов) контролювали 90% найбільшого приватного банку країни, що є надзвичайною концентрацією. Численні конфлікти інтересів, непрозора мережа власності та пов'язаних сторін, слабка наглядова рада, відсутність персональної відповідальності керівників та слабкий нагляд з боку уряду – ось деякі з характерних рис цієї справи. Розслідування компанії Kroll показало, що власники виводили кошти банку (5,5 мільярда доларів) через кредитування пов'язаних осіб, шахрайство та іншими способами (NBU 2018). Станом на січень 2024 року тривають юридичні баталії в українських та іноземних судах. Однак незалежна, компетентна рада директорів та призначене урядом кваліфіковане керівництво вирішили проблеми банку й згенерували приблизно 1,3 мільярда доларів прибутку в 2021 році.

**Рисунок 1.12. Захист прав міноритарних інвесторів (0-500)**

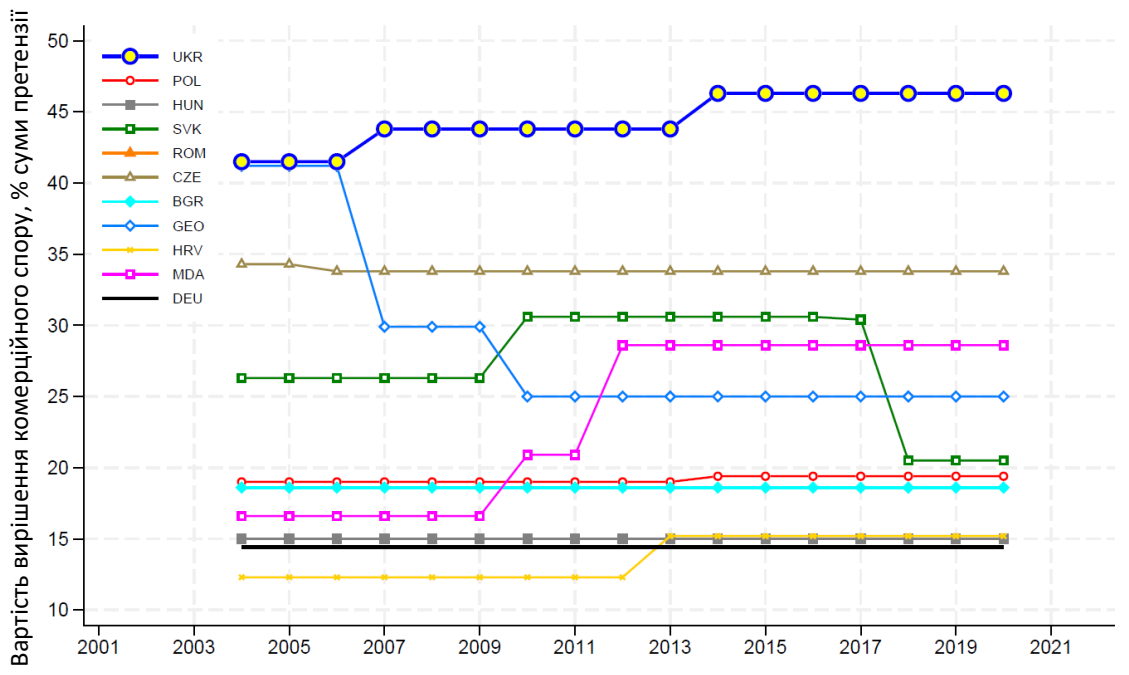


*Джерело: індекс легкості ведення бізнесу від Світового банку*

Глобальна фінансова криза дала поштовх реформуванню фінансової системи та корпоративного управління, проте відчутні реформи почалися лише після Революції Гідності 2013-14 років. Зокрема, Україна досягла значного прогресу в запровадженні вимог щодо розкриття конфліктів інтересів директорів та інших стейкхолдерів та підвищенні прозорості щодо часток власності і компенсацій; водночас інші елементи залишаються проблемними. Наприклад, акціонерам важко подати до суду на директорів за самоуправство через високу вартість правового захисту.

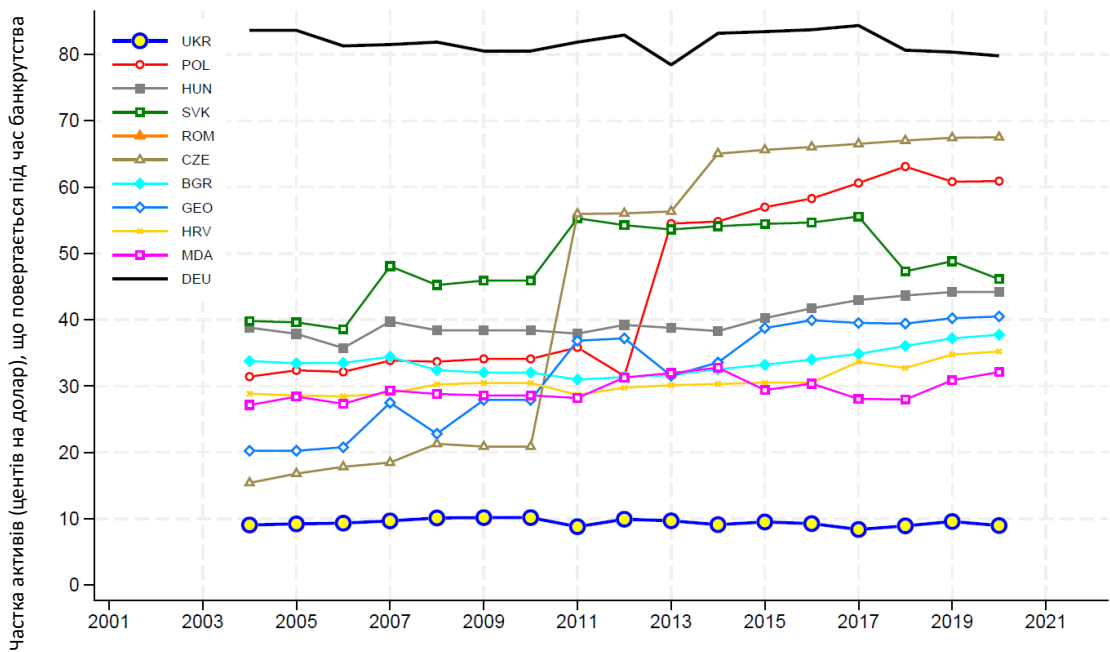
Питання корпоративного управління ускладнюються проблемами із забезпеченням виконання комерційних контрактів та неоднозначним прогресом у цій сфері. Наприклад, незважаючи на зростання якості судових процесів із забезпечення виконання контрактів з 2015 року, дані Світового банку щодо легкості ведення бізнесу свідчать про те, що Україна має найвищі витрати на виконання контрактів серед країн Східної Європи та що ці витрати поступово зростають (див. рис. 1.13). До того ж, кредитори можуть повернути собі лише невелику частку (~10%) вкладених коштів під час банкрутства, і немає жодних ознак покращення з початку 2000-х (див. Рисунок 1.14).

**Рисунок 1.13. Вартість вирішення комерційного спору, % суми претензії**



Джерело: індекс легкості ведення бізнесу від Світового банку

**Рисунок 1.14. Частка активів (центів на долар), що повертається під час банкрутства**



Джерело: індекс легкості ведення бізнесу від Світового банку



## Приватизація

Приватизація державних підприємств може підштовхнути розвиток фінансового сектора. Наприклад, Megginson and Netter (2001) засвідчують, що в багатьох країнах приватизовані компанії (зазвичай у сфері телекомунікацій та комунальних послуг, але часом також у промисловості та банківській галузі) мають одну з найбільших ринкових капіталізацій на національних фондових ринках. Як зазначають Perotti та van Oijen (2001), приватизація також може приносити непрямі переваги, як-от сигнал про відданість уряду захисту прав власності.

На початку 1990-х років багато урядів країн із перехідною економікою сподівалися, що масова приватизація надасть поштовх місцевим ринкам капіталу та біржам. Результат виявився скромним навіть у найкращих випадках: у певний момент різноманітні біржі та трейдери виростили як гриби після дощу, але згодом цей спалах активності майже згас. Наприклад, приватизація за допомогою ваучерних схем, як це відбувалося в Україні, створила вторинний ринок "акцій" переданого населенню державного майна, але багато інвестиційних фондів виявилися шахраями та фінансовими пірамідами. Справді, жоден із теперішніх великих інвестиційних фондів в Україні не пов'язаний із тогочасними операціями з ваучерами, однак деякі з цих операцій забезпечили капіталом майбутніх олігархів. У будь-якому разі, безкоштовна приватизація радше призвела до обурення населення, аніж до появи класу власників.

Подальші раунди приватизації зосереджувалися на продажу великих державних підприємств стратегічним інвесторам (наприклад, "Криворіжсталь", найбільший металургійний комбінат в Україні, було продано Arcelor Mittal), але часто ці компанії опинялися у власності олігархів та інших пов'язаних з урядом осіб (наприклад, "Криворіжсталь" спочатку продали Віктору Пінчуку, олігарху та зятю президента Леоніда Кучми, та Рінату Ахметову, ще одному олігарху). Такий фокус виправдовували тим, що фондовий ринок в Україні був надто недорозвиненим аби згенерувати хорошу ціну. Імовірно, це правда, але такий підхід також позбавляв новонароджений ринок можливості стати на ноги. Навіть для країн, де фондові ринки були більш розвиненими, ніж в Україні, цей досвід був у найкращому випадку неоднозначним. Слабке корпоративне управління та численні власники-інсайдери призвели до незначних обсягів торгів (Brada 1996).

Отже, практично немає ознак того, що приватизація в Україні сприяла розвитку фінансового сектора. Зрозуміло, що цей негативний досвід не означає, що приватизація не може сприяти розвитку місцевого ринку капіталу. Однак досвід дає багато матеріалу для навчання на помилках.

## Лібералізація фінансового ринку

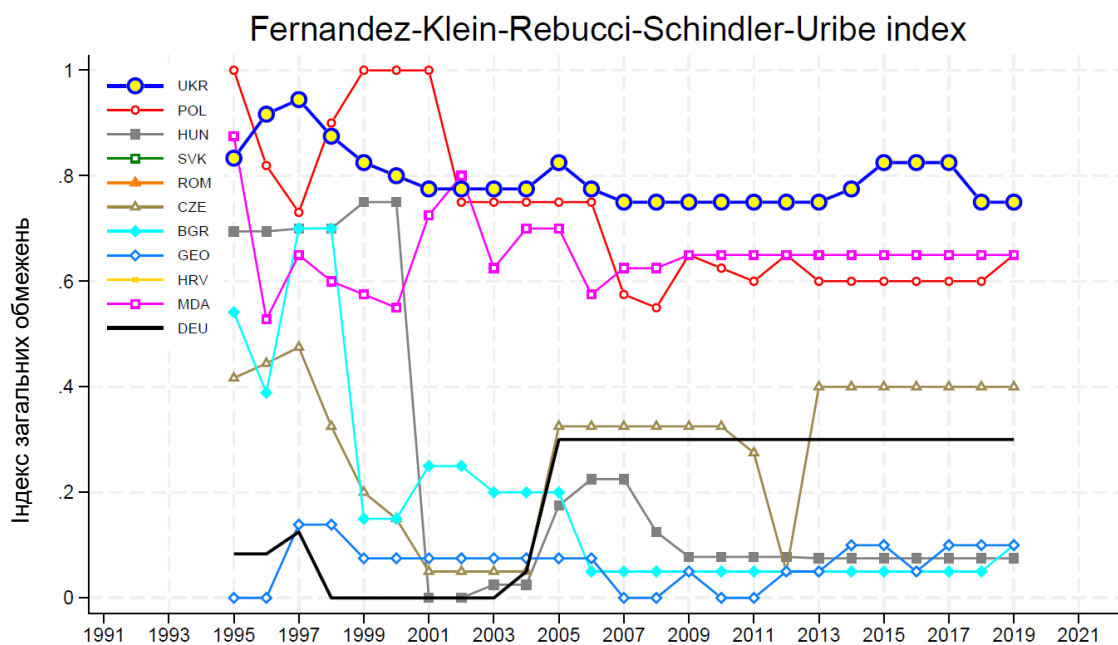
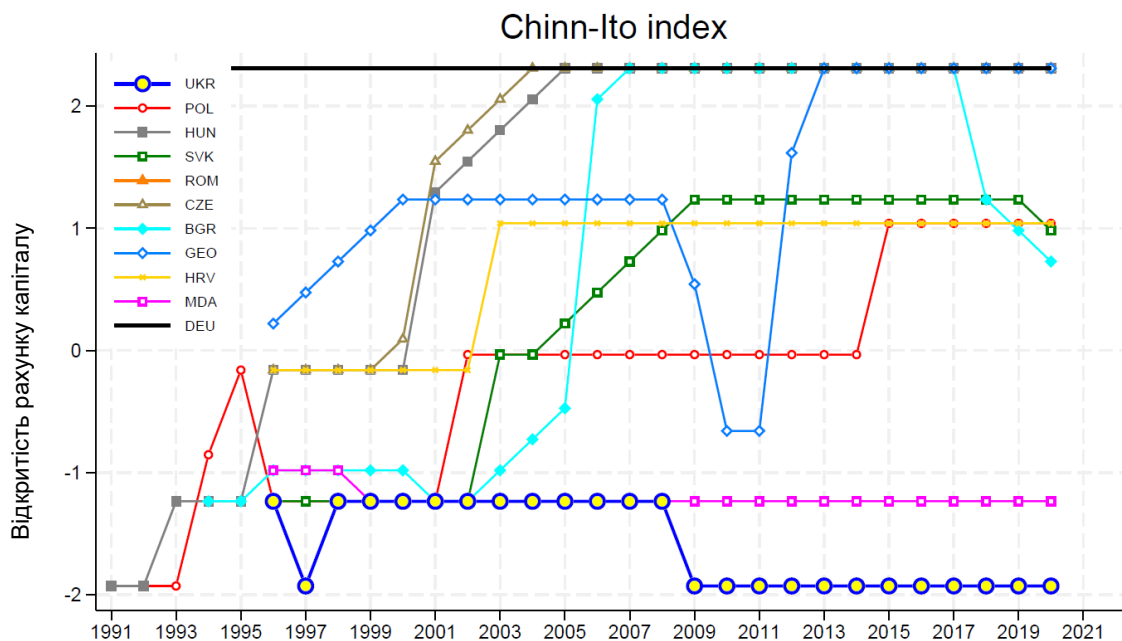
Країни колишнього радянського блоку починали з досить жорстких обмежень на операції з капіталом на початку 1990-х років. З часом більшість східноєвропейських країн значно відкрилися світовим ринкам (див. рис. 1.15). Врозразі із цією тенденцією Україна залишалася відносно закритою (особливо з точки зору відпливу капіталу): популярні індекси відкритості руху капіталу (Chinn and Ito 2006, Fernandez et al. 2016) оцінюють Україну як одну з найбільш закритих країн у регіоні.

До того ж, лібералізацію було дещо згорнуто після глобальної фінансової кризи та російського вторгнення в 2014 році. Деякі з цих політичних кроків можна виправдати необхідністю запровадити контроль над рухом капіталу, щоб приборкати паніку на фінансовому ринку, але високий рівень обмежень навіть до кризи свідчить про те, що коріння цих обмежень сягає глибше. Наприклад, навіть зараз іноземні інвестори не можуть володіти землею сільськогосподарського призначення, оскільки громадськість стурбована захопленням цього "святого" активу іноземцями.

Водночас ці індекси можуть перебільшувати фактичну суворість обмежень. Наприклад, придбання іноземним інвестором акцій не потребує державної реєстрації. А іноземні активи можуть торгуватися на українських біржах, якщо вони торгуються на біржі в країні походження, після реєстрації в Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку України. Перше враховується як "відсутність обмеження", а друге — як "обмеження". Незрозуміло, наскільки це обмеження є стримуючим фактором, але можна припустити, що небагато іноземних емітентів виявляють суттєвий інтерес до торгівлі на українських біржах. Інакше кажучи, деякі формальні обмеження можуть не бути факторами стримування, однак вони відображають дух застарілих норм та, ймовірно, сприяли тому, що Україна відсутня в основних індексах, які охоплюють країни з економікою, що розвивається (наприклад, MSCI).

Після того, як Україна стабілізувала фінансовий сектор після шоку в 2014 році, обмеження послабили. Раніше українським резидентам потрібна була ліцензія від НБУ для придбання іноземних акцій, але цю вимогу (до певного ліміту) було скасовано в 2019 році. ПІІ більше не потребують державної реєстрації, а іноземний інвестор може купувати та переказувати іноземну валюту, щоб репатріювати дивіденди за кордон. Водночас багато обмежень все ще діють. Деякі, як-от обмеження на транскордонне кредитування, можуть бути виправдані з макропруденційних міркувань (наприклад, українські домогосподарства не можуть брати позики в іноземній валюті, щоб уникнути повторення кризи 2008-09 років, коли багато домогосподарств позичали в доларах), але інші можуть бути досить архаїчними (наприклад, іноземні банки потребують схвалення уряду на випуск облігацій у національній валюті). Деякі обмеження на транскордонні потоки капіталу були запроваджені в лютому 2022 року, щоб допомогти фінансовій системі України впоратися з повномасштабним російським вторгненням.

Рисунок 1.15. Індекс відкритості рахунку капіталу

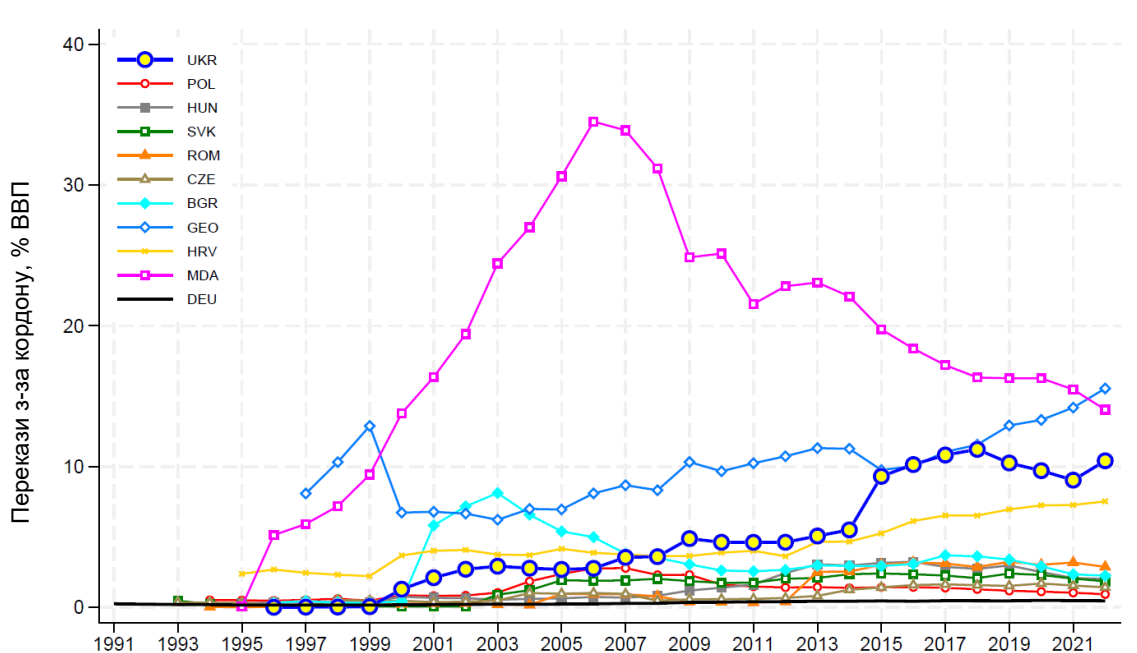


Примітка: на верхній панелі показано індекс відкритості рахунку капіталу Chinn and Ito (2006). На нижній панелі показано індекс обмежень на рух капіталу від Fernandez et al. (2016).

Незважаючи на обмеження руху капіталу, рівень грошових переказів в Україні високий (~10% ВВП у 2021 році) та стабільно зростає протягом останніх 20 років (див. Рисунок 1.16). До глобальної фінансової кризи в банківський сектор надходили значні ПІІ (частка активів іноземних банків серед загальних банківських активів досягла максимуму в 60% у 2008 році), але після кризи домінування іноземних банків зменшилося. Хоча деякі великі банки в Україні належать іноземцям (наприклад, австрійський Raiffeisen Bank та угорський OTP), вони відіграють скромну роль порівняно з роллю іноземних банків до кризи. Україна має один із найнижчих рівнів ПІІ на душу населення серед країн Східної Європи (див. Рисунок 1.17). Наприклад, у 2021 році ПІІ в Україні становили 4% ВВП, а в Естонії – 19,8%. Такі слабкі показники пов'язані з іншими економічними проблемами, як от погане корпоративне управління, слабе верховенство права та нестабільне макроекономічне середовище.

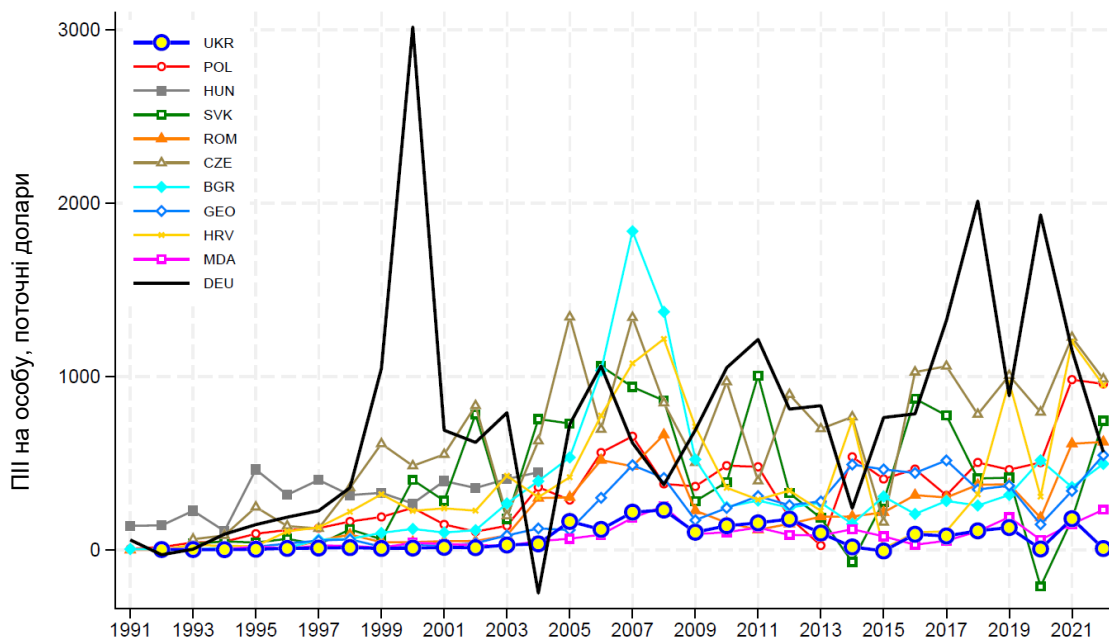
Така динаміка свідчить про те, що хоча обмеження на транскордонні потоки капіталу можуть бути перешкодою, рішення інвесторів про вхід та вихід також залежать від глобальних фінансових умов. Відповідно, іноземні інвестори придбали значні обсяги державного боргу України в епоху надзвичайно низьких процентних ставок у розвинутих економіках наприкінці 2010-х років, оскільки український борг міг задовольнити тогочасний імператив "полювання за прибутками".

**Рисунок 1.16. Перекази з-за кордону, % ВВП**



Джерело: World Bank (series code: BX.TRF.PWKR.DT.GD.ZS)

Рисунок 1.17. Прямі іноземні інвестиції на особу, поточні долари США



Source: World Bank (series code: BX.KLT.DINV.CD.WD)

Фінансова лібералізація в найближчому майбутньому виглядає малоімовірною. Під час війни або навіть відразу після неї увага уряду зосереджуватиметься на макроекономічній стабільності (наприклад, щоб уникнути циклу зростання-кризи на етапі відбудови), тому скасування обмежень на рух капіталу чи швидка фінансова лібералізація видаються малоімовірними. Однак логіка післявоєнної відбудови та розвитку ринків капіталу підказує, що залучення капіталу в Україну потребує більш ліберального середовища. Також потрібно реструктуризувати державний борг одразу після закінчення війни, щоб розбудовувати державні фінанси "з чистого аркуша" й уникнути тиску потенційних суверенних дефолтів на фінансовий розвиток (Kim and Wu 2008).

## Макроекономічна стабільність

Макроекономічні фактори загалом були несприятливими для розвитку ринків капіталу в Україні (див. Таблицю 1.1). Україна є однією з найбідніших країн Східної Європи; вона зазнала великої нестабільності та слабкого економічного зростання, а інфляція завжди була хронічно високою й волатильною. Вражає, що в 2021 році Україна мала нижчий ВВП на душу населення (в постійних доларах за ПКС), ніж у 1991 році (див. Рисунок 1.18).

Частково це несприятливе середовище зумовлене зовнішніми чинниками, як-от російська агресія, а частково є результатом слабкої політики. Наприклад, в Україні сталося кілька банківських та валютних криз, перш ніж вона очистила банківський сектор у 2015-16 роках та перейшла до режиму таргетування інфляції. Динаміка

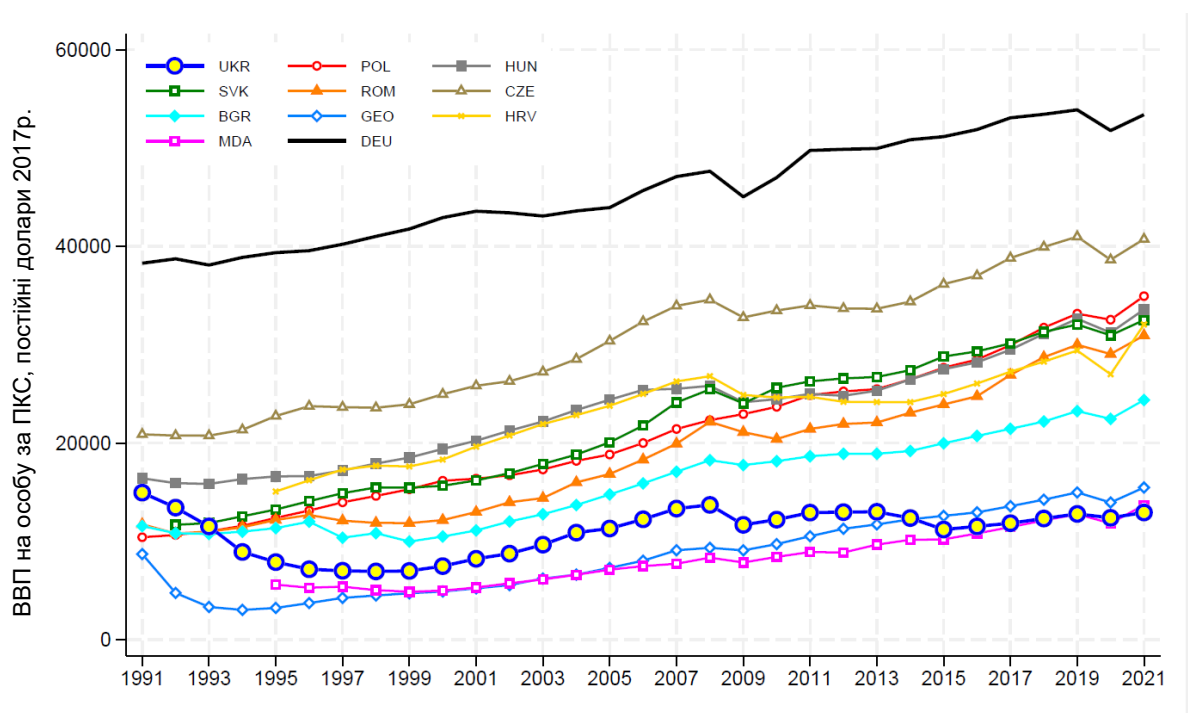
макроекономічних показників після повномасштабного російського вторгнення у 2022 році викликає одночасно відчай та оптимізм: економічні втрати є величезними, але економіка виявилася стійкою та демонструє ознаки відновлення.

**Таблиця 1.1. Макроекономічні показники**

	Темпи зростання реального ВВП, %				Інфляція, %				ВВП на особу в доларах США 2017 року за ПКС
	середнє	медіана	серед ньокв. Відх.	2019 рік	середнє	медіана	серед ньокв. Відх.	2019 р.	2019 р.
BGR	3.3	3.4	3.2	4.0	4.3	3.0	4.1	3.1	23 266
CZE	2.5	2.9	3.1	3.0	2.9	2.3	3.1	2.9	40 990
GEO	5.5	5.2	4.5	5.0	5.4	5.4	3.6	4.9	14 989
HRV	2.3	3.3	4.6	3.4	2.3	2.1	2.5	0,8	29 348
HUN	2.6	4.0	3.3	4.9	4.5	4.1	3.3	3.3	32 646
MDA	4.0	4.9	5.3	3.6	8.5	7.0	5.8	4.8	12 777
POL	3.7	4.0	2.1	4.5	2.9	2.3	3.1	2.2	33 160
CVK	3.6	3.6	3.6	2.5	3.5	2.7	3.2	2.7	12 056
UKR	0,6	3.1	9.4	3.2	11.9	10.2	10.3	7.9	12 805

Джерело: Світовий банк. Період: 2001-2022 рр.

**Рисunek 1.18. ВВП на особу за ПКС, постійні міжнародні долари 2017 року**



Джерело: Світовий банк

## Висновки

Наш аналіз життєвого циклу фінансового сектора України з 1991 року свідчить про те, що багато чинників сприяли динаміці зростання-кризи та відсутності прогресу в більш загальному сенсі. Перехід до ринкової економіки створив можливості (було запроваджено приватну власність) та перешкоди (інсайдерська приватизація, слабкі права власності та слабе верховенство права). Останнє призвело до вразливості до економічних та воєнних шоків. Відновлення після економічного колапсу на початку 1990-х років та реформи допомогли вивести економіку на траєкторію зростання. Зростання цін на сировинну продукцію на початку 2000-х років допомогло втримати на плаву економіку та інтерес світових інвесторів до України.

Однак ці добрі часи зменшили стимули до подальшого реформування економіки, і тому корпоративне управління та інші основи успішної ринкової економіки не стали кращими. Глобальна фінансова криза стала серйозним ударом по всіх країнах із ринками, що розвиваються, але Україна постраждала особливо сильно. Глобальні інвестори "не мали апетиту" до ризику, а корумпований режим президента Віктора Януковича не виявляв жодного інтересу до реформ.

Стагнація (якщо не спад) була характерною для періоду з 2008 по 2013 рр. Економіка та фінансовий сектор перебували у стійкій поганій рівновазі. Російська анексія Криму та окупація Донбасу в 2014 році стали додатковими ударами, які перетворили Україну на ринок надзвичайного стану, а не ринок, що розвивається (у 2014-15 роках ВВП України знизився на 15%, а в 2022 році – на 29%). Безпекові проблеми загальмували економічний та фінансовий розвиток. А повномасштабне російське вторгнення на початку 2022 року глибоко заморозило українські ринки капіталу.

## Розділ 2

### План Маршалла: уроки для України

Ніхто не знає, як довго триватиме війна в Україні, чи коли вся увага буде спрямована на відбудову після завершення тривалого періоду насильства та руйнувань. Отже, плани мають враховувати кілька сценаріїв – від швидкого завершення війни до тривалого, затяжного чи майже перманентного конфлікту.

Існує зрозумілий прецедент надання Сполученими Штатами великих обсягів допомоги Європі після Другої світової війни. Після саміту G7 у червні 2022 року в замку Ельмау, Німеччина, канцлер Шольц заявив про існування консенсусу щодо необхідності нового Плану Маршалла.

Програму відновлення Європи (European Recovery Program – ERP) або План Маршалла 1947 року нерідко вважають "золотим стандартом" економічної відбудови територій після політичного, військового чи економічного спустошення, оскільки вона постала на початку ери безпрецедентного зростання та політичної стабільності. Значний запит на аналогічну програму існував для Центральної та Східної Європи та колишнього Радянського Союзу у 1990-х роках після краху комунізму; для Іраку після війни 2003 року; для Близького Сходу після Арабської весни; для Сирії та прилеглих територій після сирійського конфлікту; для Західної/Сахарської Африки у 2010-х роках; та для Гаїті після пережитого землетрусу та політичних заворушень. Цей запит здебільшого залишився без відповіді.

Будь-якому практику зрозуміло, що сучасна версія не може бути простим "переспівом" ініціативи 1947 року. Потрібне нове мислення, але воно частково обертатиметься навколо тих самих питань, які хвилювали розробників плану Маршалла. Вони точно визначили проблемні питання: як обсяг наданої допомоги співвідноситься з масштабом бажаних наслідків, яким чином допомогу можна використовувати як каталізатор для загального розвитку продуктивних сил та як надана підтримка може включити одержувача в тісну мережу міжнародних зв'язків. Розробники плану Маршалла сушили голову над питанням, яка частина має бути організована урядами та наскільки може бути використана скарбниця знань приватного сектору донора для зміни продуктивності в країнах-отримувачах.

З усіх цих питань план Маршалла містить вагомий та досі актуальний урок: перш за все, не потрібно просто розкидатися грошима, радше слід зосередитися на тому, як зробити допомогу цільовою, а її результати – каталітичними. Як промовисто висловився держсекретар США Джордж К. Маршалл, на честь якого названо план: "Цьому уряду було би недоречно та неефективно братися односторонньо за розроблення програми,



задуманої з метою поставити Європу на ноги економічно. Це справа самих європейців. Ініціатива, я вважаю, має виходити з Європи".

Однак є й чіткі відмінності: до Другої світової війни Німеччина була потужним індустріальним центром, тоді як Україна пострадянського періоду потерпала від значно нижчого зростання (та значно повільнішого збільшення продуктивності), ніж сусідні Польща чи Росія. Вона також мала серйозні проблеми з врядуванням та корупцією і накопичила чималий міжнародний борг (~50% ВВП у 2021 році). Тому навряд чи питання відновлення України буде вирішене просто спонуканням до підвищення обсягу боргу в глобальному середовищі, де борг стає все важче фінансувати.

Україна також має одну очевидну перевагу, яку необхідно зберегти: на відміну від європейського плану Маршалла, який працював із континентом, скаліченим диктатурою, окупацією та колабораціонізмом, в Україні існує потужна й енергійна демократія та почуття національної відданості, породжене досвідом війни. Це актив, який не можна змарнувати.

Цей розділ виносить з історії плану Маршалла низку уроків для багатих західних країн у Північній Атлантиці – що потрібно робити, а що ні. Також важливо позбутися низки міфів навколо плану Маршалла, як позитивних ("виключно великодушний вчинок" є часто вживаною фразою під час пам'ятних заходів), так і негативних ("інструмент американського імперіалізму" – поширена відповідь критиків, яка досі сидить у головах багатьох східноєвропейців).

## Історія

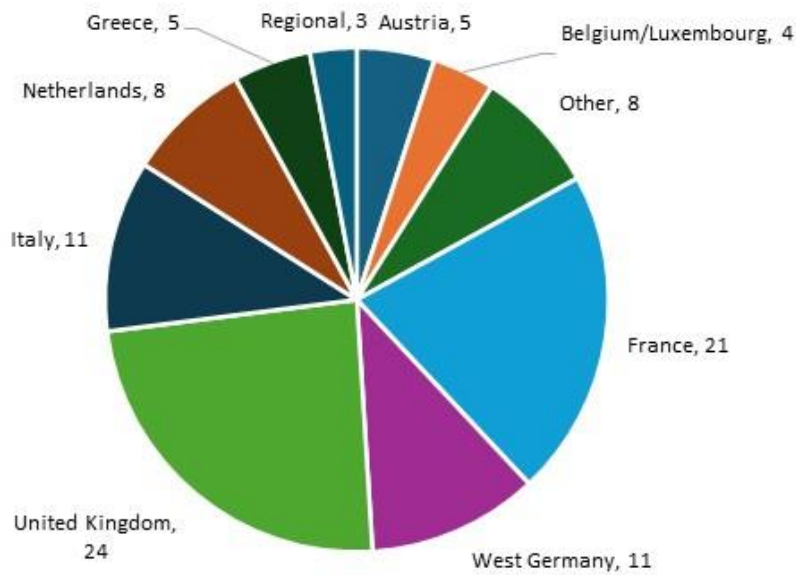
Оригінальний план Маршалла було проголошено в момент великої геополітичної напруги (Steil 2018): на початку Холодної війни під час промови Маршалла в Гарвардському університеті 5 червня 1947 року. Обриси ідеї були окреслені ще в його першій промові на посаді державного секретаря на Дні випускників Принстонського університету 22 лютого, коли геополітична напруга була меншою, а громадянські війни в Греції та Туреччині ще не спалахнули.

У Принстоні Маршалл пояснив: "Більшість інших країн світу виснажені економічно, фінансово та фізично. Якщо світ хоче стати на ноги, якщо глобальні виробничі потужності мають бути відбудовані, якщо демократичні процеси в багатьох країнах мають відновити своє функціонування, знадобиться сильна лідерська роль та певна допомога з боку Сполучених Штатів". Це бачення пов'язувало економічне процвітання з розквітом демократії.

Підтримку в рамках Плану Маршалла було надано 16 країнам (спочатку її пропонували більшій кількості, у тому числі країнам совєцької сфери впливу в Центральній та Східній Європі, але Москва наказала Чехословаччині та Польщі не брати участь у вирішальній

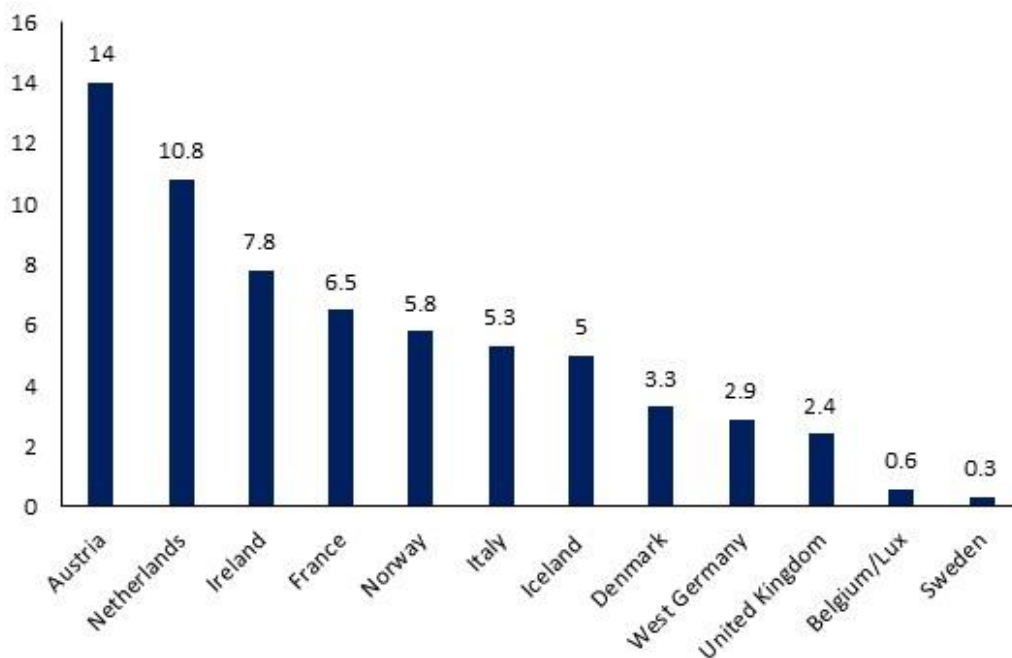
конференції. Існували великі відмінності в рівнях підтримки для країн-отримувачів (див. Рисунок 2.1 і 2.2 ).

**Рисунок 2.1: Розподіл допомоги в рамках ERP за країнами**



*Джерело: Statistical Abstract of the United States (1954)*

**Рисунок 2.2: Допомога в рамках Плану Маршалла як частка національного доходу**



*Джерело: Statistical Abstract of the United States (1954)*

Найважливішим елементом реального плану Маршалла – на відміну від пізніших фантазій про нього – є те, що це не було просто вивільнення величезного обсягу купівельної спроможності. Історики-ревізіоністи на кшталт Алана Мілворда (1984, 1989), часто наводили аргументи, що оскільки обсяг підтримки в рамках Плану був досить малим, цим неможливо пояснити дивовижну швидкість післявоєнного економічного відновлення Європи і що, можливо, це був просто "ефект низької бази".

Однак цей аргумент не вловлює суть програми. ERP була ретельно розроблена для того, щоб дозволити країнам-отримувачам у Західній Європі імпортувати товари зі США та Західної півкулі, які вони інакше не могли б отримати через загальний дефіцит доларів та нездатність виробляти товари на експорт, які могли би принести долари, з огляду на масштаби післявоєнної розрухи.

Імпорт, зокрема продуктів харчування та верстатів, був вузьким місцем економічного розвитку. Продукти харчування були важливими, оскільки Західна Європа не була самодостатньою з точки зору забезпечення харчами, а без адекватного споживання калорій її робітники не могли виконувати важку роботу, необхідну для відбудови. Ключові галузі, як-от видобуток вугілля та металургія, як і реконструкція будівель, у часи значно нижчої механізації вимагали важких фізичних навантажень.

Крім того, демонтовані під час війни нацистськими окупаційними арміями фабрики (часто з наміром відбудувати їх у Німеччині) або зруйновані бомбардуваннями виробничі цехи вимагали верстатів. Однак провідними світовими виробниками верстатів до 1939 року були Німеччина, Японія та США, і зрозуміло, що перші дві з них були спустошені. Тож США фактично були єдиним можливим джерелом обладнання, необхідного для відновлення європейських виробничих потужностей.

У перший рік роботи ERP на імпорт продовольства йшла половина допомоги, але ця частка швидко скоротилася, і на другий рік уже значно більша частка була спрямована на закупівлю на машин та машинобудівної продукції.

ERP задумувалася для фінансування імпорту товарів (продовольчих товарів, верстатобудівної та інженерної продукції), необхідних для відбудови. Імпортери платитимуть своїм урядам, а уряд США – експортерам. Ресурси, одержані урядами-отримувачами (у національній валюті), могли бути використані на проекти, які ці уряди вважали важливими для розвитку. Знов-таки, ці проекти були спрямовані на ліквідацію конкретних вузьких місць, часто в енергопостачанні, тому значні суми витрачалися на будівництво нових електростанцій, як вугільних, так і гідроелектростанцій у гірських районах, оскільки існував загальний дефіцит вугілля.

Те, що ми знаємо як "фонди допомоги" (фонди, створені в рамках описаної вище схеми конвертації отриманої в доларах допомоги у місцеву валюту - прим. ред.), було значним ресурсом для урядів у напруженій фіскальній ситуації та дозволило розвивати ініціативи

з планування. Наприклад, у Франції існує тісний зв'язок між Планом Маршалла та знаменитим Планом Монне з відновлення французької промисловості.

Із загальної суми 90% становили безвідсоткові та безоплатні гранти. Загальний обсяг допомоги США в рамках ERP становив 13,3 мільярда доларів (у нинішніх цінах – близько 175 мільярдів доларів). Щоб помістити ці суми в контекст, загальні збитки від війни до лютого 2024 року оцінюються в 486 мільярдів доларів США; ВВП України у 2021 році становив 200 мільярдів доларів; до середини січня 2024 року надана Україні загальна допомога США оцінюється в 75 мільярдів доларів, включно з 42,4 мільярда доларів військової допомоги. Водночас ЄС зобов'язався надати близько 93 мільярдів доларів, у тому числі 6 мільярдів військової та 85 мільярдів фінансової допомоги.

Є ще один елемент, важливий для розрахунку полегшення, яке принесла допомога Маршалла. Деякі отримувачі, передусім Велика Британія, єдина із союзників, що воювала протягом усієї Другої світової війни, мали високий рівень боргу плюс додатковий кредит (який потрібно було повернути та на який нараховувалися відсотки) у розмірі 3,75 мільярда доларів, отриманий після закінчення воєнного ленд-лізу в травні 1945 року, коли завершилися бойові дії у Європі.

З іншого боку, деякі воюючі сторони, зокрема Німеччина, мали невеликий борг через масштабне воєнне та післявоєнне знецінення валюти, що означало *фактичне* скасування боргу. Звісно, Союзники могли наполягати на переоцінці значних зобов'язань Німеччини, здебільшого перед країнами Східної та Південної Європи – Грецією, Угорщиною, Румунією та Югославією – які мали значні (і вже нічого не варті) заощадження в рейхсмарках. Однак багато з цих країн перебували в радянській сфері впливу, і в будь-якому разі, до 1947 року назріло небажання повторити помилку 1919 року, коли на переможені держави поклали великий тягар. Отже, можна стверджувати, що відсутність вимоги щодо повернення боргу становила значне фінансове та фіскальне полегшення (Ritschl 2012).

З самого початку дискусії про характер ERP зазначалося, що внесок США має бути каталітичним. Тому було розроблено 139 проєктів, які мали одержати підтримку в рамках Плану Маршалла, із яких 27 стосувалися виробництва енергії, а 32 – чавуну та сталі. Витрати становили 2,25 мільярда доларів, але з них безпосередньо від Плану Маршалла надійшло лише 565 мільйонів доларів. Це цілком узгоджувалося з оригінальним баченням Маршалла, висловленим у його промові в Гарварді.

Іншою життєво важливою частиною плану було сприяння розвитку взаємозв'язків між різними європейськими економіками. Критичним елементом бачення було те, що малі й середні країни не можуть виробляти всі необхідні товари самостійно, а, отже, було потрібно зруйнувати політику автаркії, що панувала в 1930-х роках після Великої депресії.

Тому велику увагу приділяли спрощенню обробки та забезпеченню багатосторонності європейських платежів. Процес неминуче породжував невдоволення європейських країн. Країни, що відігравали роль кредиторів у внутрішньоєвропейських платежах (головно Бельгія, котрій війна завдала незначних збитків) хотіли отримати непропорційно велику оплату в доларах, тоді як країни-боржники, як-от Великобританія, наполягали на більших кредитах в доларах.

Управління планом здійснювала Адміністрація економічного співробітництва на чолі з Полом Гоффманом та з широким представництвом інтересів бізнесу, робітників та аграріїв США. Ці представники приватного сектору відіграли вирішальну роль у виборі проєктів для фінансування. Критики охарактеризували такий результат як домінування "вовків з Уолл-стріт", які отримали освіту в університетах Ліги Плюща та хотіли створити бізнес-імперії в новій Європі (Hogan 1987).

Основна ідея полягала в тому, що американські експерти могли надавати конкретні та сфокусовані поради з підвищення продуктивності. Тому цей механізм розглядається як частина радикальної переоцінки зростання продуктивності як ключа до економічного прогресу. З європейського боку координація здійснювалася через новостворену Організацію європейського економічного співробітництва (ОЕЕС), технічні комітети якої управляли окремими секторами: продовольство та сільське господарство, вугілля, електроенергія, нафта, залізо та сталь, сировина, машини, кольорові метали, хімічна продукція, лісоматеріали, целюлозно-паперова промисловість, текстиль та ін.

Гофман (а також дипломат та бюрократ Джордж Кеннан) вбачали в Адміністрації економічного співробітництва та в ОЕЕС спосіб відокремити континентальну Європу від Великобританії, яка загрузла в боргах та була одержима своєю імперською спадщиною. Кеннан вважав, що Сполучене Королівство варто звести до "центру освіти та подорожей" (Hogan 1987).

Управління багатосторонністю потребувало механізму управління та нагляду за транскордонними платежами. Саме тут вступають у гру міжнародні інституції. Явним кандидатом на управління цим процесом міг би бути новостворений МВФ. Однак Фонд викликав значні підозри у Сполучених Штатах через звинувачення в тому, що помічник міністра фінансів США та перший виконавчий директор МВФ Гаррі Декстер Уайт у часи війни був радянським шпигуном і що він привів багатьох своїх працівників у новий МВФ.

Тож Державний департамент США наполягав на тому, щоб натомість залучити Банк міжнародних розрахунків (Bank of International Settlements - BIS), навіть попри те, що ця установа зазнала різкої критики за співпрацю з Німеччиною під час війни, а Бреттон-Вудська угода передбачала згортання МВФ. Можливо, це було бажаним та вигідним у тому сенсі, що BIS був більш технічною та аполітичною установою, ніж МВФ, який спеціально був під контролем міністерств фінансів та казначейств та задумувався як альтернатива технократичному управлінню напівавтономними центральними банками.

План Маршалла був неминуче змішаний з політикою холодної війни. Його "продали" Конгресу та американському народу здебільшого як частину необхідної стратегії стримування радянського впливу. Зрештою, що насправді означало залишити цей процес під відповідальністю європейців? Наскільки можна було вірити, що вони зможуть досягти правильних результатів?

Адміністрація Трумена була глибоко стурбована тим, що вона називала радянською "психологічною війною". Кеннан, який відіграв ключову роль у розробці як політики стримування, так і Плану Маршалла, писав у травні 1948 року про "початок організованої політичної війни", а Директива 10/2 Ради національної безпеки (від 18 червня 1948 року) започаткувала мережу таємних організацій, щоб кинути виклик Сталіну та Радянському Союзу.

Кеннан розглядав таємні операції як елемент загальної політики, результатом чого стало те, що – як доволі перебільшено стверджує недавня історія ЦРУ – значну частину коштів Плану Маршалла було спрямовано до ЦРУ (Weiner 2007). Не дивно, що у деяких європейців виникла політична підозра щодо мотивів політики США.

З іншого боку, багато американців підозріло ставилися до багатостороннього залучення та витрат на ERP, які часто карикатурно представляли як викидання грошей у чорну діру. (Ці самі формулювання використовувалися під час обговорень допомоги у відбудові пострадянських країн у 1990-х роках.) Міністр фінансів Джон Снайдер неодноразово скаржився, що "американці завжди були дійною коровою", а європейці у відповідь нарікали на те, що він був "дріб'язковим напівізоляціоністом з маленького міста" (Hogan 1987).

Отже, було багато взаємної недовіри, яка поступово зникла в міру приголомшливого економічного зростання, і коли американці, а також європейці, побачили плоди загального процвітання.

## Уроки

З кожного з цих історичних моментів випливають певні уроки для України.

### ***Джерела фінансування відбудови***

Відбудова потребує великої суми грошей, але США не були джерелом основного фінансування чи інвестицій, необхідних для повного відновлення після Другої світової війни. Той самий принцип має застосовуватися до західних урядів, які фінансують відбудову України.

### ***Усунення вузьких місць***

Ключем до ефективної відбудови є виявлення вузьких місць, які перешкоджають відновленню економічної активності та обмежують негайну здатність країни заробляти іноземну валюту на експорті. Прикладом може слугувати зруйнований металургійний комбінат "Азовсталь" у Маріуполі, який, окрім випуску основної продукції, також має важливе значення для виробництва побічної продукції, як-от газ неон, який використовується у виробництві напівпровідників. Однак нині вузькі місця переважно знаходяться у високотехнологічних секторах (включно з програмним забезпеченням), які Україна продуктивно застосовує під час війни.

### ***Полегшення тягаря заборгованості***

Полегшення боргового тягаря відіграватиме важливу роль у зусиллях з відбудови, але воно потребує обережного підходу, оскільки піднімає життєво важливі питання щодо рівності та політичної справедливості. На кінець 2021 року зовнішній державний борг України становив близько \$57 млрд (або понад чверть ВВП), у тому числі \$13,4 млрд боргу перед МВФ. Заборгованість приватного сектора теж була значною, так що загальний зовнішній борг становив близько 127 мільярдів доларів. Однак ця валова боргова позиція відповідає значним, здебільшого приватним, активам за кордоном, тож НБУ оцінював чисту міжнародну інвестиційну позицію на кінець третього кварталу 2023 року як 168,2 мільярда доларів США активів (включно зі 123,2 мільярда доларів США в категорії валюта та депозити) та 171,0 мільярд доларів зобов'язань.

Яку частину боргу, що знаходиться у приватних руках, можна використати для погашення державного боргу? Німеччина розпочала період Плану Маршалла за практичної відсутності зовнішнього державного боргу, але також із фактичною експропріацією багатьох активів на момент валютної реформи у червні 1948 року. Іноземні кредитори навряд чи підуть на полегшення боргового тягаря без серйозних внесків капіталу з боку олігархів, деякі (але не всі) з яких пов'язані з Росією чи російськими інтересами. Один великий олігарх, медіа-магнат та політик Віктор Медведчук, був заарештований (і наразі відпущений до Росії в рамках обміну полоненими).

### ***Залучення, відповідальність та розбудова демократії***

Залучення певної частини фінансування відбудови на розсуд уряду-отримувача (у стилі відповідних фондів Маршалла) є ключовою частиною розвитку залучення, відповідальності та розбудови демократії, які є життєво важливими для бажаного процесу відновлення нормальності. Західних донорів та інвесторів має непокоїти можливість корупції, але занадто нав'язливий зовнішній моніторинг на відміну від демократичного контролю в Україні був би контрпродуктивним. Німецький банк розвитку Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), створений за допомогою партнерських фондів, був зразком того, як установа розвитку може здійснювати ключові стратегічні інвестиції (див. Розділ 5 ).

### ***Відновлення транскордонних економічних взаємодій***

Відновлення регіональних транскордонних комерційних та фінансових зв'язків є важливим елементом процесу відбудови. Суть Плану Маршалла полягала в баченні європейського контексту, і Гофман неодноразово говорив про необхідність європейського політичного союзу. Цей контекст все ще важливий. Питання тіснішої взаємодії з ЄС стало критичним елементом, тригером Революції Гідності у листопаді 2013 року та цивілізаційним вибором України.

### ***Сприяння фінансовій інтеграції***

Цей процес не можна довірити багатосторонній установі світового рівня типу МВФ доки існує геополітична напруженість. Загалом, чим менш політизована керуюча організація, тим кращим буде результат (саме тому BIS використовувався для реалізації технічних аспектів Плану Маршалла, пов'язаних із проведенням багатосторонніх розрахунків). Сьогодні еквівалентом цього порядку денного є фінансова інтеграція: включення України до ширших європейських банківських ринків та ринків капіталу (див. Розділи 4, 5 і 6 ). Структура управління для повторного залучення України потребує елемента гнучкості.

### ***Модель управління постконфліктними суспільствами***

Задуманий як шлях, який має привести до загального та глобального процвітання, План Маршалла не був спрямований на якусь одну конкретну країну. По суті, підтримка та участь Заходу в розбудові України нерідко негативно контрастують із відсутністю ефективної підтримки демократії та заходів проти агентів Путіна в Сирії (та інших місцях). Отже, існують вагомі аргументи для розроблення загальної програми управління постконфліктними суспільствами, а не окремих орієнтованих на Україну зусиль.

### ***Цінності та боязнь прихованих планів***

Слід уникати темної сторони Плану Маршалла. Проєкт відбудови не працюватиме в Україні, якщо ці кошти розглядатимуться просто як спосіб просування порядку денного США, деяких країн ЄС або Європейської комісії. У будь-якому разі не потрібно давати українцям уроки демократії та демократичних цінностей. Навпаки, Україні є чому навчити Захід у цьому плані.



## Розділ 3

### Управління відбудовою та реформами

Відбудова та реформування України вимагатиме надзвичайної співпраці всередині країни та за її межами. Це не є якоюсь незвичайною амбіцією для будь-якої програми відбудови, але українська ситуація виділяється масштабом виклику та його геополітичним значенням. Проєкт може стати прикладом того, як світ може об'єднатися задля відновлення зруйнованої війною країни. Фундаментальний вибір стосовно того, що і як перебудовувати та реформувати і в якому порядку, має виходити з інклюзивного внутрішнього політичного процесу, де всі вітчизняні стейкхолдери матимуть адекватне представництво та де рішення буде відповідальністю українського населення. Країні потрібна інтегрована архітектура відбудови та реформування, заснована на демократично обраних та професійно спроможних інституціях.

Для досягнення успіху у відбудові знадобиться зовнішня підтримка небаченого масштабу. Усі, хто вкладатиметься в цей процес, мають бути впевнені, що надані ресурси будуть використані у результативний, ефективний та прозорий спосіб, а у випадку позик – що їх повернуть. Цього доведеться досягати в умовах браку часу, оскільки зважаючи на втрати очікування громадян будуть високими. Також, імовірно, виникне "втома донорів", оскільки спогади про війну у зовнішніх донорів поступово тьмяніють.

У цьому розділі обговорюється архітектура врядування, необхідна для забезпечення того, щоб рушійною силою (тобто власником) процесу відновлення та реформ була Україна, але при цьому зовнішні учасники були впевнені у цьому процесі.

### Виклики та наслідки війни

Працюючи над перемогою у війні та забезпеченням сталого миру і безпеки після війни, Україна одночасно проходить через кілька складних процесів. По-перше, українська влада за допомогою міжнародних фінансових організацій працює над забезпеченням макрофінансової стабілізації (зниження інфляції, зменшення фіскальних ризиків та створення необхідних резервів і "подушок безпеки" для потенційних майбутніх шоків). Від початку повномасштабного російського вторгнення завдання полягало в тому, щоб швидко відновити інфраструктуру та житло, а також підвищити стійкість та підготуватися до складнішої відбудови. Цей процес природно розпочався в розпал війни, і щойно прямі військові дії припиняться настільки, щоб можна було масштабувати відбудову, вона, імовірно, повинна буде враховувати ризик майбутньої російської агресії та диверсій.

Українська влада також зосередилася на збереженні швидкості важливих структурних та інституційних реформ, щоб підтримувати процеси демократизації, незважаючи на війну. Зрозуміло, що втрата людського капіталу буде дуже значною, і тому необхідно переглянути демографічну, міграційну та трудову політику, щоб вона відповідала потребам повоєнного відновлення. Крім того, для створення глобально конкурентоспроможної економіки та економіки, яка працює в умовах дедалі більших обов'язкових екологічних та соціальних обмежень, необхідна структурна трансформація. У широкому сенсі Україна не має іншого вибору, окрім як націлитися на повномасштабну модернізацію в рамках вступу до ЄС (див. Рисунок 3.1).

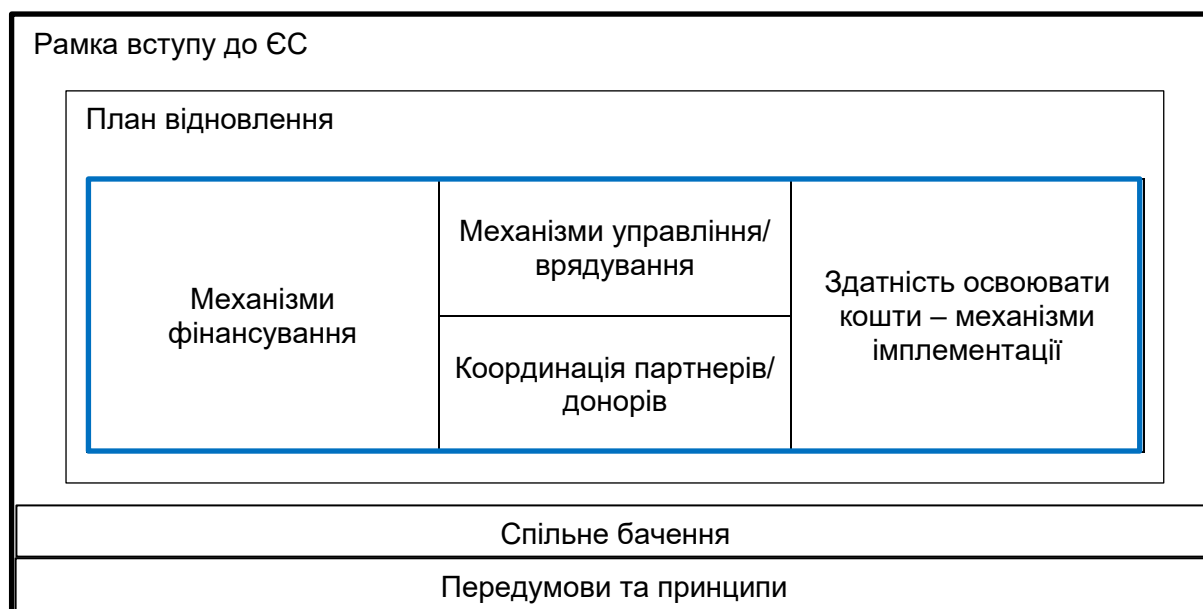
**Рисунок 3.1: Виклики відбудови та реформ в Україні**



Такі зусилля можуть тривати ціле десятиліття, якщо не покоління. Тому необхідно створити належну архітектуру відбудови з тим, щоб зробити цей процес сталим. Не слід недооцінювати виклик створення в українському суспільстві розуміння відповідальності за відбудову під час війни та в умовах, коли мільйони громадян все ще залишаються переміщеними всередині країни або за кордоном.

За останні два роки багато з елементів, потрібних для успішної відбудови, було впроваджено або створено; деякі досі відсутні або над ними триває робота. У цьому розділі описані ключові елементи цієї архітектури (Рисунок 3.2 відображає структуру розділу). Він розглядає досвід попередніх проєктів відбудови та власні зусилля України з впровадження реформ, але також коротко торкається того, як ЄС може підвищити ефективність своєї підтримки. Наприкінці ми робимо висновки про управління відбудовою та реформами в Україні.

**Рисунок 3.2: Архітектура відбудови та реформ**



## Передумови та принципи відновлення й реформування

Відповідь на запитання, коли починати відбудову, є однозначною: вона вже розпочалася. Власне, вона почалася з перших днів війни та триває на звільнених територіях останні два роки. Наявність адекватної оцінки заподіяної шкоди/потреб була необхідною умовою для належного процесу відбудови, і таку оцінку провели Світовий банк та Київська школа економіки. Наявні також інші передумови для проведення відбудови та здійснення реформ: дедалі більш ефективне державне управління, працююча в умовах повномасштабної війни ефективна банківська система з посиленням пруденційним наглядом НБУ та ефективний макрофінансовий нагляд за підтримки програми, що фінансується МВФ.

Принципи відбудови та реформування України обговорювалися в багатьох працях (зокрема Gorodnichenko et al. 2022). Проведений аналіз наголошує на важливості партнерства, координації, прозорості, верховенства права, демократичної участі, залучення багатьох стейкхолдерів, інклюзивності, сталості, узгодженості цілей і підзвітності. Такі принципи застосовуються до всіх аспектів процесу відновлення після воєн та стихійних лих і перегукуються з *Пусанськими принципами ефективної допомоги* 2011 року, до яких повинні приєднатися всі суб'єкти розвитку (OECD 2020).

***Найголовнішим принципом будь-якого відновлення та реформ є цілковита відповідальність країни за формулювання та імплементацію бачення***

Лише Україна може визначати власне майбутнє й окреслювати бачення повоєнної країни, яку вона хоче побудувати, а також пріоритети відбудови. Для того щоб інвестиційні рішення ухвалювалися ефективно, а реформи були сталими, громадяни мають сприймати їх як легітимні. Допомога розподілятиметься найефективніше, якщо сприйматиметься як така, що відповідає власним інтересам України. Відповідальність має спиратися на широку підтримку всередині країни як результат інклюзивних та прозорих консультацій з місцевою владою, громадянським суспільством і бізнесом, тоді як українське громадянське суспільство пропонує різні моделі для залучення громадян (наприклад, Vyshlinsky et al. 2022).

Наприклад, група з понад 30 місцевих організацій громадянського суспільства об'єдналася в коаліцію RISE UKRAINE, створену для просування принципів доброчесності та участі задля відновлення й розвитку України, розбудови механізмів підзвітності для відбудови, своєчасного оприлюднення даних, справедливої компенсації заповдіяних агресором збитків, розробки цифрових рішень для відбудови та залучення громадян і бізнесу до планування, моніторингу та нагляду. Група працює в тісній співпраці з урядом з обох боків процесу – підвищує спроможності державних установ, а також забезпечує/контролює дотримання принципу доброчесності у проектах відбудови.

### ***Відбудова та реформи мають іти пліч-о-пліч***

Навіть вирішуючи нагальні завдання відбудови, уряд та донори мають працювати над просуванням порядку денного структурних реформ в Україні. Відбудова – це можливість для країни зробити технологічний стрибок, і вона має значно прискорити економічну та інституційну модернізацію. Метою має бути повоєнна Україна, яка завдяки структурним реформам стала зеленішою, інклюзивнішою та динамічнішою.

### ***Приватний капітал – наприклад, через ПІІ та державно-приватні партнерства – це ключовий фактор***

Відновлення не може спиратися лише на кошти урядів та міжнародних організацій. Приватний капітал принесе не лише гроші, а й технології та управлінський досвід. Приватні надходження будуть особливо вразливими до будь-яких тривалих загроз воєнних дій, і навіть за наявності дієвого воєнного страхування вони навряд чи надходитимуть у дуже великих обсягах доки не буде досягнуто довготривалого миру, хоча деякі іноземні інвестори продовжують вкладати кошти, переважно в тих регіонах України, на які менше впливає війна.

Як і відбудова, критичні структурні реформи не мають чекати закінчення війни. Головні гравці можуть уже зараз почати створювати передумови для комплексної відбудови. Деякі *структурні* заходи, наприклад, інвестиції в більш децентралізовану енергетичну інфраструктуру на основі відновлюваних джерел енергії, також можуть допомогти зменшити вразливість країни до військових загроз у короткостроковому періоді.

## Механізми фінансування

Відбудова потребуватиме величезних обсягів фінансування протягом понад десяти років. Рисунок 3.3 показує, що існує багато потенційних джерел фінансування для України. Однак усі ці джерела мають свої обмеження. Більшу частину такого фінансування не можна використовувати безпосередньо для проєктів відбудови. Тут ми зосередимося на джерелах фінансування та на тому, як забезпечити найефективніше використання коштів. Питання про те, в якій формі мають бути ці кошти – гранти, борг чи акціонерний капітал, у яких комбінаціях та для бюджетної підтримки чи для фінансування проєктів, обговорюватимуться в наступних розділах, але ми торкаємося деяких із цих питань тут, оскільки вони не можуть бути повністю відокремлені від залучених інституцій (більшість інституцій обмежені щодо типу капіталу, який вони можуть надати).

**Рисунок 3.3 Джерела та інструменти фінансування**

МВФ + Світовий банк	RFI (Rapid financing instrument – інструмент швидкого фінансування) RST (Resilience and Sustainability Trust – Фонд стійкості) SBA/EFF (Stand By Arrangement/ Extended Financing Facility – Фінансування з умовами) DPLs (Debt Limits policies – Політики щодо боргових лімітів) Воєнне страхування (MIGA тощо)
G7+	Двосторонні кредити/ гранти/ гарантії IMF AA (Articles of Agreement - Базові договори МВФ) WB MDTF (Багатосторонній трастовий фонд Світового банку) SDR channeling (надання спеціальних прав запозичення) Негрошові матеріальні внески Страхування
ООН	UNCHR (Агенція з підтримки біженців) UNDP (Агенція з розвитку) UNESCO (Агенція з підтримки культури та освіти) UNICEF (Фонд з підтримки дітей) Гуманітарна підтримка
MDBs (Міжнародні банки розвитку)	Кредити Європейського інвестиційного банку, Європейського банку реконструкції та розвитку, Міжнародної фінансової корпорації, Німецького банку розвитку (KfW) та ін. Переважно приватному сектору
Агенції розвитку	USAID, UKAid, JICA, FMO, Swedfund та ін.
ЄС	Макрофінансова допомога Передвступні та структурні фонди Єврооблігації (схожі на NewGeneration EU)
Репарації	Конфіскація російських активів (центробанку та олігархів) Репарації та забезпечені ними облігації Податки/мито на російський експорт
Приватний капітал	Українські та іноземні прямі інвестиції Державно-приватні партнерства Вливання акціонерного капіталу Солідарні фонди, суверенні фонди Крипто-активи Полегшення боргового тягаря
Внутрішні ресурси	Військові облігації та євробонди, внутрішній борговий ринок Мобілізація доходів; приватизація Монетарне фінансування

Фінансування МВФ стало важливою основою для макроекономічної підтримки України, але його головні інструменти доступні лише для бюджетної підтримки, а не для відновлення. Фінансування України Світовим банком обмежене правилами кредитування Світового банку. Двостороннє фінансування від країн Великої сімки також переважно використовується для підтримки бюджету, як і поточне фінансування ЄС через програми макрофінансової допомоги MFA/MFA+ (хоча програма Ukraine facility містить інвестиційний компонент приблизно на 8 мільярдів євро). Структурні фонди ЄС – ключовий канал для підтримки розвитку членів ЄС – здебільшого недоступні для України. Агентства ООН переважно покривають гуманітарні потреби.

Процес вступу до ЄС спрямовує зусилля України на шляху до сучасної, демократичної та процвітаючої країни шляхом приєднання до Європи та забезпечення постійної зовнішньої підтримки. Отже, він служить важливим орієнтиром для тих, хто ухвалює рішення, та зменшує потребу в інших умовах для отримання фінансування. Як показує попередній досвід, процес вступу до ЄС може бути пов'язаний з наданням значних коштів країнам-кандидатам (за умови виконання певних умов) навіть до ухвалення власне рішення про вступ, у формі підтримки кандидатів (pre-accession funds) та за рахунок значних структурних фондів та фондів вирівнювання (cohesion funds), які можна використовувати для полегшення залучення іншого фінансування від двосторонніх та багатосторонніх фінансових установ. Проте найважливіші фінансові потоки – як портфельні, так і прямі інвестиції – мають надходити від приватного сектору, а відтак покращення інвестиційного клімату стає важливим для залучення приватного та інституційного капіталу.

Кошти ЄС для держав-членів здебільшого надходять у формі грантів, але більшість інших надходжень використовуватимуть різні фінансові інструменти, зокрема борг, гарантії та власний капітал, наданий двосторонніми й багатосторонніми донорами та міжнародними організаціями. Важливо, щоб зрештою значна частина грошових вливань мала форму грантів – зруйнована війною країна навряд чи зможе обслуговувати й гасити додаткові борги, принаймні в короткостроковій перспективі. Надмірна залежність від позик підвищить ризик боргової платоспроможності та потенційно спотворить інвестиційні рішення. Мета має полягати в розробці дієвих фінансових структур із належним управлінням без послаблення відчуття відповідальності, контролю та мотивації українських відповідальних осіб.

Незважаючи на те, що гранти мають багато переваг, суми, необхідні для розбудови нової України, значно перевищуватимуть наявні грантові ресурси в усьому світі, тож потрібно буде знайти рішення для доповнення їх боргом та власним капіталом. Явна перевага боргу – це те, що він дисциплінує договірні сторони, тоді як капітал перекладає ризик на власників. Проблеми, пов'язані з боргом – надмірна заборгованість тощо – є реальними, але попри складність, їх можна вирішити шляхом реструктуризації чи пролонгації, як

показує досвід ЄС. Крім того, борг можна прив'язати до економічного зростання або надання важливих суспільних благ на кшталт пом'якшення наслідків зміни клімату чи пристосування до неї або збереження природи та біорізноманіття. Хоча його важче залучити, акціонерний капітал також відіграватиме важливу роль, наприклад, прямі іноземні інвестиції та інституційний капітал з якісною системою управління.

Багатосторонні банки розвитку, як-от ЄБРР, ЄІБ та Міжнародна фінансова корпорація (IFC) Світового банку, фінансують своїх теперішніх клієнтів та нині не виходять за межі вузького кола українських "блакитних фішок", які успішно пройшли сувору перевірку на доброчесність. Агентства розвитку, як-от USAID та UKAid, або фінансові установи розвитку на кшталт Корпорації з фінансування міжнародного розвитку США та Японського агентства міжнародного співробітництва, дійсно підтримують проекти з відновлення, проте пропоновані ними суми значно нижчі від потреб України у відбудові.

У G7 та ЄС досі тривають дебати щодо використання заморожених російських активів для відновлення України. Приватному капіталу (як внутрішньому, так і ПІІ) буде важко фінансувати відбудову, доки не будуть вирішені безпекові проблеми. Наявні ж механізми страхування від воєнних ризиків (переважно MIGA) є надто малими, щоб покрити інвестиційні ризики. Тому, незважаючи на велику кількість "багатообіцяючих можливостей фінансування", Україні вдалося консолідувати лише близько 7 мільярдів доларів США для фінансування відбудови, половина з яких надійшла з внутрішніх бюджетних ресурсів українського уряду.

## Архітектура управління

Ми вважаємо, що наявна система фінансування не підходить для відбудови: недостатній обсяг фінансування; слабка координація між джерелами; відсутні довгострокові зобов'язання й бюджетування; структура фондів зміщена у бік позик, а не грантів, недостатні стимули та захист прямих іноземних інвестицій тощо. Відновлення України потребує іншої фінансової архітектури з акцентом на міцних, належним чином фінансованих та добре керованих *інституціях* із чіткими місіями.

У решті цього розділу ми обговорюємо роль трьох інституцій, важливих для відбудови та реформ. Національна рада з відновлення та реформ (НРВР) як механізм підзвітності для досягнення консенсусу спирається на засновану в 2015 році Національну раду реформ. Крім того, для підтримки та спрямування коштів ми рекомендуємо створити окремий Український банк розвитку (УБР), призначенням якого буде фінансування післявоєнної відбудови України (подробіці описані в Розділі 5) та Платформу розвитку України на базі чинної Міжвідомчої координаційної платформи донорів.

## Національна рада з відновлення та реформ

Планування відновлення неможливе без спільного бачення, яке необхідно створити всередині України – це суттєвий елемент виключно української відповідальності за процес. Бачення не можна імпортувати: воно має виникнути в українському суспільстві на основі внутрішнього консенсусу. Україна потребує як відбудови, так і реформ, спираючись на досягнення попередніх реформаторських зусиль, але також визнаючи невдачі та виклики, які залишаються.

Воєнний досвід змінив відносні позиції стейкхолдерів, але перешкоди на шляху реформ не зникли повністю. Крім того, на тлі досвіду війни та зусиль з відбудови з'являються нові групи інтересів. Збереження імпульсу реформ потребуватиме збереження широкої внутрішньої, та й зовнішньої, підтримки. Розробка надійної архітектури відновлення та реформування буде критично важливою. На щастя, можна переосмислити деякі наявні механізми, але ми також пропонуємо нову інституцію.

Після Революції Гідності 2013-14 рр. Україна провела експеримент із побудови інклюзивного процесу створення спільного бачення реформ. Збори із понад 200 українців, які представляли різні верстви суспільства, тривали три дні в липні 2014 року – у той час, коли країна була втягнута у війну з Росією. Серед іншого група підтримала пропозицію реформаторів з уряду щодо створення координаційного органу. Пізніше цю пропозицію підтримало керівництво країни, яке заснувало Національну раду реформ (НРР). Нацраду підтримали 100 орієнтованих на реформи експертів у різних міністерствах, які пройшли навчання в рамках фінансованої ЄС програми "Українська архітектура реформ".

Нацрада реформ стала майданчиком для діалогу, до якого приєдналися представники всіх профільних стейкхолдерів: економічні експерти з Адміністрації Президента; міністри економічного спрямування (економіки, фінансів, інфраструктури та сільського господарства); голова центрального банку; члени економічних комітетів та голови коаліційних партій парламенту (лідери проросійських партій не брали участі) та представники громадянського суспільства. Значні донорські ресурси в рамках технічної допомоги були спрямовані на підтримку постійно діючого секретаріату НРР, який інкорпорував принаймні 1-2 особи зі свого підрозділу реалізації проєктів до кожного з галузевих міністерств.

НРР мала стати майданчиком для обговорення необхідних Україні ключових реформ з основними стейкхолдерами. Усі основні реформи фінансового та фіскального секторів, енергетичної галузі, державних закупівель, охорони здоров'я та освіти протягом 2014-2017 років обговорювалися на засіданнях НРР щотри тижні. Частина зустрічей транслювалася по телебаченню. Відповідальному міністру доручали представити своє бачення та заплановані заходи для досягнення поставлених цілей. Однак, починаючи з 2017 року, корисність Нацради знизилася, оскільки країна вичерпала реформаторський



запал, і реформи тривали у повільнішому темпі (див. Індекс реформ, складений VoxUkraine – <https://reforms.voxukraine.org/>).

Українські урядові інституції значно розвинулися з моменту створення НРР. Вже немає значної потреби пристосовуватися до "співжиття" президентської адміністрації та уряду, а громадянське суспільство зміцніло. Однак існує потреба об'єднати різні елементи українського суспільства, щоб зосередитися на спільному баченні зусиль з відновлення та контролювати його виконання.

Ми вважаємо, що НРР можна перепрофілювати в Національну раду з відновлення та реформ (НРВР), яка буде консультативним органом – аналогічно до рад з кліматичних або фіскальних питань – який може допомогти проаналізувати та прокомунікувати варіанти політики та зрештою зробити нелегкий вибір (оскільки легкого вибору під час відбудови не буде), а також моніторити виконання проєктів.

Щоб підкреслити її значущість, очолити НРВР міг би Президент або Прем'єр-міністр. Рада могла би проводити дискусії з економістами, політичними радниками, місцевими та глобальними аналітичними центрами та іншими експертами, щоб сформулювати власне зміст реформ. НРВР має забезпечувати систематичне відстеження та регулярну комунікацію досягнень та провалів як внутрішнім, так і міжнародним стейкхолдерам.

НРВР має складатися з кількох рівнів. По-перше, це політичний рівень, який має об'єднати Президента чи Прем'єр-міністра, ключових економічних радників Офісу Президента, міністрів, дотичних до економіки (фінансів, економіки, інфраструктури, сільського господарства, стратегічних галузей, цифрових технологій), керівництво правлячої партії чи парламентської коаліції, голів парламентських комітетів з питань економічної та фінансової політики, голову НБУ, голову Агентства з відновлення, представників громадянського суспільства та бізнес-асоціацій. Роль цього рівня полягає в тому, щоб забезпечити інклюзивний процес відновлення та реформ, формулювання спільного бачення та його контроль на завершальних етапах.

Другий рівень має включати групи управління проєктами з реформування та відбудови на чолі з відповідними заступниками міністрів та голів державних установ. Подібні групи повинні мати можливість пропонувати свої ідеї та сприяти процесу формулювання спільного бачення на політичному рівні НРВР. Після затвердження цей рівень буде відповідати за імплементацію бачення.

Між політичним рівнем та рівнем управління проєктами має існувати рівень "фільтра", представлений групою ключових вітчизняних і зарубіжних аналітичних центрів та організацій громадянського суспільства, покликаний фільтрувати та проводити стрес-тестування реформаторських ідей і планів відбудови, що надходять знизу вгору (політичний рівень). Рівень фільтра повинен мати можливість аналізувати пропозиції, перевіряти відповідний аналіз витрат і вигод, моделювати вплив на економіку та надавати рекомендації й коментарі політичному керівництву НРВР.

НРВР має збиратися регулярно. Її засідання має готувати спеціальний секретаріат, який працює безпосередньо з головою НРВР (Президентом або Прем'єр-міністром). НРВР також повинна мати можливість контролювати реалізацію ідей та проєктів, схвалених її членами.

## Платформа розвитку України

Досвід управління розвитком, накопичений після Другої світової війни та відображений у Пусанських принципах ефективності допомоги, однозначно показує, що координування донорів працюватиме лише тоді, коли відповідальність за процес лежить на країні, яка отримує допомогу. Останнім часом обговорення крутиться навколо «платформ країн», які можуть об'єднати всіх основних стейкхолдерів задля того, щоб фінансування та відповідні його умови були внутрішньо несуперечливими й узгоджувалися з державною політикою. Ідея платформ країн вперше з'явилася у звіті ініційованої «великою двадцяткою» Групи видатних діячів з глобального фінансового управління. Група описала ці платформи як інструмент координації міжнародних фінансових установ на рівні країни з метою підвищення їхньої ефективності та результативності (G20 EPG, 2018). Учасники такої платформи погоджуються дотримуватися певних загальноприйнятих ключових стандартів (як-от екологічні, соціальні, управлінські, закупівельні та стандарти прозорості), щоб допомогти координувати зусилля та полегшити співпрацю, а також зменшити простір для корупції та інших управлінських проблем.

Як першу спробу координації зовнішніх стейкхолдерів для відбудови України керівники ключових міжнародних фінансових установ – ЄБРР, ЄІБ, МВФ, Світового банку та Європейської комісії – навесні 2022 року створили тимчасовий координаційний механізм. Представники цих організацій, відповідальні за Україну, проводять координаційні зустрічі ЄС та міжнародних фінансових інституцій для обговорення потреб України в короткостроковому фінансуванні, що є першим важливим етапом відновлення. Хоча ці зустрічі сприяли обміну інформацією та координації операцій, вони ніколи не передбачали більш стратегічних обговорень.

Першу велику стратегічну координаційну платформу для України було створено наприкінці 2022 року, коли G7 заснувала Міжвідомчу координаційну платформу донорів. Метою платформи є підтримка нагальних фінансових потреб країни та її майбутнього економічного відновлення та відбудови. Платформа має невеликий секретаріат із двома офісами: у Брюсселі в Європейській Комісії та в Україні при Кабінеті Міністрів. З моменту створення платформа співпрацює з українською владою, визначаючи, пріоритизуючи та встановлюючи послідовність стратегічних потреб. Її діяльність передбачає координацію міжнародних зусиль для підтримки сталого, стійкого, інклюзивного та зеленого економічного відновлення, що зміцнює демократичні інститути, верховенство права та антикорупційні заходи.

Крім того, на саміті G7 у Хіросімі (Японія) у квітні 2023 року фінансові установи розвитку країн G7 та ЄБРР домовилися про створення Української інвестиційної платформи. Її засновниками стали Японський банк міжнародного розвитку (JBIC), Японське агентство міжнародного співробітництва (JICA), Cassa Depositi e Prestiti (CDP, Італія), FinDev Canada (Канада), PROPARGO (Франція), Американська корпорація з фінансування міжнародного розвитку (DFC), British International Investment (BII) та Deutsche Investitions und Entwicklungsgesellschaft mbH (DEG, Німеччина) за підтримки ЄБРР. Ця платформа орієнтована на приватний сектор з метою зміцнення співпраці та сприяння обміну інформацією про співфінансування. У тісній співпраці з відповідними урядами сторони вирішуватимуть проблему браку фінансових спроможностей, особливо в приватному секторі, та сприятимуть відновленню економіки, промисловості та інфраструктури, а також життя людей.

Ще один координаційний механізм ЄС створено для координації менш нагальної частини міжнародної допомоги Україні. Координаційна група європейських установ з фінансування розвитку (EDFI) об'єднує установи континенту, які сприяють фінансуванню приватного сектора в країнах за межами ЄС. До групи EDFI входять Бельгійська інвестиційна компанія для країн, що розвиваються (BIO), Compañía Española de Financiación del Desarrollo (COFIDES, Іспанія), Finnfund (Фінляндія), Інвестиційний фонд для країн, що розвиваються (IFU, Данія), Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden (FMO, Нідерланди), Norfund (Норвегія), Sociedade para o Financiamento do Desenvolvimento (SOFID, Португалія), Швейцарський інвестиційний фонд для ринків, що розвиваються (SIFEM), Swedfund International (Swedfund, Швеція). Сюди також входять відповідні фінансові установи розвитку з країн G7: CDP, PROPARGO, BII та DEG. Ця група була хорошим координаційним механізмом, але з обмеженими впливом на відновлення та фінансовою потужністю. Натомість члени EDFI, ймовірно, зосередяться на технічній допомозі існуючим клієнтам, наданні грантів, реструктуризації портфеля та поблажливому підході, а не на наданні стратегічних орієнтирів для повоєнної відбудови.

Питання полягає в тому, чи якась із цих платформ повністю відповідає ключовому принципу управління державними платформами – переважній відповідальності країни за процес. Для цього платформи мають бути інтегровані у процес ухвалення внутрішніх економічних рішень та підпорядковані загальним пріоритетам уряду та демократичного управління країною.

Хорошим прикладом для наслідування є створена для Єгипту платформа Nexus of Water, Food and Energy (NWFE), у рамках якої уряд країни презентує низку проєктів з відновлюваних джерел енергії, головно сонячної та вітрової, а також свою програму поступового виведення з експлуатації активів, пов'язаних із викопними видами палива. Міжнародні фінансові установи, що беруть участь у процесі, зокрема ЄБРР, ЄІБ та Азійський банк інфраструктурних інвестицій, а також національні фінансові установи

розвитку на кшталт німецької Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), запрошуються до співпраці у фінансуванні цих проєктів.

Платформа NWEF залучила пільгові ресурси зі США для перепідготовки та потенційного дострокового виходу на пенсію працівників, пов'язаних із викопними активами, а також з Німеччини у формі боргу з прив'язкою до результатів роботи над виконанням зобов'язань у рамках кліматичної політики. Платформа також допомогла залучити власний капітал у формі ПІІ у виробництво компонентів для відновлюваних джерел енергії. Вбудовування до ланцюга доданої вартості у відновлюваній енергетиці має бути важливою метою під час планування заходів з відбудови в Україні.

Концепція платформи для країни наразі також використовується G7 у формі так званої JET-P (Спільні платформи економічної трансформації) для впровадження кліматичної політики у співпраці з окремими країнами світу, що розвиваються. Першою платформою була співпраця між Великою Британією та США у Південній Африці. Сьогодні за цим прикладом побудована співпраця в Індонезії та В'єтнамі. Неясно, чи ці платформи мають адекватний контроль з боку відповідних країн, але з їхнього досвіду координації донорів довкола кліматичної політики можна почерпнути багато уроків для відбудови та реформування України, як це робить Бразилія під час свого президентства у G20 на основі «Спільної робочої групи зі зміни клімату».

## Рушій реалізації

Щоб упоратися з величезним завданням відбудови, необхідно підготувати відповідні інституційні механізми. Україні необхідно запровадити організаційні структури, політику та процедури для планування, управління та реалізації процесу відновлення. Країна вже зробила перші кроки для побудови механізму імплементації: у грудні 2022 року парламент створив Міністерство відновлення – державний орган, що відповідає за політику у сфері відбудови фізичної інфраструктури та визначає політику процесу відновлення. Це міністерство очолює віце-прем'єр-міністр. У січні 2023 року уряд створив Державне агентство відновлення та розвитку інфраструктури України (Агентство відновлення), яке відповідає за ефективну та прозору реалізацію проєктів швидкого відновлення та післявоєнної відбудови країни.

Агентство відновлення засноване шляхом злиття Державного агентства автомобільних доріг (Укравтодор) та Державного агентства інфраструктурних проєктів (Укрінфрапроєкт). Хоча останнє реалізувало кілька масштабних будівельних проєктів із залученням як бюджетного, так і зовнішнього фінансування, його експертизу було переважно втрачено після футбольного турніру Євро-2012, що проходив у Польщі та Україні. Агентство відновлення успадкувало потужну спроможність у сфері дорожнього будівництва, накопичену Укравтодором у партнерстві з міжнародними фінансовими інституціями за останні три роки. Розвиток цієї спроможності має допомогти агентству завоювати довіру ключових стейкхолдерів.

Незважаючи на відсутні досягнення, цьому механізму реалізації проєктів бракує широти та потужності. Для забезпечення політичної підтримки та ресурсів мають бути залучені найвищі посадові особи держави. Крім того, модернізація країни включає не лише у відбудову доріг та іншої інфраструктури; інституційні реформи є так само (якщо не більш) важливими. Агентство, уповноважене впроваджувати інфраструктурні проєкти, не може втілювати ширший порядок денний реформ. Наприклад, нинішнє Агентство відновлення не має повноважень для посилення децентралізації ухвалення рішень, започаткованої під час попередніх реформ після Революції Гідності 2014 року. Хоча органи місцевого самоврядування були об'єднані та отримали більші повноваження, однак через війну можливості власного фінансування для них обмежені. Один зі способів посилити їхню здатність залучати ресурси - це об'єднання зусиль із пошуку фінансування. Агентство відновлення не має повноважень організувати таку взаємодію.

Нинішнє Агентство відновлення може бути виконавчим органом уряду, а відбудова та реформи мають охоплювати набагато ширший порядок денний, включно з освітою, охороною здоров'я, регуляторним середовищем, оподаткуванням тощо. Уряд має вчитися на позитивному та негативному досвіді агентств, створених для підтримки відновлення після воєн чи стихійних лих, як-от Адміністрація економічного співробітництва Плану Маршалла та нинішнє Федеральне агентство з надзвичайних ситуацій США, та уникати помилок у принципах та дизайні. Український банк розвитку, про який ідеться у Розділі 5, стане важливим інституційним посиленням імплементаційної спроможності уряду.

## Механізм підзвітності

Відбудова України потребує надійних механізмів підзвітності для забезпечення ефективного та етичного використання ресурсів платників податків, зміцнення суспільної довіри та інклюзивності. По-перше, розробляючи механізми підзвітності та підтримуючи фіскальну дисципліну, український уряд запобігає корупції та нецільовому використанню коштів, що є поширеним ризиком у масштабних проєктах зі значними фінансовими потоками. По-друге, це гарантує, що зусилля з відбудови будуть узгоджуватися з довгостроковими цілями розвитку країни та безпосередніми потребами її народу. По-третє, це допомагає підтримувати міжнародну довіру та підтримку, оскільки багато проєктів відновлення в Україні фінансуються за рахунок іноземної допомоги, зокрема зі США та ЄС.

Уряд США запровадив кілька елементів системи підзвітності для моніторингу використання наданого Україні фінансування. По-перше, це система генеральних інспекторів (inspector generals - IGs), незалежних посадових осіб із кількох федеральних агентств, яким доручено запобігати та виявляти шахрайство, марнотратство, зловживання та неправомірне використання коштів. Функції генеральних інспекторів включають проведення аудитів та розслідувань, забезпечення комплаєнсу, звітування

урядові США та громадськості, рекомендації щодо коригувальних дій для програм фінансування.

По-друге, мультидонорські фонди Світового банку, через які США та інші країни спрямовують свої кошти на підтримку України, підлягають аудиту провідних аудиторських компаній. До того ж, Світовий банк надає уряду США окрему послугу з перевірки, контролю та сертифікації.

По-третє, і це найважливіше, необхідно зміцнити власні механізми підзвітності в Україні. Процес вступу до ЄС вимагатиме значного посилення спроможностей Рахункової палати та Аудиторської служби України (це включено до Ukraine facility та програми МВФ). НРВР, підкріплений секретаріатом, може відігравати важливу роль у забезпеченні прозорості та публічної дискусії про виклики імплементації.

## Уроки для України

Починаючи з набору принципів для відбудови та реформ, у цьому розділі ми розглянули деякі з власних спроб України створити архітектуру реформ, а також останні зміни в структурі міністерств та створення Агентства відновлення. У цій частині ми робимо висновки щодо зусиль України з відновлення й реформ та вказуємо на потенційні вдосконалення для більш ефективного досягнення цілей уряду.

Процес вступу до ЄС та умови, прив'язані до фінансування, будуть дороговказом, але український народ має виконати важку роботу з окреслення та реалізації загальних зусиль з відновлення та реформ. Практичний досвід попередніх розширень ЄС свідчить про те, що операційна незалежність та спроможність судів є основою інституційних реформ, що підтримуються процесом вступу. Розбудова цих елементів має бути центральним елементом архітектури відновлення та реформ і в Україні.

Ми запропонували три важливі доповнення до цієї архітектури: Національна рада з відбудови та реформ (НРВР), Платформа розвитку України (ПРУ) та Український банк розвитку (УБР). НРВР розроблятиме бачення, стратегію та перелік пріоритетних проєктів на основі місцевої експертизи. Цей процес, включно з імплементацією та підзвітністю, має залучати всі гілки української влади, громадянське суспільство та інших внутрішніх стейкхолдерів.

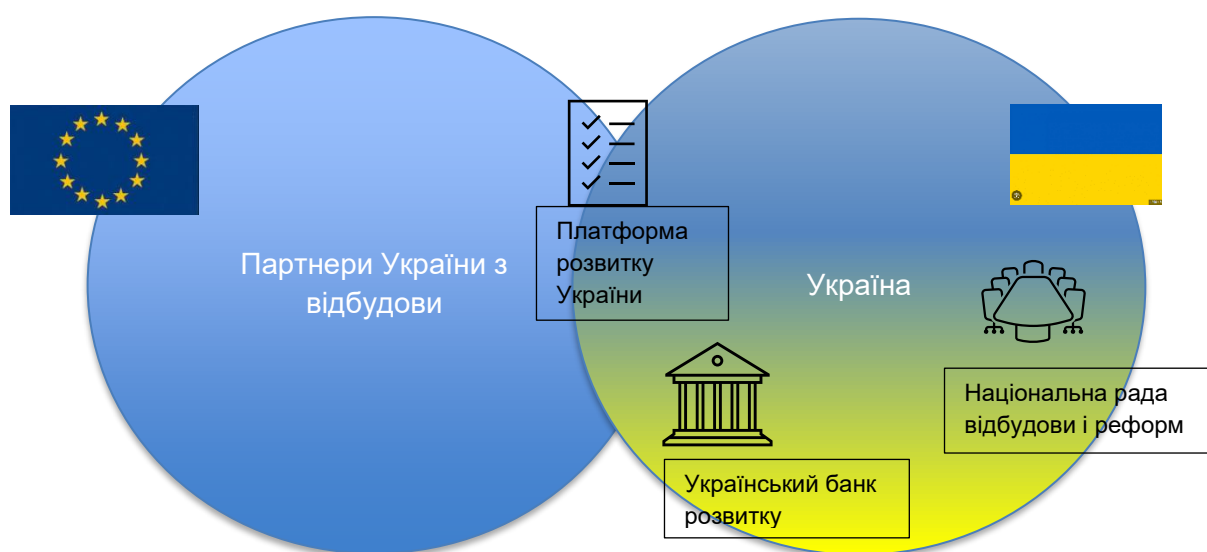
Міжвідомча координаційна платформа донорів, запущена в січні 2023 року, була кроком у правильному напрямку, але наразі вона не повністю відповідає принципу відповідальності країни за процес відбудови та інклюзивності. ПРУ перебалансує цю інституцію на користь української сторони та надасть більше простору для стейкхолдерів поза ЄС (варто вітати нещодавнє приєднання до Міжвідомчої координаційної платформи донорів Нідерландів, Норвегії, Південної Кореї, Швеції та низки спостерігачів).

Коли справа доходить до реалізації, нинішнє Агентство відновлення можна посилити за кількома вимірами, але ми вважаємо, що потрібно створити УБР за участю багатосторонніх та двосторонніх банків розвитку. Детально ця установа описана в Розділі 5. Вона може слугувати надійним партнером зі співфінансування для багатосторонніх та двосторонніх кредитних установ. Слід звернути особливу увагу на необхідність зміцнення фінансової та імплементаційної спроможності органів місцевого самоврядування.

Ми узагальнюємо ці інституційні пропозиції на рисунку 3.4 за допомогою двох кіл, що представляють міжнародну спільноту та Україну відповідно. Вони частково перетинаються, а зі вступом до ЄС ці кола та інтеграція посиляться. Ми зобразили запропоновані "нові" інституції овалами, а їхнє місце на рисунку відображає різний ступінь відповідальності України за процес відбудови. Усі вони є українськими установами, причому НРВР є суто українською інституцією, а УБР відіграє найбільшу роль для міжнародної спільноти.

З усіма цими елементами відбудова та реформування України можуть стати важливим прикладом (proof of concept) для подібних зусиль в інших країнах світу. Залучений персонал може ділитися досвідом та працювати з представниками країн-отримувачів допомоги, щоб пристосувати модель до місцевих умов та регіонального контексту. Ці уроки можна застосувати не лише до постконфліктних ситуацій, а й для інших вразливих чи нестабільних країн, а також для досягнення ширших цілей розвитку в країнах, що розвиваються.

**Рисунок 3.4. Пропонована архітектура: нові інституції для фінансування відбудови**



**Платформа розвитку України:** переформатована й розширена платформа координації донорів G7  
**Національна рада з відбудови і реформ:** переформатована й розширена Нацрада реформ  
**Український банк розвитку:** банк розвитку, акціонерами якого є міжнародні банки та держава Україна, який мобілізує кошти всередині країни та за кордоном

## Розділ 4

# Порядок денний реформ банківського сектору України

У цьому розділі сформульовано набір пропозицій з реформування банківської системи України. Вони базуються на ідеї, що лише система, яку вважають надійною міжнародні інвестори, іноземні розробники політик та багатонаціональні установи, зможе впоратися з важкими проблемами, з якими зіткнулася економіка України внаслідок шкоди, завданої війною з 2014 року.

Перша частина досліджує теперішній стан банківської системи України та бере його за основу для планування реформ. Реформаторські кроки представлені в наступній частині. Остання частина складає всі елементи в загальну картину, обговорює пріоритети та пропонує послідовність кроків упровадження реформ.

## Основні напрями реформування фінансової системи

Загальною метою цих реформаторських пропозицій є підвищення рівня довіри до фінансового сектора всередині країни та за кордоном – з боку мультинаціональних банків, інституційних інвесторів з усього світу та іноземних урядів.

Хоча довіру можна побудувати лише у довгостроковій перспективі, досягнення цієї мети має неабияке значення для майбутнього України. У цьому звіті ми припускаємо, що дизайн та ефективність фінансової архітектури України зрештою стануть вирішальними для створення фінансової системи, якій довірятиме весь світ.

Без відчутного зростання загальної довіри буде складно, або й неможливо, забезпечити необхідне фінансування для амбітного плану економічного відновлення країни. На додачу, доступ до міжнародних ринків капіталу може допомогти зменшити залежність від міжнародної донорської спільноти. Саме тому висновки цього та наступних розділів щодо інституційної розбудови та розвитку ринку капіталу доповнюють один одного.

Загалом, чого має досягнути належним чином спроектована фінансова архітектура? По-перше, фінансову архітектуру необхідно визначити як таку, що відповідає повному набору фінансових інститутів в економіці, включно з банками (приватними та державними), а також спеціалізованими установами, які обслуговують певні фінансові ринки, такі як страхування життя та майна, та кредитні спілки. Інститути ринків капіталу, як-от компанії з управління активами, фондові біржі та біржі облігацій, а також депозитарії та центральні контрагенти, також є частиною фінансової системи, як і контролюючі органи, центральні банки та нормативні правила (Krahnen and Schmidt 2004).



Тут ми фокусуємося на банківському секторі України, однак приділяємо певну увагу й небанківським установам, які можуть впливати на здійснення фінансових операцій в країні. Останній аспект, більш докладно викладений нижче, стосується регуляторних та наглядових установ, які в процесі вступу до ЄС можуть стати рольовими моделями, органами стандартизації чи навіть партнерами в еволюційному процесі.

Ключовими ідеями тут є сталість та ефективність фінансової системи. Фінансова система є сталою, якщо її інституції (банки, страхові компанії, біржі, клірингові центри, платіжні системи, фірми, що займаються цінними паперами тощо) є *життєздатними*, тобто здатними виживати впродовж тривалого часу без зовнішніх вливань грошей чи капіталу, пропонуючи свої послуги фірмам, домогосподарствам та державі – шляхом трансформації ризикованих кредитів у безпечні депозити та активації первинного і вторинного ринків облігацій та акцій. У стабільній системі слабкі установи можуть вийти з ринку не породжуючи системних ризиків або дефолтів.

На операційному рівні фінансова система є *ефективною*, коли надає низку ключових економічних послуг, які зрештою визначають її внесок у добробут країни, в якій вона працює. Ці послуги включають мобілізацію достатніх фінансових ресурсів; спрямування цих ресурсів на перспективні проекти; постійний моніторинг виконання проектів, а також примусове стягнення відповідних сум належним чином. Якщо повного погашення не очікується, тобто якщо загрожує дефолт, фінансові установи можуть долучатися до врегулювання боргів своїх клієнтів, у такий спосіб підвищуючи очікування повернення коштів та зменшуючи втрати в разі дефолту.

Пропозиції реформ у цьому звіті спрямовані на життєздатність фінансових установ та ефективність фінансової системи. Ми пояснимо обидві ці характеристики по черзі.

## Інституційна життєстійкість

Довгострокове виживання фінансової системи вимагає, щоб більшість окремих установ могли підтримувати чи збільшувати свою приведену вартість. Інакше кажучи, фінансові фірми управляють доходами та витратами, включно з резервами під очікувані збитки, так, щоб очікувані прибутки переважно були додатними. Приведена вартість фірми - це теперішня вартість очікуваних майбутніх прибутків. Якщо установа зареєстрована на біржі, приведена вартість дорівнює ринковій вартості власного капіталу.

Життєстійкість *окремих установ* має стояти на першому місці в списку вимог до стійкої фінансової системи. Без життєздатності безперервна діяльність установи не гарантована. Життєздатність порівняно легко виміряти, і тому вона є потужним орієнтиром для керівництва, інвесторів та наглядових органів.

Натомість нежиттєздатні установи з туманними перспективами з часом не лише скорочують (з'їдають) свій власний капітал, а й знижують очікування конкурентів щодо прибутку, якщо їх штучно підтримувати. Очікування конкурентів щодо прибутків

страждають, оскільки "згасаючі" установи зазвичай знижують ціни та збільшують ризик, намагаючись залучити нових клієнтів та "вигребти на берег". Якщо ж ці компанії отримують субсидії або їх рятує держава, це негативно впливає на конкурентів, які такі субсидії не отримали.

Тому нежиттєздатні установи мають піти з ринку через реструктуризацію або ліквідацію. Вихід фірм із ринку є зворотним боком медалі входу на ринок нових фірм. Якщо усталені компанії можуть піти і їх не стримують державні інтервенції, з'являється простір для інновацій та входження фірм.

Фінансову систему, яка складається з життєздатних фінансових установ, можна назвати "стійкою" в такому сенсі: установи здатні виживати протягом тривалих періодів часу, створюючи достатню додану вартість для адекватної компенсації стейкхолдерам (власникам, кредиторам, податковим органам) та маючи необхідну підтримку з боку суспільства та політики для продовження своєї діяльності.

Акцент на стабільності свідчить про те, що банківська система — це більше, ніж просто набір каналів, через які інвестовані кошти розподіляються між користувачами. Насправді перерозподіл коштів від вкладників до інвесторів є чи не найпростішим із завдань банків в економіці. Існують ще й інші функції, які необхідно виконувати, наприклад, пошук та аналіз інформації про перспективні проекти (дью-ділідженс) перед затвердженням кредитних угод із подальшим моніторингом боржників та їхнього основного бізнесу протягом терміну дії кредитного договору. Після настання дати погашення банк має забезпечити повернення боргу, і якщо боржник не може повернути позику в повному обсязі — намагатися максимізувати відшкодування в рамках правових норм відповідного режиму банкрутства.

Тому Кодекс із процедур банкрутства є важливою правовою основою для укладення всіх фінансових контрактів. Він визначає, на що можуть розраховувати власники вимог (кредитори), якщо договір не виконаний у повному обсязі.

Певні особливості кодексу з процедур банкрутства, як-от автоматична заморозка активів (automatic stay) або ступінь, до якого суди можуть змінювати умови контракту у випадку неплатоспроможності (наприклад, фінансування банкрута (debtor-in-possession finance) у Розділі 11 Кодексу США про банкрутство — див. Dahiya et al. 2003), значно впливають на функціонування фінансової системи.

Наприклад, за інших рівних умов, у країні із сильнішим захистом прав кредиторів компанії переважно залучатимуть боргове фінансування, і навпаки, у країні, де краще захищені права боржника, роль ринків цінних паперів буде вищою.

Як обговорювалося в Розділі 1, після здобуття незалежності в 1991 році захист прав кредиторів в Україні був досить слабким. Відбулися певні реформи для того, щоб змінити роль кредиторів та їхню здатність вилучати заставу у боржника. Наприклад,

навіть якщо земля сільськогосподарського призначення була у приватному володінні, до недавнього часу її не можна було використовувати як заставу. Попри брак заставних активів кредитування утвердилося як основна форма зовнішнього фінансування в країні.

Імовірним поясненням цієї тенденції є те, що права інвесторів захищені ще менше, ніж права кредиторів. Саме *відносна захищеність* прав кредитора та боржника в конкретній фінансовій системі впливає як на доступність, так і на ціну боргового фінансування (див. Sautner and Vladimirov 2018). Отже, захист прав кредитора впливає не лише на вартість капіталу в економіці, а й на обсяг кредитування.

Усі три щойно згадані характеристики – вартість капіталу, позикові кошти, потенціал зростання економіки – взаємопов'язані та становлять переваги сталої фінансової системи з життєздатними установами, яка забезпечує ефективний фінансовий результат. Наприклад, вона запускає посередницький цикл, пов'язуючи заощадження з позиками, а старі кредити – з новими, дозволяючи економіці розвиватися та рости завдяки стимулам від фінансової системи.

Життєстійкість не обов'язково залежить від розміру. Економіка як із великою кількістю малих банків, так і з кількома великими банками може мати життєздатні бізнес-моделі. Однак структура промисловості та банківської системи можуть бути взаємозалежними. Децентралізована фінансова архітектура може виявитися більш сприятливою для децентралізованої та регіональної структури промисловості, ніж її централізований аналог. Наприклад, у країнах із децентралізованою фінансовою архітектурою, як-от Німеччина та Італія, роль середніх сімейних підприємств ("Mittelstand") як неявних чемпіонів, можливо, стала настільки важливою саме через домінування регіональних банків, а не всупереч йому (див. Audretsch and Elston 1997; Behr and Schmidt 2016).

## Ефективність фінансової системи

Побудова довіри має два напрямки: міжнародне співтовариство інвесторів та вітчизняне співтовариство домогосподарств і фірм. Необхідно, щоб інвестори як за кордоном, так і всередині країни вірили в належну роботу фінансової системи країни – її банків, ринків, системи судів та нагляду – відповідно до закону та контрактів.

Роль довіри також важлива для співпраці з міжнародними інституціями, такими як ЄБРР, МВФ та Світовий банк, хоча й меншою мірою, оскільки багатонаціональні агентства зазвичай мають політичні й економічні повноваження, яких бракує приватним інвесторам.

Оскільки довіра інвесторів пов'язана з очікуванням окупності, життєздатність і ефективність банків та інших фінансових установ відіграють важливу, якщо не найважливішу, роль в економічних прогнозах для України. Чим кращою є здатність системи визначати прибуткові проекти, моніторити діяльність кредиторів та їхні проекти в часі, а також забезпечувати погашення кредиту після закінчення його терміну, тим

нижчою буде вартість необхідного іноземним інвесторам капіталу і тим більшими будуть обсяги доступного капіталу на ринку за поточного рівня цін.

Концепція довіри до ринків капіталу є ключовою для мобілізації величезних сум грошей, необхідних для відновлення України. Потрібно усвідомлювати, що внутрішня політика може значною мірою сприяти формуванню довіри, породжуючи або руйнуючи її.

З цього випливає прагматичне запитання: що може підвищити або знизити довіру до банківських та фінансових ринків? У попередньому розділі описані кілька елементів побудови довіри. Серед них особливо важлива доведена життєздатність фінансових установ. Життєздатні інституції, підкріплені власними моделями внутрішнього управління, мають постійно тримати у фокусі довгостроковий результат своєї роботи. Тому вони з меншою імовірністю займатимуться зомбі-кредитуванням, оскільки пролонгація кредитів із низькими очікуваннями погашення зменшує майбутні прибутки. Аналогічно життєздатні установи менш схильні брати на себе надмірні ризики, оскільки в такому разі очікувана прибутковість знижується.

Наступна частина зосереджується на додаткових чинниках, що сприяють зміцненню довіри: нормативних правилах, нагляді, правах кредиторів та конкуренції (вхід та вихід).

## Послідовні нормативні правила

Нормативна база, за якою працюють фінансові установи, має бути прозорою, надійною, внутрішньо узгодженою та однозначною. Зокрема, метою регуляторного підходу має бути набір правил, які зміцнюють орієнтацію на життєздатність фінансових установ.

Елементи цього підходу включають прозорість діяльності фінансових компаній – їхні правила бухгалтерського обліку, політику розкриття інформації та дотримання мінімальних рівнів капіталу, що ґрунтуються на оцінці ризику, включно з борговими інструментами, які можна перетворити на капітал у рамках процедури "bail-in". Усі ці інструменти політики є частиною нової європейської збірки нормативних правил, найвідомішим елементом якої є BRRD (Директива про відновлення та санацію банків 2012 року), яка нині діє для всіх системно важливих банків ЄС.

Незважаючи на те, що деякі її елементи знаходяться на стадії розробки або не є повними, загальна філософія регуляції банківської сфери ЄС добре відома. Загальний вступний опис із зазначенням подальших вимог щодо реформ див. у Beck et al. (2022).

## Ефективний банківський нагляд

Необхідно запровадити потужний процес нагляду, який буде якомога більш технічним та незалежним від зовнішнього втручання чи політичних впливів. Це сприятиме розвитку довіри до надійності нормативних правил та їх виконання. Надійний наглядовий процес потребує кваліфікованого персоналу та агентства, яке має повноваження та мотивацію

заробити репутацію своїми неупередженими і некорумпованими діями. Більше про це в наступному розділі.

## Захищені права кредиторів

Захист прав кредиторів у фінансових контрактах має неабияке значення. Фінансові продукти визначають відносини між постачальниками та користувачами коштів, наприклад, кредитором та позичальником. Ці відносини проходять перевірку, коли позичальник не повертає кошти, як було обіцяно, у встановлений термін. На те, чи буде спроба відшкодувати кошти успішною, значною мірою впливає чинний кодекс із банкрутства.

Кодекс має чітко визначати захист прав кредитора на певний об'єкт. Хоча права кредитора можуть бути сильними (як у більшості країн Європи) або слабкими (як у США), насправді важливо те, чи можуть обидві сторони – кредитор та боржник – правильно оцінити їхню силу. У першому випадку (сильні права кредиторів) стимули до врегулювання до процедури банкрутства сильніші для банків-кредиторів, тоді як в іншому випадку вони сильніші для акціонерів-власників (Brunner and Krahn 2008).

І навпаки, якщо права кредитора є неоднозначними чи залежать від якоїсь невизначеної події, як-от суб'єктивне тлумачення закону судом, мотивація до врегулювання послаблюється, оскільки очікуваний дохід знижується. Як наслідок, можливість позасудової реструктуризації сумнівного кредиту буде ускладнена.

Відмінності між дружнім до кредиторів (наприклад, Німеччина) та дружнім до боржників (США) кодексами неплатоспроможності призводять до різного інституційного розподілу завдань між банками та ринками капіталу. Однак із цього порівняння неможливо вивести жодного прямого висновку про вплив на добробут за винятком одного: правові норми кодексу з питань банкрутства мають бути прозорими та стабільними протягом тривалого часу, дозволяючи інституціям та бізнес-практикам ефективно адаптуватися та розвиватися.

## Прозора політика стосовно виходу з ринку

Банки особливо схильні до отримання фінансової допомоги від урядів. Значний ризик “вибити” собі таку підтримку зумовлений кількома факторами: по-перше, уряди можуть побоюватися поширення системного ризику через банкрутство одного банку на інші фінансові установи, що призведе до вимушеного надання фінансової допомоги. По-друге, вони можуть захотіти захистити якогось "національного банківського лідера" від конкуренції на ринку. Або можуть просто піддатися інтенсивному лобюванню задля збільшення сум гарантування вкладів та через страх втратити електоральну підтримку.

Незалежно від того, якою є мотивація, порятунок банків підриває послідовність регуляторного режиму, а через його вплив на поведінку банків очікуваний порятунок

надає стимули брати на себе надмірний ризик, збільшуючи ймовірність урядової “рятувальної операції”.

Банкрутства банків переважно трапляються в періоди ринкових потрясінь. Щоб не розраховувати на допомогу уряду, банкам слід зважати на те, що вони будуть змушені вийти з ринку, коли наблизатимуться до дефолту, не викликаючи подальшої паніки та ринкових збоїв. Наглядові органи мають заздалегідь підготуватися до таких інтервенцій. Таким є головний урок глобальної фінансової кризи в Європі (див. Liikanen Group 2012). Для цього наглядові органи визначають точки втручання, здебільшого пов’язані з капіталом, та розробляють індивідуальний план на випадок непередбачуваних обставин (т.зв. заповіт) для кожної фінансової установи.

Перенесення цих концепцій в Україну означало би використання заповітів відповідним спеціалізованим агентством (Фондом гарантування вкладів фізичних осіб) та послужило би поштовхом для забезпечення достатньо високого рівня резервного капіталу (loss-absorbing capital). Загальний капітал для покриття збитків (total loss-absorbing capital - TLAC) у великих банках та мінімально необхідні прийнятні зобов’язання (minimum required eligible liabilities - MREL) у менших банках складаються з двох компонентів: власного капіталу та субординованого боргу. Останній зазвичай набуває форми так званого капіталу "Bail-in", тобто довгострокових облігацій, що зберігаються інституційними небанківськими інвесторами, які завдяки довгостроковій структурі своїх зобов’язань здатні впоратися з раптовою втратою вартості, не викликаючи “зараження” інших банків – принаймні, такий аргумент лежить в основі основного європейського регулювання BRRD.

Облігації "Bail-in" дозволяють наглядовому органу зменшити або скасувати їхню номінальну вартість у разі загрози дефолту банку. Такі боржники втрачають свою вимогу, яку здебільшого буде переведено у позицію власного капіталу, зазвичай зі значним зниженням вартості (haircut). Це підготує ґрунт для своєчасного виходу банку.

Самообмеження урядів вочевидь є найскладнішою частиною з усіх перерахованих вище умов. Німеччина та Італія є прикладами країн, які неодноразово ставили інтереси лобі вище духу нинішніх рамок процедури банкрутства. Тому варто розробити чіткий мандат нагляду за реструктуризацією банків так, щоб застосовувані агентством технічні стандарти не могли бути легко скасовані шляхом (опортуністичного чи лобістського) державного втручання.

Далі переходимо до переліку варіантів та дій, спрямованих на покращення діяльності фінансового сектора в Україні. Ми робимо акцент на реформаторських кроках, які виходять за рамки символічних змін, намагаючись вплинути на довіру людей до функціонування фінансової системи в цілому.

# Визначення варіантів реформування на рівні окремих банків

## *Первісна ситуація*

Погляд на сукупний баланс банківського сектора виявляє три потенційні проблемні області, про що свідчить надзвичайно висока їхня частка загального балансу: непрацюючі кредити, обсяг ОВДП у портфелі банків та державна власність. Якщо вважати ці потенційні проблемні області відправними точками, існує кілька заходів політики, які могли би допомогти покращити внесок банківського сектора в зростання та якість банківських послуг.

## *Непрацюючі кредити (NPL)*

У жовтні 2023 року в Україні частка проблемних кредитів у загальному обсязі виданих кредитів досягла 37,9%, що значно перевищує 32,2%, зафіксованих роком раніше (жовтень 2022 року), і дещо нижче, ніж пікові після вторгнення 39,3% у травні 2023 року. Ці цифри "розвертають" багаторічне зменшення частки NPL у період до повномасштабної війни.

Ситуація з NPL суттєво відрізняється в різних банках. Очолює список ПриватБанк (61,5% станом на 1 листопада 2023 року), за ним іде Ощадбанк (48,3%). Розподіл NPL концентрований: у чотирьох найбільших за активами українських банках – ПриватБанку, Ощадбанку, Укрексімбанку та Банку Сенс – рівень NPL перевищує 30%, тоді як менші банки зазвичай мають коефіцієнт NPL в діапазоні 10-25%. Для порівняння, NPL банків у Західній Європі, як правило, на порядок менше: їхній обсяг рідко перевищує 2-3% у будь-який рік.

Згідно з нещодавніми нормативними змінами в Україні (з квітня 2020 року – див. KPMG 2023), NPL можна продавати іншим фінансовим установам. У такому разі проблемні борги буде списано негайно, а власний капітал зменшиться – якщо тільки на баланс не буде внесено дзеркальний "токсичний" актив. Лише чистий капітал (балансовий капітал мінус токсичні активи) є значущим показником життєздатності установи.

Попри обмежені дані на рівні окремих кредитів, статистика НБУ станом на грудень 2023 року свідчить про те, що чотири найбільші державні банки створили резерви під 42,4% NPL, а загалом у банківському секторі резерви створені під 83,6% непрацюючих кредитів.

Як завжди, ці резерви відображають той факт, що банки визнають збитки за кредитами заздалегідь та використовують свій капітал для їх покриття. Інакше кажучи, створюючи резерви, банки визнають збитки та зменшують свій капітал на суму, яка вважається безповоротно втраченою. Однак банки зазвичай очікують відшкодування певної частини NPL, тож не зобов'язані створювати резерви на їхню повну вартість.

Як зазначалося вище, в банківській системі України частка NPL, під які створені резерви (коефіцієнт покриття NPL) висока й становить 83,6%. Цей коефіцієнт показує, наскільки українські банки вже визнали збитки, які вони очікують від проблемних кредитів. У цьому сенсі українські банки можуть виграти від ефективного механізму врегулювання своїх старих NPL-портфелів (тобто тих, які сформувалися до повномасштабного вторгнення), щоб мати змогу отримати певний дохід від повернення частини своїх проблемних кредитів. Враховуючи масштабні багаторічні зусилля з формування резервів до 2022 року, цілком можливо, що значна частина пов'язаних із NPL збитків уже враховані у звітності.

У будь-якому разі, якщо буде вжито значних зусиль із рекапіталізації, як пропонується в цьому звіті, будь-якому вливанню капіталу в банки передуватиме достовірна й актуальна оцінка якості активів (*asset quality review* - AQR).

За такого високого рівня NPL навіть після списання очікуваних збитків важко вийти на висхідну спіраль фінансового посередництва, коли додаткові кредити та депозити зростають синхронно. Це означає, що банкам буде нелегко досягти точки беззбитковості за допомогою звичайної бізнес-діяльності, оскільки вкладники та власники облігацій отримують свій фіксований дохід у повному обсязі, тоді як деякі позичальники – з поганими кредитами – не повертають гроші, як це передбачено контрактами. Коли частка непрацюючих кредитів зростає, зменшуються доходи, що зрештою вичерпує власний капітал банку.

Отже, порушується основна умова інституційної життєздатності: генерування достатньо високого рівня доходів банку від його звичайної діяльності для покриття вартості капіталу. Отже, негативний чистий прибуток загрожує самому існуванню установи.

### ***Позабалансові погані банки***

Виникає питання, що робити, коли непрацюючі кредити досягли рівня, який загрожує виживанню банку? De Haas and Pivovarsky (2022) описують один із можливих шляхів вирішення проблеми NPL. Вони пропонують *відокремлення активів* шляхом переносу NPL із банківських балансів до спеціальної компанії з управління активами – *поганого банку* – який, як очікується, організовуватиме та контролюватиме стягнення боргів та продаж застави.

Висновки досліджень про погані банки неоднозначні, і їх не можна застосувати до України безпосередньо, враховуючи відмінності у боргових ринках. Втім, висновки для сусідніх країн ЄС можуть слугувати застереженням.

Аналізуючи європейські дані про 135 поганих банків за період 2000-16 рр., Brei et al. (2020) виявили, що сегрегація активів *сама по собі* не зменшує майбутні NPL та не збільшує кредитування. Відокремлення активів має позитивний вплив, якщо виконуються кілька умов, а саме: NPL-портфелі не надто великі відносно загальних



активів, відповідна правова система є ефективною і, що найважливіше, сегрегація активів поєднується зі значною рекапіталізацією. Нарешті, погані банки зазвичай працюють краще, якщо фінансуються з приватних джерел.

Якщо застосувати ці висновки до *статус-кво* в Україні, з одного боку, потрібно враховувати збитки від війни, а з іншого – політичну спадщину суспільства, в якому рішення про кредитування пов'язані не лише з життєздатністю проектів, а й нерідко зумовлені політичними міркуваннями. Тоді як перше може бути наслідком слабого нагляду, другий тип "спадкового кредитування" – як-от транзакції між пов'язаними особами – може розглядатися як елемент корупції в ринковому середовищі. Навряд чи можна очікувати належного погашення таких позик.

Крім того, збитки від війни породили NPL, перспективи погашення яких тісно пов'язані власне з результатом війни. Наприклад, якщо відповідні активи розташовані на окупованій території, погашення цих позик залежатиме від результату війни, але незалежно від кінцевого результату знадобиться додаткове фінансування для реструктуризації кредитів, перш ніж можна буде очікувати якихось виплат за ними.

Війна призвела до безповоротних збитків, які одного дня можуть бути зараховані до загальнонаціональної угоди про розподіл тягаря, як це практикувалося після 1945 року в деяких європейських країнах. Наприклад, після Другої світової війни Західна Німеччина запровадила загальний закон про розподіл тягаря (*Lastenausgleichsgesetz*), перерозподіливши "воєнні" втрати та збитки між усіма громадянами, які на той час проживали в Західній Німеччині, та створивши довгострокову боргову схему, яка дозволяла погашення протягом понад 30 років. Ці втрати включали колишні промислові та сільськогосподарські кластери на сході країни (майже 50% довоєнної території). З погляду міжнародного права Західна Німеччина була тотожною довоєнній Німеччині (Німецькому Рейху), хоча лише "частково тотожною", якщо говорити про площу території (Hughes 1999, Hauser 2011).

На цьому тлі, чи є поганий банк розумним вирішенням проблеми непрацюючих кредитів в Україні? Серед економічних аргументів на користь передачі проблемних кредитів компанії з управління активами - переваги спеціалізації (економія за рахунок обсягу та масштабу) у торгівлі на ринках заставних активів. Наприклад, майно, легкові автомобілі та промислове обладнання можна продати на вторинних ринках, у такий спосіб генеруючи виручку від продажу. Однак для забезпечення відповідної ліквідаційної вартості може знадобитися галузева експертиза.

Ще одним аргументом на користь сегрегації (поганого банку) є менші репутаційні втрати кредитора, який енергійно вимагає повернення кредиту, відстоюючи власні вимоги через судові позови проти позичальників. Репутаційний аргумент може бути особливо актуальним у країні з обмеженим досвідом забезпечення виконання приватних контрактів.

Однак позитивні фактори спеціалізації та репутації потрібно зіставляти з втратами напрацьованих відносин між позичальником та кредитором, які зазвичай ідуть пліч-о-пліч із відокремленням активів. Початковий кредитор, який надав позику, імовірно, зберіг відносини та всю інформацію стосовно позичальника, у такий спосіб збільшуючи ймовірність погашення позики, а отже й приведену вартість кредиту.

Пов'язані з війною збитки за "спадковими" кредитами, наданими до 2014 року, навряд чи вдасться відшкодувати легко, якщо це взагалі можливо. Тому керівництво банків має приділяти увагу виключно сегменту NPL-портфелів, який має потенціал відновлення, тобто кредитування після 2014 року на підконтрольних уряду України територіях. Для решти ж портфеля непрацюючих кредитів відокремлення (тобто передача до "поганого банку") може бути найкращим рішенням.

### ***Балансове врегулювання***

Для іншої частини портфеля – кредитів, виданих після 2014 року, з вищою імовірністю повернення та погашення, – постає питання, як управляти проблемними кредитами без втрати напрацьованих відносин з кредитором. Простий спосіб полягає в тому, щоб тримати NPL на балансі кредитора, очікуючи прийнятної прибутковості від інвестування (та участі) у майбутній реструктуризації. У цьому разі кредитор може використати свої давні ділові стосунки з позичальником для реформування бізнес-моделі, у такий спосіб відновлюючи життєздатність і зрештою погашаючи кредит.

У разі множинних кредитних відносин, як це характерно для середнього та великого бізнесу, кредитор може скоординувати свої дії з іншими кредиторами задля посилення зусиль (Brunner and Krahn 2008).

Шлях врегулювання проблем із боргами (та відбудови краще, ніж було) передбачає додаткові опції, окрім моделі поганого банку, які допомагають підняти вартість фірми з її нинішнього низького рівня, у такий спосіб зменшуючи резерви та збільшуючи вартість непогашеної позики. Зауважимо, що серйозні зусилля з врегулювання можуть передбачати пролонгацію непогашених кредитів, а також надання нових кредитів для покращення перспектив виживання фірми. Втім, кредитор має бути обережним, щоб не надавати нові позики компаніям із проблемними кредитами. Тож він може висувати умови до будь-яких потенційних нових позик, наприклад, вимагати зміни інвестиційної стратегії позичальника.

Основний аргумент на користь моделі внутрішнього врегулювання NPL впливає з характерної для кредитних відносин інформаційної переваги ("інформаційної ренти"), яка, як показали багато досліджень, особливо відчутна в кредитуванні малих та середніх підприємств (МСП, див. Brown et al. 2011). До того ж, утримання кредитів на балансі порівняно з передачею їх у поганий банк позитивно впливатиме на майбутні кредитні рішення, нагадуючи, що майбутні NPL не зникнуть з балансу чарівним чином. Таке

нагадування розширить горизонти планування під час оцінки життєздатності проекту (дью-ділідженс).

З іншого боку, у разі створення поганого банку банки можуть враховувати у своїх цінах майбутні рятувальні операції уряду, що зменшує зусилля зі скринінгу кредитів та послаблює практику моніторингу. Обидва ефекти знижують нинішні витрати на банківську діяльність, але натомість збільшують імовірність неповернення кредитів у майбутньому.

### ***Ризик знецінення активів***

Незалежно від того, яка NPL-модель буде прийнята – позабалансовий поганий банк чи балансове врегулювання – фактичний ризик для українських банків сьогодні впливає з ризику оцінки активів: потенційного розриву між справедливою (розрахунковою) вартістю цих кредитів та історичною (звітною) вартістю в бухгалтерських книгах. Проведення AQR може виявити цей розрив, відповідно банки будуть вимушені або списати його за рахунок власного капіталу, або збільшити резерви на боці зобов'язань, що компенсується зменшенням балансового капіталу.

Як врахувати цей розрив у вартості через нереалізовані збитки за кредитами на балансі? Нині це важливе питання для банків в Україні. Ризик зниження власного капіталу може бути небезпечним для життя, враховуючи низькі коефіцієнти достатності капіталу в банках, які рідко перевищують 10%. Отже, залишається відкритим питання: якою є сума нереалізованих збитків?

Якщо нереалізовані очікувані збитки за кредитами виявляться великими, знадобиться свіжий капітал (негайне вливання капіталу або надійний план поступового відновлення капіталу), щоб повернути банк до стану безперервної діяльності, інакше він буде недостатньо капіталізованим, і його доведеться ліквідувати. У більшості ситуацій реального життя, зокрема якщо, як в Україні, загальні економічні та політичні умови нещодавно значно змінилися, достовірна оцінка очікуваних нереалізованих збитків вимагає проведення актуального AQR.

AQR здебільшого проводиться центральним банком або іншим компетентним органом за допомоги експертів з фінансів та бухгалтерського обліку. Вони використовуватимуть сучасні стандарти оцінки, рівномірно застосовуючи їх до банків зі значним обсягом непрацюючих кредитів.

Якщо AQR виявляє розриви в оцінці, які не покриваються власним капіталом або зменшують власний капітал нижче нормативного мінімуму, компетентний орган має ухвалити одне з двох рішень: чи рекапіталізувати відповідний банк, чи вивести його з ринку (тобто розділити, злити з іншими наявними установами або ліквідувати). Лише рекапіталізовані установи зможуть вижити. Бізнес-модель установи та її поточна та майбутня життєздатність є найважливішими вхідними даними для ухвалення рішення.

Далі в цьому розділі розглянемо структуру власності банків – питання, яке тісно пов'язане з рішенням про рекапіталізацію. Як стане зрозуміло, момент ухвалення рішення за результатами AQR містить не лише екзистенційну загрозу для виживання банку, а й цінну можливість рекапіталізації і в процесі неї редизайну структури власності деяких банків в Україні.

## Рекапіталізація та приватизація

Після завершення процедури AQR, яка охоплює всі великі банки на українському ринку, будь-які виявлені в банківських балансах розриви в оцінці вимагатимуть одного з двох рішень: або рекапіталізація за рахунок свіжого капіталу або неминуча ліквідація.

У 2015 році НБУ дозволив банкам деякий час працювати з нульовим або навіть від'ємним капіталом, і кожен банк розробив план докапіталізації. Однак цього разу подібна стратегія не спрацює.

Адже початок процесу вступу до ЄС вимагатиме (з часом все більшого) прийняття стандартів, сумісних із поточною практикою ЄС, тобто фактично з практикою єврозони. Набір правил ЄС не дозволяє недостатньо капіталізованим банкам працювати. Насправді, основною характеристикою цього набору правил є створення складного механізму (Європейська рада з системних ризиків, ESRB) примусового виводу з ринку банків із недостатнім капіталом.

Саме тому ми рекомендуємо прийняти проактивну стратегію комплексної рекапіталізації банків, у такий спосіб досягнувши двох цілей одночасно: розширення можливостей банківської системи для фінансування реструктуризації й зростання та виконання вочевидь важливих умов процесу вступу до ЄС – наявність життєздатної та ринково-орієнтованої фінансової системи.

Як реалізувати рекапіталізацію на практиці? Існують різні способи проведення рекапіталізації, а також велика кількість досліджень, що описують історичний досвід рекапіталізації банків – нерідко паралельно з приватизацією або під час підготовки до неї (див. Guriev and Megginson 2006).

Варто наголосити на потенційно позитивній можливості реструктуризації, яка впливає з проблеми непрацюючих кредитів в Україні: *необхідний* захід (рекапіталізація недостатньо капіталізованих банків) можна елегантно поєднати з широко *бажаним* заходом (реформування структури власності національної банківської системи).

До того ж, ширший розподіл прав власності на банки можна розглядати як елемент демократизації, що робить керівників банків підзвітними перед інвесторами, які вкладають власний капітал. Інвесторами-власниками можуть бути фізичні особи, приватні або державні установи. Структури власності кандидатів можуть бути зареєстровані на біржі або не зареєстровані, на основі корпоративного або

кооперативного статуту, мати вертикальну організаційну структуру "зверху вниз" або децентралізовану "знизу вгору".

Коротко кажучи, ми пропонуємо компактний інституціоналізований підхід до процесу капіталізації плюс приватизації. Основна ідея проста: наділити визначену інституцію функцією рекапіталізації та наступної приватизації банків. Така функція повинна мати жорстко визначений термін припинення, тобто вона добіжить кінця після завершення процесу приватизації або за певний період часу, скажімо, десять років.

У решті цього розділу та в розділі 5 розглянуто три процеси, які потрібно втілювати паралельно: рекапіталізація та подальша приватизація банків, викуп державних облігацій з балансів банків, щоб допомогти їм перезапустити кредитування, та підтримка проєктів розвитку, тобто надання співфінансування банкам, які видають кредити на проєкти, сприятливі для розвитку України. Ми пропонуємо, щоб цими трьома процесами управляла одна інституція – Український банк розвитку (УБР) – детальніше описаний у розділі 5. Частиною УБР буде холдингова компанія, яку ми розглядаємо нижче. Ця компанія рекапіталізуватиме інші банки (державні та приватні) в обмін на їхні акції, а тоді продаватиме ці акції стратегічним інвесторам або всім охочим.

### ***Створення холдингової компанії для рекапіталізації***

Така холдингова компанія могла би стати окремою установою, подібною до спеціалізованого інвестиційного банку. Однак ми надаємо перевагу моделі, коли ця холдингова компанія є частиною банку розвитку - переважно тому, що її припинення, важливе для швидкої приватизації, значно легше втілити, якщо відповідна група експертів з приватизації після закриття холдингової компанії інтегрується до інших підрозділів банку розвитку.

Система управління холдинговою компанією має відображати політичне представництво, щоб забезпечити легітимність та технічну експертизу задля забезпечення належного управління процесом приватизації – та якомога більше стримувати будь-які прояви кумівства, корупції чи самоуправства.

Фінансування, безумовно, є критично важливим елементом у цьому плані рекапіталізації-та-приватизації. Воно може надходити з державного бюджету та/або від міжнародних партнерів. Можна розповісти історію про те, що вкладення міжнародних грантових коштів у холдингову компанію, разом із технічною допомогою в плані управлінського досвіду, є особливо ефективним способом використання грошей багатосторонньої допомоги, що миттєво розширює можливості фінансової системи.

Використання міжнародних/багатосторонніх фондів через посередницький механізм для капіталізації життєздатних банків з дефіцитом капіталу також дозволяє багатостороннім установам стати партнерами у новоствореній установі й отримати частку її акцій.

До приватизації банки з від'ємним капіталом, виявленим під час проведення процедури AQR (тобто з потребою в рекапіталізації) отримують певну суму свіжого капіталу від холдингової компанії. Сума може бути достатньо великою, щоб компенсувати банкам нереалізовані збитки та зниження вартості власного капіталу, виявлені під час AQR. Лише установи, бізнес-модель яких виглядає життєздатною, мають отримати можливість рекапіталізації.

Мабуть, було би доцільно розпочати процедуру AQR якомога швидше після прийняття політичного рішення щодо врегулювання проблемних кредитів, щоб уникнути будь-якого навмисного вимивання активів. Це цілком може бути процедура AQR, спочатку запропонована МВФ, а тепер запланована на 2024 рік. В обмін на рекапіталізацію холдингова компанія може стати акціонером або співвласником цих банків. Залежно від потреби в докапіталізації холдингова компанія може стати одним із акціонерів поруч зі "старими" акціонерами-власниками або одноосібним власником банку – якщо потреба є достатньо значною.

### ***Продаж акцій холдингової компанії для приватизації***

Після того, як відбулася рекапіталізація, холдингова компанія зможе стратегічно продавати свої акції інвесторам, водночас прагнучи до певного ступеня гетерогенності та дисперсії прав власності в економіці. Наприклад, холдингова компанія може продати частину своєї участі у банках у формі акцій або токенів широкій громадськості через аукціон.

Для відстеження переходу прав власності можна використовувати технологію блокчейн, а особливий сегмент новопосталого ринку капіталу зможе обслуговувати вторинний ринок цих токенів або акцій. Це конкретні питання дизайну процесу емісії, які потребують спеціальної підготовки, деталі якої виходять за рамки цього звіту. Втім, спрямованість процесу рекапіталізації-та-приватизації наразі має стати більш зрозумілою.

Цілком можливим є широкий діапазон структур власності. Одна – приватна власність, тобто українські чи міжнародні приватні інвестори/домогосподарства, які купують ці акції. Інша – певна форма державної чи комунальної власності, коли відповідні суб'єкти (наприклад, громади) купують акції конкретного банку, бізнес-модель якого може задовольнити фінансові потреби саме цих громад. Або це можуть бути кооперативні банки, у яких клієнти – вкладники та позичальники – набувають законного права власності на чистий капітал на основі членства в кооперативі.

В результаті холдингова компанія може закритися (відповідно до положення про припинення діяльності) з позитивним або майже нульовим прибутком після повернення коштів виданих як рефінансування.

### ***Холдингова компанія, приватизація та роль ринків капіталу***

Залежно від процесу та обставин, надходження від продажу токенів, акцій та інших форм прав власності, залучених холдинговою компанією, можуть частково або повністю фінансувати рекапіталізацію. Зауважимо, що оскільки рефінансування холдингової компанії відбуватиметься після початкової рекапіталізації банків, їй знадобиться бридж-фінансування для проведення рекапіталізації. Уряд України за підтримки міжнародних організацій (акціонерів Українського банку розвитку, який описано в розділі 5, МВФ або Світового банку) повинен буде надати необхідне тимчасове фінансування. Борг холдингової компанії також може бути частково гарантований якимось державним агентством або спеціалізованим банком розвитку (див. Розділ 5).

Отже, потенційно бажаним було би створення тимчасової банківської холдингової компанії, найкраще – підрозділу Українського банку розвитку, яка займатиметься необхідним процесом рекапіталізації банків, а пізніше плануватиме та контролюватиме продаж часток власності у банках потенційним власникам. Холдингова компанія, яка, по суті, є фондом, який володітиме пакетами акцій низки колишніх державних та приватних банків, матиме положення про припинення діяльності, тобто очікується, що вона виконає свою місію протягом не більше ніж, скажімо, десять років. Загальна місія холдингової компанії має бути чітко визначена, як-от створення диверсифікованої, національної та міжнародної, тривкої структури власності в банківському секторі України.

Як наслідок, нинішнє правило, згідно з яким усі банки з переважною державною власністю перебувають у відповідальності Міністерства фінансів, має бути скориговано, дозволяючи передачу переважної частки власності.

## **Банківські активи: державні облігації та корпоративне кредитування**

### ***Державні облігації як банківські активи***

Окрім надзвичайно високої вартості непрацюючих кредитів на балансах українських банків, є ще одна "негабаритна" позиція, що впадає в око, – це державний борг, який у липні 2023 року становив близько 40% загальних активів. Ці активи складаються переважно з короткострокових державних облігацій України.

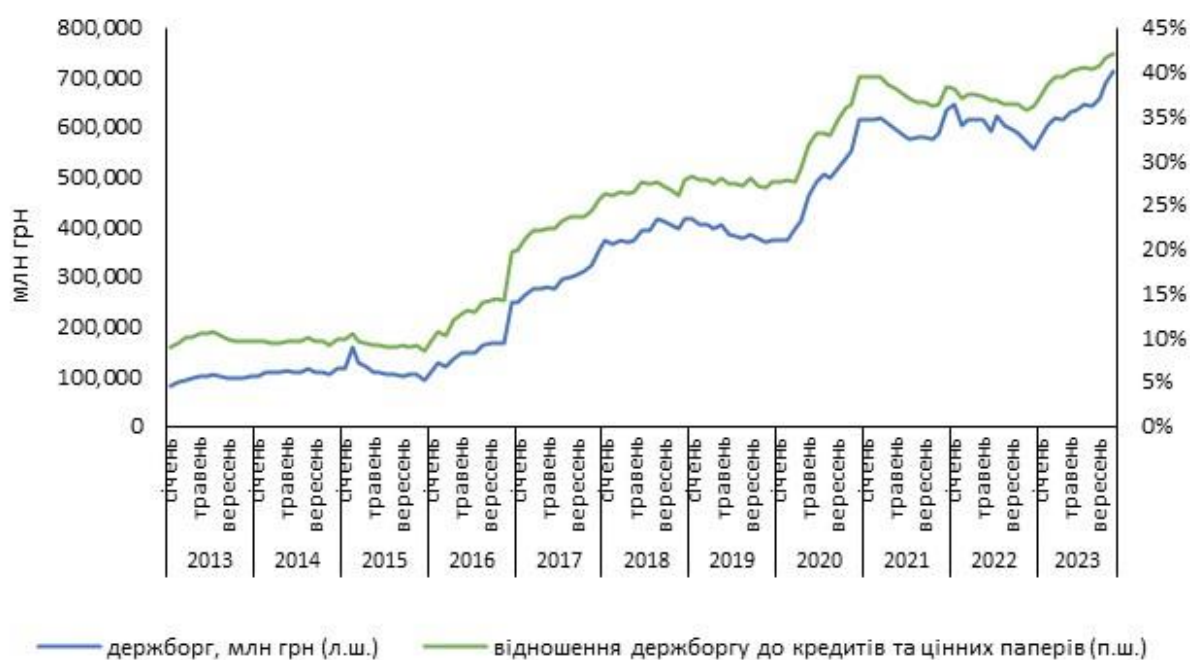
У 2013 році ця цифра була значно нижчою (9%), але відтоді вона зростає (див. Рисунок 4.1). З макроекономічної точки зору значний обсяг (українських) казначейських зобов'язань на балансах відображає значні (й зростаючі) перетоки національних приватних заощаджень до державного бюджету. Велику роль державних витрат можна – зі зрозумілих причин – пояснити низкою криз, зокрема величезними військовими

витратами після анексії Криму в 2014 році та ще більшими після повномасштабного вторгнення Росії в 2022 році.

Хоча немає нічого особливо поганого в тому, щоб тримати казначейські зобов'язання на балансах банків, і певна кількість казначейських зобов'язань справді потрібна для відповідального управління ліквідністю, все-таки шлях до економічного зростання та приватних корпоративних інвестицій неминуче вимагатиме від банків скорочення своїх портфелів державних облігацій та повернення до звичайного кредитування підприємств та домогосподарств. За нинішніх надзвичайно високих рівнів державного боргу на балансах українських банків майже немає місця для розширення кредитування фірм чи домогосподарств.

Чому банки в Україні так багато інвестують у боргові інструменти, випущені українським урядом? Однією з можливих відповідей є те, що ОВДП пропонують порівняно високу дохідність, витісняючи корпоративне та приватне кредитування. Підвищений рівень непрацюючих кредитів свідчить про те, що кредитування підприємств або домогосподарств за нинішніх обставин є ризикованим. Для того, щоб досягти бажаного рівня очікуваної дохідності, кредитні ставки мають покривати очікувані збитки, бути вищими за ставки ОВДП та включати премію за ризик. Тож високі ставки за ОВДП негативно впливають на попит на кредити через зростання мінімально необхідної ставки кредитування.

**Рисунок 4.1: Державний борг на балансі банківського сектору, 2013-23 рр.**



Джерело: НБУ



Іншою причиною тримати надлишкову ліквідність є важкі економічні перспективи. Цей аргумент тісно пов'язаний з аргументом витіснення: якщо економіка перебуває у скрутному становищі, а ризик непогашення є значно вищим за звичайний у кількох регіонах та галузях, то банк, не схильний до ризику, не збільшуватиме корпоративне кредитування.

Нарешті, додатковим поясненням значного обсягу державних цінних паперів у активах банків є тиск або переконання з боку високих політичних кіл України, які фактично змушують фінансові установи використовувати мобілізовані заощадження для фінансування державного боргу. Це не є рідкістю для країн під час війни. Однак заміна корпоративних кредитів державними облігаціями обмежує можливості фінансового посередництва, що зрештою призводить до звуження банківської діяльності.

Спільним для всіх цих аргументів є те, що значний обсяг ОВДП у банках - це наслідок загальної економічної ситуації в Україні сьогодні. Переспрямування банківських активів з державних облігацій на корпоративні кредити, хоч і бажане, вимагає політичної волі для збільшення фінансової глибини та паралельних зусиль зі зменшення оцінки інвесторами ризику корпоративного дефолту. Що можна зробити?

### ***Заміна позик на облігації***

Варіант політики, який впливає з цього сценарію, вимагає дій на двох рівнях: по-перше, потрібно підвищувати ліквідність портфелів облігацій банків, а по-друге, знижувати ризик неповернення кредиту на рівні банку. Як ще можна вирішити ці дві проблеми, окрім як тримати державні облігації до погашення без роловера?

По-перше, державні облігації можна продавати на ліквідному вторинному ринку, якщо такий існує. За відсутності такого ринку (як нині в Україні) створена спеціально для цієї мети фірма з управління активами або банк розвитку, який має мандат згладжувати недосконалість ринку (як запропоновано в Розділі 5), може придбати ці облігації безпосередньо у банків, у такий спосіб перетворюючи "заморожені" в облігаціях активи банків на готівку.

Наразі можна резонно запитати: а звідки візьмуться гроші, щоб здійснити щойно описану транзакцію? Хіба це не просто перекаладання "з лівої кишені в праву"? Відповідь: і так, і ні.

З одного боку, так: збитки, які накопичилися на балансах державних банків, доведеться покривати свіжими державними коштами, оскільки приватні інвестори не захочуть покривати збитки попередніх періодів.

З іншого боку, ні, це не просто транзакція "з лівої кишені в праву" через зміни моделі управління та процесів ухвалення рішень, які може принести нова структура власності

після рекапіталізації та подальшої приватизації банків. Отже, можна розглядати запропоновану транзакцію насамперед як зміну корпоративного контролю, а не обмін державними коштами.

Як можна стимулювати корпоративне кредитування, зважаючи на його ризиковість? Одна з можливостей - це фінансовий інжиніринг, щоб надати банкам стимули підвищувати обсяги кредитування фірм і домогосподарств, а також брати участь у розподілі ризиків. Існують різні способи розподілу ризиків між сторонами: страхування ризиків рідкісних подій (tail-risk insurance), співстрахування, спеціальні правила перестраховування або старші транші цінних паперів, забезпечених активами (див. Krahnert and Wilde 2022).

Ми пропонуємо зменшення ризику тому, що завершення періоду обмеженої роботи банків є вигідним тоді (і лише тоді!), коли можна стимулювати кредитну діяльність банків. Це активізує основну функцію банків - проводити добір проєктів, виявляти перспективних позичальників, а також консультувати та контролювати їх протягом усього кредитного періоду. Сьогодні потужна функція банківського фінансування, що сприяє зростанню, здебільшого не виконується, оскільки фінансові установи змушені обмежити свою роль наданням обмеженого набору банківських послуг.

Основна функція банків починає працювати, коли банки перерозподіляють свої кошти з державних облігацій на корпоративне та/або інфраструктурне кредитування. Тут може виникати конфлікт інтересів (витіснення), якщо ці кошти потрібні державі для наповнення бюджету. Урядам слід докласти всіх зусиль, щоб перевести свій борг на міжнародні ринки капіталу, а не запозичувати через вітчизняну банківську систему, оскільки витіснення бізнес-інвестицій у другому разі ймовірно буде більшим.

Таким чином розвиток ринку облігацій опосередковано дозволяє вітчизняним банкам більше підтримувати зростання та інновації всередині країни. Сьогодні доступ до міжнародних ринків облігацій не обов'язково потребує існування ринку державних облігацій в Україні. Натомість достатньо *доступу до авторитетного міжнародного ринку облігацій*, і це, можливо, навіть кращий шлях до зовнішнього фінансування, оскільки він відкриває двері до коштів окрім внутрішніх заощаджень українців.

Вочевидь, у такому разі основним фактором витрат буде валютний ризик, управління яким тісно пов'язане із загальним економічним та політичним розвитком країни. Незважаючи на те, що питання валютного ризику виходить за рамки цього звіту, плавний прогрес у процесі вступу до ЄС (та й сам процес), імовірно, зменшить валютний ризик, знижуючи витрати на фінансування (див. дослідження валютного ризику в процесі вступу до ЄС, наприклад, Ilzetzki et al. 2022).

Зрештою, приєднання до єврозони усуне валютний ризик, замінивши його витратами на підвищення конкурентоспроможності, які виникають у рамках єдиного ринку.

## **Сприяння заміні облігацій кредитами**

У більшості країн ЄС та в інших країнах ринок державних облігацій є *інституційним ринком*. Банки, інвестиційні фонди, дилери-брокери та компанії з управління активами взаємодіють напряду, тобто через прямі двосторонні угоди, без використання біржі чи подібної установи під час випуску боргових зобов'язань або торгівлі між собою. Україні потрібна одна чи декілька фінансових інституцій, здатних бути посередниками, яким довіряють, між міжнародними інвесторами та вітчизняним корпоративним сектором.

Однією з можливих інституційних структур для виконання посередницької ролі є належним чином керована державна установа банківського типу, яка слугує, через свій баланс, сполучною ланкою між економікою України та світовими ринками капіталу. Ми окреслюємо можливий дизайн такої інституції в наступному розділі, коли представляємо національний банк розвитку – Український банк розвитку (УБР).

Незалежно від інституції, яка зрештою з'єднає корпоративний сектор України з ринками капіталу, високий рівень фундаментальної невизначеності, який наразі панує в Україні, утримуватиме інвестиційний інтерес на низькому рівні – якщо не буде запроваджено певну форму субсидування відсоткової ставки або додаткового страхового покриття, що полегшить умови кредитування порівняно з нинішніми. За відсутності певного стимулювання кредитів попит на них, імовірно, залишатиметься на досить низькому рівні.

Схеми страхування можуть покращити умови кредитного ринку, якщо надзвичайні "воєнні" ризики покриватимуться помірними преміями. У разі відсутності ринку, який міг би пропонувати такі страхові продукти, потрібне субсидування.

Наприклад, борг може бути виданий у формі облігацій під заставу. З огляду на певний рівень власного капіталу та гнучкого фінансування за допомогою боргу та акцій (*mezzanine claims*), решта пріоритетних траншів досягає високого рівня безпеки ("інвестиційний рейтинг") і тому їх легше продати міжнародним інвесторам, ніж неструктуровані звичайні облігації. Багатосторонні агентства розвитку також можуть допомогти у наданні або участі в необхідному покращенні кредитного профілю.

Отже, великий обсяг казначейських облігацій на балансах банків в Україні обмежує діяльність із відбудови для неурядових бізнес-активностей. Тому портфелі державних облігацій у банках можна розглядати як *джерело подальшого корпоративного кредитування* в приватному секторі. Перерозподіл цього резервуару є завданням, яке можна вирішити за допомогою фінансових інструментів та політичних заходів.

Решта цього розділу присвячена додатковим варіантам реформ, які можуть допомогти ще більше зміцнити надійність та добросовісність фінансової системи України. Це якість процесів банківського нагляду та вплив навчання й міжнародної співпраці на людський капітал у банківській справі. Обидва аспекти особливо актуальні для розвитку фінансової

системи, і, що не менш важливо, обидва варіанти реформ безпосередньо трансформуються у необхідні дії політиків в Україні та ЄС.

### ***Якість нагляду***

Окрім найголовніших атрибутів надійної фінансової системи, а саме поваги до прав приватної власності в суспільстві та його правової системи й судової практики, наступною за важливістю є якість банківського нагляду. Вона є ключовим фактором надійності для зовнішніх інвесторів.

Національним наглядовим органам знадобиться тривалий час, щоб заробити репутацію неупереджених, жорстких, непідкупних та технічно підкованих. Такі фактори як доведений рівень незалежності регулятора від політичного впливу, тривалі періоди взаємного моніторингу та підвищення вартості власного капіталу зазвичай підвищують довіру до наглядового режиму. Розбудова режиму, якому довіряють, потребує часу та політичної волі для розвитку заснованої на правилах ринкової інфраструктури, де чинні стандарти та правила виконуються без особливих винятків.

Новим ринкам у молодих країнах зазвичай нелегко створити надійну ринкову інфраструктуру. Те, що справедливо для надійних ринків, також виконується і для надійних банків: через непрозорість повсякденної діяльності довіра до банків тісно корелює з довірою до відповідних наглядових процесів. Знов-таки, молодим наглядовим органам та регулятивним режимам може бути складно переконати міжнародних інвесторів у якості їхньої роботи, не в останню чергу тому, що низька якість нагляду може проявитися набагато пізніше.

Складність донесення інформації про якість нагляду внутрішнім та міжнародним інвесторам і вкладникам є причиною для якомога більшого узгодження національних стандартів нагляду та операцій із визнаними міжнародними органами, що встановлюють ці стандарти. В оперативному плані координація або узгодження з міжнародною авторитетною організацією стандартів нагляду може бути можливістю для «великого стрибка».

Наприклад, нагляд за великими банками в Україні може бути приведений у відповідність до європейського банківського нагляду, розробленого та контрольованого наглядовим підрозділом ЄЦБ, Єдиним наглядовим механізмом (SSM). Узгодження стандартів і політики нагляду є не лише значущим кроком до вступу до ЄС, воно також уможлиблює покращення наглядових стандартів та сприяє швидшому завоюванню довіри на міжнародних ринках.

Яким чином та якою мірою раннє ухвалення європейських стандартів нагляду (з усіма наслідками, які це може мати для капіталізації банків, вимог до ліквідності та практики управління ризиками) є політично бажаним та технічно можливим - це питання ухвалення рішень на високому рівні. Однак з точки зору міжнародних інвесторів будь-

який крок у напрямку узгодження з правилами SSM може сильно вплинути на довіру інвесторів до банківської системи України загалом та до окремих банків.

Навіть міжнародні організації, як-от МВФ і Світовий банк, Європейська комісія та іноземні уряди, позитивно відреагують на швидке ухвалення міжнародних наглядових стандартів. Говорячи про ці стандарти, ми маємо на увазі не лише ухвалення нормативної бази, як-от Базель II чи Базель III, а й ретельність і технічну експертизу, з якою ці правила впроваджуються в повсякденну практику нагляду.

Також очевидно, що впровадження нових стандартів нагляду потребує добре підготовленого, висококваліфікованого персоналу як у наглядових органах, так і у банках. Тому важливий елемент розвитку фінансової системи України - це освіта, технічна підготовка та "людський фактор".

## Людський фактор і роль освіти й навчання

Наприкінці переліку можливих реформ операційного боку банківської системи України стоїть людський фактор, що включає економічну й технічну експертизу та доброчесність гравців ринку. Ці характеристики мають велике значення, якщо фінансові установи в Україні хочуть стати конкурентоспроможними в більш інтегрованому європейському ринковому середовищі. Експертиза та доброчесність необхідні для фінансової системи, якій довіряють на міжнародному рівні.

Освіта, прозорість та впровадження надійних моделей управління на рівні фірм і ринків є важливими елементами доброчесності гравців ринку. Одним із потенційно продуктивних варіантів може бути розробка *спеціальної програми навчання та тренінгів* на основі досвіду європейських бізнес-шкіл та галузевих навчальних центрів. Ідея полягає в тому, щоб ознайомити експертів-практиків із прикладними аспектами роботи фінансових систем в інших європейських економіках, які досягли високого рівня доброчесності у своїх фінансових системах.

Наприклад, можна запросити практиків у сфері фінансів з України відвідати своїх колег в інших європейських країнах, скажімо, у Німеччині, щоб пройти там структурований тренінг для керівників у різних галузевих навчальних центрах. Великі банки та більшість, якщо не всі, *основні елементи* банківської системи Німеччини – наприклад, ощадні, кооперативні, приватні банки, банки державного сектору та Бундесбанк – заснували власні навчальні заклади університетського типу всередині сектора, які могли би відкрити свої програми у формі угод про технічне співробітництво для українських працівників/експертів банків та наглядових органів. Подібні програми існують у сфері бухгалтерського обліку, фінансів та права.

Зразком для наслідування може бути міжнародна тренінгова ініціатива, започаткована певний час тому *ПроКредит Банком*, який має філії в Україні та інших країнах Східної Європи. "ПроКредит Академія" пропонує курси підвищення кваліфікації для своїх

українських та іноземних співробітників, використовуючи власний кампус на півдні Німеччини.

Академічні установи, бізнес- та юридичні школи також можуть долучитися – і вони, ймовірно, будуть готові це зробити, якщо така програма підвищення кваліфікації координуватиметься на вищому рівні, пропонуючи новий досвід та посилюючи репутацію провайдерів. Координаційні установи можуть бути дібрані/уповноважені G7 та отримати від них фінансування.

Паралельно систематичну програму навчання можна було би запропонувати наглядовим органам України за сприяння мережі європейських наглядових установ із залученням SSM (тобто ЄЦБ) та навчальних центрів, як-от Європейський університетський інститут, Флорентійська школа банківської справи в Мілані та Європейський банківський інститут у Франкфурті.

Ці навчальні ініціативи також допоможуть у розбудові професійних мереж у рамках процесу вступу до ЄС.

## Розділ 5

# Український банк розвитку: каталізатор модернізації економіки

## Проблема фіксованих витрат і аргументи щодо необхідності УБР

Існує широкий консенсус щодо необхідності значних сум інвестицій для відновлення української економіки, її міст, інфраструктури, заводів та будинків. Проте думки щодо того, як спрямувати кошти так, щоб забезпечити їхнє найкраще використання, набагато менш узгоджені. Гроші можуть надходити безпосередньо до державного бюджету або ж на пряму кінцевим отримувачам, зокрема приватним фірмам чи органам влади (районам, громадам, державним та приватним підприємствам та іншим інституціям). Кошти також можна спрямовувати опосередковано, коли місцеві банки працюють як сполучна ланка між центральним агентством з фінансування та кінцевими позичальниками.

Створення центрального агентства з фінансування у форматі Українського банку розвитку (УБР) може принести чималу вигоду. З погляду рефінансування міжнародно визнаний підтримуваний урядом банк інфраструктури та розвитку, ймовірно, матиме значні переваги перед вітчизняними та приватними фінансовими установами при виході на міжнародні ринки капіталу. Серед його переваг – помітність, підзвітність, репутація та – що найважливіше – прямі або непрямі державні гарантії (розвиток останніх та побудова довіри до них потребуватиме чимало часу).

Надійність та довіра необхідні для того, щоб мати можливість залучати кошти всередині країни та за кордоном за низькими ставками. Набуття довіри серед міжнародних фінансових кіл можна розглядати як результат свідомого процесу її розбудови, а не як випадкову подію. Довіра впливає з інституційної доброчесності та стабільності, породжуючи передбачуваність дій і надійність результатів. Побудова довіри коштує грошей, оскільки вимагає значних сум власного капіталу – капіталу, який буде втрачено, якщо зловживати довірою інвесторів. Ось чому довіра до діяльності банків переважно ґрунтується на власному капіталі та подібних формах гарантій, які забезпечують "подушку безпеки" від втрат для інвесторів.

При цьому єдиний національний банк розвитку буде ефективнішим від набору менших установ із подібним мандатом (див. Beck 2013, Mertens 2021). Основна причина полягає в тому, що побудова довіри міжнародних інвесторів є по суті операцією з фіксованими витратами, яка потребує не лише капіталу, але й часу. Для України одна установа рефінансування, яка обслуговуватиме багато комерційних банків першого рівня

всередині країни є кращим рішенням, ніж делегування питання побудови довіри на міжнародному рівні декільком меншим установам одночасно. Насправді, побудова міжнародної довіри на рівні окремих банків узагалі може зазнати невдачі, принаймні в коротко- та середньостроковій перспективі.

Далі ми детальніше описуємо роль банку розвитку. За великим рахунком, УБР матиме дві функції: модернізація фінансового сектору (рекапіталізація та приватизація) та постійні послуги з підтримки фінансування (банківський бізнес другого рівня).

### ***Перша функція: банк для модернізації фінансового сектору***

Банк виконуватиме цю функцію приблизно десять років. Упродовж цього часу банк рекапіталізуватиме комерційні банки шляхом придбання в них часток, приватизуватиме державні банки, а також купуватиме державні облігації у комерційних банків, щоб дозволити їм збільшити обсяги кредитування, як обговорювалося в попередньому розділі.

Попередній розділ описує реформи банківського сектору України, спрямовані на підвищення ефективності фінансових установ країни. Перше місце в переліку пропонує реформ посідає "розморожування" кредитування великими банками з огляду на те, що нині вони вельми обмежені в кредитній діяльності. Визначено три стримуючих фактори: великий портфель непрацюючих кредитів, ще більший портфель державних облігацій та брак власного капіталу – з кожним із яких можна працювати безпосередньо.

Ми запропонували кілька інтервенцій, які разом спрямовані на посилення ефективності роботи банківського сектору. Найважливіше, потрібно зменшити рівень проблемних кредитів та державних облігацій на банківських балансах, тоді як кредитування приватного та державного бізнесу має вирости. Свіжий акціонерний капітал може не лише рекапіталізувати банки, а й підтримати їхню програму модернізації. Це також відкриє сектор для широкомасштабної приватизації банків у сенсі відкриття широкій громадськості можливості купувати акції банків.

Ці інтервенції – переоцінка непрацюючих кредитів, рекапіталізація банків, розміщення акцій та викуп державних облігацій – вимагають детального планування, кваліфікованого моніторингу та скоординованого виконання. Імплементация має зробити банківську систему України стійкішою, продуктивнішою, такою, що користується більшою довірою на міжнародному рівні та рухається до того, щоб стати невід'ємною частиною європейського фінансового ринку.

Для одночасного виконання таких високих вимог потрібно створити інституцію-посередника, спроможну здійснювати такі інтервенції та водночас готову діяти як сполучна ланка між банківською системою України та міжнародними ринками капіталу. Ця нова посередницька установа формально сама має бути банком – вільним від



проблем спадщини, який має довіру на міжнародних ринках та серед інвесторів у всьому світі.

Цей новий фінансовий посередник, умовно названий у цьому звіті УБР, є однією з наших ключових пропозицій щодо реформ, коротко представленою в Розділі 4. УБР можна зареєструвати в іноземній юрисдикції (Брюссель, Лондон, Париж, Відень, Варшава тощо) для забезпечення належного захисту прав кредиторів, але з філією або другою штаб-квартирою в Києві. Його роль як банківської установи полягатиме у сприянні розвитку. Його акціонерами можуть стати такі гравці фінансового ринку як ЄБРР, ЄІБ, ІFC та KfW (див. нижче), щоб забезпечити відмінний кредитний рейтинг, а отже й доступ до капіталу. Одним із його власників має бути Україна.

Як багатостороння установа з українською часткою власності, УБР не лише спрямовуватиме процес реформування банківської галузі найближчими роками, як окреслено вище. Він також діятиме як "сполучна ланка", з'єднуючи Україну з глобальними ринками капіталу, зокрема європейським ринком, у середньостроковій та довгостроковій перспективі.

Як визнана на міжнародних фондових ринках фінансова установа, УБР зможе залучити висококваліфікований персонал з України та з-за кордону. Його діяльність відповідатиме ustalеним практикам міжнародних установ, а отже, він імпортуватиме належні процедури управління. Запровадження новаторських підходів може сприяти швидкому перетворенню УБР на авторитетну інституцію.

З технічного погляду УБР можна спроектувати як установу другого рівня, яка пропонуватиме фінансування чи співфінансування комерційним та іншим банкам в Україні, а також фірмам, які фінансують значні проекти з відбудови. Він здебільшого не матиме прямих контактів з кінцевими споживачами – відносини з малими, середніми та великими компаніями головно розвивають комерційні банки (тобто установи першого рівня). Отже, УБР не створюватиме значної загрози конкуренції, оскільки він скоріше доповнюватиме наявні банки, а не конкуруватиме з ними на відповідних ринках - корпоративного кредитування чи видачі кредитів фізичним особам.

У рамках, визначених його програмами кредитування, УБР зможе отримати дешеве рефінансування через національні та міжнародні ринки капіталу. Потім він позичатиме ці кошти банкам першого рівня, встановлюючи певні умови отримання цих кредитів, які забезпечать ефективний додбір та моніторинг кредитних проектів, які фінансують банки першого рівня, наприклад, певний рівень співфінансування банками-отримувачами. Розглянемо цю пропозицію та її потенційні альтернативи детальніше.

### ***Друга функція: банк для відродження економіки***

Банк розпочне докапіталізацію українських банків, які видають позики на виконання проектів з відбудови, за допомогою коштів, які він залучить на міжнародному ринку.

Відбудова спільної інфраструктури та зміцнення корпоративного сектору України після війни або навіть під час війни вимагатиме величезних інвестицій (див., наприклад, Gorodnichenko and Rashkovan 2022, Becker et al. 2023). Нинішні оцінки лежать у діапазоні від 500 до 1000 мільярдів євро.

Ці суми потрібно буде залучити переважно за межами країни, а потім мудро спрямувати всередині держави. Потенційними джерелами фінансування є наднаціональні організації, як-от ЄБРР, ЄІБ, МВФ і Світовий банк, та певною мірою іноземні уряди, зокрема ЄС, а також міжнародні ринки капіталу.

Публічна дискусія на Заході, хоча і переважно підтримує Україну, дала певні тріщини наприкінці 2023 та на початку 2024 року. Зрозуміло, що все може розвиватися набагато сприятливіше, але розсудливість вимагає готуватися до гіршого. У найгіршому разі кошти іноземних урядів на відбудову України будуть незначними – набагато меншими від сум, необхідних для відновлення краще, ніж було, в країні, спустошеній тривалою та надзвичайно руйнівною війною. Ці незначні кошти від урядів потрібно буде інвестувати ефективно й доповнювати міжнародними приватними коштами.

Приватного капіталу у світі набагато більше. Його можна залучати для інвестування у відбудову України за однієї умови: він має бути надійно захищений від тих ризиків, які закордонні приватні інвестори не можуть добре оцінити й на які не можуть впливати. Запропонована нова інституція має відповідати вимогам інвесторів щодо підзвітності, безпеки та чіткої політики для вирішення проблеми агента-принципала на рівні банків та фірм.

УБР може запропонувати саме ці послуги: як банк він виступатиме у ролі принципала, розробляючи програми кредитування, наприклад, будівництва житла, виробничих ліній для заводів, машин для агропромислового комплексу та електростанцій, виконання яких – у сенсі скринінгу проєкту, моніторингу та погашення – контролюється комерційними та іншими банками в Україні. Ці банки є банками першого рівня та партнерами УБР, які здійснюють програми кредитування малого та середнього бізнесу. Для виконання великих інвестиційних проєктів (наприклад, інфраструктурних) УБР може безпосередньо взаємодіяти з приватними чи державними структурами, беручи участь у механізмах співфінансування.

Рефінансування відбуватиметься переважно за рахунок приватних грошей, залучених на міжнародних ринках капіталу. Щоб захистити приватних інвесторів від надзвичайних втрат, знадобляться державні кошти на рівні банку другого рівня, а також власний капітал банків-агентів. Таким чином значна частина інструментів рефінансування торгуватиметься з рейтингом не нижче інвестиційного. Співінвестування банків-агентів (тобто банків першого рівня) стане ключовим сигналом для інвесторів про вирівнювання стимулів, тобто встановлення для банкірів стимулів уникати надмірного ризику.

Говорячи мовою сучасних фінансів, УБР разом зі своїми банками-агентами (банками першого рівня) братиме на себе акціонерний ризик (тобто першим нестиме втрати) проектного фінансування, тоді як на міжнародних інвесторів (які мають забезпечити більшу частину фінансування) припадатиме менш ризиковане фінансування вищого рівня.

Ця модель структурованого фінансування розвитку потребує авторитетного та визнаного банку, що знаходиться "між" національними (1-го рівня) установами та міжнародними інвесторами. Тому найдоцільніше розбудувати УБР як належний україноцентричний банк.

## Уроки з досвіду KfW

В ЄС існує багато національних банків розвитку, й усі вони переслідують однакові цілі. Найстарішим та найпомітнішим визнаним національним банком розвитку є німецький Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), заснований у 1948 році як державний банк. Його акціонерний капітал був заснований на коштах, які надійшли в рамках Плану Маршалла, тобто з використанням оплати наданих товарів, зокрема продуктів харчування та верстатів, наданих Сполученими Штатами кільком європейським країнам після Другої світової війни (див. Розділ 2). Наведені тут рекомендації частково спираються на уроки досвіду KfW за останні сім десятиліть.

### ***Ефект мультиплікатора***

Першим уроком з історії KfW є ефект мультиплікатора: конвертувавши кошти, надані за планом Маршалла в рамках Програми відновлення Європи (ERP), в акціонерний капітал нового державного банку, KfW зміг на порядок збільшити їхню початкову суму. Кошти, первісно отримані як допомога, дозволили KfW залучити додаткові гроші, випустивши облігації й у такий спосіб збільшивши масштаб своїх операцій.

Відтак банк зміг видавати позики в обсязі власного та залученого капіталу знову і знову, масштабуючи свій економічний вплив. Упродовж багатьох років банк удосконалив свою операційну стратегію, і цей досвід може знадобитися новоствореному УБР. Серед іншого, KfW розробив програми, спрямовані на конкретні галузі (сталеливарна промисловість, енергетика, сільське господарство), регіони (прикордонні зони, деіндустріалізовані райони) або фірми (наприклад, МСП, включно з "Mittelstand").

Іншими напрямками діяльності є торговельне фінансування для експортних галузей Німеччини (у 2019 році 17% від загальних активів); фінансування розвитку (технічна допомога та бюджетна допомога) для країн, що розвиваються, та установ у всьому світі (у 2019 році 13% від загальних активів); фінансування муніципалітетів та інших пов'язаних із державою установ (у 2019 році 40% від загальних активів), а також програм сприяння фінансуванню МСП (у 2019 році 30%).

## ***Другий рівень та умови надання кредитів***

Другий урок з історії KfW полягає в тому, що для того, щоб уникнути витіснення приватних чи інших діючих фінансових установ, банк розвитку має працювати виключно як установа другого рівня, тобто він не повинен мати філій у країні і не повинен займатися прямим кредитуванням кінцевих клієнтів (фірм чи домогосподарств). Натомість банк розвитку лише пропонує послуги рефінансування банкам у країні.

Третій урок полягає в тому, що політика банку розвитку має передбачати певні характеристики кінцевих позик, яких необхідно дотримуватися для отримання рефінансування. Ці умови є сутністю ролі KfW як фінансової установи, що сприяє розвитку економіки. Наприклад, рефінансування банків здійснюється за умови кредитування фірм або домогосподарств, які сприяють енергетичному переходу або посилюють цифровізацію громад. Подібним чином УБР може бути доручено спрямовувати кошти на посилення трансформації української економіки або сприяння розвитку промислових чи аграрних МСП.

Головною перевагою, яку KfW може запропонувати своїм клієнтам (а це всі банки першого рівня у вітчизняному фінансовому секторі), є доступ до дешевого фінансування. Він може випускати облігації на міжнародних ринках капіталу за надзвичайно вигідними ставками. Ці облігації відрізняються від державних облігацій лише дещо більшою премією за ліквідність. Витрати на фінансування також низькі, оскільки відомо, що KfW прискіпливо моніторить користувачів позичених коштів, а також підвищує якість кредитів за рахунок власного капіталу та державних гарантій.

Прикладом програми кредитування з умовами є Схема кредитування підприємств (*Unternehmenskredite*), яку KfW запровадив під час пандемії Covid-19 у Німеччині 2020 року. Щоб отримати дешеве рефінансування від KfW, банки першого рівня по всій країні могли видавати роздрібні кредити, які відповідали чітко визначеним критеріям до отримувачів (розмір, платоспроможність, призначення коштів тощо). Крім того, банки, які брали участь у програмі, мали забезпечити певний рівень власного залучення. Таке добровільне залучення банку першого рівня могло бути у формі додаткової позики тому самому клієнту, яка повністю фінансується банком-отримувачем. Або він міг погодитися на виплату "старої" непогашеної заборгованості після "нової", яка фінансується KfW.

З більш теоретичного погляду, контракти KfW розробляються з урахуванням ситуації дворівневої асиметричної інформації. Існує асиметрична інформація між банком розвитку та його клієнтами (банками першого рівня), а також між банками першого рівня та їхніми власними клієнтами (фірмами та домогосподарствами), які будуть кінцевими одержувачами наданих KfW коштів.

Проблема дворівневої асиметричної інформації вирішується таким чином, що фінансування з боку KfW надходить лише за умови отримання доказів цільового кінцевого використання коштів і водночас вимагає від банків першого рівня, яким було

делеговано перевірку та моніторинг, співінвестувати разом з KfW. Співінвестування може набувати різних форм, наприклад, справжнє співфінансування (запис частини кредиту за принципом *pari passu* на баланс банку), видача субординованого або збільшення вже існуючого кредиту.

### **Узгодження стимулів**

Останній урок KfW полягає в тому, що завдяки таким деталям дизайну контрактів можна досягти позитивного рівня узгодження стимулів між принципалом другого рівня та агентом першого рівня (як уповноваженим контролером). Це сприяє відповідальному вибору проєктів під час схвалення позики, належному моніторингу проєкту протягом терміну дії кредиту та якісному стягненню основної суми боргу після закінчення терміну кредиту. До того ж, банк першого рівня мотивований втрутитися на ранній стадії, якщо ризик невиконання зобов'язань клієнтом зростає, у такий спосіб спробувавши врегулювати борг у досудовому порядку до початку провадження у справі про банкрутство (Brunner and Krahnert 2008).

## **Чому необхідна нова установа?**

Заснування нової установи з чітким і новим мандатом, а саме виконання функцій банку розвитку, який сполучає світовий фінансовий ринок та українські комерційні та державні банки, має свої переваги та недоліки.

По-перше, УБР знадобляться висококваліфіковані працівники, які добре знаються на міжнародних фінансових операціях. Замість того, щоб кредитувати кінцевих позичальників (домогосподарства чи фірми), новий банк рефінансуватиме інші банки. Отже, потрібен набір навичок, який відрізняється від традиційного кредитного бізнесу й нагадує досвід міжнародних банків розвитку, наглядових або рейтингових агентств.

На нашу думку, ці особливі вимоги легше задовольнити, коли установа нещодавно заснована, може найняти персонал з нуля та не має перенавчати теперішніх співробітників з іншим набором знань. Натомість у разі створення УБР на базі діючої інституції потрібно буде забезпечити необхідну експертизу та спроєктувати організаційну структуру так, щоб організація, що залишилася, могла успішно функціонувати незалежно від нової.

По-друге, нова установа повинна співпрацювати з усіма банками першого рівня в країні. Якщо це буде трансформована "стара" установа, їй може бути складно переосмислити себе таким чином, щоб повністю абстрагуватися від свого попереднього життя як конкурента інших банків. До того ж, діючий банк, який реорганізовується в банк другого рівня, має позбутися своїх філій та мережі відділень. Цим відокремленим частинам може бути нелегко залишатися конкурентоспроможними як новій установі, враховуючи, що більшість їхніх центральних та бек-офісних служб відокремилися задля створення нового банку.

Все це свідчить на користь створення УБР з нуля. Переваги цієї стратегії очевидні. Немає «спадкового» фінансового чи людського капіталу, який міг би обмежити швидкість та якість нової установи. Але оскільки на цьому етапі також можуть бути зроблені помилки, потрібно дуже ретельно добирати хороших людей та якісно планувати операції.

Нова установа має ще одну перевагу: вона стартує без “спадкових” власників, яких потрібно інтегрувати або викупити їхні частки. Натомість бажану структуру управління можна побудувати з чистого аркуша. Конкретні деталі потребують широкого обговорення, але деякі початкові міркування передбачають серед акціонерів банку потужну роль української держави, а також багатосторонніх установ, як-от ЄБРР, ЄІБ, KfW, Світовий банк, інші уряди, суверенні інвестиційні фонди тощо. Ці установи можуть принести до УБР свою експертизу.

До того ж ці "зовнішні" акціонери можуть обіймати посади в правлінні, здійснюючи внутрішній моніторинг діяльності УБР. Багато очей, які спостерігатимуть за операціями УБР, зумовлять його якість як надавача кредитів, а отже й довіру до нього як до позичальника. Остання характеристика відобразиться в кредитному рейтингу УБР від основних кредитних рейтингових агентств на кшталт Moody's або Standard & Poor's (S&P), і тому особливо важлива для отримання доступу до ринків капіталу. Вочевидь отримання доступу до ринку стане ключовим чинником довгострокового потенціалу УБР як каталізатора для вітчизняних комерційних та інших банків.

## Початок роботи УБР як квазіінвестиційного банку

Існує зв'язок між УБР як установою другого рівня, що рефінансує та скеровує ініціативи розвитку в Україні, та фундаментальними ініціативами з реструктуризації українських банків першого рівня, описаними на початку цього розділу. Чи може УБР стати важливим інструментом розморожування балансів комерційних банків?

Як зазначено раніше, декілька заходів можуть запустити реструктуризацію комерційного банківського сектору України: переоцінка портфелів непрацюючих кредитів, рекапіталізація банків відповідно до знецінення NPL та сприяння банкам у продажу їхніх портфелів державних облігацій. Усі ці заходи - більш-менш складна банківська діяльність, яку може контролювати та здійснювати або уряд, або новостворений УБР.

До того ж, після рекапіталізації банківського сектору, описаної в попередньому розділі, УБР триматиме портфель акцій банків. Він буде зобов'язаний продати ці пакети акцій на ринку протягом визначеного терміну - доки не продасть усі. УБР доведеться розробити стратегію продажу пакетів цих акцій. Як правило, необхідно знайти принаймні одного якісного інвестора, який братиме активну участь в управлінні певним банком.

Загальна картина банківського ландшафту цілком може включати одночасно різні типи власності, від власності громад до приватної та кооперативної власності. Отримана

архітектура власності також може бути частиною процесу визначення ідентичності у фінансовій економіці України.

## Резюме та пріоритети політики

У цьому та попередньому розділах розроблено набір варіантів реформ для інституційної реструктуризації фінансового сектору України, виходячи з його поточного стану. Результати та рекомендації можна підсумувати таким чином.

### ***Український банк розвитку***

Як ключовий крок у процесі реформ, нова фінансова установа діятиме як міст між міжнародними фінансовими організаціями (багатонаціональними банками, урядами та інституційними інвесторами) та економікою України. УБР буде класичним банком розвитку, який виступатиме як банк другого рівня відносно комерційних та роздрібних банків в Україні, а також здійснюватиме пряме фінансування державних інфраструктурних проєктів. Хоча цілком можливо перетворити на УБР якийсь наявний український банк, видається доцільнішим та очевидно ефективнішим створити з нуля нову установу з високоспеціалізованим персоналом.

### ***Фінансування***

Маючи акціонерний капітал від української держави та міжнародних партнерів, УБР розпочне операції із залучення боргових коштів на внутрішньому та міжнародному ринках. Додатковий капітал може та має надходити також від закордонних багатосторонніх інституцій та урядів, натхненних досвідом Плану Маршалла.

### ***Підтримка реформи банківського сектору як початкове завдання***

#### *Докапіталізація*

Ці кошти квазі-Плану Маршалла можуть радше використовуватися для рекапіталізації банків із розривами капіталу. Розриви виникають, якщо у банків на балансі є незабезпечені резервами очікувані збитки за кредитами. Поточна оцінка непрацюючих кредитів у середньому трохи менше 40%, зі значними відмінностями в розрізі банків. Новий капітал слід вливати лише в життєздатні банки, власником або співвласником яких УБР стане на обмежений термін. Це дозволить банкам відновити регулятивний капітал, необхідний для того, щоб знову почати кредитувати підприємства та домогосподарства.

#### *Державні облігації*

Другим напрямком діяльності, до якого новий УБР може долучитися після отримання надходжень від продажу акцій або паралельно з продажем акцій, може стати зниження надмірного обсягу державних облігацій на балансах українських банків. Ця операція

дозволить банкам відновити свій звичайний кредитний бізнес, який впродовж останніх двох років переважно перебував "у сплячці". Для цього УБР може запропонувати конкурентні ціни під час прямого викупу облігацій. НБУ міг би допомогти в цьому процесі трансформації (перехід активів з державних облігацій у корпоративні кредити), відкривши дисконтне вікно для якісних кредитів як застави.

#### *Приватизація та управління*

Протягом наступних кількох років УБР пробуватиме продати свої пакети акцій великих українських банків на ринку або шляхом прямих переговорів. Метою може бути створення банківської системи для всіх банків у портфелі, яка відповідатиме певним заданим критеріям. Так може виникнути різноманітна структура власності, за якої деякі банки належатимуть приватним та/або іноземним власникам, деякі – державі чи громадам, а інші – кооперативам. Ключовим буде те, що банки матимуть власників, які відповідально ставляться до своїх установ.

#### **Фінансування розвитку як ключовий мандат**

Позбувшись отриманих первісно пакетів акцій деяких українських банків, УБР може повністю зосередитися на своїй головній ролі: залученні грошей на фондовому ринку чи від донорської спільноти та розподілі цих коштів відповідно до цільового призначення. Наприклад, якщо вдасться зібрати кошти для відновлення будинків та інфраструктури в деяких регіонах України, УБР може розробити програму кредитування, в рамках якої банки, що працюють в цих регіонах, зможуть отримати рефінансування.



## Розділ 6

### Ринки капіталу в Україні

Фондові ринки виконують багато важливих функцій. Вони агрегують інформацію, мобілізують заощадження, розподіляють ресурси, створюють клас власників, забезпечують стимули для інновацій, диверсифікують ризики тощо. Водночас створення добре функціонуючого фондового ринку є складним завданням, оскільки багато елементів мають стати на свої місця. Дійсно, багато країн із ринками, що формуються, намагалися наслідувати успіх Нью-Йоркської фондової біржі та інших передових платформ, але їхні успіхи були доволі скромними.

Хоча існуючі дослідження фондових ринків (наприклад, Levine 2005, Chamі та ін. 2009, Laeven 2014, Beck та ін. 2020) демонструють високий ступінь консенсусу щодо необхідних факторів успіху (верховенство права, економічне зростання тощо), з 1970-х років лише декілька країн змогли запустити глибокий ринок. Але ця давня проблема набула нової актуальності після повномасштабного вторгнення Росії в Україну та необхідності реанімації ринків капіталу для підтримки післявоєнної відбудови. У цьому розділі представлено український контекст та історичну перспективу, а також окреслено деякі рекомендації з політик подальшого розвитку цього ринку.

Досвід України висвітлює багато труднощів, із якими стикаються країни з ринками, що формуються, на шляху до створення ефективних фондових ринків: складні початкові умови, політичні обмеження, захоплення держави, висока чутливість до зовнішніх шоків, корупція, нестійкі інституції тощо. Подолання цих перешкод ще більше ускладнюється, коли країна зазнає вторгнення з боку сусіда.

Короткий огляд історії фінансового сектору України в Розділі 1 показує, що кожен із цих факторів відіграв певну роль у стримуванні прогресу. Деякі з них були спільними для всіх східноєвропейських економік, інші – притаманними лише Україні. Наприклад, глобальний цикл зростання і спаду у 2000-х роках підняв український фондовий ринок, а потім обвалив його. Кризу поглибила ослаблена банківська система, що страждала від кредитування пов'язаних осіб, непрозорих структур власності та поганого нагляду. А слабе верховенство права та неякісне корпоративне управління сприяли такому розподілу ресурсів, який мінімізував роль фондового ринку.

Крім того, російська агресія у 2014 році пригнітила фінансові ринки та економіку України в цілому, як безпосередньо – деякі компанії, що торгуються на біржі, опинилися на окупованих російськими військами територіях, так і опосередковано – банки змушені були покривати величезні збитки у своїх кредитних портфелях, а проблеми з безпекою різко знизили привабливість України для інвесторів. До 2022 року фондовий ринок

України перебував у реанімації, але повномасштабне вторгнення Росії завдало смертельного удару.

Поведінка українських "блакитних фішок" – компаній, які значною мірою створюють ліквідність, передають ринкові настрої та встановлюють стандарти, а отже, є життєво важливими для будь-якого фондового ринку – свідчить про стан ринків капіталу в країні. Найбільші компанії в Україні перебувають у приватній власності або торгуються на іноземних біржах. Наприклад, "Кернел", одна з найбільших українських агропромислових компаній, є акціонерним товариством, але її акцій немає на українській біржі. Компанія була зареєстрована на Варшавській фондовій біржі і випускала там акції чотири рази: первинне публічне розміщення (IPO) у 2007 році, а потім додаткові випуски у 2008, 2010 та 2011 роках. Після російської агресії в 2014 році ціна акцій "Кернел" різко впала, і зараз компанія повертається у приватну власність. МХП, ще один лідер агробізнесу, провів IPO у 2008 році не на українській біржі, а на Лондонській фондовій біржі. Метінвест, найбільша приватна компанія в Україні, раніше розміщувала частину своїх активів на українських біржах, але зараз її там немає.

Такий статус-кво нагадує проблему "курки і яйця": фондовий ринок повинен пропонувати відчутні вигоди (за вирахування витрат, пов'язаних із лістингом) компаніям, які потенційно зацікавлені в лістингу, але ринок не може цього зробити, якщо ці компанії не зареєструють свої акції на біржі. Дійсно, навіть великому українському власнику прозора структура власності, ефективне корпоративне управління та розкриття важливої інформації, якщо вигоди від цього дуже обмежені? Крім того, пряма купівля акцій або інвестиції з боку іноземців пропонують легкий спосіб виходу з ринку (наприклад, Райффайзен Банк придбав банк "Аваль" в Україні замість того, щоб розпочати інвестиції з нуля, а МХП пройшов лістинг у Лондоні, а не в Києві), таким чином зменшуючи стимули для лістингу акцій в Україні.

Може здатися, що неможливо відродити ринки капіталу в країні з багажем попередніх проблем та спустошеній війною. Але Сингапур, Південна Корея та інші країни демонструють, що правильна політика може допомогти фондовим ринкам розвинутися навіть у вкрай несприятливих умовах. Перспектива вступу до ЄС та зобов'язання союзників України підтримувати країну не лише під час війни, але й під час повоєнної відбудови дає надію на те, що радикальні зміни можливі, і що одного дня Україна може мати добре функціонуючі ринки капіталу. Але як цього досягти?

Найкращою моделлю для України є зосередитися на органічному зростанні фондових ринків. Ця стратегія ґрунтується на усвідомленні того, що для вирішення попередніх проблем потрібно багато змін, а також необхідно визначити послідовність реформ (наприклад, спочатку банків, потім ринку облігацій, а потім настане черга фондового ринку). Іншими словами, складність викликів така, що не існує "чарівної палички", яка може швидко перезапустити ринки капіталу. Натомість має бути широкий набір реформ, які створюють передумови для розвитку фондового ринку.

Ці реформи включають: вдосконалення судової гілки влади; реструктуризацію пенсійної системи; вирішення проблеми непрацюючих кредитів у банківській системі; лібералізацію економічної та фінансової діяльності; приватизацію державних підприємств або принаймні модернізацію їхнього корпоративного управління. Кожен із цих елементів є довгостроковим проектом, і тому ці реформи, ймовірно, принесуть плоди лише приблизно через десять років.

Існують й інші стратегії, які можуть принести швидші результати. Наприклад, уряд може виділити ресурси на запуск фондового ринку (наприклад, нову хвилю приватизації) і створити сильні стимули для компаній, щоб вони вийшли на біржу. Але ця та подібні альтернативи пов'язані з високими ризиками і можуть завершитися невдачею. Дійсно, приватизація в 1990-х роках мала на меті запустити глибокі ринки капіталу, але вона не змогла досягти цієї мети в Україні та деяких інших країнах Східної Європи.

Існують також стратегії фактичної відмови від фондового ринку в Україні. Наприклад, залучення капіталу може бути передано на аутсорсинг іншим біржам у Східній Європі. Подібна політика може допомогти великим компаніям швидко залучити капітал, але Україна залишиться без довгострокових переваг фондового ринку (особливо для середніх компаній). Очевидно, що країна стикається з величезною невизначеністю, і може знадобитися певна суміш політик, а також експерименти (особливо у сфері фінтеху та венчурного капіталу), але ризики, пов'язані з цими альтернативами, мають бути прораховані.

## Можливі стратегії розвитку

Як зазначалося вище та в Розділі 1, не існує єдиного фактору, який би визначив долю українського фондового ринку. Це означає, що простих рішень, таких як зміна одного чи двох регуляторних актів, не існує. Натомість відродження фондового ринку має бути грою "в довгу", і слід підготуватися до того, що фінансова система може не мати розвиненого фондового ринку протягом певного часу. Враховуючи певну інерційність фінансових ринків, смерть фондового ринку в Україні може відкрити можливості для альтернативних механізмів, коли, наприклад, фінтех та інші форми фінансових інновацій можуть допомогти розвинути і диверсифікувати фінансову систему. Можна уявити собі низку широких стратегій фінансового розвитку в Україні.

По-перше, Україна могла б передати свій фондовий ринок на аутсорсинг уже існуючим біржам в інших країнах. Наприклад, українські компанії можуть отримати лістинг на Франкфуртській, Варшавській чи інших регіональних біржах. Основна перевага такого підходу полягає в тому, що великі українські компанії могли б отримати негайний доступ до ліквідних ринків капіталу. Такий підхід відповідав би глобальній тенденції укрупнення бірж. Так, Нідерланди, Бельгія та Франція об'єднали свої біржі у 2002 році, утворивши загальноєвропейську біржу під назвою Euronext. Пізніше до Euronext приєдналися інші країни. Це також узгоджується з ідеєю про те, що план Маршалла був

успішним завдяки створенню зв'язків між європейськими економіками. Отже, можна розглядати цей підхід як частину ширшої стратегії інтеграції України до європейських ринків капіталу. З іншого боку, менші фірми будуть змушені працювати на неглибокому, неліквідному ринку капіталу, що поглиблює розрив між великими та середніми компаніями в Україні (див., наприклад, Григоренко та Шніцер 2022).

В рамках цієї стратегії Україна могла б слідувати європейській моделі, орієнтованій на банки (з фондовим ринком як додатковим джерелом фінансування для компаній), і використовувати фінтех і венчурний капітал для фінансування високоризикових проєктів. Такий підхід ґрунтуватиметься на тому, що Україна вже має розвинену мережу банків, а боргові інструменти можуть краще переконати інвесторів, що вони повернуть свої гроші. Щоб компенсувати нездатність банків фінансувати інноваційну економіку (яка, як правило, майже не має застави), необхідну для швидкого зростання України, фінансова система може покладатися на фінтех і венчурний капітал.

По-друге, Україна може спробувати перезавантажити свій фондовий ринок за допомогою радикальних інституційних, економічних та фінансових реформ. Такий підхід може включати регуляторні та податкові стимули/обмеження, які заохочуватимуть компанії до лістингу (наприклад, Таїланд пропонує податкові пільги компаніям, які отримують лістинг на місцевому фондовому ринку), а домогосподарства та інших гравців – до прямих чи опосередкованих (наприклад, через пенсійні фонди) інвестицій в акції.

Уряд міг би використати черговий раунд приватизації або свої пакети акцій державних підприємств, щоб таким чином запустити ринок, а НБУ або інший державний орган (можливо, спільно з консорціумом міжнародних інвесторів) міг би виступити в ролі маркет-мейкера і забезпечити ліквідність. Але хоча ця стратегія рішучого державного втручання може стимулювати швидкий розвиток ринків капіталу, вона несе в собі величезні ризики. Подібно до того, як перехідний період у 1990-х роках не зміг створити глибокий фондовий ринок у Східній Європі (жоден ринок у регіоні не входить навіть до топ-20, а Іран має більшу ринкову капіталізацію, ніж Польща), така стратегія "великого поштовху" може дати результат набагато менший за очікуваний.

По-третє, стратегія може зосереджуватися на органічному зростанні різних частин фінансової екосистеми, з часом зміщуючи акценти в міру того, як ринки стають зрілими і готуються до наступного етапу розвитку. Наприклад, фондові ринки, як правило, розвиваються пізніше, ніж банки. Тому, можливо, спочатку потрібно зосередитися на банках, а тоді вже на фондовому ринку в міру того, як економіка накопичує попит і пропозицію та інші передумови для фондового ринку. Це означає, що уряду слід набратися терпіння і визнати, що його робота в напрямку розвитку фондового ринку – покращення корпоративного управління та судової системи, створення ліквідного грошового ринку, посилення конкуренції у сфері надання фінансових послуг,

підвищення фінансової грамотності тощо – може принести свої плоди лише через значний проміжок часу.

Очевидно, що цей перелік не є вичерпним, і можна уявити різні комбінації цих та інших стратегій. Нижче ми розглянемо деякі складові, які сприятимуть розвитку життєздатного фондового ринку в Україні.

## Основи майбутнього успіху

Визначаючи найбільш підходящий шлях для відродження фондового ринку України, важливо розглянути різні стратегії та потенційні наслідки кожного підходу. Варіанти лежать у діапазоні від міжнародного аутсорсингу операцій на фондовому ринку до комплексних інституційних реформ і поступового, органічного зростання фінансових екосистем.

Кожна стратегія передбачає власний набір викликів і можливостей, і вибір стратегії матиме значний вплив на фінансовий ландшафт України у довгостроковій перспективі. Цей вибір слід робити стратегічно, беручи до уваги особливості фінансової історії країни та її досить турбулентне політичне середовище, яке вирізняється низкою політико-економічних обмежень, характерних для регіону (наприклад, низька довіра до інституцій та керівництва, а також обмежений експертний досвід у ключових розробників політик). Результатом цього часто було ухвалення короткозорих рішень.

У цьому розділі ми розглядаємо численні чинники, які лежать в основі потенційного успіху відродження фондового ринку України. Серед них фактори, які попередні дослідження (наприклад, Albuquerque de Sousa та ін. 2023, Ho and Lyke 2017, Laeven 2014, Chamі та ін. 2009) визначили як важливі для розвитку ринків капіталу. Важливо пам'ятати, що цих дослідженнях, як правило, йдеться про кореляцію, а не про причинно-наслідковий зв'язок, але навіть кореляція може бути інформативною, підтримуючи або виключаючи певні варіанти політик.

## Макроекономічна стабільність

Численні дослідження підтверджують той факт, що макроекономічна нестабільність та висока інфляція пов'язані з менш розвиненими фондовими ринками. Хоча дані показують чітку кореляцію, причинно-наслідковий зв'язок менш зрозумілий (наприклад, слабкі інституції можуть призвести до неефективної макроекономічної політики та слабого захисту прав власності, необхідних для функціонування фондових ринків). Водночас можна стверджувати, що макроекономічне середовище може впливати на схильність інвесторів до ризику, а також на обсяг коштів, доступних для інвестування. Аналогічно рівень економічного розвитку (який часто вимірюється ВВП на душу населення) позитивно пов'язаний із більш розвиненими фондовими ринками.

Майже смертельний удар світової фінансової кризи по українському фондовому ринку підкреслює важливість макроекономічної стабільності та макропруденційної політики для фінансового розвитку. Фіскальне домінування буде характерною рисою макроекономічного ландшафту в Україні не лише під час війни (Becker та ін. 2022b), але й на ранніх етапах відновлення. Масштабні потреби у відновленні інфраструктури та підтримці людей, які постраждали від війни, створюватимуть величезне навантаження на державні фінанси. Фіскальні дисбаланси можуть призвести до високої інфляції, витіснення приватних інвестицій та інших негативних наслідків. Велика частка непрацюючих кредитів і високий державний борг створюють додаткові перешкоди для фінансового розвитку. Навіть очікуваний приплив іноземної допомоги після війни може створити передумови для циклу зростання-спаду з потенційною шкодою для економіки та фінансового сектору подібною до тієї, що спостерігалася під час світової фінансової кризи.

Пріоритизація підтримання макроекономічної стабільності може мати негативний короткостроковий вплив на зростання кредитування та інші показники фінансової діяльності. Наприклад, жорстка монетарна політика з високими відсотковими ставками для стримування інфляції може призвести до подорожчання кредитів. Контроль за рухом капіталу може знадобитися для мінімізації коливань потоків капіталу та обмінного курсу. Такий контроль може уповільнити іноземні (переважно портфельні) інвестиції в Україну.

Для вирішення проблеми непрацюючих кредитів De Haas and Pivovarsky (2022) пропонують відносно централізований підхід, який забезпечить швидкість, масштабність та якість управління проблемними активами. Becker та ін. (2023) виступають за швидке обмеження державного боргу України (з потенційним списанням до 90% боргу), щоб дати уряду можливість зосередитися на відбудові країни, а не на обслуговуванні боргів, накопичених під час війни. У більш загальному плані Becker та ін. (2023) зазначають, що стійкі державні фінанси, розумна монетарна політика, передбачувана і справедлива регуляторна база та гнучкі ринки праці стануть наріжними каменями успішної відбудови. На практиці це означає, що, наприклад, НБУ має запровадити режим інфляційного таргетування та дозволити гривні вільно плавати.

Незважаючи на те, що макроекономічна стабільність на ранньому післявоєнному етапі потенційно принесе збитки у короткостроковій перспективі, вона матиме значний позитивний вплив на економічний та фінансовий розвиток України у довгостроковій перспективі. Наприклад, мінімізація ймовірності валютної та банківської криз має зміцнити довіру українських домогосподарств і компаній до банків та інших елементів фінансової системи. Покращення суверенних боргових рейтингів має знизити вартість запозичень не лише для уряду, але й для приватних гравців.

З відновленням економіки та стабілізацією ринків обмеження на фінансову діяльність слід поступово скасовувати. Хоча певні обмеження можуть зберігатися ще деякий час

(наприклад, обмеження можливості домогосподарств брати позики в іноземній валюті може бути необхідним для зменшення доларизації економіки та мінімізації вразливості домогосподарств до коливань обмінного курсу), макропруденційне регулювання має бути загалом приведене у відповідність до правил, що діють у ЄС.

## Розвиток банків

Як уже зазначалося, банківський сектор України перебуває на важливій розвилці, і на порядку денному реформ є кілька пріоритетів, ефективне досягнення яких сприятиме створенню більш здорового та конкурентоспроможного фінансового середовища. Досягнення цих цілей вимагає комплексного підходу, який враховує досягнуте, визначає виклики, що залишаються, та використовує науково обґрунтовану політику і законодавчі зміни. Враховуючи детальний аналіз банківського сектору в Розділах 4 і 5, тут ми зосередимося на елементах, які мають сприяти розвитку фондового ринку.

Станом на 2022 рік частка держави в сукупних активах банківського сектору становила близько 53%. Відтоді вона лише зростала: наприклад, до липня 2023 року уряд фактично завершив націоналізацію колишнього п'ятого за величиною українського банку, відомого як "Альфа-Банк", через його зв'язки з Росією та з бенефіціарами з числа російських олігархів, на яких поширюються санкції (детальніше про російських олігархів див. у Guriev and Rachinsky 2005).

Україна має продовжити приватизацію державних банків для посилення конкуренції, мінімізації корупції та підвищення ефективності банківського сектору в цілому. Потрібно спрямувати зусилля на залучення стратегічних інвесторів, у тому числі іноземних власників, які можуть влити капітал і запровадити сучасні банківські практики. Хоча причинно-наслідкові зв'язки встановити важко, дослідження іноземної участі в банках свідчать, що вона може підвищити ефективність і сприяти зниженню корупції (наприклад, Ranizza 2023). Це може бути пов'язано з тим, що банки з іноземним капіталом з більшою імовірністю мають доступ до кращих технологій, здоровіших методів управління та суворішого регулювання і нагляду.

Крім того, часткове розміщення акцій через IPO може сприяти підвищенню прозорості та підзвітності. ПриватБанк, найбільший банк України за розміром активів, часто згадується як потенційний кандидат на проведення IPO. Ключові законодавчі зміни та політика включають законопроекти, які допоможуть впорядкувати процес приватизації, забезпечити чесні та прозорі аукціони, а також встановити чіткі стандарти управління для залучення стратегічних інвесторів. Важливо вивчити досвід сусідніх країн, таких як Польща, яка успішно приватизувала свої державні банки, для розуміння найкращих практик.

Заохочення іноземних банків до виходу на український ринок має сприяти залученню нового досвіду, технологій та капіталу. Приватизація може стати каталізатором, але

можуть знадобитись і додаткові стимули. Законодавство має сприяти приходу іноземних банків, забезпечуючи чіткі регуляторні шляхи, які приведуть до остаточного скасування ліцензійних вимог для іноземних банків, які бажають відкрити філії в Україні. Можна також передбачити такі стимули, як зниження вимог до капіталу для іноземних банків, які бажають інвестувати в місцевий ринок. Варто вивчити досвід таких країн як Естонія, яка успішно залучила скандинавські банки.

Незважаючи на те, що багато було зроблено для покращення практики корпоративного управління державних банків в Україні, модернізація політики управління ризиками є безперервним процесом, який вимагає відданості як з боку банків, так і з боку регуляторних органів. Ці вдосконалення необхідні для підтримки стійкості банківського сектору, мінімізації фінансової нестабільності, зміцнення довіри інвесторів та сприяння довгостроковому економічному розвитку. Серед першочергових завдань – перехід від нагляду, що базується на дотриманні вимог, до нагляду, що базується на оцінці ризиків, удосконалення систем оцінки та моніторингу кредитних ризиків шляхом заохочення банків до впровадження передових моделей кредитного скорингу, сприяння використанню надійних систем управління заставою та методів її оцінки, заохочення банків до регулярного проведення стрес-тестування та оприлюднення його результатів з метою підвищення прозорості. Нарешті, можна подумати про створення навчальних програм та ініціатив, спрямованих на розвиток навичок управління ризиками у банківського персоналу на всіх рівнях.

Як підкреслювалося раніше в цьому звіті, збереження надійного банківського нагляду має вирішальне значення для запобігання новій банківській кризі. НБУ має продовжувати зміцнювати свої наглядові можливості, наголошуючи на оцінці ризиків та модернізації нормативно-правової бази. Законодавство має гарантувати, що НБУ і надалі матиме достатні регуляторні повноваження та незалежність. Порядок денний банківської реформи в Україні вимагає багатогранного підходу, який враховує тонкощі кожного пріоритету. Законодавчі зміни та політика повинні базуватися на фактах і спиратися на успішний досвід інших країн.

## Інституційні інвестори

Різні дослідження (наприклад, Laeven 2014) підкреслюють важливість для ринків капіталу інституційних інвесторів, які не лише генерують попит на акції, але й мають довгі часові горизонти для володіння ними. Як зазначалося в Розділі 1, ані пенсійні фонди, ані страхові компанії наразі не стали важливими гравцями у фінансовій системі України. Що можна зробити?

Становлення інституційних інвесторів пов'язане з низкою наскрізних проблем, що впливають на розвиток ринків капіталу. Наприклад, українські пенсійні фонди мають незначні активи і тому не можуть мати суттєвого впливу на фінансову систему. Зважаючи на швидке старіння населення та мільйони людей, які є біженцями в інших країнах,



Україна має нежиттєздатну солідарну систему, яка не стимулює заощадження та інвестиції. Перетворення цієї солідарної системи на принаймні частково накопичувальну має створити ресурси, які можуть бути інвестовані у внутрішній акціонерний капітал. Важливо, щоб *обов'язкові* капіталізовані заощадження були ключовою частиною нової пенсійної системи. Для накопичення значних коштів у пенсійній системі може знадобитися багато часу – ймовірно, щонайменше десять років, – але підґрунтя для такої системи слід закласти якнайшвидше, щоб запустити цей процес.

Страхові компанії є ще одним потенційним джерелом довгострокового фінансування, але негайне надходження значного капіталу з цього джерела також мало ймовірно. В умовах війни, що триває, важко точно визначити вразливість страхових компаній до різних ризиків, але очевидно, що їхні активи значно менші від збитків, завданих Росією (Репко 2023). Іншими словами, поточні активи можуть бути вичерпані, а самі страховики потребують вливань свіжого капіталу.

Крім того, проблеми з безпекою, ймовірно, зберігатимуться ще деякий час після закінчення війни, що робить страхування дуже дорогим. Проте існує нагальна потреба у розвитку доступного страхування для бізнесу та домогосподарств в Україні. Дійсно, Becker та ін. (2022a) і наступні пропозиції з відновлення України наголошують на зниженні інвестиційних ризиків як основній умові залучення капіталу. Страхування на кшталт MIGA (див. Розділ 1), субсидоване урядом України та союзниками, є популярною стратегічною пропозицією.

Але українські страховики не зможуть впоратися з цим завданням самотужки. Враховуючи характер ризиків, їм необхідний доступ до міжнародного перестраховання та надійні гарантії від урядів інших країн. Якщо страхування на кшталт MIGA запрацює, відбудова може стимулювати прихід іноземних страхових компаній і таким чином прискорити розвиток фондового ринку. Це розширення має відбуватися під пильним наглядом НБУ, який почав здійснювати регулювання та нагляд за страховим ринком у 2020 році, щоб уникнути помилок попереднього наглядового органу. Як і банки, страхові компанії повинні мати достатній капітал та ліквідність, ефективне корпоративне управління та прозору структуру власності. Подальша дерегуляція (наприклад, ціни на автострахування наразі встановлюються урядом) може стимулювати більше входження на ринок та конкуренцію.

Суверенний фонд добробуту (СФД) може бути дещо нестандартним варіантом для України, але він може бути корисним елементом для розвитку фондового ринку. Обговорюються два джерела такого фонду.

По-перше, на відміну від багатьох країн із потужними СФД, Україна не має великих запасів нафти чи газу, але має інші природні ресурси. Базуючись на досвіді Чилі, яка використовує для фінансування СФД доходи від експорту міді, Україна могла б використовувати для створення СФД доходи від прав на видобуток корисних копалин та експорту сировинних товарів. Теоретично, успішний продаж прав на видобуток

корисних копалин (наприклад, літій) може принести значний дохід та відповідно ресурси, необхідні для запуску повноцінного СФД.

По-друге, держава продовжує володіти великими пакетами акцій у багатьох компаніях. Активи, успадковані від радянських часів, контролює Фонд державного майна України (ФДМУ). Деякі активи контролює Агентство з розшуку та менеджменту активів (АРМА). Якщо активи ФДМУ/АРМА не будуть приватизовані, їх можна передати до СФД, який зможе управляти державним майном, продавати часткові пакети акцій приватним інвесторам, брати часткові/міноритарні пакети акцій у приватних фірмах та інвестувати в інші активи. В принципі, така передача може швидко забезпечити СФД капіталом і таким чином дозволити фонду розпочати свою діяльність.

Але чи не є це просто перекиданням активів з лівої кишені в праву? Не обов'язково, адже головна перевага залучення Суверенного фонду добробуту полягає у використанні державних активів як застави в операціях на ринку капіталу, залучаючи таким чином нові гроші для проектів розвитку.

Хоча останній варіант може принести результати відносно швидко, реалістичний горизонт для появи великих вітчизняних інституційних інвесторів, імовірно, становить близько десяти років. Обмеженість внутрішніх ресурсів підкреслює необхідність залучення іноземних інституційних інвесторів в Україну. Потенційними кандидатами можуть бути іноземні пенсійні фонди, страхові компанії, державні корпорації розвитку (наприклад, члени Координаційної групи європейських інституцій з фінансування розвитку), суверенні фонди, індексні фонди, що спеціалізуються на країнах із ринками, що формуються, тощо. Це вимагатиме фінансової лібералізації та інституційних реформ, які обговорюються нижче.

## Законодавчий фундамент

Велика кількість досліджень підтверджує той факт, що правова система може мати фундаментальний вплив на розвиток фондових ринків. La Porta та ін. (1998) та інші стверджують, що країни загального права (Великобританія, США та ін.) мають більш розвинуті фондові ринки порівняно з країнами континентального права (Франція, Німеччина, Швеція та ін.). Остання група країн неоднорідна (правові системи скандинавських країн більш сприятливі для фондових ринків), але загалом найбільше відрізняються британська та континентальна системи. Цей фактор навряд чи пояснює відмінності у розвитку фондових ринків у країнах Східної Європи, оскільки всі вони наслідують континентальну систему права. Крім того, враховуючи, що правові системи зазвичай мають високу інерційність, радикальні зміни в цьому вимірі в Україні малоймовірні. Втім, вступ до ЄС має наблизити українське законодавство до континентальної моделі.

Але можливі сміливі експерименти. Деякі країни створюють «острівці» регуляторного середовища, що імітують британську систему. Наприклад, Казахстан найняв британських суддів для винесення рішень з економічних питань для одного з анклавів («острова»), щоб допомогти запустити фондовий ринок країни, а також залучити інвестиції. Результати цього експерименту ще не відомі, але такі анклави навряд чи можна вважати «чарівними паличками»: хоча британські судді можуть покращити якість роботи своїх судів, розбіжності у правовому середовищі можуть посилити нераціональний розподіл ресурсів між цими «острівцями» та рештою країни. Крім того, правові системи мають тенденцію розвиватися з плином часу відповідно до економічного і політичного тиску. Незрозуміло, як правові системи «острівців» можуть адаптуватися до мінливого ландшафту і загалом як вони можуть співіснувати з рештою країни.

## Приватизація

Як зазначалося в Розділі 1, країни з перехідною економікою в 1990-х роках намагалися використати приватизацію для створення ринків капіталу, але ці спроби принесли досить скромні результати. Малоімовірно, що приватизація державних підприємств сама по собі буде успішною у відродженні фондового ринку України. Для створення життєздатного фондового ринку необхідні багато інституційних реформ, а також інші передумови (наприклад, економічне відновлення та перспектива вступу до ЄС і НАТО).

Але приватизація може сприяти фінансовому розвитку. Наприклад, приватні компанії можуть не поспішати виходити на біржу і таким чином підтримувати рівновагу з неглибоким фондовим ринком. Щоб змінити цю ситуацію, уряд може внести деякі державні підприємства до лістингу та продати частину акцій на біржах. Наприклад, ARAMCO, державна нафтовидобувна компанія в Саудівській Аравії, була зареєстрована на біржі у 2019 році, і на неї припадає понад дві третини ринкової капіталізації на місцевій біржі. Хоча частка акцій ARAMCO, що торгуються на цих біржах, невелика, сама по собі присутність ARAMCO робить її "блакитною фішкою" на ринку і заохочує інтерес та участь інвесторів. Цей шлях вимагає корпоративної реформи державних підприємств та вдосконалення їхнього корпоративного управління, щоб максимізувати ефект не лише для вартості компаній, але й для розвитку фондового ринку. Потенційно ці державні підприємства можуть бути включені до перехресного лістингу для підвищення ліквідності та диверсифікації пулу інвесторів.

## Корпоративне управління та інституційні реформи

Українські державні підприємства, які історично були прикрим символом державного марнотратства та корупції, стали джерелом надії. Незалежні наглядові ради, конкурсний відбір керівників, прозора звітність тощо перетворили збиткові гіганти на прибуткові підприємства. Наприклад, "Нафтогаз", державний монополіст на ринку природного газу, втрачав гроші у величезних масштабах (у 2014 році його збитки становили ≈6% ВВП), але

у 2015 році компанія була реформована і почала генерувати прибутки (зароди справедливості слід зазначити, що тарифи також були приведені у відповідність до ринкових цін). Крім того, "Нафтогаз" переміг "Газпром" у судах і отримав від російського монополіста 2,6 мільярда доларів компенсації у 2018 році. На жаль, ці зміни зіткнулися з реаліями недореформованої України (наприклад, Андрія Коболева, колишнього голову правління "Нафтогазу", судять за бонус, який він отримав за перемогу у справі проти "Газпрому" і який був передбачений його контрактом).

Крім того, багато державних підприємств залишаються проблемними (див. приклад "Укрнафти" у Розділі 1). Але прогрес незаперечний, і ці успіхи встановлюють стандарти для приватного сектору. Дійсно, якщо Нафтогаз може мати незалежне правління та прозору звітність, чому б приватній корпорації не наслідувати цей приклад? Позитивні зовнішні ефекти від реформування держпідприємств можуть ще посилитися під час відновлення України, коли донори, без сумніву, вимагатимуть прозорості та ефективності від підрядників. Перспектива вступу до ЄС має стимулювати зміни в приватному секторі, оскільки цього вимагатиме ведення бізнесу в ЄС. Тому потрібно якнайшвидше узгодити українські правила і стандарти з європейськими.

Зниження рівня корупції та реформування судів часто є першими пунктами в переліку необхідних змін в Україні. Знову ж таки, не існує "чарівної палички", яка може викоринити корупцію, але й не потрібно вигадувати велосипед. Becker та ін. (2022с) і Rose-Ackerman (2006) детально обговорюють, як можна звузити можливості для корупції та зменшити вигоди від участі в корупції. Наприклад, розкриття інформації про кінцевих власників у банківському секторі відіграло важливу роль у радикальному скороченні кредитування пов'язаних осіб. Ширше застосування цих вимог могло б зменшити обсяг потенційних конфліктів інтересів. НБУ вимагає від вищого керівництва банків мати бездоганну ділову репутацію. Як наслідок, якщо банкіра вищого ешелону спіймають на неналежних діях, центральний банк може внести його до "чорного списку" і фактично завершити його кар'єру. Це робить репутаційні втрати набагато відчутнішими й таким чином перешкоджає поганій поведінці.

Аналогічно жодна окрема зміна в судовій системі не зможе перезавантажити суди, але комплексні реформи можуть принести результати у довгостроковій перспективі. Наприклад, українські суди, як відомо, довго виносять вироки. Ці затримки можуть відображати візантійські елементи судової системи, коли позивачі можуть перешкоджати належному процесу (наприклад, націоналізація ПриватБанку досі оскаржується в судах), але вони також відображають той факт, що суди вкрай недоукомплектовані кадрами, а отже, перевантажені справами. Щоб розвантажити систему, може знадобитися створення більш спеціалізованих судів (наприклад, судів з розгляду дрібних позовів), а також значні інвестиції в навчання та призначення суддів. Створення сучасних систем управління справами також може допомогти зменшити кількість нерозглянутих справ, впорядкувати процеси та прискорити судовий розгляд.

Подальші заходи, спрямовані на досягнення ефективності, дієвості та справедливості судової системи, насамперед передбачають оновлення та уточнення цивільного та господарського законодавства з метою зменшення його двозначності та покращення правової визначеності. Чіткіші закони асоціюються з підвищенням рівня їх дотримання та ефективності (La Porta та ін., 2008).

По-друге, механізми альтернативного врегулювання спорів (АВС), такі як арбітраж і медіація, є вагомими заміниками судового розгляду і можуть підвищити ефективність судового процесу за рахунок значного прискорення вирішення спорів (Voigt 2016). Існує багато прикладів успішного застосування АВС. Наприклад, уряд Сингапуру активно просуває АВС як засіб підвищення свого статусу як міжнародного центру вирішення спорів. Сингапурський міжнародний арбітражний центр та Сингапурський міжнародний центр посередництва були створені для надання послуг світового класу в сфері АВС, і завдяки цьому країні вдалося залучити міжнародні фірми та юристів.

До того ж, українські процедури банкрутства є тривалими і часто закінчуються поверненням невеликої частки активів (близько 10%). Вирішенню цих проблем має сприяти покращення кадрового забезпечення судів, але Україні також необхідно змінити законодавство про банкрутство та загалом закони, що забезпечують виконання контрактів, які містять елементи радянської правової системи та популістських гасел минулого (наприклад, мораторій на виселення із заставного житла).

## Робота з людьми

Сприяння активній та інклюзивній участі на фондових ринках має стати ключовим компонентом зусиль України, спрямованих на пожвавлення фондового ринку, що перебуває у “сплячці”. Досягнення цієї мети вимагає підвищення фінансової грамотності серед населення і, можливо, використання онлайн-платформ для сприяння ширшій участі.

Підвищення фінансової грамотності є фундаментальним кроком у розширенні прав і можливостей людей для обізнаної та впевненої взаємодії з фондовими ринками. Кілька країн впровадили комплексні програми з фінансової грамотності, які пропонують цінні знання. Україна також може запровадити загальнонаціональні програми фінансової освіти, які забезпечать громадян доступними та структурованими ресурсами, де можна отримати базові знання про заощадження, інвестування та управління ризиками. Американська програма MyMoney.gov або австралійська MoneySmart – це два практичні приклади, які можуть продемонструвати ефективність таких підходів.

Крім того, концепції фінансової грамотності можуть бути інтегровані в шкільні програми, щоб забезпечити набуття молодим поколінням необхідних фінансових знань. Такі дослідження, як Bernheim та ін. (2001), підкреслюють довгостроковий вплив ранньої фінансової освіти на фінансову поведінку людей. Кампанії з інформування громадськості

про важливість фінансової грамотності та переваги участі у фондових ринках також можуть бути ефективними. Наприклад, британська "Стратегія фінансової спроможності" демонструє вплив скоординованих зусиль з інформування громадськості.

Онлайн-платформи мають потенціал для "демократизації" участі на фондовому ринку шляхом зниження бар'єрів та підвищення доступності. Україна може використати свій відносно успішний досвід діджиталізації та наявну інфраструктуру (додаток "Дія") для сприяння розвитку цифрових інвестиційних платформ, які дозволять фізичним особам легко купувати та продавати акції навіть із невеликими інвестиціями. Але для того, щоб інвестиційні онлайн-платформи допомогли підвищити фінансову інклюзію, Україні необхідно запровадити чітку та сприятливу нормативно-правову базу для таких порталів, яка б регулювала питання ліцензування, дотримання законодавства та захисту прав інвесторів. Важливе значення матиме запровадження ефективних заходів захисту прав споживачів, щоб убезпечити інвесторів від шахрайських схем або недобросовісних практик. Всі ці ініціативи вимагатимуть внесення змін до чинного Закону "Про цінні папери та фондовий ринок".

## Фінансові інновації

Розкриття потенціалу фінансових інновацій, включаючи фінтех, страхові технології, венчурний капітал, сучасні продукти торговельного фінансування та факторингу, а також інші передові рішення, може стати ключовою стратегією для розвитку фондового ринку та фінансової екосистеми України. Оскільки фінансові інновації можуть замінити традиційні фінансові ринки, які так і не з'явилися через низку локальних і глобальних криз протягом багатьох років, політикам варто приділити особливу увагу зусиллям у цьому напрямку.

Україна має сприяти розвитку цифрових банків та платіжних платформ, зокрема через прозоре та ефективне регулювання. Ці зручні для користувача послуги забезпечують безперебійні транзакції та фінансову доступність, а також потенційно можуть знизити бар'єри для участі у фондовому ринку. Насправді, Україна вже може похвалитися кількома видатними історіями успіху у сфері фінтеху. Наприклад, популярний необанк "monobank" пропонує безліч роздрібних банківських продуктів фізичним особам виключно через свій мобільний додаток. Станом на 2023 рік "monobank" мав понад сім мільйонів активних клієнтів і перебував у процесі подання заявки на отримання банківської ліцензії в Польщі.

По-друге, сприяння розвитку краудфандингу або платформ кредитування "рівний рівному" (peer-to-peer) для забезпечення альтернативних джерел фінансування для стартапів та малого бізнесу має сприяти зменшенню кредитних обмежень. По-третє, розробка "робо-порадників", які пропонують автоматизовані недорогі інвестиційні послуги, може допомогти інвесторам-початківцям в ухваленні обґрунтованих рішень щодо участі на фондовому ринку (DeFiore та ін., 2019).

Іншу форму фінансових інновацій, яка має потенціал для впорядкування та модернізації страхових ринків в Україні, особливо у світлі обмежень для традиційних страхових компаній, про які йшлося вище, можна назвати страхові технології (insurtech). Зменшуючи складність і вартість страхування, страхові технології можуть не лише забезпечити страхування для широкого спектру ринків, а й створити необхідний пул заощаджень для формування попиту на цінні папери. Завдяки таким компаніям, як "Lemonade" та "Metromile", сектор страхових технологій підвищив доступність та економічну спроможність страхування.

Знов-таки, для того, щоб скористатися перевагами інновацій такого роду, необхідно модернізувати регулювання та дотримання законодавства. Крім того, заохочення розвитку сучасних факторингових продуктів і платформ торговельного фінансування, які дозволяють компаніям використовувати дебіторську заборгованість як джерело оборотного капіталу, важливе для України з огляду на високий ступінь відкритості економіки: частка імпорту та експорту у ВВП в Україні відносно висока – близько 29,5% і 32,2% у 2022 році відповідно; країна є великим експортером сільськогосподарської продукції, сталі та інших товарів, а також великим імпортером енергоносіїв та іншої продукції. Як і в інших випадках, необхідно ухвалити нормативно-правові акти, які дозволять використовувати сучасні інструменти факторингу, а не просто застарілі варіанти викупу боргу або примітивні кредити на поповнення оборотного капіталу, які зараз поширені серед банків.

Щоб ефективно впроваджувати фінансові інновації, Україна має інвестувати в цифрову інфраструктуру та зв'язок, щоб послуги фінтеху та страхових технологій могли охопити ширшу аудиторію. Необхідно розробити програми та стимули для підтримки фінансових стартапів, пропонуючи їм платформу для процвітання та руйнування ринків традиційних фінансових послуг. Інвестори мають бути додатково захищені від потенційних ризиків, пов'язаних із цими інноваціями. Потрібно запровадити механізми для швидкого і справедливого вирішення спорів. Нарешті, ключове значення має сприяння співпраці між регуляторами, учасниками ринку та академічними установами для забезпечення досліджень, інновацій та безперервного розвитку фінансових технологій.

## Регулювання, фінансова інфраструктура та відкритість

Henry (2000), Levine і Zervos (1998) та інші дослідники доводять, що лібералізація фінансових ринків може стимулювати розвиток внутрішнього фондового ринку. Канали можуть бути різними: від посилення конкуренції (що знижує вартість залучення капіталу) до підвищення ліквідності та кращого корпоративного управління і розподілу ризиків. У ширшому сенсі лібералізація сигналізує, що уряд прагне до ринкової економіки, й тому вона стимулює інвестиції. Фінансова лібералізація – як внутрішня, так і зовнішня – в Україні не відбулася.

Щоб розвинути дискусію з Розділу 1, розглянемо прямі іноземні інвестиції (ПІІ). Як зазначено в Movchan and Rogoff (2022), Україна була історією успіху з точки зору міжнародної торгівлі (переорієнтувавши свою торгівлю з Росії на інші ринки і зайнявши важливу нішу в агробізнесі, металургії та інформаційних технологіях), але зазнала невдачі з точки зору ПІІ. Це втрачена можливість: хоча ПІІ можуть розглядатися як замітник фондових ринків, оскільки вони можуть обійти проблеми, пов'язані з нерозвиненістю ринків капіталу, вони створюють міцніші зв'язки між місцевою економікою та світовими ринками. Вони також можуть познайомити іноземних інвесторів з країною і забезпечити ліквідність місцевого фондового ринку (оскільки іноземні інвестори можуть бути зацікавлені в купівлі-продажі вітчизняних фірм або в залученні капіталу через місцевий ринок).

Ще одним потенційним джерелом розвитку є грошові перекази з-за кордону, які можуть сприяти покращенню різних соціально-економічних показників (наприклад, зменшенню бідності, збільшенню охоплення дітей шкільною освітою або наданню капіталу підприємцям-початківцям) і, як стверджують деякі дослідження (наприклад, Billmeier and Massa 2009), навіть сприяти фінансовому розвитку. Хоча існує позитивна кореляція між фінансовим розвитком і грошовими переказами, механізми, що лежать в основі цієї кореляції, недостатньо вивчені. Наприклад, грошові перекази можуть сприяти розвитку платіжних систем і заохочувати людей, які не користуються банками, користуватися фінансовими інструментами, але грошові перекази також можуть зменшувати потребу в кредитах. Який канал є кількісно важливішим і яким є чистий ефект, залишається незрозумілим.

У ширшому сенсі ведеться навіть дискусія про те, чи корисні грошові перекази для економічного зростання (якщо коротко, то "відплив мізків", який спричиняє грошові перекази, знижує людський капітал всередині країни). Відповідно до цієї неоднозначності, українські дослідження (наприклад, Хомутенко 2016), схоже, припускають, що домогосподарства використовують міжнародні грошові перекази для купівлі житла (наприклад, вони можуть бути використані для першого внеску і таким чином сприяти розвитку іпотечного ринку), а не інвестують їх у фінансові інструменти (наприклад, грошові перекази не обов'язково створюють позикові кошти чи акціонерний капітал).

Крім того, грошові перекази у Східній Європі, імовірно, пов'язані з бідністю та переміщенням людей внаслідок воєн. Наприклад, країни з високим рівнем грошових переказів (Хорватія, Грузія, Молдова та Україна) пережили війни та кризи біженців. Грузія, Молдова та Україна є одними з найбідніших країн Східної Європи. У підсумку, хоча не можна виключати грошові перекази як джерело фінансового розвитку, вони навряд чи стануть рушійною силою розвитку фондового ринку.

Відкритість для потоків капіталу може мати й інші важливі переваги. Як зазначалося в Розділі 1, український фондовий ринок не був особливо ліквідним навіть у своїй найкращій



часи, але низька ліквідність характерна для всіх фондових ринків Східної Європи. Нездатність створити критичну масу торгів негативно впливає на здатність цих ринків мобілізувати більший інтерес до лістингу, а отже, проблема перетворюється на замкнене коло.

Одним із рішень є об'єднання ресурсів між країнами. Інші біржі в регіоні уже розглядають цю можливість. Наприклад, зіткнувшись із низькою ліквідністю, біржі в країнах Балтії розглядають можливість об'єднання в пан-балтійську платформу (ЄБРР 2022). Щоб скористатися цією тенденцією, Україні необхідно гармонізувати свою регуляторну базу зі своїми партнерами. Частково цьому процесу сприятиме вступ до ЄС та лібералізація економіки загалом і ринків капіталу зокрема. Але уряд має відігравати активнішу роль у просуванні необхідних змін.

Щоб підтримати інтернаціоналізацію ринку капіталу, уряду також потрібно буде розбудовувати інфраструктуру та заохочувати вхід нових учасників. Наприклад, залучення Clearstream до ведення бізнесу в Україні відіграло важливу роль у зниженні бар'єрів для іноземних інвесторів, які купують українські державні облігації. Аналогічні зусилля щодо інших фінансових активів разом з удосконаленою системою транскордонних платежів також можуть бути дуже ефективними для залучення іноземного капіталу.

Приведення фінансового законодавства у відповідність до законодавства ЄС може сприяти подальшій інтеграції та транскордонним потокам капіталу. Відповідно Україна має адаптувати своє законодавство до фінансових інструментів, доступних на більш розвинених ринках. Наприклад, нерідко на початковому етапі розвитку бізнесу пропонують акції без права голосу, якщо засновники та інші власники бажають зберегти контроль над компанією.

Оскільки довіра до реформ корпоративного управління може зростати досить поступово, приватні компанії в Україні можуть бути зацікавлені в акціях без права голосу або "привілейованих акціях" як способі захисту інвестицій нинішніх власників. На зорі фондового ринку США багато компаній, що входять до індексу Доу-Джонса, торгувалися за допомогою привілейованих акцій. Ці акції були набагато популярнішими за звичайні, оскільки забезпечували фіксовані дивіденди й переваги в разі банкрутства. Наприкінці 19 століття привілейовані акції випускали різні компанії, що входять до індексу Доу-Джонса, зокрема General Electric, American Tobacco та AT&T.

Водночас з макропруденційних міркувань важливо підтримувати прозорі клірингові центри та певний рівень стандартизації фінансових інструментів, щоб відповідні регулятори мали чітке уявлення про ризики та вразливі місця в системі. Це особливо важливо в контексті валютних ринків, оскільки після війни національна валюта, ймовірно, зазнає значних коливань відносно інших валют, і реальний сектор повинен мати надійний доступ до хеджування цих ризиків.

Було б нерозумно використовувати надмірні стимули або встановлювати обов'язкові вимоги до компаній, щоб вони пройшли лістинг. Законодавчі вимоги щодо лістингу залучають на біржі багато компаній але досвід Хорватії та Грузії свідчить, що така політика не створює глибоких фондових ринків (тобто ліквідність та обсяги торгів залишаються низькими). Закон Грузії "Про ринок цінних паперів" вимагає, щоб усі публічні акціонерні товариства з більш ніж 500 акціонерами розміщували свої акції на фондовій біржі. Хорватія має схожі правила, і більшість публічних акціонерних товариств із понад 500 акціонерами або з ринковою капіталізацією понад 1 мільярд хорватських кун зобов'язані пройти процедуру лістингу.

Податкові пільги також можуть бути проблематичними, оскільки такі преференції для деяких компаній призводять до нерівних умов гри в економіці та зменшення бюджетних надходжень, що важливо з огляду на високі фіскальні потреби України, пов'язані з відбудовою країни. Крім викривлень, диференційований податковий режим відкриває більше можливостей для зловживань та корупції.

## Висновок

Завдання створення добре функціонуючого фондового ринку є монументальним. Міжнародний досвід свідчить, що лише небагатьом країнам це вдалося. Але переваги глибоких ринків капіталу настільки великі, що було б нерозумно не спробувати.

Ретельний аналіз свідчить про те, що Україна повинна грати в довгу гру, зосередившись на створенні передумов для процвітання фондового ринку. Такі альтернативи, як форсоване подолання перешкод або відмова від фондового ринку, несуть значні ризики та витрати для України у довгостроковій перспективі. Натомість необхідні поетапні реформи та терпіння, щоб використати нинішнє вікно можливостей для реанімації ринків капіталу. Інтеграція українських ринків капіталу до європейських ринків капіталу може допомогти великому українському бізнесу залучити інвесторів. Але інтеграційні процеси потребуватимуть певного часу для узгодження української законодавчої бази та регуляторної практики. Ці міркування означають, що не варто очікувати негайних проривів у найближчому майбутньому. Натомість, імовірний горизонт для отримання відчутних результатів становить близько десяти років.

Враховуючи складність реформ, необхідних для досягнення бажаного результату, важливо, щоб державні органи тісно координували свою діяльність, а також активно залучали бізнес-спільноту та інші зацікавлені сторони. Оскільки фінансові ринки глобалізовані, не менш важливо якнайкраще використовувати підтримку та досвід, які можуть надати ЄС та інші союзники. Приналежність до великої екосистеми пропонує величезні переваги для економіки, що розвивається, але вона також вимагає прийняття правил і адаптації нормативно-правової бази.

Подолавши багато випробувань і труднощів у своїй історії, Україна, як співається в її гімні, ще не вмерла, так само як і її фондовий ринок. Насправді, майбутнє післявоєнної України несе величезні можливості. Хоча робити ставки на фондовому ринку є дуже ризикованою справою, можна впевнено сказати, що Україна має шанс створити успішний фондовий ринок.

## Розділ 7

### Іпотека в Україні

Щоб створити певний контекст для обговорення ринку житла в Україні, розглянемо, якою була країна в 1991 році після відновлення незалежності (Mylovanov and Sologoub 2021). Відповідно до комуністичної ідеології попередніх семи десятиліть, приватна власність була практично відсутня: люди володіли особистими речами, хатнім начинням та іноді автомобілем. Жителі сіл володіли своїм будинком, а деякі міські жителі – дачами з невеликими земельними ділянками. Певна форма підприємництва (кооперативи) була дозволена лише в 1986 році. Щоб отримати власне житло, люди мали два варіанти:

- Більшість роками чекали в черзі, поки їм дозволять переїхати в державне житло. Однією зі спадщин радянського минулого (а також результатом невдалого регулювання ринку землі) є те, що в Україні відносно більша частка людей живе в багатоквартирних будинках, а не в індивідуальних (Green et al 2022).
- Деякі інвестували в житловий кооператив, а коли будинок був побудований, ставали власниками квартир у ньому. Таких житлово-будівельних кооперативів більше не існує. Натомість донедавна люди могли "інвестувати" в будівництво будинків (про це йдеться нижче) або заощаджувати на квартиру чи будинок. Іноді будівельні компанії надають відстрочку платежу (наприклад, 50% оплати одразу, а решту – протягом наступних кількох років).

Більше того, оскільки в Радянському Союзі всі ціни (включно з відсотковими ставками та зарплатами) регулювалися державою, а економічна та фінансова грамотність була практично нульовою, люди не знали, як інвестувати, що таке банк, що таке ринок цінних паперів і так далі. Але вони пам'ятали кілька "грошових реформ" (остання – на початку 1991 року), спрямованих на конфіскацію "зайвих" грошей у населення. Це, разом із гіперінфляцією початку 1990-х років, призвело до поширеної та стійкої недовіри до банків: навіть сьогодні більше людей не довіряють банкам, ніж довіряють їм (Центр Разумкова 2023).

Це призвело до двох особливостей українського ринку житла: більшість людей хочуть мати власний будинок або квартиру, а не орендувати їх, і багато людей використовують нерухомість як інструмент заощаджень.

Водночас протягом 1990-х років було створено кілька важливих передумов для розвитку іпотечного ринку:

- Мільйони державних квартир були приватизовані досить швидко, так що державна власність на житло скоротилася з 13% у 1993 році до 3% у 2005 році.
- Колгоспні землі були розпайовані між колишніми колгоспниками (хоча їм було дозволено продавати цю землю або використовувати її як заставу лише у 2021 році).
- Десятки тисяч малих державних і комунальних підприємств було приватизовано.

Ваучерна приватизація не сприяла появі фондового ринку, а велика приватизація призвела до появи олігархів. Тим не менш, приватизація підприємств створила клас підприємців і власників, а приватизація землі та житла надала людям початковий капітал, які вони могли використовувати для отримання певного доходу (наприклад, здаючи квартиру в оренду) або зниження витрат на проживання (тобто їм не потрібно було платити за оренду житла).

Водночас, незважаючи на запровадження елементів ринкової економіки, державне втручання в економіку було високим у 1990-х роках і залишається значним сьогодні. Зокрема, українська держава постійно намагається забезпечити значний обсяг соціального захисту (наприклад, "безкоштовну" медицину чи освіту, низькі комунальні тарифи, пільги для деяких категорій населення), щоб задовольнити патерналістські очікування громадян.

Надання "безкоштовного" житла є однією з частин цієї системи соцзахисту і питанням, на якому спекулювали багато політиків (зокрема, політики-популісти часто говорили людям, що "Україна повинна мати іпотечну ставку 2%, як у Європі"). Отже, різні програми субсидованого житла (для молоді, державних службовців, військовослужбовців та працівників правоохоронних органів тощо) були постійним елементом української державної політики.

Водночас макроекономічній політиці, яка б зробила житло доступнішим для всіх, розробники політик приділяли значно менше уваги. Наприклад, інфляційне таргетування, яке могло знизити відсоткові ставки, було запроваджено лише у 2015 році (див. Білу книгу реформ 2019). Від нього відмовилися після повномасштабного вторгнення, коли НБУ намагався стабілізувати ситуацію. Але з 3 жовтня 2023 року центральний банк запровадив кероване плавання курсу і в певний момент планує повернутися до інфляційного таргетування.

Захист прав кредиторів залишається слабким (починаючи від слабкої роботи судової системи і закінчуючи правилами, що забороняють виселяти людей з іпотечної квартири чи будинку, якщо там зареєстровані діти); немає чітких і прозорих правил для ринків житла та землі несільськогосподарського призначення. Ці ринки значною мірою перебувають у тіні через корисливі інтереси та ухилення від сплати податків, а учасники ринку не знають про багато угод, оскільки вони здійснюються за готівку.

Далі оглянемо відповідне законодавство, а в наступних трьох частинах розглянемо останні події на іпотечному ринку, окреслимо політику щодо субсидованого житла та надамо деякі рекомендації з політики.

## Законодавство про іпотеку та про будівельний ринок

Закон "Про заставу", який дозволяв використовувати майно або землю як заставу, був ухвалений на початку 1992 року. Але закон про іпотеку ухвалили через 11 років після цього, у 2003 році. У цьому законі зазначено, що не лише майно, а й права на майно можуть бути предметом іпотеки, а у 2022 році до переліку об'єктів, що можуть бути предметом іпотеки, було включено об'єкти незавершеного будівництва.

Закон дозволяє рефінансувати іпотечні кредити, в тому числі шляхом випуску облігацій, забезпечених пулом іпотечних кредитів. Окремий закон про забезпечені облігації був прийнятий у 2005 році, але ці облігації не були дуже популярними. Кілька серій таких облігацій було випущено "Агентством по рефінансуванню іпотечних кредитів", яке належить трьом державним банкам та двом фізичним особам і наразі перебуває на стадії ліквідації (між 2012 та 2016 роками агентство випустило облігацій на суму 1 млрд грн або близько 110 млн дол. США).

Важливими для розвитку іпотеки стали два закони, прийняті у 2018 році: про створення єдиного кредитного реєстру та про посилення захисту прав кредиторів. Останній закон роз'яснив, як емітент іпотеки може отримати майнові права на предмет іпотеки або гроші від продажу цього майна.

30 серпня 2023 року президент України підписав нову редакцію закону "Про кредитні спілки" (ці спілки подібні до ощадно-позикових асоціацій у США або кредитних кооперативів в інших країнах – тобто вони надають фінансові послуги своїм членам). Хоча кредитні спілки були введені в українське законодавство у 2001 році, вони ніколи не були дуже розвиненими: їхня частка в активах небанківських фінансових установ знизилася з максимальних 0,6% у 2008 році до 0,1% у 2023 році (НБУ 2023). На кінець листопада 2023 року їхні активи становили 1,4 млрд грн або близько \$37 млн, а загалом частка небанківських фінансових установ в активах фінансового сектору становить 12% і вона приблизно стала з 2019 року.

Світова фінансова криза, а згодом російське вторгнення, негативно вплинули як на банки, так і на небанківські фінансові установи. Наприклад, з 2021 по 2023 рік кількість кредитних спілок скоротилася з 278 до 151.

Новий закон вносить кілька змін до регулювання діяльності кредитних спілок: до них зможуть вступати не лише фізичні особи, а й підприємства та підприємці; кредитним спілкам дозволено отримувати прибуток (раніше вони мали бути лише неприбутковими); посилюються вимоги до якості корпоративного управління та

капіталу; види діяльності, які кредитна спілка має право здійснювати, будуть чітко зазначені в її ліцензії.

Таким чином, за новим законом гроші членів кредитних спілок будуть краще захищені. Але з огляду на їхню невелику кількість та розмір, вони навряд чи матимуть суттєвий вплив на ринок кредитування. Наразі трохи більше 50% кредитів, виданих кредитними спілками, є споживчими, а решта приблизно порівну розподілені між кредитами на потреби бізнесу та кредитами на купівлю, будівництво чи ремонт житла.

Міжнародний досвід дає неоднозначні докази корисності кредитних спілок або ощадно-позичкових асоціацій. Теоретично, ці установи повинні мати низький розрив ліквідності, тобто, на відміну від банків, вони мають фінансувати довгострокові кредити за рахунок довгострокових депозитів. Така схема також зменшила б процентний ризик, якби процентні ставки за цими кредитами та депозитами були фіксованими на значний період (кілька років).

Проте уряд США був змушений рятувати ощадно-позичкові асоціації після кризи 1980-х років, коли високі відсоткові ставки зробили їх нежиттєздатними. Отже, перш ніж вживати заходів для стимулювання збільшення обсягів іпотечного кредитування кредитними спілками, варто подивитися, як ці організації працюють за новими правилами і чи збільшують вони частку іпотечних кредитів у своїх портфелях.

Після кризи 2014-2015 років монетарна політика та банківський сектор України були суттєво реформовані (Біла книга реформ 2019). Ці реформи дозволили банківському сектору відносно легко протистояти як кризі Covid-19, так і повномасштабному російському вторгненню у 2022 році. З 2019 року НБУ почав запроваджувати належний нагляд за небанківськими фінансовими установами, поступово створюючи передумови для розвитку ринку цінних паперів. Війна значно збільшила невизначеність, і приплив інвестицій є малоймовірним, поки Україна не переможе у війні. Але інституційні передумови для цього припливу (наприклад, налагодження роботи правозахисної системи) можна створювати вже сьогодні.

З 2014 року було впроваджено кілька змін, спрямованих на підвищення прозорості та зменшення можливостей для корупції в будівельній галузі. Вони були спрямовані на діджиталізацію ліцензування та отримання дозволів на будівництво, прозорість містобудівної документації та процедур розробки та оцінки містобудівної документації (наприклад, зараз діє електронний портал з питань будівництва – <https://e-construction.gov.ua/>, який містить інформацію про будівельні проекти та надає послуги будівельним компаніям в електронному вигляді).

Незважаючи на ці кроки, державний орган, який надавав дозволи на будівництво, залишався досить корумпованим, тому у 2020 році його замінили іншим органом (Державною інспекцією архітектури та містобудування України). Чи вирішить це проблему, поки невідомо.

Уряд дещо спростив отримання дозволів на будівництво під час воєнного стану (постанова КМУ № 722 від 24 червня 2022 року). Але комплексна реформа будівельного сектору гальмується: відповідний законопроект (№5655) був ухвалений парламентом у грудні 2022 року, але досі не підписаний Президентом через спротив професійної спільноти, громадських організацій та представників органів місцевого самоврядування. Вони вказують на ризики монополізації будівельного ринку та ігнорування думки місцевих громад у разі підписання законопроекту. Міжнародні партнери України підтримують ці аргументи.

Позитивним зрушенням є ухвалене в серпні 2022 року регулювання майнових прав на об'єкти незавершеного будівництва. Воно гарантує майнові права людей, які купили квартиру в будинку, що будується. Це унеможливить схеми, коли люди вкладають гроші в будівництво, а потім будівельна компанія зникає, а інвестори залишаються без майна та без грошей (таких випадків шахрайства останніми роками було досить багато).

Одним із найвідоміших прикладів таких схем була справа банку "Аркада". Банк було виведено з ринку у 2020 році, але близько 9 млрд грн "інвестицій" у будівельні проекти було втрачено: банк збирав гроші у "фонд" (по суті, спеціальний позабалансовий рахунок всередині банку) і фінансував будівельні проекти пов'язаних компаній (до значного посилення банківського регулювання та нагляду у 2014-2016 роках кредитування пов'язаних осіб було великою проблемою в банківському секторі).

У березні 2023 року парламент ухвалив закон про компенсацію за зруйноване або пошкоджене житло. Згідно з цим законом, люди, чиє житло було пошкоджене або зруйноване Росією з лютого 2022 року, мають право отримати житловий сертифікат, за який вони зможуть купити нове житло, придбати будівельні матеріали або оплатити будівництво.

Наразі та протягом року після скасування воєнного стану люди можуть звертатися за компенсацією. Через три роки після скасування воєнного стану будуть видаватися сертифікати, якими люди повинні будуть скористатися протягом п'яти років з моменту видачі. Органи місцевого самоврядування створять спеціальні комісії, які вирішуватимуть, чи має особа (домогосподарство) право на компенсацію, чи ні (це створює корупційні ризики, тому ці комісії мають бути належним чином дібрані та проконтрольовані).

З огляду на масштаби руйнувань (понад 160 000 житлових будинків зруйновано або пошкоджено, і ця цифра зростає щодня) та, ймовірно, післявоєнні фінансові труднощі, встановлені часові рамки не видаються обґрунтованими. Але оскільки негайного завершення війни ще не видно, парламент має час переглянути цей закон.

10 травня 2023 року ця програма компенсацій стартувала в додатку електронного урядування "Дія" ("єВідновлення" – <https://erecovery.diiia.gov.ua/>). На першому етапі програми буде надаватися лише компенсація за пошкоджене житло на суму до 200 000



гривень (з січня 2024 року власники, які вже відремонтували своє житло, також зможуть подати заявку на компенсацію). На другому етапі уряд почне виплачувати компенсації за зруйновані будинки. З грудня 2023 року програма почала покривати не лише "швидкий" ремонт, а й капітальний ремонт – максимум 350 000 гривень для квартири та 500 000 гривень для будинку. У січні 2024 року програму було поширено на будівництво будинків на земельних ділянках, що перебувають у власності громадян.

Станом на січень 2024 року було подано понад 38 000 заяв на отримання компенсацій, а уряд схвалив виділення 7 мільярдів гривень на цю програму. Компенсаційний фонд складається з коштів від арештованих російських активів та 50% прибутку центрального банку.

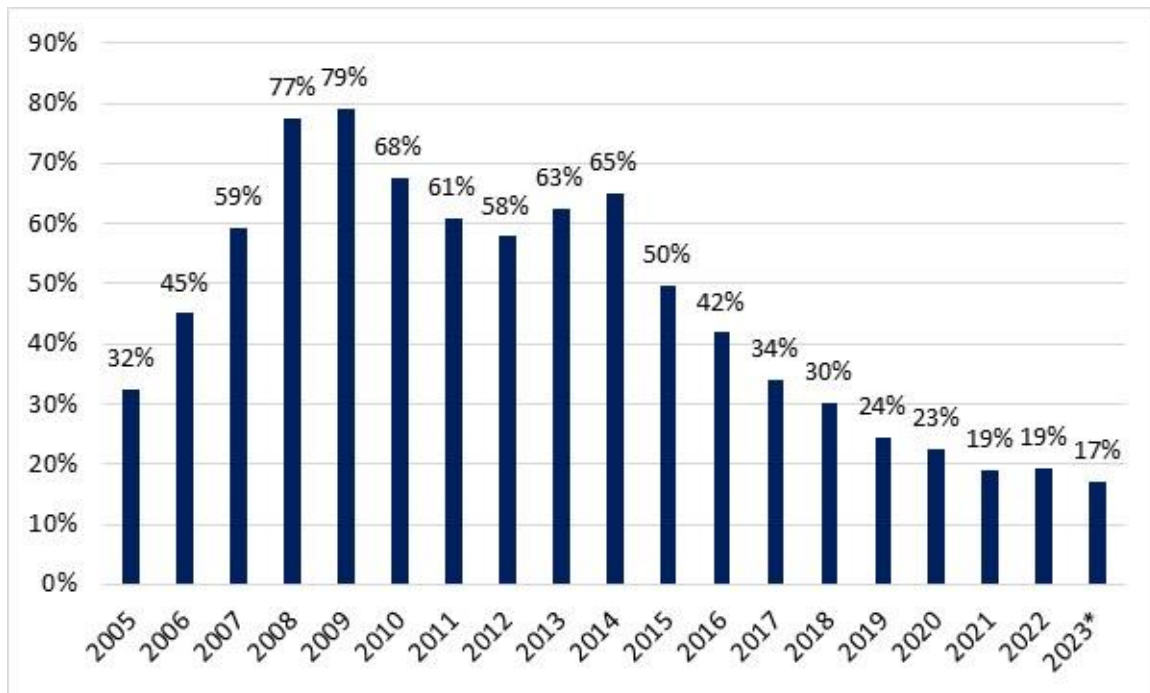
На більш стратегічному рівні уряд опублікував [порядок](#) розробки стратегій відновлення для громад, міст та областей. Незважаючи на деякі неузгодженості в цій процедурі, вона може дати поштовх дискусіям по всій країні про те, як мають відбудовуватися різні громади чи регіони.

## Розвиток іпотечного ринку з 2005 року

Як видно з рисунків 7.1 та 7.2, обсяг кредитів в Україні стрімко зростав з 2005 року синхронно із житловим бумом у всьому світі. Криза 2008 року значно знизила відношення кредитів до ВВП, хоча належне очищення банківського сектору було здійснено лише у 2014-2015 роках.

Після цього вимоги до кредитів були суттєво підвищені. Зокрема, НБУ перестав ігнорувати порушення банками нормативів кредитування пов'язаних осіб та адекватності капіталу, посилив вимоги до доброчесності та кваліфікації керівників банків, а також правила ідентифікації кредитування пов'язаних осіб. У свою чергу, парламент ухвалив кілька важливих законів щодо банківської системи – про розкриття кінцевих бенефіціарів, які володіють понад 2% акцій банку (раніше поріг становив 10%); про відповідальність власників банків за діяльність банку (до Кримінального кодексу України додано статтю "доведення банку до неплатоспроможності") та інші.

**Рисунок 7.1: Частка кредитів резидентам (нефінансовим компаніям та домогосподарствам) у ВВП, %**



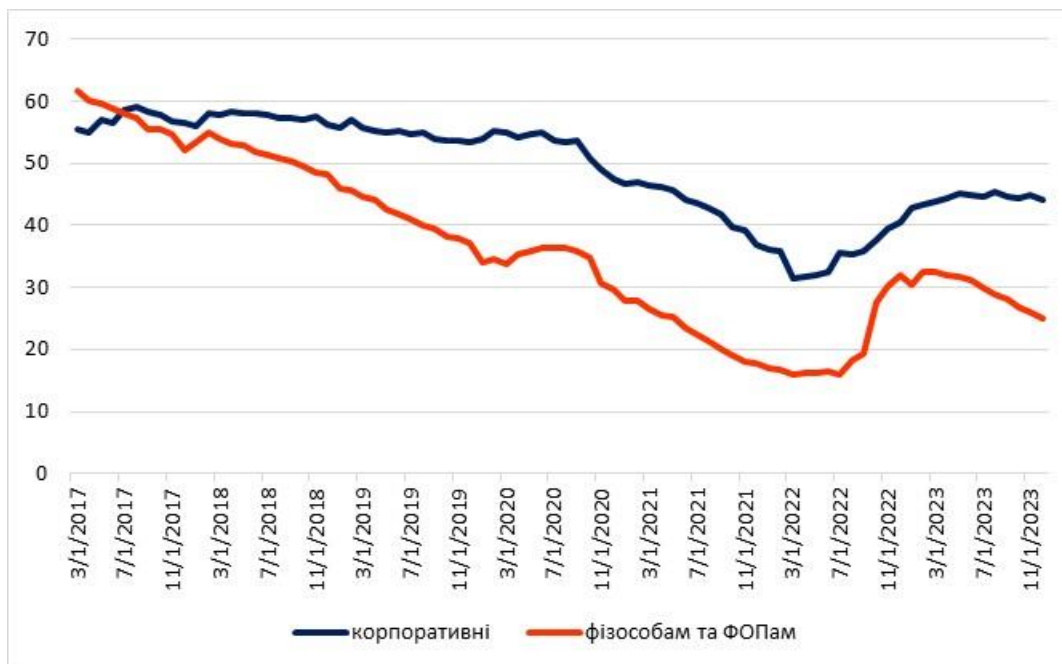
*Джерело: Дані НБУ та Держстату (2023 рік – прогноз).*

Швидке скорочення співвідношення кредитів до ВВП після 2015 року можна пояснити кількома факторами:

- По-перше, очищення банківського сектору (більше половини банків, що існували у 2013 році, були закриті) та скорочення кредитів пов'язаним особам.
- По-друге, запровадження та дотримання суворіших стандартів бухгалтерського обліку та звітності, а також пруденційних нормативів для банків (Базель II): багато кредитів, які раніше вважалися "хорошими", були коректно перекласифіковані в "погані".
- По-третє, російське вторгнення у 2014 році, що призвело до втрати активів та стрибка інфляції: багато кредитів, наданих підприємствам на окупованих територіях, було списано або реструктуровано.

Тому частка непрацюючих кредитів зростає з близько 16% у 2013 році до майже 60% у 2017 році, після чого вона поступово знижувалася (див. рис. 7.2). Звісно, вона знову почала зростати після повномасштабного російського вторгнення на початку 2022 року.

Рисунок 7.2: Частка непрацюючих кредитів у загальному обсязі кредитів, %



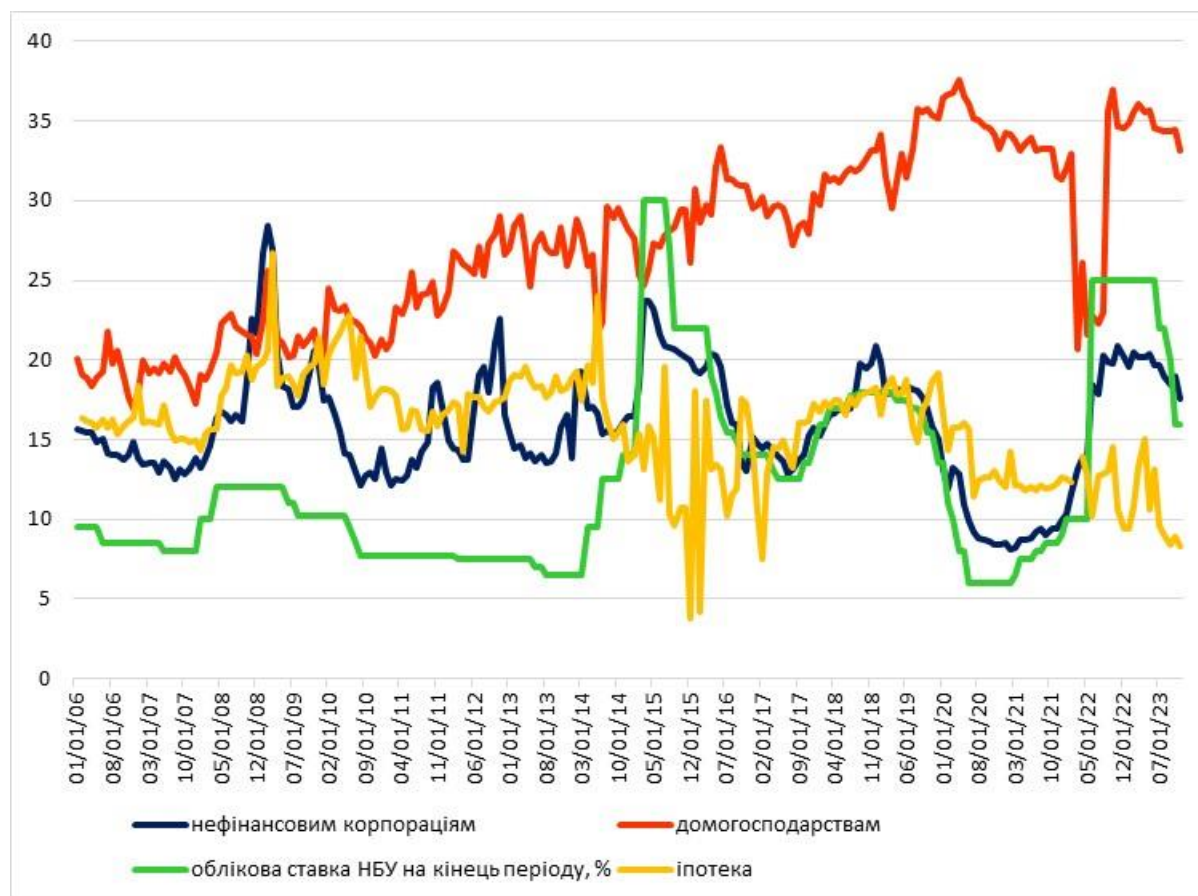
Джерело: Дані НБУ. Примітка: більшість непрацюючих кредитів зосереджено в державних банках, зокрема в Приватбанку, який було націоналізовано у 2016 році.

Негативний вплив кризи 2008 року був посилений девальвацією національної валюти: до 2008 року багато домогосподарств брали кредити в іноземній валюті, оскільки обмінний курс був фіксованим, а відсоткові ставки за кредитами в іноземній валюті були нижчими. Після 2008 року багато з цих кредитів стали непідйомними. Щоб запобігти цьому в майбутньому, закон заборонив видачу іпотечних кредитів в іноземній валюті домогосподарствам, а також ускладнив надання валютних кредитів підприємствам, які не мають валютної виручки – банки повинні адекватно оцінювати ризики за такими кредитами.

Як показано на Рисунку 7.5, частка валютних кредитів у кредитному портфелі домогосподарств значно зменшилася з того часу. Незважаючи на це, старі кредити залишилися проблемою, і після наступної значної девальвації у 2014-2015 роках частка непрацюючих валютних іпотечних кредитів домогосподарств сягнула 90% (НБУ, 2017). Більшість таких іпотечних кредитів було реструктуризовано шляхом переговорів банків зі своїми клієнтами, хоча уряд намагався втрутитися на боці позичальників.

У 2014 році парламент ухвалив мораторій на конфіскацію житла, яке використовувалося як застава за валютною іпотекою, якщо це житло було єдиним місцем проживання для сім'ї і не перевищувало 140 квадратних метрів для квартир або 250 квадратних метрів для будинків. Цей закон було скасовано з прийняттям Кодексу з процедур банкрутства у 2018 році, який, серед іншого, передбачає процедури банкрутства домогосподарств. У рамках адаптації свого законодавства до норм ЄС Україна перегляне процедури банкрутства протягом наступних кількох років.

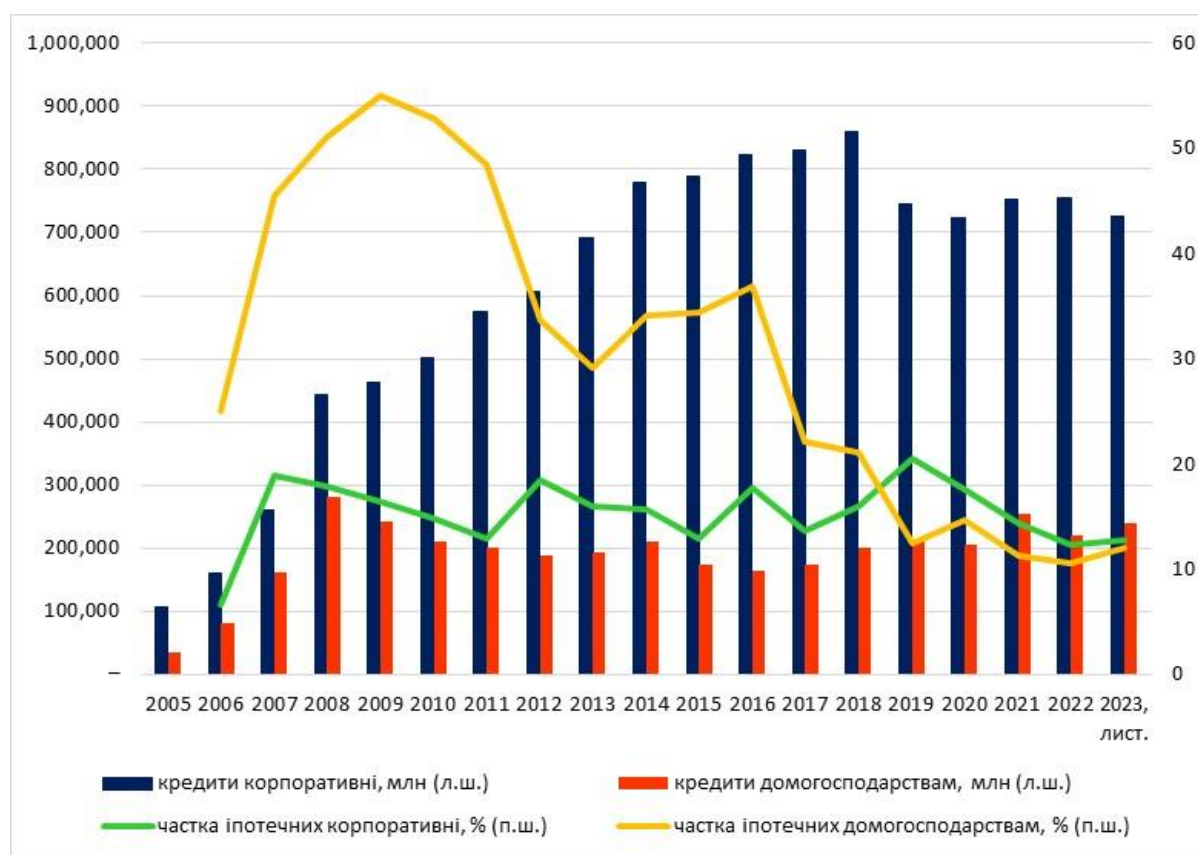
**Рисунок 7.3: Процентні ставки за новими кредитами в національній валюті (без овердрафту) та облікова ставка НБУ, %**



*Джерело: Дані НБУ.*

Відносно високі відсоткові ставки (див. рис. 7.3) та неофіційні доходи (в Україні все ще досить поширеним явищем є отримання заробітної плати "в конвертах" або робота в неформальному секторі, і банки не можуть перевірити фінансовий стан таких людей) перешкоджають багатьом домогосподарствам купувати житло з використанням іпотеки. У 2019-2022 роках, за даними НБУ, лише близько 2% житлових угод було укладено з використанням іпотеки. Загалом, співвідношення іпотечних кредитів до ВВП в Україні становило менше 1% у 2020 році, порівняно з 9% у Румунії, 22% у Польщі та 44% у Німеччині.

**Рисунок 7.4: Кредити юридичним особам та домогосподарствам, на кінець періоду**



*Джерело: Дані НБУ. Примітка: стовпчики показують загальний обсяг кредитів у мільйонах гривень (LHS), лінії показують частки іпотечних кредитів у загальному обсязі кредитів юридичним особам та домогосподарствам відповідно (RHS).*

У 2014 році парламент ухвалив мораторій на конфіскацію житла, яке використовувалося як застава за валютною іпотекою, якщо це житло було єдиним місцем проживання для сім'ї і не перевищувало 140 квадратних метрів для квартир або 250 квадратних метрів для будинків. Цей закон було скасовано з прийняттям Кодексу з процедур банкрутства у 2018 році, який, серед іншого, передбачає процедури банкрутства домогосподарств. У рамках адаптації свого законодавства до норм ЄС Україна переглядає процедури банкрутства протягом наступних кількох років.

**Рисунок 7.5: Частка валових кредитів в іноземній валюті в загальному обсязі кредитів, на кінець періоду, %**



Джерело: Дані НБУ

## Субсидоване житло

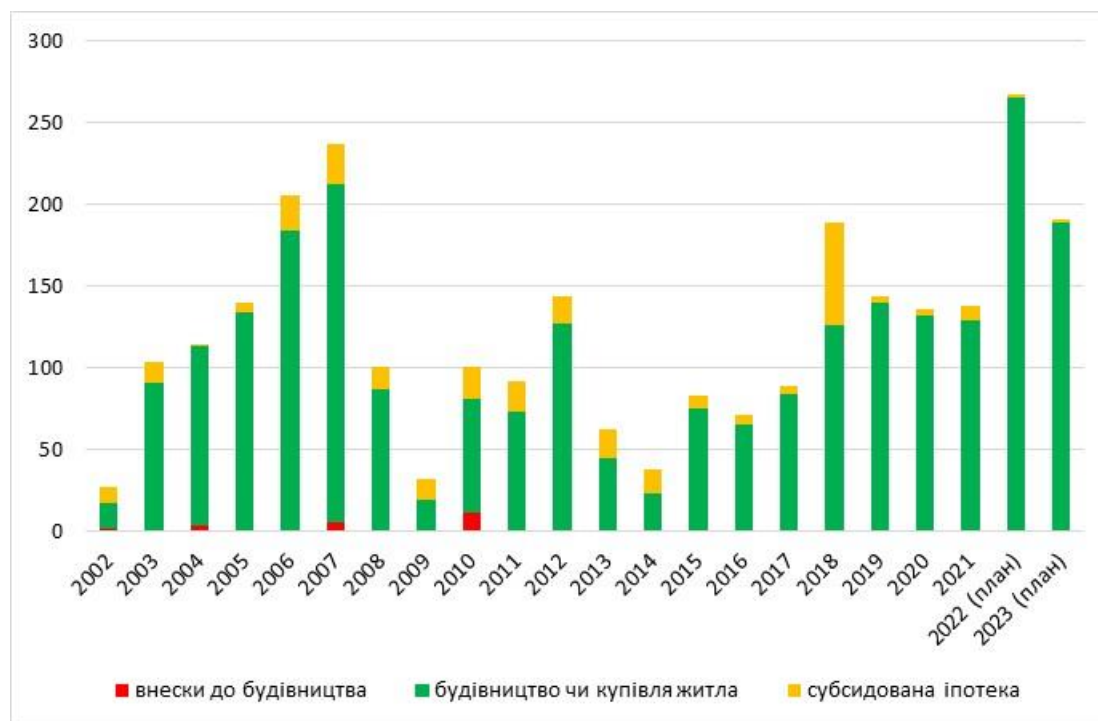
"Доступне житло" було одним з обов'язкових пунктів у програмах усіх політичних сил в Україні. Двома основними інструментами його забезпечення є надання житла державою та субсидована іпотека. Низькі іпотечні ставки були однією з політичних візитівок країни. Різні політики в різний час піднімали на свої прапори "дешеві іпотечні кредити під 2-3%, як у Європі" і подавали їх як ознаку процвітання.

Але замість того, щоб запропонувати рішення фундаментальних проблем, які спричиняють високі відсоткові ставки, такі як запровадження інфляційного таргетування або реформування судової системи, уряд тривалий час намагався боротися з симптомами, впроваджуючи програми субсидованої іпотеки.

Перші такі програми були започатковані в 1994 році і управлялися Державним фондом сприяння молодіжному житловому будівництву; час від часу структура цих програм змінювалася. Хороша новина полягає в тому, що спроможність держави фінансувати ці програми завжди була набагато меншою, ніж попит на них. Тому вони не спричиняли значних викривлень на ринку. Водночас, коли ці програми реалізуються через державні підприємства, завжди існує ризик того, що менеджмент буде переслідувати власні інтереси, а не інтереси держави.

Як показано на Рисунку 7.6, український уряд витратив на ці програми не дуже багато: близько 2,2 мільярда доларів протягом 2002-21 років. Ще 1,8 млрд дол. було інвестовано в статутні фонди державних іпотечних установ (із них 50 млрд грн або 1,67 млрд дол. було інвестовано у 2022-2023 роках у вигляді державних облігацій).

**Рисунок 7.6. Видатки державного бюджету на субсидоване житло, млн дол.**



*Дані: НБУ, Казначейство. Примітка: дані перераховано в долари США за середнім обмінним курсом за рік (у 2023 році – за сім місяців). Для всіх років наведено фактичні видатки, для 2022 та 2023 років – планові видатки, оскільки детальні дані про виконання бюджету не публікуються. Пільгова іпотека включає покриття різниці між ринковою та пільговою ставками та вливання коштів платників податків до статутного капіталу Державного фонду сприяння молодіжному житловому будівництву, що становить 30 млн дол. за досліджуваний період. Зелені стовпчики на рисунку показують суми, витрачені державою на будівництво або придбання житла, яке потім було надано пільговим категоріям населення.*

*Примітка: органи місцевого самоврядування можуть надавати пільгове житло за рахунок коштів місцевого бюджету. Раніше вони також могли надавати квартири – вони могли отримати певну частку квартир у новозбудованому будинку або їхній грошовий еквівалент. Оскільки цей "внесок" був великим джерелом корупції, у 2019 році його було скасовано.*

Наприкінці 2020 року збиткова Державна іпотечна установа, створена у 2004 році, була приєднана до нового державного підприємства – "Укрфінжитло". Це нове підприємство

отримало статутний капітал у вигляді державних облігацій. Для того, щоб мати змогу працювати, воно повинно конвертувати ці облігації в гроші. У 2006-2020 роках за облігаціями, випущеними Державною іпотечною установою, було надано державних гарантій на суму 1,75 млрд дол. США.

Рисунок 7.6 також показує, що значна частина державних видатків спрямовувалася на будівництво або придбання житла. У різні роки серед категорій осіб, для яких держава купувала житло, були працівники деяких міністерств, судді, військовослужбовці та учасники бойових дій, особи, які постраждали внаслідок Чорнобильської катастрофи, прийомні сім'ї та інші.

Крім того, право на субсидоване житло мають діти-сироти, які не мають власного житла, люди з інвалідністю та найбідніші домогосподарства. За даними Державного фонду сприяння молодіжному житловому будівництву, кількість сімей у черзі на житло скоротилася з 2,6 млн у 1990 році до 657 000 у 2015 році, а на початку 2021 року становила близько 500 000. Звісно, не всі ці сім'ї отримали житло за рахунок держави: більшість із них, імовірно, впоралися з проблемою самотужки. (З моменту свого заснування у 1994 році Молодіжний фонд допоміг отримати житло майже 41 000 сімей, а інші установи надали житло або субсидовані кредити менш ніж 20 000 домогосподарств: ці цифри набагато менші, ніж черга на житло).

Чинна програма "єОселя" (<https://eoselia.diiia.gov.ua>), яка надає пільгові іпотечні кредити, спочатку обмежувала учасників військовослужбовцями, поліцейськими та іншими правоохоронцями, працівниками галузей охорони здоров'я та освіти, які були переміщені з окупованих регіонів або регіонів, де ведуться активні бойові дії, і які володіють житлом, вартість якого є нижчою за визначений поріг.

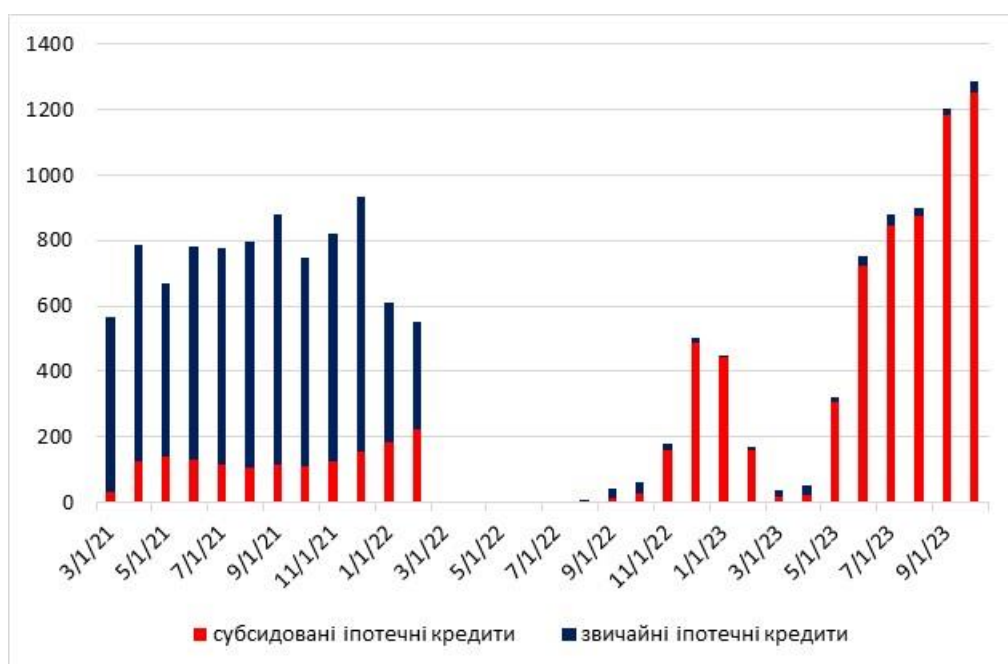
З липня 2023 року в програмі можуть брати участь усі, хто не має власного житла або володіє житлом, вартість якого менша за визначений поріг. Учасники програми повинні мати можливість обслуговувати свої кредити. Кількість людей у перелічених категоріях набагато більша, ніж може підтримати уряд (і набагато більша, ніж та, що підтримувалася державними житловими програмами раніше).

У 2021 році субсидовані іпотечні кредити становили близько 15% від усіх виданих іпотечних кредитів, а у 2023 році практично всі нові іпотечні кредити є субсидованими (див. рис. 7.7). Хоча частка є великою, абсолютні суми невеликі. Так, у період з жовтня 2022 року по серпень 2023 року субсидовані кредити було видано 2 679 сім'ям на загальну суму 3,77 млрд грн (\$99 млн).

Водночас уряду слід остерігатися витіснення ринкової іпотеки субсидованою: наприклад, сьогодні понад чверть корпоративних кредитів (і 90% нових кредитів) субсидуються за програмою "5-7-9", хоча реальні відсоткові ставки не такі вже й високі.



**Рисунок 7.7. Нові іпотечні кредити домогосподарствам, млн грн**



*Джерело: Звіт про фінансову стабільність НБУ, грудень 2023 року*

## Рекомендації

Війна загострила житлову проблему, яка існувала в Україні ще до повномасштабного вторгнення. Сьогодні ще менше людей можуть дозволити собі житло, оскільки воно стало дорожчим, тоді як реальні зарплати знизилися, а безробіття виросло, і ще менше людей можуть або хочуть взяти іпотеку на купівлю житла.

Те саме стосується кредитів загалом: обсяг кредитів виданих як підприємствам, так і домогосподарствам, скорочується від початку вторгнення навіть у номінальному вимірі. Поки територія України не буде більш-менш захищена від російських атак, із цим мало що можна зробити. Тому, чим більше зброї отримає Україна, тим швидше почнеться відбудова.

Ця частина містить рекомендації, починаючи з розгляду загальних принципів і закінчуючи інституційними питаннями та регулюванням субсидій.

### **Загальні принципи**

Є кілька речей, які уряд може зробити в очікуванні майбутньої відбудови. Фундаментальною є судова реформа, яка захистить права власності, зменшить невизначеність, характерну для країни, та підтримає інвестиції. Це також є передумовою розвитку фондового ринку та необхідною умовою для випуску іпотечних цінних паперів.

Крім того, слід продовжувати реформування правоохоронних органів (поліції, прокуратури та служби безпеки) разом з дерегуляцією, щоб забезпечити більш сприятливе середовище для бізнесу та інвестицій.

Повернення до інфляційного таргетування з поступовим скасуванням контролю за рухом капіталу є доцільним, коли це стане можливо: така політика є більш сприятливою для довгострокового планування, ніж режим фіксованого обмінного курсу з волатильною інфляцією та різкими девальваціями, який існував в Україні до 2015 року. Така політика зменшить доларизацію та розширить горизонти планування як для позичальників, так і для кредиторів.

### ***Правила та регулювання***

Що стосується правового середовища, особливо для іпотечного фінансування та ринків нерухомості, уряд не повинен намагатися захистити позичальників шляхом послаблення захисту кредиторів (наприклад, забороняти конфіскацію нерухомості для певних категорій позичальників), оскільки це, швидше за все, зменшить доступність іпотечних кредитів у першу чергу для таких "привілейованих" позичальників.

Для земель несільськогосподарського призначення (особливо в містах) потрібні чіткі ринкові правила. Їх мають розробити спільно місцеві та центральні органи влади, будівельні компанії та експерти (технічна підтримка з боку нейтральної сторони була б дуже корисною). В ідеалі, місцеві органи влади повинні мати плани розвитку відповідних населених пунктів та продавати на аукціонах земельні ділянки будівельним компаніям для будівництва житла або інфраструктури.

Ухвалення таких планів розвитку було політично складним навіть до війни через численні особисті інтереси, а сьогодні воно є ще складнішим через багато нових невідомих: скільки людей буде жити в Україні? Де вони оселяться? Де вони працюватимуть?

Наразі найкращим рішенням, імовірно, є забезпечення найнеобхіднішою інфраструктурою наявних мешканців. Тим не менш, лідерам громад було б корисно почати обговорення зі своїми громадянами (в тому числі з тими, хто переїхав до них) можливих планів розвитку громади.

Як підкреслювалося раніше в цьому звіті, життєздатність є важливою, коли йдеться про сталий та стійкий банківський сектор. Те саме стосується іпотечної галузі. У світлі історичного досвіду, який показав, що різкі зміни цін на житло надто часто опиняються в епіцентрі фінансових криз, уряд та НБУ можуть розглянути можливість запровадження надійних заходів безпеки, щоб запобігти ненавмисному створенню підґрунтя для циклу зростання та спадів.

З огляду на уроки попередніх світових криз, зокрема глобальної фінансової кризи, доцільно використовувати макропруденційні нормативи як стратегію регулювання, зокрема такі інструменти, як співвідношення кредиту до вартості (LTV) та боргу до доходу (DTI). Ці коефіцієнти мають бути зафіксовані на рівні, який дозволяє позичальникам – часто домогосподарствам – витримувати фінансовий стрес, не оголошуючи про особисте банкрутство. Наприклад, коефіцієнт LTV може мати верхню межу 70%, а максимальне значення DTI зазвичай встановлюється на рівні 30% або нижче.

Ці інструменти допоможуть усунути системні ризики та вразливості на ринку нерухомості та будівництва. Виважені коефіцієнти LTV обмежують суму, яку можна позичити, відносно вартості нерухомості, тим самим запобігаючи надмірному боргу позичальників і зменшуючи ризик виникнення "бульбашки" на ринку житла. Водночас коефіцієнт DTI обмежує частку доходу фізичної особи, яка може бути спрямована на погашення боргу, і гарантує, що позичальники не будуть перевантажені борговими зобов'язаннями, сприяючи фінансовій стабільності та зменшуючи ймовірність дефолтів за іпотечними кредитами.

### ***Прозорість***

Як уже зазначалося, сьогодні будівельний ринок здебільшого перебуває в тіні. Важко навіть зібрати дані про ціни, за якими продається нерухомість, що значно ускладнює аналіз ринкової ситуації та ризиків. Тому реформа будівельного ринку, спрямована на його прозорість та встановлення правильних стимулів для учасників ринку, буде великим кроком вперед.

Досі спроби реформувати будівельний ринок були невдалими: надто багато інтересів потрібно збалансувати і надто багато грошей задіяно (загалом, будівництво є однією з найбільш корумпованих сфер у багатьох країнах). Тому Україна виграла б від технічної допомоги та загальнонаціонального діалогу щодо реформування ринку.

Для того, щоб зробити цей діалог доказовим, слід значно покращити збір даних про ринки будівництва та нерухомості. Наприклад, банки, які надають іпотечні кредити, могли би вносити анонімізовані дані про ціни на житло до єдиної бази даних, а компанії, що займаються нерухомістю, могли б повідомляти Держстату ціни фактичних угод із нерухомістю, а не рекламних оголошень (Держстат міг би знеособлювати й узагальнювати ці дані, щоб уникнути негативного впливу на конкуренцію).

### ***Антикорупційні заходи***

Нарешті, важливо розвивати антикорупційну політику, роблячи ринок нерухомості більш підзвітним і таким, якому довіряють, у тому числі й на міжнародному рівні. Важливим заходом для підвищення прозорості ринку муніципальної (комунальної)

землі та кроком до створення справедливого і несприятливого для корупції середовища є посилена перевірка декларацій депутатів міських і селищних рад, а також інших представників місцевої влади.

Наразі депутатів місцевих рад не відносять до категорії державних службовців із підвищеним корупційним ризиком, коли вони подають декларації про доходи та майно до Національного агентства з питань запобігання корупції (НАЗК). Хоча деякі з них можуть подавати більш повні декларації, це, як правило, залежить від того, чи обіймають вони додаткові посади в уряді або державному секторі, які вимагають більш детального розкриття інформації (наприклад, посади в державних підприємствах). На жаль, це звільнення від декларування залишає прогалину у підзвітності, особливо для тих депутатів, які мають повноваження ухвалювати рішення про виділення землі, затвердження місцевих планів будівництва, які ведуть до отримання дозволів на будівництво, приватизації та інших важливих питань, не розкриваючи офіційно всі свої активи та джерела доходів.

Така ситуація створює конфлікт інтересів, уможливаючи безконтрольне ухвалення рішень, які потенційно можуть слугувати особистій вигоді на шкоду суспільному добробуту. Для усунення цієї диспропорції та забезпечення доброчесності місцевого самоврядування необхідно зобов'язати всіх депутатів місцевих рад, які беруть участь у вирішенні питань землевідведення та будівництва, подавати до НАЗК вичерпні декларації про доходи та майно як особам із високими корупційними ризиками. На додачу, слід запровадити обмеження на їхню участь у вирішенні питань, пов'язаних із землею та будівництвом, якщо вони вирішать не розкривати свої фінансові інтереси в повному обсязі. Це допоможе забезпечити необхідну прозорість, підзвітність та етичні стандарти в місцевих адміністративних структурах, що сприятиме загальному успіху реформування ринку житла та будівництва.

### ***Інституційні питання***

#### ***Забезпечені облігації***

З точки зору фінансування придбання нерухомості було б корисно посилити роль ринку забезпечених облігацій. Для цього може знадобитися перегляд існуючого закону про забезпечені облігації, деталі якого виходять за рамки цього дослідження, але, як видається, це варто зробити.

Недооціненою перевагою ринку забезпечених облігацій, де облігації випускаються банками, що надають іпотечні кредити, є високий ступінь вирівнювання стимулів, що впливає з того, що облігації є зобов'язанням банку-емітента – тобто на ринках забезпечених облігацій відповідні кредитні ризики залишаються у банку-емітента, а не перекладаються на необізнану третю сторону. Це значна перевага над прямою

сек'юритизацією кредитів, коли значну частину ризиків дефолту можна перекласти на зовнішніх інвесторів – принаймні якщо це не забороняють відповідні регуляції.

Саме тому сек'юритизація іпотечних кредитів (та інших видів кредитів), імовірно, відбудеться в Україні лише у досить віддаленому майбутньому. Випуск забезпечених іпотекою цінних паперів (mortgage-backed securities) потребує достатньо глибокого іпотечного ринку та належного контролю за макропруденційними ризиками. Сьогодні Україна могла б розробити необхідне законодавство, щоб законодавчі умови не стали стримуючим фактором для ринку, коли ситуація покращиться. Наразі існує концепція такого законодавства, але необхідно розробити відповідний законопроект, включаючи мінімальні вимоги до прозорості та сталості (див. Krahnert and Wilde 2022).

### *Банки*

З іншого боку, простіший інструмент, а саме забезпечені облігації, вже був випробуваний в Україні – він був випущений Державною іпотечною установою близько десяти років тому і не привернув великої уваги. Але якщо забезпечені облігації будуть випущені комерційними банками, вони можуть привернути увагу інвесторів.

Кредитні спілки та інші небанківські фінансові установи майже не розвинені, і вони навряд чи стануть значними гравцями на іпотечному ринку (або взагалі на кредитному ринку). З іншого боку, банківський сектор зараз має надлишкову ліквідність і може задовольнити попит, якщо будуть вирішені інші питання (прозорість будівельного ринку, захист прав кредиторів – сьогодні все ще майже неможливо вилучити квартиру, якщо хтось не сплачує іпотеку).

Україні не потрібен спеціальний банк розвитку, який би спеціалізувався на видачі іпотечних кредитів. По-перше, Україна вже має значною мірою невдалу історію державних іпотечних установ.

По-друге, частка держави в банківському секторі сьогодні значно перевищує 50%, і є розуміння того, що існуючі державні банки будуть приватизовані, коли дозволять умови. Подальше збільшення участі держави в секторі не має сенсу. Словом, пошук якихось "креативних" рішень для збільшення обсягів іпотечного кредитування лише відвертатиме увагу уряду від фундаментальних проблем, які разом підвищують ризики іпотеки значно вище прийнятного рівня.

Коли почнеться відбудова, Україна, імовірно, зіткнеться з дефіцитом будівельних матеріалів. Тому можна подумати деякі нестандартні рішення (наприклад, використання уламків зруйнованих будівель). Якщо це потребує перегляду будівельних норм, то такий перегляд має розпочатися вже сьогодні.

## *Роль субсидій*

Програми субсидованого житла можуть залишатися для найбільш вразливих домогосподарств. Кілька принципів їх розробки були б корисними:

Надання грошей або ваучерів є кращим рішенням, ніж купівля житла та надання його домогосподарствам, тим більше, що для багатьох людей бажане місце проживання та/або сімейна ситуація вже змінилися або можуть змінитися в найближчому майбутньому. Тому нещодавно прийнятий механізм компенсації за зруйноване житло видається прийнятним за умови усунення корупційних ризиків. Оскільки уряд може бути не в змозі задовольнити попит на монетизацію ваучерів, слід розглянути можливість їх використання як застави для отримання іпотечних кредитів.

Субсидоване страхування майна, що використовується як застава, може бути кращим рішенням, ніж субсидування відсоткових ставок. Надання субсидованих іпотечних кредитів через комерційні банки, а не через спеціалізовані державні підприємства, є кращим рішенням, оскільки це допоможе вивести ринок нерухомості з тіні. Крім того, використання комерційних та інших банків для надання іпотечних кредитів може значно збільшити обсяг, а отже, і вплив цієї програми. Наприклад, комерційні банки можуть брати участь у співфінансуванні будівництва, що дозволить вирівняти стимули між банками та надавачем субсидії. Надавачем субсидії може бути уряд або спеціалізований банк розвитку другого рівня (як описано в Розділі 5).

Розширення програми субсидій на оренду поруч із купівлею житла може бути хорошим рішенням, оскільки це робить людей більш мобільними. Це також може вивести з тіні більшу частку ринку оренди житла. Підтримка внутрішньо переміщених осіб з 2014 року може розглядатися як пілотний проект для такої програми.

## Розділ 8

### Страховання воєнних ризиків<sup>1</sup>

Прагнення України приєднатися до ЄС у воєнний час було підтримане. Вона подала заявку на членство в лютому 2022 року, отримала статус кандидата в червні 2022 року і рішення лідерів ЄС про початок переговорів про вступ у грудні 2023 року. Як і швидкість ухвалення цих рішень, вступ України до ЄС, імовірно, буде унікальним процесом, оскільки вона стане першою країною, яка готуватиметься до вступу в блок перебуваючи в стані повномасштабної війни із невизначеною тривалістю, майбутнім результатом мирного врегулювання та перспективами його стійкості.

Тому, окрім складного процесу узгодження законодавства та досягнення об'єктивних критеріїв вступу, постає структурне питання інтеграції менш розвиненої економіки, яка серйозно постраждала від повномасштабної війни, з одночасним досягненням економічного зближення. Враховуючи, що інвестиції, необхідні для відновлення України, сягають 1 трильйона євро протягом наступних 10-15 років, очевидно, що країні потрібно буде залучити державні та донорські ресурси для стимулювання приватних інвестицій, щоб прискорити економічне зростання та зближення з рештою країн ЄС.

До війни рівень економічного розвитку України та потенційні темпи зростання стримувалися складним бізнес-середовищем, негативним сприйняттям іноземних інвесторів, геополітичною напруженістю та структурними факторами, такими як скорочення чисельності населення. На додачу до цих структурних перешкод, потенційні інвестори зараз стикаються з невизначеністю щодо ймовірності повторення воєнного нападу, під час якого їхні активи в Україні можуть опинитися під загрозою.

Таким чином, окрім важливості посилення обороноздатності України, інституційних реформ та реформ у сфері верховенства права, як приватний сектор, так і влада регулярно говорять про необхідність захисту економічної діяльності від збитків, спричинених повторною військовою агресією, як передумову для майбутніх інвестицій та збільшення торговельних потоків. Так, нещодавнє опитування українського бізнесу, проведене за підтримки USAID, показало, що попит на страхування політичних ризиків (political risk insurance - PRI) та страхування від політичного насильства (political violence insurance - PVI) виріс у чотири-п'ять разів з початку повномасштабної війни, а дві третини респондентів заявили, що шукатимуть такого захисту навіть після закінчення війни (USAID 2023).

---

<sup>1</sup> Цей розділ заснований на статті, написаній у співавторстві Метью Ріолаччі та Олександром Пивоварським «Військове страхування: уроки історії»

Починаючи з періоду між двома світовими війнами, військові ризики були поступово виключені з усіх стандартних неморських полісів. Відтоді інвестори та торговельні компанії, які прагнуть захистити свої активи в країнах, що зазнають соціальних заворушень або (гео)політичних потрясінь, можуть зробити це, лише придбавши поліси страхування від політичних ризиків (PRI) або поліси страхування від політичного насильства (PVI). Ці два поліси зазвичай доповнюють один одного, але PRI забезпечує захист від свавільних рішень уряду, таких як експропріація, націоналізація або заборона репатріації прибутку, тоді як PVI фокусується на матеріальних збитках, спричинених терористичними актами, диверсіями, війною або громадянською війною. Отже, те, що зазвичай називають "страхуванням на випадок війни", є одним із ризиків, що покриваються полісами страхування від політичного насильства.

Глобальна пропозиція полісів страхування ризиків від політичного насильства є відносно скромною порівняно із загальним розміром страхового ринку. Якщо поєднати оцінку попиту інвесторів на страхування військових ризиків в Україні із загальними інвестиційними потребами країни, то потенційний річний попит на таке страхування буде дуже великим. Імовірно, він перевищить обсяги, які наразі пропонують усі провідні світові страховики, що входять до Бернського союзу (об'єднання офіційних експортно-кредитних агентств, багатосторонніх фінансових установ та приватних страховиків кредитних і політичних ризиків), у світі.

Для того, щоб страхування на випадок війни було надійним і ефективним, не підриваючи при цьому весь страховий сектор, воно вимагає більшої передачі ризиків у глобальному страховому секторі порівняно зі стандартними страховими випадками, такими як автомобільні аварії. Це пов'язано з тим, що, як і стихійні лиха, повномасштабні конфлікти мають великий, концентрований вплив на цілі економіки, який місцеві страхові сектори можуть бути не в змозі покрити, або який вимагатиме стягування і накопичення внесків на рівні, недоступному для більшості інвесторів чи трейдерів.

З цієї причини первинні страховики, як правило, прагнуть продати більшу частину своїх ризиків, пов'язаних із війною, глобальним перестраховиком. Глобальні перестраховики можуть протистояти системним ударам по своїх захищених активах завдяки своїм великим балансам, які добре диверсифіковані географічно. До початку повномасштабної війни в лютому 2022 року глобальні перестраховики мали значні ризики відносно України та Росії. Так, згідно з аналізом S&P Global Market Intelligence, у травні 2022 року світова страхова індустрія розкрила інформацію про колективні збитки та резерви, пов'язані з війною, в першому кварталі 2022 року, на суму близько 1,3 мільярда доларів США. S&P також підрахувало, що до кінця війни сукупні збитки перестраховиків можуть перевищити \$10 млрд (S&P Global 2022).

Після початку війни перестраховики вирішили скоротити свої збитки і прийняли рішення про повне припинення страхування військових ризиків в Україні. За деякими даними, первинні страховики, що працюють в Україні, змогли запропонувати покриття військових



ризиків у дуже невеликих обсягах за дорогими полісами страхування, пов'язаними з війною, де таке покриття є обов'язковим, наприклад, для короткострокового перебування в Україні іноземних посадових осіб та ключового персоналу. Забезпечення страхування морських вантажів від воєнних ризиків та їх розміщення на міжнародних ринках ризиків було можливим у контексті договору про Чорноморську зернову ініціативу, який був розірваний Росією в односторонньому порядку в липні 2023 року. Після припинення дії ініціативи доступність морських полісів постраждала, а там, де вони були доступні, такі поліси стали дуже дорогими (хоча деякі дані свідчать про те, що страхові премії дещо знизилися, коли Україна встановила ефективний військово-морський контроль над Чорноморським коридором).

Тим часом, після найважчих перших місяців війни українська влада зосередилася на усуненні перешкод для роботи страхового ринку. Так, НБУ скасував більшість валютних обмежень на перестраховальні платежі, запроваджених на початку війни для запобігання відпливу капіталу. НБУ та уряд також почали розробляти рішення, які полегшать надання страхового захисту під час війни, зокрема, дозволивши вітчизняному експортно-кредитному агентству страхувати та перестраховувати інвестиції як міжнародних, так і українських компаній. Наприкінці 2023 року український уряд за підтримки глобального страхового брокера створив за рахунок бюджетних коштів невеликий фонд, який може бути використаний для покриття частини збитків, пов'язаних із потенційними морськими страховими випадками, щоб знизити вартість полісів морського страхування.

Міжнародні інституції, що підтримуються державою, такі як іноземні експортно-кредитні агентства та Багатостороннє агентство з гарантування інвестицій (MIGA), змогли забезпечити страхування на випадок війни для деяких торговельних потоків та міжнародних інвестицій, хоча їхня пропозиція залишається обмеженою за обсягом та переліком осіб, які можуть отримати такі поліси.

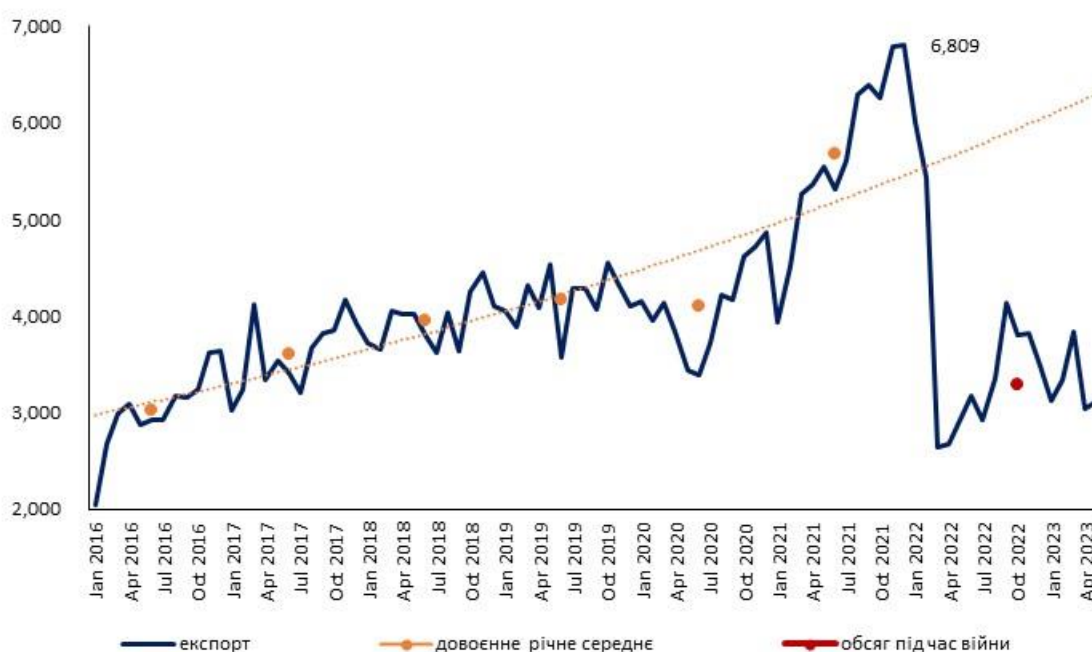
Враховуючи обсяг потенційної потреби та дуже обмежену пропозицію, видається, що український уряд та міжнародна спільнота мають відіграти певну роль у створенні ринку, з якого вийшла глобальна індустрія страхування ризиків. Якщо це так, то виникає природне запитання, що може зробити влада та міжнародна спільнота, щоб допомогти Україні розробити страхові рішення, які б слугували країні під час та після війни у стійкий та гнучкий спосіб, не замінюючи ринок на невизначений час.

У решті цього розділу ми надаємо кілька рекомендацій, які розробники політик та учасники ринку можуть взяти до уваги при розробці потенційних рішень, враховуючи попередній досвід, а також особливості України.

## Навіщо потрібна схема для підтримки страхування ризиків, пов'язаних із війною?

Попередній досвід свідчить, що чим довше триває жорсткий конфлікт, тим довше його наслідки відчуватимуться в економіці постраждалих країн. Наприклад, дослідження конфліктів у країнах Африки на південь від Сахари, проведене МВФ, показало, що наслідки конфліктів є динамічними і тривають щонайменше п'ять років після початку конфлікту (Fang et al. 2020). Серед каналів поширення кризи - зниження торговельної активності та зменшення потоків інвестицій, зокрема прямих іноземних інвестицій (ПІІ). У Звіті ЄБРР *Transition Report* за 2022-23 роки ці результати підтверджуються на основі нового набору даних про епізоди конфліктів. У звіті зазначено, що лише у 29% випадків ВВП на душу населення повертається до рівня, який спостерігався в порівнюваних країнах, де не було війни, протягом п'яти років, а майже в половині випадків він залишається нижчим за цей рівень через 25 років (EBRD 2023). В Україні вплив війни на експорт був миттєвим. Експорт упав і дещо відновився, але залишився далеко позаду довоєнної траєкторії зростання, щомісяця в середньому на 2,7 млрд дол. нижче за п'ятирічний довоєнний тренд (див. рис. 8.1).

**Рисунок 8.1: Щомісячний експорт з України у млн. доларів США, без коригування на сезонність**

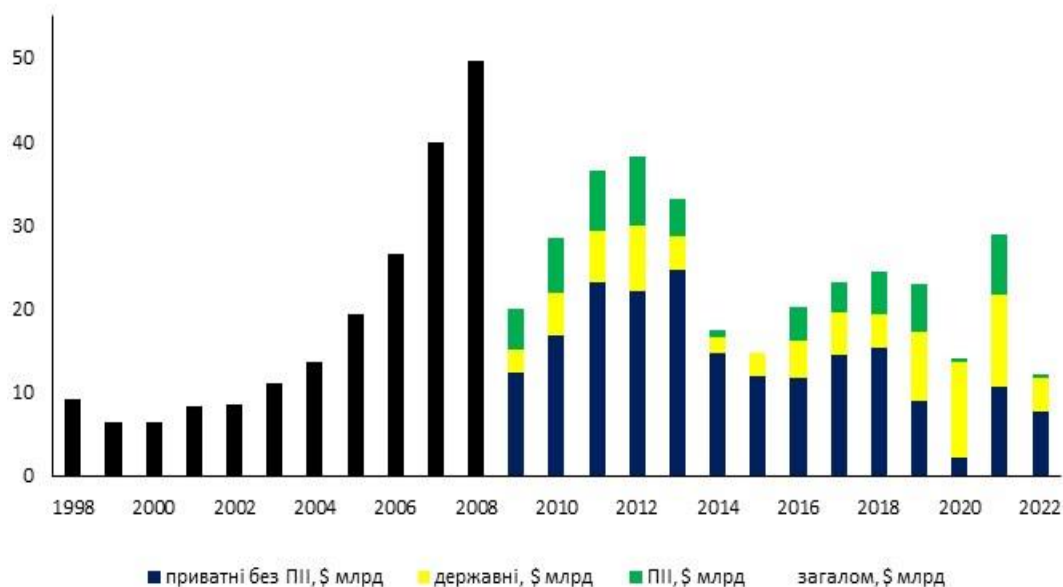


Джерело: НБУ, розрахунки авторів

Довгостроковий вплив війни на економіку України є ще більш вражаючим, якщо взяти до уваги дані про інвестиції (див. Рисунок 8.2). Після світової фінансової кризи загальний обсяг інвестицій скоротився, але відновився швидкими темпами, зберігаючи

збалансоване співвідношення державних і приватних інвестицій (включно з ПІІ). Те саме відбулося після пандемії Covid-19. Але після анексії Криму в 2014 році інвестиції так і не досягли довоєнного рівня, а частка ПІІ в структурі інвестицій постійно знижувалася.

**Рисунок 8.2: Інвестиційні потоки в Україну, млрд доларів США**



*Джерело: МВФ, розрахунки авторів*

Такий значний спад прямих іноземних інвестицій після 2014 року дещо дивує, зважаючи на дуже великі розміри України. Поширеним поясненням такої стагнації є обмежене бажання інвесторів ризикувати грошима в країні, де триває заморожений конфлікт із залишковою імовірністю повторення насильства. Але це також може бути ознакою нездатності ринку належним чином оцінити ризики. Наприклад, навіть під час війни Міністерство закордонних справ, справ Співдружності та розвитку Великої Британії (FCDO) рекомендує послабити обмеження на поїздки до західних областей України (включаючи Закарпатську, Івано-Франківську, Тернопільську та Чернівецьку) порівняно з рештою території країни (FCDO 2024). За оцінками деяких фахівців у сфері ризиків, понад 80% території України має "помірний" профіль ризику за такими спеціалізованими напрямками, як управління ризиками подорожей, що включає захист від викрадення, викупу або вимагання (Inherent Risks 2024).

Таким чином, невибіркове повне виключення перестраховиками військового ризику на всій території України призводить до втрачених комерційних можливостей та неоптимального розподілу ризиків. Тому визначення державних рішень, які допомогли б страховій галузі (і потенційним інвесторам та експортерам) накопичувати дані про фактичні страхові випадки та покращити розуміння профілю ризиків у кожному регіоні,

могло б із часом сприяти підвищенню економічної активності та поверненню міжнародних перестраховиків в Україну.

## Стан розвитку страхового сектору України

Як і банківський сектор, протягом радянського періоду страховий сектор України був дуже малим, а більшість ризиків в економіці де-факто були соціалізовані. Після здобуття Україною незалежності та лібералізації економіки з'явився сектор комерційного страхування. Але він залишився невеликим і сегментованим на групу сильніших компаній з міжнародним капіталом та ефективним управлінням та велику групу менших, менш прозорих компаній з місцевим капіталом.

Після світової фінансової кризи рівень проникнення страхування в Україні знизився до близько 1% ВВП на рік. (Фінансові показники в цьому розділі взяті з "Огляду небанківського фінансового сектору" НБУ за листопад 2023 року і можуть ґрунтуватися на неаудійованій фінансовій звітності та інформації від страховиків). Це означає, що валові страхові премії на душу населення становлять близько 40 євро порівняно з середнім показником близько 3000 євро в країнах Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР). Незважаючи на такий низький рівень проникнення страхування, станом на 2019 рік на страховому ринку працювала дуже велика кількість компаній (загалом 233), багато з яких мали дуже малі баланси і не могли запропонувати ринку страхові продукти в достатньому обсязі.

Відтоді нагляд за страховим сектором перейшов до НБУ, який розпочав амбітну трансформацію сектору, спираючись на попередній досвід консолідації банківського сектору, що дуже добре послужив Україні в перші місяці війни. Очищенню ринку сприяв Закон "Про страхування", прийнятий у грудні 2021 року. Основні положення нового закону, узгоджені з Директивою ЄС про платоспроможність II, набули чинності в січні 2024 року (Європейська Комісія 2023а, б). Як результат, ринок, схоже, стабілізується на рівні близько 100 компаній, і на ньому, як і раніше, домінуватимуть міжнародні групи.

У перші тижні повномасштабного вторгнення, стурбований ризиком впливу капіталу, НБУ запровадив обмеження на транскордонні перестраховальні платежі. Але щойно макроекономічні умови стабілізувалися, влада почала усунення перешкод для нормального функціонування страхового ринку. У грудні 2022 року НБУ вжив заходів для спрощення ведення страхового бізнесу (НБУ 2022), реагуючи на запити представників фінансового ринку, органів державної влади та бізнесу, а також враховуючи завдання забезпечення макрофінансової стабільності та захисту міжнародних резервів України. Це було зроблено, зокрема, шляхом послаблення валютних обмежень, у тому числі для здійснення платежів з транскордонного перестраховування.

У цьому складному операційному та політичному середовищі страховий сектор з початку війни зміг вирости. Так, у третьому кварталі 2023 року страхові активи вирости

приблизно на 4% з початку року. Після падіння майже на третину на початку війни валові зібрані премії помітно зросли, прагнучи повернутися до довоєнного рівня. Як у страхуванні життя, так і в інших видах страхування премії значно виросли порівняно зі спадом, який спостерігався на початку 2022 року. Наприклад, валові премії страховиків, не пов'язаних зі страхуванням життя, у період з вересня 2022 року по вересень 2023 року виросли на 18% (або на 10% у реальному вираженні), що певною мірою відображає значне зростання обсягів страхування за програмою "Зелена карта" для українців, які користуються власними автомобілями в ЄС.

Виплати страхових відшкодувань також виросли, але значно менше, ніж премії: на 6% у період з червня по вересень 2023 року для страховиків, які не займаються страхуванням життя, і на 9% для страховиків, які займаються страхуванням життя. Інвестиційний дохід, що збільшився на 26% порівняно з аналогічним періодом 2022 року для страховиків, які не займаються страхуванням життя, також сприяв зростанню чистого прибутку. Хороші результати діяльності таких страховиків зумовили 9% рентабельність капіталу станом на третій квартал 2023 року, що перевищило довоєнний рівень у 6%. Таким чином, загальна прибутковість сектору також виросла. Але рентабельність власного капіталу залишилася нижчою за 15% зафіксовані в третьому кварталі 2022 року, що частково пояснюється погіршенням результатів андеррайтингу.

Тим часом ситуація на світовому страховому ринку з 2022 року погіршилася. Сезон поновлення полісів перестрахування в січні 2023 року, коли перестраховики підвищили ціни на деякі продукти на 200%, був особливо складним у всьому світі (Cohn 2023). Страховикам в Україні було особливо складно знайти пропозицію глобального перестрахування навіть для ризиків, не пов'язаних із війною. Наприклад, поліси на випадок поломки обладнання та втрати прибутку було майже неможливо отримати (Griffiths & Armour 2023).

Не маючи змоги передати свої ризики міжнародним перестраховикам, місцеві страховики залишаються обережними. У вересні 2023 року резерви під можливі збитки у добровільному страхуванні вперше виросли на 5% після постійного зниження протягом попередніх чотирьох кварталів. У обов'язковому страхуванні резерви під можливі збитки виросли на 20% у річному вимірі. З виходом з ринку деяких перестраховиків частка збитків, яка лягла на місцевих страховиків, виросла з 80% у довоєнний період до близько 90% і продовжує зростати.

Після нещодавніх змін, запроваджених НБУ, низку первинних страховиків в Україні можна вважати надійними та виваженими партнерами, які працюють у дуже складному середовищі. Але їхнє зростання стримується браком перестраховальної спроможності через вихід міжнародних перестраховиків після повномасштабного вторгнення у 2022 році. Зокрема, їхня здатність приймати на перестрахування воєнні ризики залишається близькою до нуля.

## Роль міжнародної спільноти у воєнний час

Міжнародна спільнота має певні інструменти для надання страхової підтримки у воєнний час, зокрема через національні експортно-кредитні агентства, національні інститути фінансування розвитку та міжнародні фінансові установи.

Низка національних експортно-кредитних агентств пропонують поліси страхування від політичного насильства (PVI), які іноді включають воєнний ризик, своїм національним інвесторам для здійснення інвестицій за кордон або експортерам із їхніх країн. Хоча офіційної відмови експортно-кредитних агентств та інших державних страховиків від покриття ризиків, пов'язаних з Україною, не відбулося, наразі їхня діяльність обмежена, за винятком кількох схем експортного кредитування, які, як правило, пропонують одноразове та індивідуальне страхування інвестицій і не завжди покривають транзит.

Декілька національних фінансових установ розвитку також пропонують або готуються пропонувати страхування від воєнних ризиків через різні канали. Так, Американська Корпорація з фінансування міжнародного розвитку (USAID) пропонує страхування від воєнних ризиків як американським, так і місцевим інвесторам, у тому числі у партнерстві з міжнародними організаціями, такими як Багатостороннє агентство з гарантування інвестицій (MIGA).

MIGA - це багатонаціональна установа, створена для захисту транскордонних інвестицій від некомерційних ризиків. Для підтримки економічної активності у воєнний час вона створила спеціалізований трастовий фонд, що фінансується донорами, з метою підвищення власної спроможності зі страхування інвестицій в Україні, загальний обсяг якого має становити 300 мільйонів доларів США. Вона також розширила свою співпрацю з міжнародними партнерськими установами, такими як ЄБРР, щоб допомогти зменшити комерційні ризики в Україні. У вересні 2022 року MIGA виділило Україні кошти на пілотний проект на поліси страхування від політичних ризиків (PRI) з ЄБРР, надавши гарантію першого збитку для підтримки торговельних операцій, що здійснюються через українські державні банки.

Незважаючи на постійні зусилля, пропозиція страхування від воєнних ризиків залишається обмеженою і доступною лише для обраних інвесторів. Жодна з описаних вище схем не спирається на традиційні ринкові структури передачі ризиків, що обмежує роль приватного сектору в покритті ризиків.

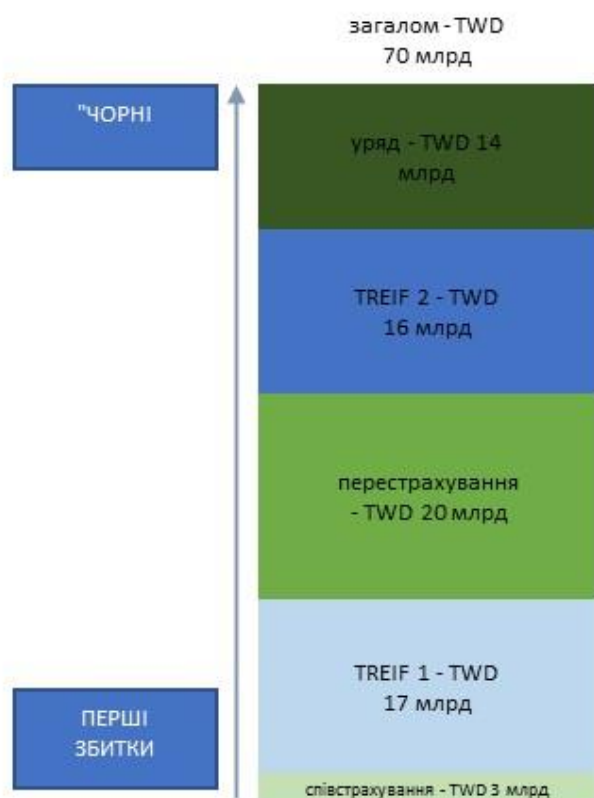
## Історія державного залучення до страхових рішень, пов'язаних із конфліктами

Міжнародний досвід свідчить, що об'єднання ризиків за державної підтримки може бути ефективним способом залучення приватного сектору до підтримки економічного відновлення після конфліктів, а також після стихійних лих чи терористичних атак. Уряди

підтримують схеми в різних секторах, виступаючи в ролі координаторів, розподільників ризиків або страховиків останньої інстанції.

Державні фонди особливо популярні в сегменті страхування від стихійних лих. Тайванський фонд страхування житла від землетрусів (TREIF) є робочим прикладом такої структури, де, передаючи ризики, TREIF залучає приватний сектор до покриття ризиків (див. рис. 8.3). Інші галузі, де існують такі державні структури, включають страхування врожаю в сільському господарстві і, звісно, терористичні та воєнні ризики.

**Рисунок 8.3: Структура розподілу збитків TREIF у мільярдах нових тайванських доларів**



*Джерело: AXA 2018*

Страхові випадки, застраховані за участю держави, відрізняються від традиційних страхових ризиків у двох ключових аспектах. По-перше, їхні дуже великі масштаби можуть спричинити серйозні фінансові труднощі навіть для найбільших страховиків та перестраховиків. Створення резервів під такі події може зв'язати значну частину капіталу страховика і перешкоджати його зростанню в інших сегментах.

По-друге, частоту таких подій важко передбачити, а збиткові події мають високу кореляцію, що робить їх дуже складними для моделювання, тому страховикам та перестраховикам не вигідно виділяти ресурси на відносно нішеві продукти, за винятком

деяких спеціалізованих синдикатів, які очікують дуже високі норми прибутку. Тому наявність державної підтримки, яка може спрацювати, коли збитки досягнуть певного порогу, може обмежити потенційні збитки і додати страховій галузі певної передбачуваності, а також чіткої оцінки максимальних ризиків у найгіршому випадку.

Існує певний міжнародний досвід державних рішень у сфері страхування від війни та тероризму. У більшості таких випадків уряди фінансували страхові пули після того, як ризики, що підлягали покриттю, матеріалізувалися. Наприклад, Австралія, Франція, Німеччина та Нідерланди створили свої страхові пули від тероризму після терористичних атак 11 вересня 2001 року, хоча ці атаки не мали прямого впливу на ці країни. Запуск таких схем за межами США, які безпосередньо постраждали від терактів, мав на меті допомогти заповнити прогалину, що утворилася після того, як великі перестраховики скоротили свої ризики або пішли з ринку страхування від тероризму як у США, так і в інших країнах. Теракти спричинили ухвалення Конгресом США Закону про страхування від терористичних ризиків, підписаного в листопаді 2002 року. Більшість, якщо не всі, основні програми страхування від тероризму, що фінансуються урядом, продовжують діяти і через понад 20 років після терактів.

Характер таких програм значною мірою продиктований характером ризиків, з якими стикалися економіки країн на момент їх створення. Наприклад, єдиними двома країнами, які мають систему страхування від воєнних ризиків, є Іспанія та Ізраїль. Обидві ці країни пережили тривалий військовий конфлікт. В Іспанії програма була створена в 1941 році, щоб допомогти промисловості впоратися з втратами від Громадянської війни. В Ізраїлі програма стала постійною, щоб відповідати хронічній нестабільності в регіоні.

Арабський синдикат страхування воєнних ризиків (Arab War Risks Insurance Syndicate - AWRIS), створений у 1981 році для захисту місцевих ринків, акумулював прибутки від взаємного страхування, щоб запропонувати фінансові резерви своїм членам, до яких входять страховики з інвестиційним рейтингом з країн Перської затоки (Willis Tower Wilson 2022). На противагу цьому, британська схема "Pool-Re", створена через обмеження страхування комерційної нерухомості у Великобританії від терористичних ризиків у контексті терактів у Північній Ірландії, чітко виключає воєнні ризики зі свого покриття.

З цього досвіду Україна може винести кілька уроків. По-перше, всі наявні приклади мають реактивний характер, тому для України ще не пізно попрацювати над запровадженням системи воєнного страхування.

По-друге, ці схеми значно відрізняються за різними характеристиками, такими як ціна, рівень покриття, франшиза або модель фінансування. Всі вони унікальні і пристосовані до місцевих умов. Ключовим фактором, який слід враховувати, є рівень активності приватного сектору. Система AWRIS є гарним прикладом, коли об'єднання ризиків і прибутків було необхідним для вирішення проблеми неспроможності ринку, але



державна підтримка не була необхідною, оскільки приватний сектор продовжував функціонувати.

По-третє, у всіх випадках, коли пули були створені за державної підтримки, держава-спонсор мала сильну фіскальну довіру. Оскільки війна чинить значний тиск на фіскальну позицію України, інвестори та трейдери можуть вважати державну підтримку недостатньо надійною. Швидше за все, в осяжному майбутньому Україні доведеться вдатися до підтримки міжнародної спільноти.

## Обґрунтування державно-приватного рішення для страхування воєнних ризиків для України

Хоча страховий сектор України досить добре розвивався протягом перших двох років війни, він залишається занадто малим, погано диверсифікованим і слабким у фінансовому плані, принаймні з точки зору міжнародних ринків. Останні дані свідчать про те, що низка українських страхових компаній пропонують своїм клієнтам продукти воєнного страхування, які покривають невелику частку вартості їхніх рухомих і нерухомих активів. Але очікується, що в осяжному майбутньому суми, що пропонуються, і вартість, що покривається, залишатимуться дуже малими.

Іншою можливістю є значне розширення суто державних ініціатив за підтримки українського уряду та міжнародної донорської спільноти. У світлі дуже обмеженого фіскального простору та необхідності визначити пріоритети соціальних програм і військових витрат, українському уряду може бути складно створити програму гарантій у необхідному масштабі. Така ініціатива потребуватиме резервування значних коштів для забезпечення довіри з боку міжнародних перестраховиків. “Тестом” такого підходу є нещодавня ініціатива із забезпечення доступності воєнного страхування для суден, що прямують Чорним морем до українських портів. Спеціальні рішення такого роду можуть знадобитися для задоволення конкретних і нагальних потреб, але у довгостроковій перспективі вони навряд чи будуть стійкими чи досягнуть значних масштабів.

Державні установи, які прагнуть сприяти забезпеченню воєнного страхування на тлі дефіциту пропозиції, можуть зіткнутися з низкою підводних каменів. По-перше, важко оцінити попит на продукт до початку операцій. Хоча вищезгадане дослідження USAID та інші ринкові сигнали вказують на наявність значного попиту, брак системної інформації ускладнює точне калібрування необхідної підтримки. По-друге, за відсутності функціонуючого ринку визначення ціни може бути складним завданням. Це пов'язано з невизначеністю щодо ключових параметрів, таких як коефіцієнт збитковості, що ускладнює визначення беззбиткового рівня страхових премій. Хоча невизначеність можна зменшити шляхом посилення комунікації зі страховою галуззю та ринком, потенційні донори будь-якого варіанту за участі держави повинні будуть прийняти певний ступінь ризику, який важко оцінити кількісно. Частково цього можна було б досягти, запровадивши виважену операційну структуру, достатньо гнучку для того, щоб

розвиватися з плином часу. Наприклад, доцільно починати зі страхування активів відносно невеликої вартості, оскільки захист більших активів, таких як промислова нерухомість, може прискорити вичерпання наявного капіталу в разі реалізації ризику. По мірі накопичення ринкового досвіду та даних, покриття може розширюватися на нові сегменти в процесі регулярних консультацій зі страховою галуззю.

Для досягнення успіху ефективна система, спрямована на підтримку торгівлі та інвестицій, повинна спиратися на первинних страховиків та брокерів. По-перше, для збільшення попиту на страхові продукти програма потребуватиме щонайменше одного міжнародного брокера зі значною присутністю на ринку. По-друге, первинні страховики повинні мати бажання і можливість розповсюджувати продукт. Їм може знадобитися певна технічна підтримка для покращення управління ризиками (включаючи інформацію про фактичні та потенційні збитки), ціноутворення та процесів андеррайтингу.

Нарешті, будь-яка ініціатива має передбачати залучення перестраховиків. Навіть якщо вони не беруть на себе фінансові ризики на початковому етапі, перестраховики повинні мати доступ до даних, що генеруються схемою, щоб ознайомитися з її економічним підґрунтям і, можливо, з її профілем ризиків. У середньо- та довгостроковій перспективі державна підтримка має зосередитися на більш ризикованих сегментах або ризиках “чорних лебедів”, де приватний перестраховий потенціал буде недоступним. У короткостроковій перспективі залучення одного або двох перестраховиків також буде ключовим для створення прецеденту для інших учасників ринку. У середньо- та довгостроковій перспективі, коли перестраховики почнуть приймати ризики на свої баланси, вони забезпечать більшу частину фінансового важеля.

Страхове рішення, створене Фондом реагування на надзвичайні ситуації Червоного Хреста (DREF), є робочим прикладом того, як державні гроші можуть залучити приватних перестраховиків. DREF працює як центральний “резервуар” грошей, що фінансується донорами, які можна швидко і прозоро розподіляти для підтримки дій громад у країнах, що стикаються з катастрофами до або під час їхнього настання. Згідно з цією новою структурою, перестраховики покривають екстремальний ризик, коли річні витрати на реагування на кризові ситуації значно відхиляються від історичних показників, таким чином забезпечуючи Червоному Хресту можливість збільшувати свої витрати, коли реалізуються незвичайні ризики. По суті, щойно виділене DREF фінансування на випадок стихійних лих досягає 34 мільйонів євро у певному році, для поповнення резервів DREF запускається перестраховування (IFRC 2023).

## Побудова екосистеми за підтримки міжнародної спільноти

Для реалізації державно-приватного партнерства може знадобитися міжнародна фінансова установа, яка буде каналом зв'язку між державними та приватними суб'єктами, що підтримують ініціативу. З боку держави донорам потрібна незалежна та

надійна установа, яка б управляла їхніми коштами та звітувала про їхнє використання. Донорське фінансування супроводжується суворими вимогами до фінансової, екологічної та соціальної звітності. Донорські кошти можуть надходити у вигляді різних інструментів, включаючи покриті та непокриті гарантії та гранти, які необхідно об'єднати до того, як вони будуть перетворені на прийнятні для ринку інструменти перестрахування.

Міжнародні фінансові установи та банки розвитку мають досвід використання інструментів змішаного фінансування і користуються довірою донорів. Міжнародні фінансові установи, як правило, не цікавляться національною приналежністю бенефіціарів приватного сектору і мають дуже високі стандарти кредитоспроможності та управління. Вони також прагнуть сприяти розвитку конкуренції і, наприклад, заохочують поширення цінних даних, які можуть бути використані всіма учасниками ринку.

Міжнародна фінансова установа, яка візьметься за проєкт створення механізму спрямування донорських коштів у продукт страхування воєнних ризиків, повинна буде впоратися з кількома викликами.

### ***Використання донорського фінансування для забезпечення простої гарантії***

Хоча донорських коштів небагато, вони також є різноманітними. Отже, одним із головних викликів для спрямування коштів буде їхнє ефективне “змішування”. Деякі донори розглядатимуть можливість надання підтримки у вигляді великих незабезпечених гарантій, тоді як інші – у вигляді забезпечених внесків. Використання цих коштів вимагає перетворення гарантії на договір страхування/перестрахування.

Теоретично це відбувається шляхом трансформації деяких економічних характеристик одного механізму передачі ризику в інший. Наприклад, премії, зібрані за договором перестрахування, стають грошовим потоком для виплати гарантійної винагороди. На практиці це відбувається шляхом створення спеціального механізму – трансформатора, який використовує гарантію як капітал для укладання договорів перестрахування.

Концепція трансформації донорських гарантій у продукти страхування від політичних ризиків (PRI) вже була предметом успішних експериментів у страховій галузі. Одним із прикладів є Африканський фонд енергетичних гарантій (AEGF). В рамках AEGF, Європейський Інвестиційний Банк (ЄІБ) трансформує гарантію, підтриману ЄС, для підтримки перестраховиків PRI, що покривають енергетичні проєкти в країнах Африки на південь від Сахари, у партнерстві з великою міжнародною перестраховальною компанією. Перестраховальна компанія-партнер покриває ризик першого збитку в портфелі перестрахування, ЄІБ гарантує другий збиток у рамках портфеля перестрахування, а збитки, що перевищують максимальну суму другого збитку, покриваються перестраховальною компанією. Важливо зазначити, що страхування від

політичних ризиків не покриває воєнні ризики, а AEGF працює на ринку, де є певні можливості для приватного перестрахування PRI (Отоґу та ін., 2022).

### ***Забезпечення відповідності будь-якого рішення найкращим регуляторним практикам***

Основним стимулом для страховиків, які звертаються до перестрахування, є вивільнення капіталу, пов'язаного з ризиком базових полісів, шляхом передачі його перестраховику. Така передача повинна бути визнана регулятором, інакше первинний страховик не отримає вивільнення капіталу. Регулятор визнає таку передачу лише в тому випадку, якщо поліси передаються акредитованій перестраховальній компанії, враховуючи її кредитоспроможність, репутацію, місцезнаходження, а також загальний фінансовий стан і належне управління. У цьому випадку особливо важливо, щоб договори перестрахування, укладені структурою, яка користується підтримкою міжнародної фінансової установи, в очах міжнародного регулятора мали таку ж цінність, як і договір перестрахування, укладений звичайним перестраховиком.

### ***Наслідки для ресурсів***

Спрямування донорського фінансування в сектор перестрахування також може бути складним завданням, оскільки донорські ресурси надаються з певними умовами. Міжнародна фінансова установа, що надає підтримку, повинна буде надавати донорам адекватну звітність за проектом, що охоплює фінансові, етичні, екологічні та соціальні аспекти, а також показники впливу ініціативи. На практиці міжнародній фінансовій установі, можливо, доведеться впроваджувати спеціальні системи та процеси бухгалтерського обліку.

### ***Адаптація до попиту***

Щоб бути ефективною, структура має бути адаптованою до потреб ринку. Однією з ключових функцій участі приватного сектору є інформування координуючої міжнародної організації про ринки, які потребують найбільшої підтримки. По суті, це означає, що вся первинна документація та структурні рішення повинні враховувати ці майбутні зміни, які також необхідно обговорити з донорами.

Оскільки банки розвитку діють за межами своєї зони комфорту і повинні зважати на свої власні обмеження під час таких обговорень з обома сторонами процесу, відкриття такого каналу або структури розподілу може стати тривалим процесом. Час, необхідний для належного відкриття цього каналу розподілу, в той час як ситуація вимагає швидких дій, є важливим для того, щоб будь-яка ініціатива була ефективною, стійкою та актуальною після завершення війни.

## Висновки

Оскільки перестраховики уникають покриття воєнних ризиків в Україні з початку війни, утворилася значна прогалина, яку місцеві страхові компанії не в змозі заповнити.

Зіткнувшись із подібним виходом перестраховиків після попередніх криз, особливо після терактів 11 вересня 2001 року, інші країни створили пули з державною підтримкою, щоб повернути перестраховиків на ринок, а також запропонувати їм підтримку на випадок, якщо збитки перевищать певну суму. В Україні відтворення таких структур з державною підтримкою на даному етапі буде складним через фінансову ситуацію та загальну невизначеність. Українська влада докладатиме зусиль для створення державного агентства, що сприятиме наданню страхування воєнних ризиків (НБУ 2024). Але це, ймовірно, буде реалізовано і досягне масштабів через довший проміжок часу, коли країна зможе відновити необхідні фіскальні буфери та довіру інвесторів.

Тому можна створити на тимчасовій основі державно-приватну структуру, координовану міжнародною агенцією, що заслуговує на довіру і є фінансово надійною, щоб пропонувати продукти воєнного страхування для сприяння торгівлі, а з часом і для інших сегментів економіки, включаючи капітальні інвестиції.

Міжнародна державна підтримка забезпечить початковий капітал, необхідний для залучення приватних партнерів. Останні відповідатимуть за поширення полісів на унікальному і складному ринку та залучення додаткових ресурсів для створення з часом ефекту важеля. Планування довгострокової координації такого партнерства є трудомістким процесом, який потребує багато часу та ресурсів, а його результатом має стати стабільна, гнучка та довгострокова підтримка української економіки.

Мобілізація приватного сектору означає залучення всієї екосистеми або ланцюжка доданої вартості передачі ризиків: страховика, перестраховика і брокера. Відкриття ринку перестраховування воєнних ризиків не лише дозволить страховикам продавати цей продукт, але й збереже відносини між страховиками та перестраховиками, а останнім буде зручніше надавати покриття для традиційних ризиків.

Створення ринкового механізму, який працює через перестраховиків та страховиків, замість прямого страхування активів, збільшить імовірність того, що рішення стане самодостатнім і зможе з часом використовувати обмежені державні ресурси, пропонуючи значний додатковий потенціал для допомоги українській економіці в процесі відбудови та відновлення.

## Розділ 9

# Вступ до ЄС: умови та перспективи

## Вступ до ЄС: базові умови

Через тиждень після повномасштабного вторгнення Росії в Україну 24 лютого 2022 року Україна подала офіційну заявку на вступ до ЄС. 17 червня 2022 року Європейська Комісія опублікувала Висновки, в яких визначила умови та кроки, які Україна (а також Грузія та Молдова, два інші кандидати) має виконати до початку офіційного переговорного процесу про вступ. 23-24 червня 2022 року Європейська Рада підтвердила рекомендації Європейської Комісії як щодо необхідних кроків, так і щодо надання статусу кандидата.

Важливо, що умови, висунуті Європейською комісією, обмежуються політичними засадами й не торкаються економічних питань, що відповідає теперішній практиці ЄС, коли політичні пріоритети стають обов'язковою умовою в процесі вступу. Але всі три країни вже досягли значного прогресу в багатьох галузях економіки в рамках імплементації поглиблених та всеохоплюючих зон вільної торгівлі (ПВЗВТ), передбачених їхніми угодами про асоціацію з ЄС (Emerson та ін., 2023). Крім того, залишається незмінним те, що будь-яка країна, яка бажає стати членом ЄС, повинна дотримуватися загальних зобов'язань щодо членства, тобто повного обсягу права ЄС, закріпленого в Договорі, вторинному законодавстві та політиках ЄС - так званого *acquis* ЄС (Європейська Комісія 2023а). Ця вимога стосується усіх сфер діяльності ЄС, включно з економічними та фінансовими питаннями.

Після висновків Європейської Комісії у червні 2022 року Україна здійснила масштабні заходи для виконання необхідних умов, зокрема фундаментальних та політичних критеріїв верховенства права для членства, а також щодо економічних умов. У листопаді 2023 року Європейська Комісія опублікувала звіт у рамках Комунікації про політику розширення ЄС за 2023 рік, в якому проаналізувала прогрес у виконанні умов, визначених у червні 2022 року. Після цього звіту Європейська Рада у грудні 2023 року офіційно ухвалила рішення про початок процесу вступу України до ЄС.

Шлях України до ЄС також передбачає процес відновлення, відбудови та реформування країни після завершення війни. Щоб підтримати цей процес та забезпечити необхідні інвестиції, Європейська Комісія разом з Україною та партнерами з G7 створила міжвідомчу донорську координаційну платформу за рішенням лідерів G7 у грудні 2022 року. Мандат платформи полягає в координації підтримки нагальних фінансових потреб України та майбутнього економічного відновлення і відбудови з різних джерел та існуючих інструментів фінансування, що доповнюватиме існуючі напрямки (наприклад,

фінансовий напрямок G7, координаційну групу G7 з питань енергетичної інфраструктури та координаційну групу міжнародних фінансових установ).

Також у червні 2023 року Європейська Комісія запропонувала спеціальний середньостроковий інструмент фінансування, який надасть Україні послідовну, передбачувану та гнучку підтримку на період 2024-27 років. Новий Український фонд (Ukraine Facility) підтримуватиме зусилля, спрямовані на забезпечення макрофінансової стабільності та сприяння відновленню. Фонд отримає 50 мільярдів євро у вигляді грантів та кредитів.

## Сім кроків, необхідних для вступу України до ЄС: стан справ станом на кінець 2023 року

*Таблиця 9.1: Стан підготовки України до вступу в ЄС станом на лютий 2024 року порівняно з кроками, передбаченими у Висновку Європейської Комісії за червень 2022 року*

Кроки	Статус на лютий 2024 року	Основні дії, які ще потрібно зробити
1. Реформа Конституційного суду	Виконано	-
2. Реформа системи правосуддя	Виконано	-
3. Боротьба з корупцією	Потрібно більше роботи	Збільшити штат Національного антикорупційного бюро України (НАБУ) та розширити інспекційні повноваження Національного агентства з питань запобігання корупції (НАЗК)
4. Боротьба з відмиванням грошей та реформа правоохоронного сектору	Виконано	-
5. Деолігархізація	Виконано	-
6. Медійне середовище	Виконано	-
7. Національні меншини	Виконано	-

Висновок Європейської Комісії, опублікований у червні 2022 року, містив великий перелік умов для доступу України до ЄС, який був доповнений аналітичним звітом про адаптацію законодавства України у лютому 2023 року. Сім умов, висунутих Україні,

можна розділити на політичні та технічні. До першої категорії належать умови, пов'язані з судовою реформою, боротьбою з корупцією та антиолігархічним законодавством, де рішення вимагають сильної політичної волі для подолання корисливих інтересів. До другої категорії належать умови, що вимагають імплементації найкращих європейських та міжнародних практик в українські норми (Emerson та ін. 2023).

У Таблиці 9.1 підсумовано сім кроків, яких вимагала Європейська Комісія у своєму Висновку в червні 2022 року, а також відносний прогрес, оцінений у звіті Європейської Комісії в листопаді 2023 року. Слід підкреслити, що ухвалення конкретного правила - це не те саме, що його імплементація. Остання найважливіша. Громадянському суспільству (і ЄС) необхідно звернути увагу на швидкість імплементації після ухвалення правил.

## Функціонуюча ринкова економіка та законодавство ЄС

Хоча умови, яких вимагає Європейська Комісія, стосуються переважно політичних засад і верховенства права, відповідно до висновків Європейської Ради в Копенгагені в червні 1993 року вступ до ЄС вимагає наявності функціонуючої ринкової економіки та здатності впоратися з конкурентним тиском і ринковими силами в межах Союзу. У свою чергу, це вимагає добре функціонуючих і стабільних фінансових установ (банків, страхових компаній, пенсійних фондів, інвестиційних послуг, бірж тощо), а також чесної конкуренції між ними. Для забезпечення цих умов необхідно запровадити належні правила щодо авторизації, функціонування та нагляду за цими установами (Європейська Комісія 2023b).

За останні роки НБУ здійснив численні кроки в напрямку створення стабільного та конкурентоспроможного банківського сектору, незважаючи на російське вторгнення. Зокрема, НБУ імплементував в українське законодавство основні рекомендації Базельського комітету з банківського нагляду та Європейської ради з системних ризиків, а також основні положення, що містяться в Регламенті ЄС про вимоги до банківського капіталу (CRR) та Директиві про вимоги до капіталу (CRD). Завдяки цим ініціативам Україна досягла певного прогресу в імплементації *acquis* щодо корпоративного управління в банках, здійснення нагляду за банками на основі оцінки ризиків та запровадження законодавства для сприяння сталому розвитку цифрових фінансів (Європейська Комісія 2023b).

Наразі НБУ перебуває в процесі імплементації положень Директиви про вимоги до капіталу (CRD) та Регламенту ЄС про вимоги до банківського капіталу (CRR) в рамках комплексної дорожньої карти, яка має бути завершена у 2025 році (Європейська Комісія 2023a). Це має забезпечити узгодженість із законодавством ЄС. З цією ж метою наступного року Україна має, зокрема, підготувати перегляд якості активів банківського сектору, щоб мати кращі можливості для вирішення проблеми зростання непрацюючих кредитів. Крім того, вона має продовжити зусилля з адаптації до законодавства ЄС у сфері врегулювання неплатоспроможності банків та страхування вкладів.



Загалом, враховуючи важливість добре функціонуючого фінансового сектору в країнах із перехідною економікою (Berglof and Bolton 2002), Україна має прагнути відповідати вимогам банківського союзу ЄС іще до вступу в єврозону. Це забезпечило б дорожню карту для розробників політик з точки зору використання Єдиної європейської книги правил, запровадження всіх належних вимог до капіталу, схем страхування депозитів та схем врегулювання, як це передбачено в Директиві про відновлення та реструктуризацію банків (BRRD) I та II. Важливо, що це не лише забезпечить дорожню карту, але й зніме частину тягаря з українських регуляторів та наглядових органів, оскільки вони зможуть слідувати вже чітко визначеній регуляторній базі.

## Процес вступу до ЄС та рекомендації цього звіту

Тут ми розглядаємо рекомендації цього звіту через призму процесу вступу до ЄС. Кінцева мета членства в ЄС створює сильний притягальний ефект для України в тому, що стосується реформи регулювання. Заплановане структурне узгодження з регуляторними та іншими стандартами ведення бізнесу ЄС дедалі більше визначатиме дискусію щодо реформ в Україні. Інакше кажучи, всі пропозиції щодо реформ будуть перевірятися місцевими та іноземними органами влади на відповідність переліку умов вступу, сформульованому Європейською Комісією.

Перелік умов вступу, його елементи, порядок і терміни не є остаточними. Навпаки, з часом вони, ймовірно, будуть коригуватися залежно від успадкованих структур і поточних умов. Таким чином, порядок денний реформ має двосторонній характер: умови, передбачені в документах про вступ, впливатимуть на порядок денний реформ в Україні. І навпаки, елементи реформ, яких Україна дуже прагне, можуть формувати перелік умов вступу.

Таким чином, навіть якщо деяких елементів із переліку пропозицій щодо реформ, розглянутих у цьому звіті, немає у поточній версії переліку вимог до вступу, вони можуть бути включені на більш пізній стадії процесу - зокрема, якщо українська сторона наполягатиме на цьому і зможе запропонувати відповідне обґрунтування, пов'язане з економікою або врядуванням.

У цьому звіті ми пропонуємо оцінку пропозицій у контексті існуючих документів про вступ до ЄС. Для фінансового сектору ці документи вимагають узгодження правової та інституційної структури в декількох сферах (див. Європейська Комісія 2023а, 2023б для більш детальної інформації):

- Зміцнення базової інституційної основи ринкової економіки - верховенства права, законодавства про підприємництво та банкрутство, антимонопольного законодавства, а також порядку денного FATF (Групи з розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей та фінансуванням тероризму).

- Посилення корпоративного управління на рівні банків - недержавна модель власності, залучення акціонерів, розкриття інформації та конкуренція.
- Зміцнення фінансової стабільності на банківських ринках та ринках капіталу - регулювання та нормативи капіталу, нагляд та вихід з ринку.

Всі ці умови можна згрупувати під одним заголовком: "узгодження з *acquis* ЄС", де термін "*acquis*" означає накопичену нормативно-правову та інституційну архітектуру, яка була розроблена і впроваджена в ЄС протягом останніх 40 років. Деякі з цих правил з'явилися як відповідь на сучасні кризи, інші відображають спробу створити або розширити справжній спільний внутрішній фінансовий ринок.

Якщо розглянути умови вступу детальніше, побачимо, що довгий список пропозицій щодо реформ (як у документі Європейської Комісії 2023a) здебільшого дуже добре узгоджується з пропозиціями, викладеними в цьому звіті. Ми пояснимо цю відповідність нижче, посилаючись на три сфери реформ, що впливають із документів про вступ до ЄС: інституційна структура; корпоративне управління та ринковий розподіл ресурсів; регуляторний та наглядовий режим.

## Інституційна структура

У робочих документах Європейської Комісії про вступ України до ЄС (European Commission 2023a, 2023b) наголошується на інших аспектах, які мають бути виконані під час процесу вступу. Серед них – необхідність зміцнення загальних засад ринкової економіки, наприклад, верховенства права в цілому, законодавства про неплатоспроможність зокрема, а також програми FATF щодо відмивання грошей, фінансування тероризму та корупції. Деякі з цих питань також можуть бути прямо чи опосередковано вирішені шляхом посилення ролі наглядового органу, особливо за умови добровільного підпорядкування європейським стандартам нагляду, наприклад, шляхом укладення офіційної угоди з SSM, яка надає європейському наглядовому органу право на проведення перевірок та застосування санкцій.

Основні пропозиції у цьому звіті стосуються зміцнення довіри до фінансової системи України, зокрема до її здатності ефективно та надійно фінансувати відновлення. З цією метою ми пропонуємо посилити роль двох існуючих інституцій та створити нову. До перших належать міжнародна платформа для координації донорської допомоги та національна рада з планування реформ. Нова установа, Український банк розвитку (УБР), стане каналом отримання коштів, що надходять в Україну, а також для розподілу коштів всередині України.

Така інституція, як УБР, може відіграти вирішальну роль у досягненні стратегічних цілей процесу вступу до ЄС, а саме: допомогти Україні досягти економічного розвитку та знайти шлях до підвищення продуктивності, зростання і зрештою добробуту в умовах конкуренції на внутрішньому ринку ЄС.

Конкретний дизайн цих інституційних інновацій резонує з історичною унікальністю вступу України до ЄС, який був спровокований і прискорений війною та її дедалі більшими економічними та фізичними руйнуваннями. Зруйнована війною економіка України потребує значних трансфертних платежів для відновлення економіки та її інфраструктури. Саме тому створення потужних інституцій високого рівня, які координуватимуть міжнародні зусилля, забезпечуватимуть ефективну координацію проектів в Україні та дозволять ефективно спрямовувати мобілізовані кошти на ринкових засадах до українського кінцевого споживача, є, на нашу думку, необхідною умовою для виходу з критичної економічної ситуації, в якій опинилася країна.

Щоб полегшити спрямування коштів, у цьому звіті ми запропонували доповнити фінансову архітектуру України, що допоможе впоратися з масштабною роботою з відбудови, яка чекає на нас попереду. Ідея полягає у створенні трьох інституційних стовпів для масштабних зусиль з відбудови та розвитку, до яких долучаться багато країн: Платформи розвитку України (ПРУ) для координації донорів; Національної ради відбудови та реформ (НРВР) для уніфікованого планування процесу реформ; та Українського банку розвитку (УБР) для об'єднання міжнародного капіталу та вітчизняних інвестиційних проектів через банківську систему.

Перші дві інституції продовжують роботу вже існуючих установ, спираючись на створені ними інституційні структури. Вони були відомі під назвами "Національна рада реформ" та "Міжвідомча донорська координаційна платформа". Роль, яку ми пропонуємо для цих інституцій, полягає у розширенні інклюзивності, наданні голосу донорам, які не входять до кола G7. Обидві інституції дозволять Україні взяти на себе відповідальність за подальший процес післявоєнної відбудови у більш ефективний та збалансований спосіб. Процес буде більш ефективним, оскільки можна буде уникнути негативних наслідків конкуренції між донорами та більш повно і свідомо використати синергію під час загального планування проектів. Процес також буде більш збалансованим, оскільки існуватиме простіший спосіб обговорення та вирішення питань, що становлять спільний інтерес для країн-донорів та українського уряду.

Потрібно створити з нуля третю інституцію – УБР, оскільки немає жодної існуючої інституції, яка могла б обґрунтовано взяти на себе роль каталізатора, яку вона покликана відігравати. Його функція полягає в тому, щоб зробити важливий внесок у фінансову сторону відновлення України - мобілізувати кошти на національному та міжнародному рівнях, а також об'єднувати, розподіляти та контролювати ці кошти. Крім того, УБР допомагатиме в реалізації інших частин програми реформування фінансового сектору, пов'язаних із реформою управління на рівні банків.

Запропонований набір інституцій, зображений на Рисунку 3.4 у Розділі 3, сприяє виконанню порядку денного вступу до ЄС декількома шляхами. Важливо зазначити, що порядок денний FATF, включаючи питання відмивання грошей та фінансування тероризму, вимагає розпізнавання фінансових потоків і відстеження їх у часі. Ці питання,

пов'язані з розкриттям інформації, значно полегшуються, якщо фінансові потоки проходять чітко визначеним каналом з визначеними зобов'язаннями щодо звітності.

Крім того, роль УБР як учасника співфінансування коштів, які розподіляються через банківську систему першого рівня, що є одним з основних напрямків діяльності УБР після його створення, ще більше підвищить прозорість використання коштів у майбутньому. Разом із роллю банку в реформуванні структури власності та управління сьогоднішніми великими державними банками, це посилить ринковий розподіл капіталу в українській економіці.

Нарешті, роль УБР у співфінансуванні підвищить здатність банків кредитувати більш ризиковані проекти, не жертвуючи при цьому бажаним мінімальним рівнем фінансової стабільності. Обидва аспекти – збільшення ризиків на рівні портфелів і посилення обережності на рівні окремих кредитів – узгоджуються з акцентом на фінансовій стабільності та належному корпоративному управлінні, що досить докладно викладено в документі про вступ до ЄС.

Разом запропоновані інституційні інновації сприятимуть розробці та впровадженню реформи фінансового сектору, яка є необхідною для процесу вступу до ЄС. У цьому формулюванні УБР матиме активні ділові відносини з банківським сектором першого рівня в Україні, що передбачає його ключову роль у процесі реформування.

## Корпоративне управління та ринковий розподіл ресурсів

Ми розглянули питання корпоративного управління в кількох розділах цього звіту. У розділі, присвяченому банківському сектору (Розділ 4), основна увага приділяється інституційній життєздатності окремих банків, а також тому, як стимулювати банки орієнтувати свій портфель на відновлення та розвиток промисловості та бізнесу в Україні. Повне врахування непрацюючих кредитів та відхід від ролі фінансиста уряду - це два напрямки політики, які позитивно резонують з приватизацією банків, що передбачає політику адекватних коефіцієнтів капіталу та стійких бізнес-моделей. Ці політики тісно пов'язані із законодавством ЄС у сфері банківського регулювання та розвитку ринку. Слід підкреслити, що з проблеми непрацюючих кредитів в Україні випливає позитивна можливість реструктуризації: необхідний крок, тобто рекапіталізація недостатньо капіталізованих банків, може бути елегантно поєднаний із вкрай бажаним рішенням, тобто реформуванням структури власності в національній банківській системі.

Прикладами питань корпоративного управління у порядку денному вступу до ЄС є: річна фінансова звітність та розкриття звітів компаній, включаючи обов'язковий аудит; покращення корпоративного управління в банках; зміцнення прав власності та заохочення довгострокової участі акціонерів; проактивна конкурентна політика; суворі обмеження на державні субсидії. Всі ці теми узгоджуються із заходами реформування

банківського сектору, викладеними в цьому звіті, а деякі з них прямо відображені в цьому звіті.

Процес рекапіталізації, як запропоновано в Розділі 4, та подальша приватизація великих і державних банків приведуть до значних змін у корпоративному управлінні банків, залежно від прийнятої стратегії приватизації. Деталі майбутнього приватизаційного процесу можуть бути обговорені та розроблені групою експертів разом з установою, що управляє пакетами акцій. Останньою може бути тимчасова дочірня компанія УБР. Вона набуватиме пакети акцій банків під час процесу рекапіталізації, а продаж цих пакетів має відбутися протягом визначеного періоду часу.

Після приватизації банківський ринок в Україні виглядатиме зовсім інакше, ніж сьогодні. Частка державних банків значно зменшиться, може з'явитися більше різноманітних структур власності та бізнес-моделей (акціонерні компанії, кооперативи, регіональні банки, універсальні та спеціалізовані банки, наприклад, банки, що фінансують нерухомість), а також може вирости конкуренція. Всі ці аспекти можуть посилити ринковий підхід до банківської реформи, що є бажаним для вступу до ЄС.

Після війни іпотечне фінансування в Україні, ймовірно, відіграватиме більш важливу роль як у житловому, так і в комерційному будівництві. Ми запропонували низку реформ та вдосконалень у сфері фінансування нерухомості в Україні, які допоможуть знизити приватну вартість будівництва до рівня, що відповідає значним обсягам будівельної діяльності по всій країні. З огляду на поточну невизначеність, прискорення інвестицій у будівництво вимагатиме значних обсягів субсидій або державної допомоги, що може бути елементом ширшої схеми страхування на випадок війни.

## Система регулювання та нагляду

Говорячи про фінансові послуги, документи про вступ до ЄС посилаються на загальні характеристики надійної банківської системи, включаючи стабільність установ, наявність компетентного нагляду та поступовий перехід до регуляторного режиму, сумісного зі стандартами ЄС. Ці стандарти включають наглядовий компонент і, як наслідок, здатність виводити з ринку неплатоспроможні банки навіть якщо вони є системно важливими.

Кілька пропозицій у цьому звіті мають схоже спрямування і тому можуть бути інтерпретовані як кроки на шляху до вступу в ЄС. Наведемо кілька прикладів: ми пропонуємо провести широку перевірку якості активів у всіх великих банках і використати її результати як основу для ухвалення рішення щодо списання або передачі до “поганого банку” непрацюючих кредитів та рекапіталізації. Це допоможе звільнити існуючі банки від спадкових збитків і одночасно запропонувати свіжі кошти для відновлення кредитування корпоративної відбудови та розвитку.

Крім того, права вимоги за операціями рекапіталізації мають бути перепродані ширшому загалу, таким чином досягаючи приватизації відповідних банків. Банківська

архітектура, що формується, певною мірою наблизатиметься до бажаного конкурентного банківського ринку, передбаченого в документах про вступ до ЄС. Водночас нові приватизовані банки повинні мати надійні та ефективні моделі управління, а також нарощувати борговий капітал, який може бути використаний як застава, тим самим виконуючи ще одну вимогу, зазначену в документах ЄС, а саме - узгодження з правилами ЄС щодо вимог до капіталу.

Аналогічно, кілька макропруденційних інструментів, згаданих у розділі цього звіту, присвяченому іпотечі (Розділ 7), сприяють фінансовій стабільності, зокрема, використання обов'язкових лімітів на борг відносно вартості застави (співвідношення кредиту до вартості застави) та наявного доходу позичальників (ліміти на борг до доходу).

Нарешті, нагляд і регулювання відіграють важливу роль у документах про вступ до ЄС. Сильний і надійний режим банківського та ринкового нагляду буде важливим елементом оцінки вступу до ЄС. Як зазначалося вище, досвідчений наглядовий орган, який не має жодних зобов'язань перед Україною, цілком може знадобитися, із самостійно взятим на себе зобов'язанням дотримуватися міжнародних стандартів нагляду і, що важливо, вирішувати проблеми збанкрутілих установ. Міжнародний досвід свідчить про те, що залучення іноземних установ, як, наприклад, SSM, може підвищити довіру до наглядового процесу, тим самим збільшуючи його реальну цінність.

*Mutatis mutandis*, подібні міркування стосуються і розвитку ринків капіталу, який ми також обговорюємо в цьому звіті (у Розділі 6) і який відіграє не менш важливу роль у документах про вступ до ЄС. Загалом, більшість, якщо не всі пропозиції щодо реформ, описані в цьому звіті, позитивно впливають на виконання умов вступу до ЄС. Це має означати, що наші пропозиції щодо реформ матимуть підтримку.

## Прикінцеві зауваження

Дебати про розширення ЄС відбуваються у вирішальний момент для всієї міжнародної системи. Багато людей стурбовані тим, що світ сегментується на конкуруючі та ворожі торговельні блоки. Бачення європейської інтеграції, що лежало в основі Європейського економічного співтовариства, а потім і ЄС, завжди передбачало співпрацю, яка не обмежувалася лише невеликою групою країн – первісними шістьма членами. Натомість кожна хвиля розширення приносила нові акценти і значні вигоди, а також витрати на перехідний період. Це був також мирний проект, проект подолання спадщини війни та диктатури.

Коли було створено Європейське об'єднання вугілля та сталі, минуло лише сім років після руйнівних конфліктів та зрад Другої світової війни. Всі первісні країни-члени були окуповані та/або розгромлені, а їхні еліти дискредитовані. Розширення у 1980-х роках, коли до організації приєдналася Греція, а згодом Португалія та Іспанія, включало країни,

які лише нещодавно звільнилися від військових диктатур. Розширення ЄС у 2000-х роках вивело колишні країни з централізованою плановою економікою зі східного блоку, де домінував Радянський Союз.

Всі нові члени принесли з собою нову динаміку, яка, однак, викликала певний дискомфорт у деяких країнах, які вже були членами ЄС. Французькі винороби були занепокоєні конкуренцією з боку іспанських виробників так само, як сьогодні польські та французькі фермери стурбовані експортом українського зерна. Німецькі компанії занепокоєні конкуренцією з боку країн Центральної та Східної Європи з дешевшою робочою силою. Але факт нової конкуренції також приніс нові можливості, включаючи інтеграцію нових країн-членів у виробничі ланцюги.

Сьогодні таке ж відчуття можливостей з'являється через необхідність реорганізації фінансових систем – включаючи нагляд і регулювання – для підтримки більшої ефективності, а також з метою покращення та розширення функціонування фондового ринку. Такі країни, як Україна, які потребують значних реформ, можуть запропонувати план, як перестрибнути через етапи розвитку і уникнути неефективності та несправедливості, які з часом просочилися в існуючі механізми. Українці пропонують новаторську модель в електронному урядуванні, а також у застосуванні електронних технологій та штучного інтелекту у фінансах.

Сьогодні деякі європейці стурбовані і розчаровані, піддаються дезінформації та фейковим новинам, а деякі скептично ставляться до того, чи працює демократія і чи може вона приносити результати. Їх необхідно заспокоїти. Саме героїзм українців може запропонувати позитивну модель центральної ролі свободи та демократичних цінностей.

Як наслідок, сьогодні відбувається глибоке переосмислення Європи та її значення, не в останню чергу через побоювання щодо того, що може змінитися в міжнародній позиції США після президентських виборів у листопаді 2024 року. Що б не сталося, Європі доведеться витратити більше на свою систему безпеки, і витратити більш скоординовано. До 2024 року європейські країни усвідомили, що вони також є вразливими, і що Україна веде війну за них: особливо це стосується данців, естонців, фінів, латвійців, литовців, поляків, румунів і шведів. Деякі країни, що не є членами ЄС, молдовани та норвежці, а також Велика Британія, також побачили жакливу ступінь своєї вразливості.

Одна з найбільших змін відбулася в Німеччині. Невдовзі після 24 лютого 2022 року канцлер Олаф Шольц проголосив нову епоху, *Zeitenwende*, в якій Німеччина буде зобов'язана зайняти більш рішучу позицію на захист як німецької, так і європейської безпеки. Відтоді німецький шлях був вибоїстим. Були вагання і побоювання щодо відправки чогось більшого, ніж військові шоломи, які німці спочатку запропонували Україні. Було наполягання на тому, що Європа і США повинні рухатися разом. Танкова угода стала масштабною зміною: німці подолали історично обґрунтований страх перед

застосуванням сили в міжнародних відносинах (з танком "Panzer", який відіграв важливу символічну роль як нацистський інструмент завоювання), а також історичне почуття провини перед Росією (хоча, як зазначають багато українських істориків, значну частину жертв нацистської агресії становили саме українці). Але це лише початок процесу усвідомлення того, що спільна система оборони і безпеки потребує ефективної економічної інтеграції - наприклад, у проектуванні, розробці та виробництві військової техніки - якої суттєво бракувало в європейському минулому.

У цьому сенсі європейці повинні спиратися на уроки, які були застосовані на найбільш ранніх етапах європейської інтеграції, одразу після руйнівного конфлікту Другої світової війни. План Маршалла, задуманий як шлях до загального і глобального процвітання, не був спрямований на одну конкретну країну. Він також реалізовувався паралельно зі створенням нових міжнародних організацій, таких як Адміністрація ООН з питань допомоги та реабілітації (UNRRA), а також Бреттон-Вудських інституцій.

Наразі західну участь і підтримку України часто несприятливо протиставляють відсутності ефективної підтримки демократії та боротьби з путінськими агентами в Сирії та Африці, а також звинувачують Захід в односторонності та лицемірстві. Тому існує вагомий аргумент на користь створення загальної програми управління постконфліктними суспільствами, а не спеціальної програми, орієнтованої на Україну.

Проект відбудови в Україні не спрацює, якщо гроші розглядатимуться лише як спосіб просування вузького порядку денного країн-донорів. Необхідно також уникати найменшого натяку на повчання чи проповідництво. Немає необхідності читати українцям лекції про демократію та демократичні цінності. Навпаки, Україна може багато чому навчити європейців у цьому плані - допомогти європейцям знову відчутти цінність проекту, в якому вони беруть участь з часів їхнього власного катастрофічного конфлікту.



## Перелік використаної літератури

Albuquerque de Sousa, Jose Alexandre, Peter van Bergeijk, Thorsten Beck and Mathijs van Dijk (2023), “Nascent Markets: Understanding the Success and Failure of New Stock Markets” (<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4384180>).

Audretsch, David, and Julie Elston (1997), “Financing the German Mittelstand”, *Small Business Economics* 9: 97-110.

AXA (2018), *Guide to Government Pools*.

Beck, Thorsten (2013), “Bank Financing for SMEs – Lessons from the Literature”, *National Institute Economic Review* 225: 23-38.

Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine (2000), “A New Database on Financial Development and Structure”, *World Bank Economic Review* 14: 597-605 (<https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/financial-structure-database>).

Beck, Thorsten, Jan Pieter Krahen, Philippe Martin, Franz Mayer, Jean Pisani-Ferry, Tobias Tröger, Beatrice Weder di Mauro and Jeromin Zettelmeyer (2022), “Completing the Banking Union: Economic Requirements and Legal Conditions”, SAFE White Paper No. 93 (<https://safe-frankfurt.de/publications/working-papers/details/publicationname/completing-the-banking-union-economic-requirements-and-legal-conditions.html>).

Becker, Torbjörn, Barry Eichengreen, Yuriy Gorodnichenko, Sergei Guriev, Simon Johnson, Tymofiy Mylovanov, Kenneth Rogoff and Beatrice Weder di Mauro (2022a), *A Blueprint for the Reconstruction of Ukraine*, CEPR Rapid Response Economics #1 (<https://cepr.org/publications/books-and-reports/blueprint-reconstruction-ukraine>).

Becker, Torbjörn, Barry Eichengreen, Yuriy Gorodnichenko, Sergei Guriev, Simon Johnson, Tymofiy Mylovanov, Kenneth Rogoff and Beatrice Weder di Mauro (2022b), *Macroeconomic Policies for Wartime Ukraine*, CEPR Rapid Response Economics #2 (<https://cepr.org/publications/books-and-reports/macroeconomic-policies-wartime-ukraine>).

Becker, Torbjörn, J. Lehne, T Mylovanov, N Shapoval and G Spagnolo (2022c), “Anti-Corruption Policies in the Reconstruction of Ukraine”, in *Rebuilding Ukraine: Principles and Policies* edited by Yuriy Gorodnichenko, Ilona Sologoub and Beatrice Weder di Mauro, CEPR Press (<https://cepr.org/publications/books-and-reports/rebuilding-ukraine-principles-and-policies>).

Becker, Torbjörn, Barry Eichengreen, Yuriy Gorodnichenko, Sergei Guriev, Simon Johnson, Tymofiy Mylovanov, Maurice Obstfeld, Kenneth Rogoff, Ilona Sologoub and Beatrice Weder Di Mauro (2023), *Post-war Macroeconomic Framework for Ukraine*, CEPR Rapid Response Economics #3 (<https://cepr.org/publications/books-and-reports/post-war-macroeconomic-framework-ukraine>).

Behr, P, and RH Schmidt (2016) "The German Banking System", in *The Palgrave Handbook of European Banking*, Springer.

Berglof, Erik, and Patrick Bolton (2002), "The Great Divide and Beyond: Financial Architecture in Transition", *Journal of Economic Perspectives* 16(1): 77-100.

Bernheim, BD, DM Garrett and DM Maki (2001), "Education and Saving: The Long-Term Effects of High School Financial Curriculum Mandates", *Journal of Public Economics* 80(3): 435-65.

Billmeier, Andreas, and Isabella Massa (2009), "What Drives Stock Market Development in Emerging Markets: Institutions, Remittances, or Natural Resources?", *Emerging Markets Review* 10(1): 23-35.

Borchardt, Knut, and Christoph Buchheim (1987), "Die Wirkung der Marshallplan-Hilfe in der deutschen Wirtschaft", *Vierteljahrshefte für Zeitgeschichte* 35: 317-47.

Borchardt, Knut, and Christoph Buchheim (1991), "The Marshall Plan and Key Economic Sectors: A Microeconomic Perspective", in *The Marshall Plan and Germany* edited by Charles S Maier and Gunter Bischof, Berg.

Brada, Josef C (1996), "Privatization Is Transition – Or Is It?", *Journal of Economic Perspectives* 10(2): 67-86.

Brei, M, L Gambacorta, M Lucchetta and B M Parigi (2020), "Bad Bank Resolutions and Bank Lending", BIS Working Paper 837.

Brown, Martin, Steven Ongena, Alexander Popov and Pinar Yeşin (2011), "Who Needs Credit and Who Gets Credit in Eastern Europe?", *Economic Policy* 26: 93-130.

Brunner, Antje, and Jan Pieter Krahen (2008), "Multiple Lenders and Corporate Distress: Evidence on Debt Restructuring", *Review of Economic Studies* 75: 415-42.

Chami, Ralph, Sunil Sharma and Connel Fullenkamp (2009), "A Framework for Financial Market Development", IMF Working Papers 2009/156.

Chinn, Menzie D, and Hiro Ito (2006), "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions", *Journal of Development Economics* 81(1): 163-92.

Cohn, C (2023), *Reinsurers hike rates, exclude Russia and Ukraine – brokers*, Reuters (<https://www.reuters.com/business/finance/reinsurers-cut-russia-ukraine-policies-jan-1-broker-2023-01-03/>).

Dahiya, Sandeep, Kose John, Manju Puri and Gabriel Ramirez (2003), "Debtor-in-possession Financing and Bankruptcy Resolution: Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics* 69: 259-80.

De Haas, Ralph, and Alexander Pivovarsky (2022), “The Reconstruction and Development of Ukraine’s Financial Sector after the War”, in *Rebuilding Ukraine: Principles and Policies* edited by Yuriy Gorodnichenko, Ilona Sologoub and Beatrice Weder di Mauro, CEPR Press (<https://cepr.org/publications/books-and-reports/rebuilding-ukraine-principles-and-policies>).

DeFiore, A, G Foddis and A Paladino (2019), “Robo-Advisors: How Machine Learning Will Transform the Wealth Management Industry”, *International Journal of Economics, Commerce and Management* 7(8): 15-30.

Eichengreen, Barry, and Vladyslav Rashkovan (2022), “How to Organise Aid”, in *Rebuilding Ukraine: Principles and Policies* edited by Yuriy Gorodnichenko, Ilona Sologoub and Beatrice Weder di Mauro, CEPR Press (<https://cepr.org/publications/books-and-reports/rebuilding-ukraine-principles-and-policies>).

Ellis, Howard (1950), *The Economics of Freedom: The Progress and Future of Aid to Europe*, New York: Harper & Row.

Emerson, M, T Akhvlediani, D Cenus, V Movchan and A Remizov (2023), “The EU Accession Prospects of Ukraine, Moldova and Georgia – First responses to the conditions set by the European Commission”, CEPS in-depth analysis.

EBRD, European Bank for Reconstruction and Development (2022), *Transition Report 2021-22: System Upgrade*.

EBRD, European Bank for Reconstruction and Development (2023), *Transition Report 2022-23: Business Unusual*.

European Commission (2023a), “Analytical Report following the Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council and the Council”, Commission Opinion on Ukraine’s application for membership of the European Union, Commission Staff Working Document, SWD(2023) 30 final.

European Commission (2023b), “Ukraine 2023 Report, Commission Staff Working Document, Accompanying the document 2023 Communication on EU Enlargement policy”, SW(2023) 699 final.

Fang, Xiangming, Siddharth Kothari, Cameron McLoughlin and Mustafa Yenice (2020), “The Economic Consequences of Conflict in Sub-Saharan Africa”, IMF Working Papers 2020/221.

FCDO, Foreign, Commonwealth & Development Office (2024), *Foreign Travel Advice: Ukraine* (<https://www.gov.uk/foreign-travel-advice/ukraine>).

Fernandez, Andres, Michael Klein, Alessandro Rebucci, Martin Schindler and Martin Uribe (2016), “Capital Control Measures: A New Dataset”, *IMF Economic Review* 64: 548-74.

Franke, Günter, and Jan Pieter Krahnén (2009), "The Future of Securitisation", in *Prudent Lending Restored: Securitization after the Mortgage Meltdown* edited by Y Fuchida, J Herring and E Litan, Brookings Institution.

Franke, Günter, and Jan Pieter Krahnén (2023), "Targeted Lending in an Economic Crisis: The Case of KfW", manuscript.

G7 Germany (2022), International Expert Conference on the Recovery, Reconstruction and Modernisation of Ukraine, conference report (<https://www.g7germany.de/resource/blob/975226/2153244/abae1adce725c2bc41397c3a3f148b8/2022-12-12-ukr-aufbaukonferenz-abschluss-data.pdf>).

Gimbel, John (1976), *The Origins of the Marshall Plan*, Stanford University Press.

Gorodnichenko, Yuriy, and Yegor Grygorenko (2008), "Are Oligarchs Productive? Theory and Evidence", *Journal of Comparative Economics* 36(1): 17-42.

Gorodnichenko, Yuriy, and Vladyslav Rashkovan (eds) (2022), "Supporting Ukraine: More Critical than Ever", CEPR Press ([https://cepr.org/system/files/publication-files/182384-supporting\\_ukraine\\_more\\_critical\\_than\\_ever.pdf](https://cepr.org/system/files/publication-files/182384-supporting_ukraine_more_critical_than_ever.pdf)).

Gorodnichenko, Yuriy, Ilona Sologoub and Beatrice Weder di Mauro (eds) (2022), *Rebuilding Ukraine: Principles and Policies*, CEPR Press (<https://cepr.org/publications/books-and-reports/rebuilding-ukraine-principles-and-policies>).

Green, R, J Henderson and A Nikolsko-Rzhevskyy (2022), 'Accelerating Urban Economic Growth in Ukraine', in *Rebuilding Ukraine: Principles and Policies* edited by Yuriy Gorodnichenko, Ilona Sologoub and Beatrice Weder di Mauro, CEPR Press (<https://cepr.org/publications/books-and-reports/rebuilding-ukraine-principles-and-policies>).

Griffiths & Armour (2023), *War in Ukraine: the impact on the insurance industry* (<https://www.griffithsandarmour.com/war-in-ukraine-the-impact-on-the-insurance-industry/>).

Grygorenko, Yegor, and Monika Schnitzer (2022), "Ukraine's Business Environment", in *Rebuilding Ukraine: Principles and Policies* edited by Yuriy Gorodnichenko, Ilona Sologoub and Beatrice Weder di Mauro, CEPR Press (<https://cepr.org/publications/books-and-reports/rebuilding-ukraine-principles-and-policies>).

Guriev, Sergei, and William Megginson (2006), "Privatization: What We have Learned", Annual Bank Conference on Development Economics.

Guriev, Sergei, and A Rachinsky (2005), "The Role of Oligarchs in Russian Capitalism", *Journal of Economic Perspectives* 19: 131-50.

Hauser, Richard (2011), "[Zwei deutsche Lastenausgleiche](#): eine kritische Würdigung", *Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung* 80(4): 103-22.

Henry, Peter (2000) "Stock Market Liberalization, Economic Reforms and Emerging Market Equity Prices", *Journal of Finance* 58(2): 529-63.

Ho, Sin-Yu, and Bernard Njindan Iyke (2017), "Determinants of Stock Market Development: A Review of the Literature", *Studies in Economics and Finance* 34(1): 143-64.

Hogan, Michael J (1987), *The Marshall Plan: America, Britain, and the Reconstruction of Western Europe, 1947-1952*, Cambridge University Press.

Hughes, Michael L (1999) *Shouldering the Burdens of Defeat. West Germany and the Reconstruction of Social Justice*, University of North Carolina Press.

IFRC, International Federation of Red Cross and Red Crescent Societies (2023), *IFRC launches groundbreaking financial mechanism to transform disaster response* (<https://www.ifrc.org/press-release/ifrc-launches-groundbreaking-financial-mechanism-transform-disaster-response>).

Ilzetzi, E, C Reinhart and K Rogoff (2022), "Rethinking Exchange Rate Regimes", *Handbook of International Economics* 6: 91-145.

Inherent Risks (2024), *UKRAINE RISK MAP* (<https://ukraine.inherentrisks.com/>).

Khomutenko, Yaroslav (2016), "Remittances and Households' Investments in Ukraine", MA thesis, Kyiv School of Economics.

Kim, Suk-Joong, and Eliza Wu (2008), "Sovereign Credit Ratings, Capital Flows and Financial Sector Development in Emerging Markets", *Emerging Markets Review* 9: 17-39.

KPMG (2023), "Large NPL sale in Ukraine: Why now and entry consideration" (<https://kpmg.com/ua/en/home/media/press-releases/2022/02/large-npl-sale-in-ukraine-why-now-and-entry-considerations.html>).

Krahnen, Jan Pieter, and Christian Wilde (2022), "Skin-in-the-game in ABS Transactions: A Critical Review of Policy Options", *Journal of Financial Stability* 60: 1-12.

Krahnen, Jan Pieter, and Reinhart H Schmidt (2004), *The German Financial System*, Oxford University Press.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W Vishny (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy* 106(6): 1113-55.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W Vishny (2008), "The Economic Consequences of Legal Origins", *Journal of Economic Literature* 46(2): 285-332.

Laeven, Luc (2014), "The Development of Local Capital Markets: Rationale and Challenges", IMF Working Papers 2014/234.

Levine, Ross (2005), 'Finance and Growth: Theory and Evidence', in *Handbook of Economic Growth* 1 edited by P Aghion and S Durlauf, Elsevier.

Levine, Ross, and Sara Zervos (1998), "Capital Control Liberalization and Stock Market Development", *World Development* 26: 1169-83.

Liikanen Group (2012), "Report of the European Commission's High-level Expert Group on Bank Structural Reform".

Meggison, William, and Jeffrey M Netter (2001), "From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization", *Journal of Economic Literature* 39 (2): 321-89.

Mertens, D (2021), "A German Model? KfW, Field Dynamics, and the Europeanization of 'Promotional' Banking", in *The Reinvention of Development Banking in the European Union: Industrial Policy in the Single Market and the Emergence of a Field* edited by D Mertens, M Thiemann and P Volberding, Oxford University Press.

Milward, Alan S (1984), *The Reconstruction of Western Europe, 1945-51*, University of California Press.

Milward, Alan S (1989), "Was the Marshall Plan Necessary?", *Diplomatic History* 13(2): 231-53.

Movchan, Veronika, and Kenneth Rogoff (2022), "International Trade and Foreign Direct Investment", in *Rebuilding Ukraine: Principles and Policies* edited by Yuriy Gorodnichenko, Ilona Sologoub and Beatrice Weder di Mauro, CEPR Press (<https://cepr.org/publications/books-and-reports/rebuilding-ukraine-principles-and-policies>).

Mylovanov, Tymofiy, and Ilona Sologoub (2021), "Development of Private Sector in Ukraine", in *From the Ukraine to Ukraine* edited by M Minakov.

NBU, National Bank of Ukraine (2018), "Fraud identified in PJSC CB 'PRIVATBANK' for the period before nationalisation" ([https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/privat\\_fraud\\_pr\\_2018-01-16\\_eng.pdf](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/privat_fraud_pr_2018-01-16_eng.pdf)).

NBU, National Bank of Ukraine (2022), *NBU Expands Insurers' Possibilities to Pay Reinsurance Abroad and Eases Some Other Restrictions* (<https://bank.gov.ua/en/news/all/nbu-rozshiryuye-mojlivosti-strahovikiv-splachuvati-perestrahuvannya-za-kordonom-ta-pomyakshuye-nizku-inshih-obmejen>).

NBU, National Bank of Ukraine (2024), *The Financial Stability Council approved the concept of creating a war risk insurance system in Ukraine* (<https://bank.gov.ua/ua/news/all/rada-z-finansovoyi-stabilnosti-pogodila-kontseptsiyu-stvorennnya-v-ukrayini-sistemi-strahuvannya-voyennih-rizikiv>).

OECD, Organisation for Economic Development and Cooperation (2020), “Busan Partnership Outcome Document” (<https://www.effectivecooperation.org/content/busan-partnership-outcome-document>).

OECD, Organisation for Economic Development and Cooperation (2022), *OECD Insurance Indicators* (<https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=INSIND>).

OECD (n.d.), *National Terrorism Risk Insurance Programmes Of Oecd Countries With Government Participation*, International E-Platform on Terrorism Risk Insurance (<https://www.oecd.org/daf/fin/insurance/terrorism-risk-insurance.htm>).

Omoju, OE, N Fenton and C Cali (2022), “Potential Impact of the AEGF”, EIB-GDN Working Paper.

Ovcharenko, Grigoriy (2019), “Non-Governmental Pension Funds: Yes or No”, VoxUkraine (<https://voxukraine.org/en/non-governmental-pension-funds-yes-or-no>).

Panizza, Ugo (2023), “Bank Ownership Around the World”, CEPR Discussion Paper No. 18106.

Perotti, Enrico C, and Pieter van Oijen (2001), “Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economies”, *Journal of International Money and Finance* 20(1): 43-69.

Razumkov Center (2023), “Citizens’ assessment of the situation in the country, trust in social institutions, politicians, officials and public figures, attitude to certain initiatives of the authorities, July 2023” (<https://razumkov.org.ua/en/component/k2/citizens-assessment-of-the-situation-in-the-country-trust-in-social-institutions-politicians-officials-and-public-figures-attitude-to-certain-initiatives-of-the-authorities-july-2023>).

Repko, Maria (2023), “A War Risks Insurance Mechanism for Ukraine”, VoxEU (<https://cepr.org/voxeu/columns/war-risks-insurance-mechanism-ukraine>).

Reuters (2023), *Parametric insurance policies help cushion climate impacts* (<https://www.reuters.com/world/parametric-insurance-policies-help-cushion-climate-impacts-2023-05-19/>).

Reuters (2024), *Ukraine reconstruction bank eyes near \$1 bln in committed capital – Ukraine official* (<https://www.reuters.com/business/finance/ukraine-reconstruction-bank-guided-by-blackrock-jpmorgan-ready-action-this-year-2024-01-16/>).

Ritschl, Albrecht (2012), “Germany, Greece and the Marshall Plan: A Comment on Professor Hans-Werner Sinn”, *The Economist*.

Rose-Ackerman, Susan (ed.) (2006), *International Handbook on the Economics of Corruption*, Edward Elgar.

Sautner, Zacharias, and Vladimir Vladimirov (2018), “Indirect Costs of Financial Distress and Bankruptcy Law: Evidence from Trade Credit and Sales”, *Review of Finance* 22(5):1667-1704.

S&P Global (2022), *Global insurers take \$1.3B in losses from Russia-Ukraine war in Q1*.

Steil, Benn (2018), *The Marshall Plan: Dawn of the Cold War*, Simon & Schuster.

Uberti, LJ (2022), "Corruption and Growth: Historical Evidence 1790-2010", *Journal of Comparative Economics* 50: 321-49.

USAID (2023), *Survey Results: Business Needs Political and War Risk Insurance on a Regular Basis* (<https://chamber.ua/news/survey-results-business-needs-political-and-war-risk-insurance-on-a-regular-basis/>).

Voigt, S (2016), "Constitutional Political Economy", in WD Shughart II (ed.), *The Oxford Handbook of Public Choice*, Oxford University Press.

VoxUkraine (2019), "White Book of Reforms" (<https://voxukraine.org/longreads/white-book-of-reforms/index-en.html>).

Vyshlinsky, Hlib, Maria Repko, Dmytro Goriunov, Oleksandra Kolomiets, Yurii Gaidai and Maksym Samoiliuk (2022), "Ukrainian economy at war times", Centre for Economic Strategy.

Weiner, Tim (2007), *Legacy of Ashes: The History of the CIA*, Doubleday.

Willis Tower Wilson (2022), *The Terrorism Pool Index: Review of terrorism insurance programs in selected countries*.

Yaremko, Vitaliia (2023), "The Long-Term Consequences of Blacklisting: Evidence From the Ukrainian Famine of 1932-33" (<https://www.dropbox.com/s/5tuyfixqhwonwvf/vyaremko-imp-blacklisting.pdf>).