

Огляд фінансових ринків України та системи корпоративного управління для сталого відновлення

DISCLAIMER

This translation has been prepared for informational purpose only and its accuracy cannot be guaranteed by the OECD. The only official version is the English text available on the OECD website. In the event of any discrepancy between the original work and the translation, only the text of original work should be considered valid. Originally published in English: OECD (2025), Mapping Ukraine's Financial Markets and Corporate Governance Framework for a Sustainable Recovery, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/866c5c44-en>.

ВІДМОВА ВІД ВІДПОВІДАЛЬНОСТІ

Цей переклад підготовлено виключно з інформаційною метою, і ОЕСР не може гарантувати його точність. Єдиною офіційною версією є текст англійською мовою, доступний на веб-сайті ОЕСР. У разі будь-яких розбіжностей між оригінальним текстом і перекладом, дійсним слід вважати лише текст оригіналу. Вперше опубліковано ОЕСР англійською мовою під назвою: : OECD (2025), Mapping Ukraine's Financial Markets and Corporate Governance Framework for a Sustainable Recovery, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/866c5c44-en>.

Передмова

Після трьох років незаконної та невинуватеної повномасштабної агресивної війни Росії Україна й далі демонструє надзвичайно сильну стійкість і рішучість. Попри воєнні дії, які тривають, політики та регулятори й далі наполегливо працюють, щоб забезпечити стабільність і стійкість фінансової системи, а також підтримати домогосподарства й підприємства. Водночас вони просувають реформи для підвищення прозорості, підзвітності й ефективності нормативно-правової бази для фінансових ринків і корпоративного управління відповідно до міжнародних стандартів у співпраці з багатосторонніми організаціями та країнами-партнерами.

Оскільки війна триває, потреби відбудови зростають. Україні потрібно буде мобілізувати капітал від приватних інвесторів як усередині країни, так і за кордоном, щоб задовольнити ці потреби та стимулювати стійке економічне відновлення. Розвиток функціональних ринків капіталу та фінансових установ матиме вирішальне значення в цьому процесі, а реформи мають ґрунтуватися на комплексній оцінці поточної правової, нормативної та інституційної бази України.

ОЕСР унікально підходить для підтримки цієї роботи. Місія Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР), яка заснована після Другої світової війни для підтримки реконструкції та розвитку в Європі, полягає в наданні консультацій урядам щодо політики, яка сприяє стійкому, інклюзивному та сталому зростанню через аналіз політики та рекомендацій на основі фактичних даних, глобальних стандартів і політичних мереж у 38 країнах-членах та поза їхніми межами.

Цей звіт підготовлено в межах огляду ОЕСР щодо вдосконалення фінансових ринків і корпоративного управління для відновлення України, дворічного проєкту, спрямованого на підтримання розвитку функціональних ринків капіталу та фінансових установ в Україні. Огляд зосереджується на п'яти взаємопов'язаних сферах політики, які відображені в структурі звіту: структура фінансової системи України (Розділ 2); політика та практика корпоративного управління (Розділ 3); система управління державним боргом (Розділ 4); захист споживачів фінансових послуг і фінансова освіта (Розділ 5); пенсійна система, забезпечена активами (Розділ 6).-

Огляд проводиться в межах Програми ОЕСР для України, що має на меті підтримку чотирирічної ініціативи, започаткованої на засіданні Ради міністрів у 2023 році. Програма є основним засобом ОЕСР для підтримки реформ, відновлення та реконструкції України шляхом 31 огляду політики та діяльності з нарощення спроможностей. Крім того, це полегшує взаємодію з ОЕСР у початковому діалозі щодо приєднання для ухвалення стандартів ОЕСР та участі в органах ОЕСР

У цьому звіті оцінено поточну правову, нормативну й інституційну базу в Україні в п'яти вищезазначених політичних сферах, визначено основні проблеми та запропоновано сфери, у яких ОЕСР зможе надалі підтримувати Україну. Звіт було підготовлено в тісній співпраці з українськими урядовими установами та за участю провідних експертів із країн ОЕСР. Окремі розділи було представлено й обговорено під час політичних семінарів, організованих протягом 2024 року. Висновки у звіті стануть основою для подальшого аналізу, обміну досвідом, нарощування потенціалу та рекомендацій, які будуть надані під час другого етапу проєкту протягом 2025 року.

Acknowledgements

This report was developed by the Capital Markets and Financial Institutions Division within the OECD Directorate for Financial and Enterprise Affairs, under the supervision of Serdar Çelik, Head of Division.

Chapter 1 “Introduction” was prepared by John-David Tochon, under the supervision of Fatos Koc, Head of the Financial Markets Unit.

Chapter 2 “Financial system framework” was prepared by John-David Tochon, under the supervision of Fatos Koc, Head of the Financial Markets Unit. Caroline Roulet and Luca Policino provided inputs and contributed to data collection. The chapter benefits from feedback by Teppo Koivisto, Senior Project Advisor; and experts from OECD Member countries: Pawel Gasiorowski, Head of Division, Financial Stability Department, Narodowy Bank Polski, and Stefan Niessner, Head of Section “Sustainability” in the Directorate General “Banks and Financial Supervision”, Deutsche Bundesbank. Agencies in the Government of Ukraine also provided inputs, data and feedback: Ministry of Finance, Ministry of Economy, Ministry for Communities, Territories and Infrastructure Development, National Bank, National Securities and Stock Market Commission, Deposit Guarantee Fund.

Chapter 3 “Corporate governance” was prepared by Fianna Jurdant, Tiziana Londero, and Yunus Emre Yildirim under the supervision of Daniel Blume, Head of the Corporate Governance Unit. The chapter benefits from inputs and feedback provided by the National Securities and Stock Market Commission.

Chapter 4 “Public debt management” was prepared by Sam Foxall, under the supervision of Fatos Koc, Head of the Financial Markets Unit. Raphael Storione provided inputs and contributed to data collection. The chapter benefits from feedback by Teppo Koivisto, Senior Project Advisor; and experts from OECD Member countries: Klas Granland, Head of Debt Management, Swedish National Debt Office and Barbara Adamowska, Head of Strategy, Forecast and Statistics Division, Public Debt Department, Ministry of Finance, Poland. The Ministry of Finance of Ukraine also provided inputs, data and feedback.

Chapter 5 “Financial consumer protection and financial literacy” was prepared by Sona Lalayan, under the supervision of Miles Larbey, Head of the Financial Consumer Protection, Education and Inclusion Unit and Chiara Monticone, Senior Policy Analyst. The chapter benefits from feedback by various public authorities in Ukraine: National Bank of Ukraine, National Securities and Stock Market Commission, Deposit Guarantee Fund, State Institution “Entrepreneurship and Export Promotion Office” and members of the Interagency working group for the National Strategy for Financial Literacy Development until 2030.

Chapter 6 “Asset-backed pensions” was prepared by Dariusz Stanko, Head of Secretariat of the International Organisation of Pension Supervisors (IOPS), and Pablo Antolin, Head of the Insurance and Private Pensions Unit. John-David Tochon provided editorial support. The chapter benefits from inputs provided by interviewees: Daria Marchak, First Deputy Minister of Social Policy of Ukraine; Alexander Indilo, International Relations Department, Ministry of Social Policy of Ukraine; Yurii Boiko, Commissioner of the National Securities and Stock Market Commission; Maxym Libanov, Commissioner of the National Securities and Stock Market Commission; Alex Pachenko, former Commissioner of the National Securities and Stock Market Commission; and Grigoriy Ovcharenko, UAIB | PARD Board member and ICU Director, Asset management Investment Capital Ukraine.

Liv Gudmundson, Raluca Hanea and Eva Abbot supported the team with publishing, editorial guidance and with communication expertise. John-David Tochon drafted the front matter, with support and editorial review by Thomas Dannequin, Oliver Garrett-Jones, Christian Adderley and Alessandro De Luca. Colleagues from the Global Relations and Co-operation Directorate and the Economics Department provided feedback on the report: William Tompson, Anita Richter, Michał Falencyk and Tim Bulman.

Зміст

Передмова	3
Подяки	5
Скорочення	9
Резюме	11
1 Огляд	15
2 Структура фінансової системи України	25
3 Система корпоративного управління в Україні	57
4 Управління державним боргом в Україні	85
5 Захист споживачів фінансових послуг і фінансова грамотність в Україні	123
6 Пенсії, забезпечені активами в Україні	167

РИСУНКИ

Рисунок 1.1. Основні економічні показники для України	20
Рисунок 1.2. Фінансово-економічні умови бізнесу та уряду	21
Рисунок 1.3. Рух капіталу й облікові ставки в Україні	22
Рисунок 1.4. Ринки акцій і корпоративних облігацій в Україні та регіоні	23
Рисунок 2.1. Фінансове посередництво в Україні й аналогічних країнах	27
Рисунок 2.2. Банківське кредитування та власність в Україні й аналогічних країнах	28
Рисунок 2.3. Розподіл активів українських банків, частка від загальної суми	30
Рисунок 2.4. Депозити й інші банківські зобов'язання	31
Рисунок 2.5. Ринкова капіталізація в Україні та аналогічних країнах, 2023 рік	34
Рисунок 2.6. Обсяг і кількість угод на українських ринках капіталу, 2012–2023 рр.	35
Рисунок 2.7. Випущені цінні папери, зареєстровані НКЦПФР	35
Рисунок 2.8. Випуск внутрішніх корпоративних облігацій, Україна й аналогічні країни	36
Рисунок 2.9. Криптовалюта та тенденції фінансових технологій в Україні	41
Рисунок 2.10. Частка підприємств, які мають кредитні обмеження, Україна й аналогічні країни, 2019 р.	44
Рисунок 2.11. Тенденція коефіцієнта NPL	46
Рисунок 2.12. Знищення житла внаслідок війни та зростання попиту на іпотечні кредити	47
Рисунок 3.1. Зміни в системі розкриття інформації в Україні	65
Рисунок 4.1. Основні фіскальні показники для України	88

Рисунок 4.2. Джерела фінансування та розподіл боргу за видами інструментів	89
Рисунок 4.3. Частка внутрішнього та зовнішнього боргу в загальному обсязі боргу та розподіл за валютою	90
Рисунок 4.4. Профіль погашення боргу України та розподіл за типами відсоткових ставок	92
Рисунок 4.5. Обслуговування боргу України та профіль вартості боргу	94
Рисунок 4.6. Єврооблігації України	96
Рисунок 4.7. Внутрішній ринок облігацій України	98
Рисунок 4.8. Процедури проведення аукціонів	100
Рисунок 4.9. Крива дохідності гривні, відсоткові ставки та інфляція з початку 2022 року	107
Рисунок 4.10. Курс гривня/долар США з початку 2022 року	109
Рисунок 5.1. Частка населення (віком від 15 років), яке має рахунок у фінансовій установі	131
Рисунок 5.2. Частка населення (віком від 15 років), яке здійснило або отримало цифровий платіж.	131
Рисунок 6.1. Накопичувані пенсії в Україні й аналогічних країнах	173

ТАБЛИЦІ

Таблиця 2.1. Державні банки в Україні	29
Таблиця 2.2. Обсяги страхових операцій, резерви й активи	32
Таблиця 2.3. Членство й обсяги операцій у кредитних спілках і об'єднаних кредитних спілках	33
Таблиця 2.4. Кількість фінансових компаній, орендодавців, ломбардів	33
Таблиця 2.5. Обсяги угод фінансових компаній, орендодавців, ломбардів	33
Таблиця 2.6. Макропруденційний інструментарій, який використовує Національний банк України	38
Таблиця 2.7. Норматив обов'язкових резервів для банків	38
Таблиця 3.1. Нефінансові IPO та SPO у вибраних юрисдикціях, 2019–2023 рр.	60
Таблиця 4.1. Індикатори процентного ризику	92
Таблиця 4.2. Структура чистого внутрішнього випуску облігацій України (% від загального обсягу)	98
Таблиця 4.3. Кількість первинних дилерів в Україні порівняно з аналогічними країнами ЄС	101
Таблиця 4.4. Класифікації державного та гарантованого державою боргу	104
Таблиця 4.5. Приклад опублікованого результату аукціону	106
Таблиця 6.1. Підсумок самооцінювання НКЦПФР у 2018 році відповідно до Принципів нагляду за недержавним пенсійним забезпеченням IOPS	174

Скорочення

КЕР	Консультативно-експертна рада
ЩЗА	Щорічні збори акціонерів
ПЯА	Перевірка якості активів
КРА	Компанія з ліквідації активів
СЧП	Середній час до погашення
ВАС	Аукціонна система Bloomberg
ПКА	Положення про колективні дії
КС	Кредитна спілка
ФГВФО	Фонд гарантування вкладів фізичних осіб
АУБ	Агентство з управління боргом
ЄБРР	Європейський банк реконструкції та розвитку
МРФ	Механізм розширеного фінансування
ЕСУ	Екологічні, соціальні й управлінські чинники
ESMA	Європейське управління з цінних паперів і ринків
ЄС	Європейський союз
EUR	євро
ВВП	Валовий внутрішній продукт
МСФЗ	Міжнародні стандарти фінансової звітності
МВФ	Міжнародний валютний фонд
IOSCO	Міжнародна організація комісій з цінних паперів
IOPS	Міжнародна організація органів пенсійного нагляду
ОКС	Об'єднаний кредитний союз
АТ	Акціонерне товариство
КfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
КПЕ	Ключовий показник ефективності
НАБУ	Незалежна асоціація банків України
НБФУ	Небанківська фінансова установа
НБУ	Національний банк України
Нацкомфінпослуг	Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг
НСФГ	Національна стратегія розвитку фінансової грамотності до 2030 року
NPL	Непрацюючі кредити
НКЦПФР	Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку
ОЕСР	Організація економічного співробітництва та розвитку
ОЕСР/ММФО	Міжнародна мережа фінансової освіти
ОТС	Позабіржова торгівля
PFTS	Система торгівлі на основі першої акції
ДІФ	Державний інвестиційний фонд
ДПП	Державно-приватне партнерство
ПАТ	Приватне акціонерне товариство
ШОЗП	Швидке оцінювання збитків і потреб
ОПС	Операція між пов'язаними сторонами
СПЗ	Спеціальні права запозичення
АРІФРУ	Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України
ДП	Державне підприємство
ЗПСО	Забезпечена процентна ставка «овернайт»
ЄКР	Єдиний казначейський рахунок

UAH	Українська гривня
USAID	Агентство США з міжнародного розвитку
США	Долар США
UX	Українська біржа

Резюме

Напередодні третьої річниці повномасштабного вторгнення Росії українські політики та регулятори продовжують свої зусилля для підтримання функціонування фінансової системи країни та її бізнесу. Країна виявилася надзвичайно стійкою перед обличчям безперервної воєнної агресії, зокрема перед масовими ударами по критично важливій енергетичній та іншій інфраструктурі. Війна призвела до величезних витрат на реконструкцію України, особливо в житловому, транспортному, промисловому, енергетичному та сільськогосподарському секторах.

Очікувані потреби у відновленні та реконструкції протягом наступного десятиліття оцінюються в 486 мільярдів доларів США, або приблизно у 2,8 раза більше номінального ВВП України у 2023 році. Оскільки війна триває, потреби у фінансуванні зростатимуть. У цьому контексті буде надзвичайно важливо розвивати дієві ринки капіталу та фінансові установи для залучення вкрай необхідних іноземних інвестицій та збільшення внутрішнього фінансування.

Такі зусилля мають ґрунтуватися на всебічній оцінці поточної правової, нормативної та інституційної бази. Цей звіт відображає поточний контекст в Україні, охоплюючи п'ять взаємопов'язаних сфер політики: структуру фінансової системи України; внутрішню систему корпоративного управління; політику та практику управління державним боргом; захист споживачів фінансових послуг і фінансову грамотність; а також пенсії, забезпечені активами. У ньому використано юридичні документи ОЕСР та практику членів для оцінювання законів, політики й практики в Україні. Він визначає основні проблеми в кожній сфері політики та пропонує пріоритетні сфери, у яких ОЕСР підтримуватиме реформи протягом 2025 року.

Основні тези

Фінансова система та нормативно-правова база України показали надзвичайну стійкість, але структурні проблеми й далі перешкоджають мобілізації фінансування приватного сектора для відновлення. Проактивне регуляторне втручання та міжнародна допомога дали змогу банкам та іншим фінансовим установам і далі надавати послуги й адаптуватися до умов війни. Утім фінансовий сектор залишається невеликим порівняно з аналогічними країнами при цьому у другому кварталі 2024 року банки володіли 76% фінансових активів. За останнє десятиліття зростання банківських кредитів було стриманим порівняно з ростом депозитів, що відображає як обмеження з боку пропозиції, так і з боку попиту. З боку пропозиції високий рівень непрацюючих кредитів (NPL) негативно впливає на кредитоспроможність банків, а середній коефіцієнт NPL становив 34,6% у червні 2024 року. У неймовірно невизначеній ситуації війни на банки також припадає відносно велика частка ліквідних інвестицій і облігацій внутрішнього займу. Субсидовані урядом програми кредитування допомагають подолати дефіцит фінансування, особливо для підприємств і фізичних осіб, які безпосередньо постраждали від бойових дій. Однак ці програми не можуть замінити ринкове фінансування в довгостроковій перспективі, з огляду на їхні фіскальні витрати та ризики умовних зобов'язань.

Внутрішні ринки капіталу також мають відігравати важливу роль у залученні внутрішніх і міжнародних інвестицій для реконструкції. Утім ці ринки невеликі та недорозвинуті, де поточна загальна капіталізація ринку становить приблизно 1,6 млрд дол. США, а серед діяльності домінують торги державними облігаціями. Стимулювання розвитку ринку капіталу вимагатиме зміцнення внутрішньої нормативно-правової бази та продовження інтеграції з міжнародними ринками, зокрема через приєднання України до системи Європейського Союзу (ЄС). Українська влада має амбітну програму реформ, спрямовану на підтримання доступу до фінансування, зменшення NPL, збільшення участі приватного сектора в банківському секторі, розвиток ринків капіталу, зміцнення інституційної та нормативно-правової бази для фінансового сектора, а також розвиток систем стійкого та цифрового фінансування в Україні. Завдяки своєму широкому досвіду ОЕСР має добрі можливості для підтримання амбітної програми реформ в Україні за допомогою політичних рекомендацій для всіх цих сфер на основі досвіду країн-членів.

Останніми роками нормативно-правова база корпоративного управління в Україні суттєво покращилася, але необхідно розв'язати питання, що залишаються, щоб сприяти розвитку більш прозорих і справедливих ринків та відповідати міжнародним стандартам. Україна реформувала свою законодавчу базу, включно з новим Законом «Про акціонерні товариства», спрямованим на покращення відповідності європейським і міжнародним стандартам. Проте в кількох сферах залишаються прогалини. По-перше, в умовах воєнного стану розкриття інформації залишається обмеженим, і деякі компанії, акції яких торгуються на українських біржах, розкривають звичайну інформацію на добровільній основі. Коли обов'язкова нормативно-правова відповідність відновиться після воєнного стану, підвищення обізнаності серед компаній матиме вирішальне значення поряд зі здатністю Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) контролювати практику корпоративного управління. По-друге, немає зведеного звіту, щоб оцінити дотримання акціонерними компаніями відкритого типу Кодексу корпоративного управління України від 2020 року, а також немає спеціального органу, відповідального за нагляд за його виконанням. По-третє, висока концентрація власності акціонерних компаній відкритого типу створює значні ризики конфлікту інтересів, і залишаються деякі важливі прогалини разом зі слабкою практикою правозастосування, зокрема щодо операцій між пов'язаними сторонами й інсайдерської торгівлі. Нарешті, зміцнення потенціалу Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) є ключовим для післявоєнного фінансового відновлення. Через війну НКЦПФР постає перед значними проблемами щодо утримання кваліфікованого персоналу та забезпечення достатнього фінансування. Попри те, що нещодавні закони спрямовані на збільшення бюджету НКЦПФР і зміцнення політичної та операційної незалежності, практичне впровадження цих правил буде найголовнішим.

Функція управління державним боргом України продемонструвала високу стійкість до різноманітних операційних викликів умов війни, однак усе ще є значні ризики та проблеми. Україна мала можливість залучати кошти на внутрішньому ринку вже через кілька днів після 24 лютого 2022 року, і з того часу не скасовувала та не відкладала жодних внутрішніх боргових операцій. Співвідношення боргу України до ВВП зросло із 51% у 2021 році до понад 90% у 2024 році та за прогнозами досягне піку в 108% у 2026 році. Це створює підвищений ризик суверенного стресу та чинить тиск на фінансовий простір уряду для зусиль із реконструкції та сприяння довгостроковому зростанню. Державний борг України зараз також характеризується порівняно високою часткою боргу в іноземній валюті, яка на кінець вересня 2024 року становить 74% від загального обсягу, що збільшує валютний ризик. Ризики рефінансування також залишаються високими, причому значні піки погашення триватимуть у 2025 і 2026 роках, тоді як термін погашення внутрішньої емісії залишається порівняно коротким. Україна поступово збільшує термін погашення внутрішньої емісії з 24 лютого 2022 року, але найдовший термін погашення облігацій, що перебувають в обігу на цей момент, усе ще становить лише 3,5 року. Ліквідність на внутрішньому ринку облігацій України обмежена, з концентрацією власності в банківському секторі, що збільшує ризик зв'язку держава-банк. З погляду функції управління боргом і грошовими коштами, поточна інституційна структура

була життєздатною під час воєнного стану, але може бути обмеженою, якщо Україна потрібен буде доступ до більшого ринкового фінансування для підтримки свого відновлення Україна також постає перед значним операційним ризиком, зокрема ризиком «ключової особи», через частоту емісії та умови воєнного часу. Насамкінець швидке зростання явних і неявних умовних зобов'язань може мати суттєвий вплив на стійкість державного боргу. З погляду управління державним боргом, важливо зміцнити інституційну та правову інфраструктуру щодо надання державних гарантій.

Політика та рамки щодо захисту прав споживачів фінансових послуг і фінансової грамотності залишаються важливими для підтримання безпечного й поінформованого користування фінансовими послугами, зміцнення фінансової стійкості українців перед тиском воєнного часу та сприяння їхньому фінансовому добробуту в довгостроковій перспективі. У цьому контексті Україна докладає зусиль, щоб гармонізувати свою систему захисту споживачів фінансових послуг із Європейським Союзом і відповідними міжнародними стандартами, включно з нещодавніми оновленнями законодавства для посилення заходів захисту споживачів фінансових послуг і розширення повноважень Національного банку України та НКЦПФР. Деякі тимчасові заходи також діють під час воєнного стану, щоб захистити вразливих споживачів, зокрема тих, хто безпосередньо постраждав від бойових дій. Проте залишаються деякі прогалини, а саме підвищення ефективності позасудового розгляду скарг і механізмів відшкодування, а також посилення заходів захисту споживачів фінансових послуг у сфері споживчого кредитування, покликаних запобігти агресивній практиці кредитування та надмірній заборгованості. Рівень фінансової грамотності також залишається порівняно низьким проти середнього показника ОЕСР, з помірним покращенням лише між останніми двома оцінюваннями (у 2018 та 2021 роках). Щоб розв'язати цю проблему, Україна розробила скоординовану структуру фінансової грамотності, а також Національну стратегію розвитку фінансової грамотності до 2030 року (НСФГ), затверджену у 2024 році. Україна може й надалі зміцнювати свою політику фінансової грамотності, активніше залучаючи приватні та некомерційні зацікавлені сторони до НСФГ, розробляючи інструкції щодо моніторингу потенційних конфліктів інтересів і управління ними, вдосконалюючи підходи до оцінювання впливу фінансових освітніх ініціатив.

Україна працює над запровадженням обов'язкової державної пенсійної системи, забезпеченої активами, яка може сприяти покращенню результатів виходу на пенсію, а також довгостроковому ринку капіталу й економічному розвитку країни. Наразі діє державна розрахункова пенсійна система та добровільні пенсійні програми, забезпечені активами. Проте лише приблизно 5,2% робочої сили (станом на кінець 2021 року) і 8,3% пенсіонерів обов'язкової пенсійної системи (станом на липень 2024 року) є учасниками добровільної пенсійної програми, забезпеченої активами. Тому вони відіграють мінімальну роль у фінансовій системі України. Обов'язкова державна пенсійна система, забезпечена активами, допоможе розширити охоплення ширшої групи людей, і робота з розроблення законодавчої бази вже ведеться. Зовсім нещодавно на обговорення було запропоновано проект закону «Про загальнообов'язкове накопичувальне пенсійне забезпечення». Однак для успішної реформи буде потрібен політичний і соціальний консенсус, а також довгострокова відданість усіх основних зацікавлених сторін.

1 Огляд

У цьому розділі наведено контекст для цього звіту. Він починається з довідкової інформації про співпрацю ОЕСР з Україною, після чого йде огляд проекту під назвою «Огляд вдосконалення фінансових ринків і корпоративного управління для відновлення України», у межах якого підготовлено цей звіт. Потім описано структуру звіту, застосований аналітичний підхід і теми, розглянуті в наступних розділах. Насамкінець, розглянуто економічний і політичний контекст в Україні.

1.1. Довідково

1.1.1. Співпраця між ОЕСР та Україною

ОЕСР співпрацює з Україною з моменту здобуття нею незалежності в 1991 році, щоб підтримати програму реформ, і ці відносини неухильно зміцнюються після Революції гідності 2014 року. Співпраця ще більше поглибилася після того, як Росія розпочала своє повномасштабне вторгнення в лютому 2022 року, а в червні 2023 року було запущено Програму ОЕСР для України. Чотирирічна Програма має на меті надати експертні знання та передову практику ОЕСР, щоб розбудувати спроможність для успішних реформ, які зміцнять інституції України, підвищать економічну стійкість і забезпечать ефективне сприяння сталому відновленню в межах допомоги у відновленні. Є три основні категорії результатів для програми загалом.

- По-перше, надання політичних рекомендацій і розбудова спроможності, щоб допомогти українським політикам реалізувати їхні програми реформ у різних сферах.
- По-друге, сприяння погодженню Україною інструментів ОЕСР і, де це доцільно, приєднанню до них.
- По-третє, надання допомоги Україні в розширенні її участі та статусу в органах ОЕСР, наприклад у набутті статусу асоційованого члена чи учасника, де це доречно.

1.1.2. Огляд ОЕСР щодо вдосконалення фінансових ринків і корпоративного управління для відновлення України

У межах Програми ОЕСР проводить огляд щодо вдосконалення фінансових ринків і корпоративного управління для відновлення України, який має на меті допомогти Україні розвинути дієві ринки капіталу та фінансові установи. Вони мають вирішальне значення для мобілізації фінансових ресурсів, необхідних країні зараз і в майбутньому, у міру її відновлення та відбудови після агресивної війни з Росією. Огляд зосереджений на таких п'яти сферах політики: структура фінансової системи України, корпоративне управління, управління державним боргом, фінансова освіта й захист споживачів фінансових послуг і фінансова грамотність, а також пенсії, забезпечені активами. Ефективне залучення приватного капіталу через ринки капіталу та фінансові установи вимагатиме скоординованих дій у всіх цих галузях політики для розбудови недавніх реформ та усунення проблем і прогалин, що залишилися. Структура огляду передбачає два етапи:

- Перший етап, завершений у 2024 році, був зосереджений на картуванні нормативно-правової та інституційної бази України, а також політики й практики для визначення основних проблем і сфер для подальшого аналізу та консультацій у п'яти сферах політики.
- Другий етап, який відбудеться у 2025 році, буде зосереджений на наданні рекомендацій, обміні досвідом і підтриманні політиків для розв'язання основних проблем.

Цей звіт узагальнює аналіз і роботи, виконані під час першого етапу огляду. Він також служить основою для подальшої роботи, яка буде виконана під час другого етапу, який завершиться другим звітом, що міститиме рекомендації та додаткові відомості, надані протягом 2025 року. Другий звіт буде опубліковано на початку 2026 року. Після завершення огляду ОЕСР залишатиметься відданою підтриманню України у виконанні рекомендацій, дотриманні відповідних стандартів ОЕСР і покращенні її участі у відповідних органах ОЕСР.

1.2. Огляд звіту

1.2.1. Структура

Наведені п'ять розділів звіту присвячені описаним вище п'яти сферам політики. Кожен розділ має однакову структуру з такими пунктами:

- **резюме розділу**, включно з основними тезами;
- **поточний контекст і останні події** в певній сфері політики;
- **основні проблеми**, перед якими постають політики;
- **пріоритетні сфери реформування політики**, які є центром подальшої роботи під час другого етапу огляду.

1.2.2. Зміст розділів

Розділ другий присвячений структурі фінансової системи України. Він починається з огляду банківського сектора й зосереджується на власності, активах і зобов'язаннях банків, а також містить результати оцінювання стійкості банків Національного банку України (НБУ) за 2023 рік. Далі в ньому представлено основні характеристики сектора небанківських фінансових установ, а саме страхові компанії, кредитні спілки, фінансові компанії, лізингодавці та ломбарди. У розділі розглянуто події на ринках капіталу України з погляду структури ринку, обсягів продажу й типів продукції. Далі йде картографування пруденційної бази для банків, що охоплює страхування депозитів, макропруденційні інструменти та вимоги до резервів, оцінювання стійкості банків і насамкінець огляд програм субсидованого кредитування, які зараз діють для підтримання доступу до кредитів. У цьому розділі також розглянуто події у сфері цифровізації фінансів, включно з цифровими активами, криптовалютами та цифровими фінансовими послугами, а також заходи щодо розроблення практики й інструментів стійкого фінансування. Пункт «Основні проблеми» зосереджується на структурних викликах, які впливають на здатність фінансового сектора сприяти відбудові та розвитку України. В останньому розділі про пріоритетні сфери реформування політики викладено подальший аналіз, рекомендації та обмін досвідом, які ОЕСР надасть під час другого етапу огляду на основі виявлених основних проблем.

Розділ третій присвячений системі корпоративного управління в Україні, а точніше компаніям, акції яких торгуються на українських фондових біржах. У ньому описано розвиток ринків капіталу в Україні щодо тенденцій лістингу та делістингу, первинного та вторинного публічного розміщення, обсягів торгів, ринків корпоративних облігацій і концентрації власності. Він відображає нормативну базу корпоративного управління, включно з Кодексом корпоративного управління, оновленим у 2020 році, обов'язкові правила лістингу на трьох біржах України та систему регулювання неплатоспроможності. Далі розглянуто інституційну основу для регулятора ринку капіталу (Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку), що охоплює бюджет і механізми управління, призначення членів і міжнародні зобов'язання. Розділ присвячений забезпеченню дотримання правил корпоративного управління в умовах воєнного стану, включно з тимчасовими змінами в системі розкриття інформації. Далі обговорюються основні елементи корпоративного управління, а саме захист прав акціонерів, розкриття інформації та прозорість, рада директорів і насамкінець корпоративна стійкість у процесі ухвалення рішень та звітуванні. У пункті «Основні проблеми» визначено прогалини в структурі корпоративного управління для компаній, акції яких торгуються на біржі, з урахуванням Принципів корпоративного управління G20/ОЕСР (OECD, 2023^[11]) Останній пункт про пріоритетні сфери реформування політики спирається на ці основні проблеми, пропонуючи подальший аналіз і підтримку, щоб допомогти Україні зміцнити систему корпоративного управління.

Розділ четвертий присвячений управлінню державним боргом України. Він починається з огляду останніх подій у фіскальній сфері й основних джерел фінансування державного бюджету. Потім описано структуру боргу України з погляду внутрішнього та зовнішнього фінансування, терміни погашення державного боргу, профіль відсоткових ставок, обслуговування боргу та профіль погашення. Також розглянуто нещодавню реструктуризацію єврооблігацій України й наслідки для управління державним боргом. Далі йде картографування внутрішнього ринку облігацій і його основних характеристик, як-от первинний і вторинний ринки, право власності на облігації, процедури проведення аукціонів та первинні дилери. У цьому розділі також розглянуто структуру управління державним боргом, яка охоплює ролі й обов'язки, правову базу, управління умовними зобов'язаннями, розрахунок і класифікацію боргу та субнаціональні запозичення. Нарешті, у ньому описано інші основні елементи, а саме ціноутворення державних облігацій, криву дохідності в гривні та методи управління готівкою. У пункті «Основні проблеми» визначено прогалини та напрямки для розвитку, щоб підвищити стійкість функції управління державним боргом України, зміцнити ринки внутрішніх державних облігацій і сприяти стабільності боргу в майбутньому. Останній пункт, присвячений пріоритетним сферам реформування політики, зосереджується на найбільш нагальних ризиках і проблемах, які Україна має розв'язати й щодо яких ОЕСР може надати інформацію на основі провідної практики держав-членів.

Розділ п'ятий присвячений захисту прав споживачів фінансових послуг і фінансовій грамотності. Він починається з порівняння захисту споживачів фінансових послуг в Україні з Рекомендацією ОЕСР щодо принципів високого рівня захисту споживачів фінансових послуг (також відомої як «Принципи високого рівня захисту споживачів фінансових послуг G20/ОЕСР»), (OECD, 2022^[2]) як провідного міжнародного стандарту в цій сфері політики. Він оцінює політику та практику щодо кожного з дванадцяти принципів, охоплюючи такі питання, як правова, нормативна та наглядова база; роль органів контролю; доступ та інклюзивність; конкуренція; якісні фінансові продукти; рівне та справедливе ставлення до споживачів; розкриття інформації та прозорість; відповідальне ведення бізнесу; захист споживчих активів від шахрайства, махінацій і зловживання; захист даних споживача і конфіденційність; а також розгляд скарг та відшкодування. Далі в ньому описано поточний контекст щодо фінансової грамотності на основі Рекомендації ОЕСР щодо фінансової грамотності. У ньому розглянуто збір даних і результати щодо рівня фінансової грамотності в Україні, політики та практики фінансової грамотності, включно з Національною стратегією розвитку фінансової грамотності до 2030 року в Україні, а також заходами, спрямованими на дітей і молодь, вчителів і освітян, дорослих, а також власників мікро-, малого та середнього бізнесу. Нарешті, він розповідає про програми фінансової грамотності для конкретних фінансових секторів і оцінювання впливу програм фінансової грамотності. У пункті «Основні проблеми» розглянуто низку прогалин і сфер потенційних покращень як у галузі захисту прав споживачів фінансових послуг, так і у сфері фінансової грамотності, з урахуванням обмежень, що накладаються воєнним станом і бойовими діями, що тривають. Останній пункт щодо пріоритетних сфер реформування політики визначає конкретні проблеми, у розв'язанні яких ОЕСР може підтримати реформи в Україні в короткостроковій перспективі, а також висвітлює додаткові сфери, на яких Україна може зосередитися в довгостроковій перспективі.

Розділ шостий присвячений пенсіям, забезпеченим активами. Він починається з огляду пенсійної системи в Україні, яка ґрунтується на трьох стовпах: державна солідарна система пенсійного страхування; (майбутня) обов'язкова державна пенсійна система, забезпечена активами; приватні пенсійні програми, забезпечені активами. У розділі основну увагу приділено другому й третьому стовпам (державні та приватні пенсії, забезпечені активами), а також розглянуто наявну правову, нормативну й наглядову базу. Визнаючи, що Україна зараз розробляє законодавство для запровадження другого стовпа, він розглядає важливість формування широкого суспільного консенсусу щодо розроблення майбутньої державної обов'язкової пенсійної системи, забезпеченої активами. У ньому перелічено основні проблеми та питання, які необхідно буде

розглянути політикам, і врешті описано підтримку, яку ОЕСР може надати Україні через заходи з підвищення обізнаності й аналіз варіантів, які політики можуть розглянути.

1.2.3. Аналітичний підхід

Цей звіт було підготовлено на основі аналізу та досліджень, проведених Відділом ринків капіталу та фінансових установ ОЕСР. Дані та відомості було зібрано із загальнодоступних джерел і доповнено матеріалами, наданими українською владою. Органи влади, а також окремі експерти з країн ОЕСР провели аналіз і надали зворотний зв'язок щодо п'яти розділів. Протягом 2024 року також було проведено низку семінарів і зустрічей для обговорення висновків у кожному розділі.

Звіт відображає обмеження, які накладає воєнний стан і воєнні дії, які тривають, а також швидкозмінний контекст України. Відповідно, він зосереджений на картуванні найважливіших характеристик нормативної та інституційної бази й визначенні пріоритетів реформування політики, які сприятимуть реконструкції та розвитку України в середньостроковій і довгостроковій перспективі. Ці пріоритети розроблено з посиланням на відповідні стандарти ОЕСР, провідну практику держав-членів і викладені вище загальні пріоритети Програми ОЕСР для України.

Аналіз також зосереджується на сферах, у яких секретаріат ОЕСР і держави-члени мають хороші можливості для обміну досвідом, передовою практикою та рекомендаціями з Україною. Нарешті, він має на меті доповнити інші реформи, які вже проводяться в Україні за підтримки міжнародних партнерів.

1.3. Огляд економічного та політичного контексту в Україні

1.3.1. Основні макроекономічні показники

Протягом останніх двох десятиліть Україна пережила численні економічні потрясіння, як показано на ілюстрації А, Рисунок 1.1 Глобальна фінансова криза призвела до того, що у 2008 році інфляція досягла 25,2%, після чого ВВП у 2009 році скоротився на 15,1%. У 2014 році Росія вторглася в Крим і Донбас на сході України, що призвело до великої економічної кризи. У 2015 році реальний ВВП скоротився на 9,8%, а інфляція досягла 48,7%. Пандемія COVID-19 дещо стримала рецесію: зростання реального ВВП у 2020 році становило -3,8%, а інфляції — 2,7%. У результаті цих численних кризових епізодів середнє зростання реального ВВП України протягом 2002–2021 років становило 1,9%, тоді як середня інфляція за той самий період досягла 11,5%. ВВП на душу населення в Україні зріс із 3693 доларів США у 2019 році до прогнозованих 5504 доларів США у 2024 році, залишаючись нижчим, ніж у багатьох аналогічних країнах Європи (ілюстрація В).

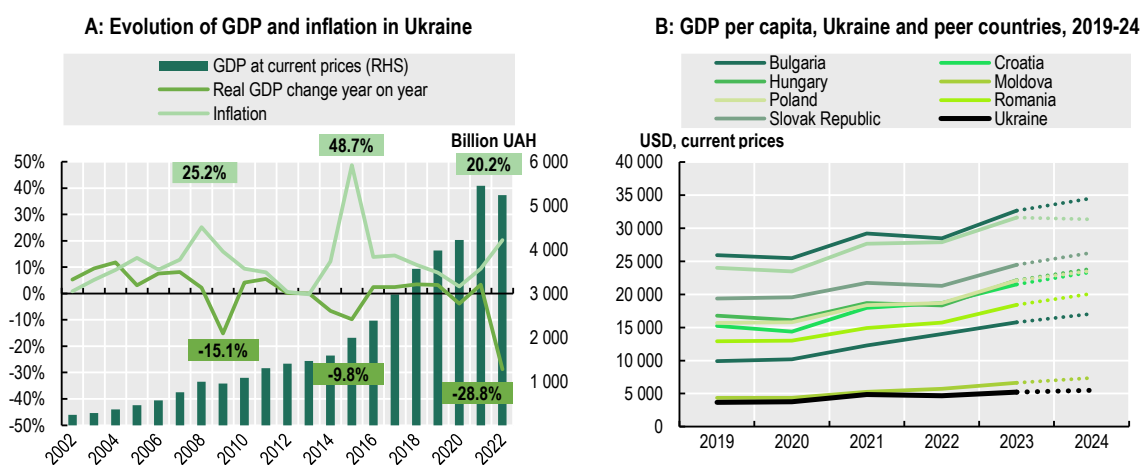
Однак Україна пережила найсуворіше випробування — як в економічному плані, так і, що важливіше, з погляду гуманітарних наслідків — після повномасштабного вторгнення Росії в лютому 2022 року. Станом на листопад 2024 року 6,58 мільйона людей покинули країну з початку війни — це еквівалент 15% населення 2021 року — приблизно 5 мільйонів українських біженців знайшли притулок у країнах ОЕСР (OECD, 2024^[3]), а ще 3,4 мільйона стали внутрішньо переміщеними особами. Згідно з Третьою швидкою оцінкою збитків і потреб, збитки будівлям та інфраструктурі оцінюються в 152 мільярди доларів США (World Bank Group et al., 2024^[4]). Так само понад 8000 підприємств змінили місце розташування після початку російської агресії. Військова мобілізація також посилює нестачу робочої сили, оскільки багатьох чоловіків мобілізовують на службу в збройних силах.

Після повномасштабного вторгнення ВВП зазнав найбільшого падіння в новітній історії України, впавши на 28,8% у 2022 році. За цим значним падінням економіки послідувало помірне відновлення у 2023 році з ростом на 5,3%, підтриманим високим врожаєм, покращенням експорту та зниженням інфляції. Очікується, що у 2024 році економіка зросте майже на 4% завдяки оборонним витратам,

експорту сільськогосподарської продукції та відновленню металургійного виробництва. За прогнозами, зростання сповільниться до 2,5% у 2025 році та 2,0% у 2026 році (OECD, 2024^[5]).

Водночас у 2022 році інфляція сягнула 20,2% у річному обчисленні, а у 2023 році — більш помірних 12,9% (State Statistics Service of Ukraine, 2024^[6]). У перші шість місяців 2024 року спостерігалось поступове зменшення (3,9% рік від року), проте у другій половині 2024 року інфляція знову підвищилася, і очікується, що щорічна інфляція перевищить 10% у 2024 році. НБУ очікує, що інфляційний тиск зберігатиметься до весни 2025 року через скорочення сільськогосподарського виробництва окремих харчових продуктів, бюджетні витрати, стрімке зростання зарплат і дефіцит енергії в опалювальний сезон. Далі прогнозується поступове зниження інфляції до цільового показника НБУ у 5% у 2026 році (NBU, 2024^[7]).

Рисунок 1.1. Основні економічні показники для України



Примітка: на ілюстрації В аналогічні країни означають країни, що розташовані географічно близько до України.

Джерело: Ілюстрація А, Державна служба статистики України; Ілюстрація В, База даних МВФ World Economic Outlook.

1.3.2. Події у фінансовій сфері й показники настрою ринку

Показники очікувань покращилися з початку конфлікту (Рисунок 1.2 ілюстрація А). Після різкого спаду з моменту повномасштабного вторгнення показники ділових настроїв та очікувань у сфері зайнятості покращувалися аж до середини 2023 року. Чисті очікування щодо промислового виробництва (на ковзній тримісячній основі) повернулися до позитивних значень, а чисті очікування щодо зайнятості покращали, але залишилися негативними. Відтоді показники залишаються порівняно стабільними, за винятком різкого падіння наприкінці 2023 року. Занепокоєння щодо затримок і дефіциту міжнародної допомоги, зростання витрат на логістику через блокування кордонів, високі ціни на енергію, звуження інвестиційного попиту, нестача кваліфікованого персоналу й ослаблення попиту — усе це сильно впливає на очікування бізнесу (NBU, 2023^[8]). Кадрове питання стало серйозною проблемою через призов до збройних сил і від'їзд емігрантів. Це підкреслює, що економіка України залишається вразливою, залежною від розвитку війни та своєчасної міжнародної підтримки.

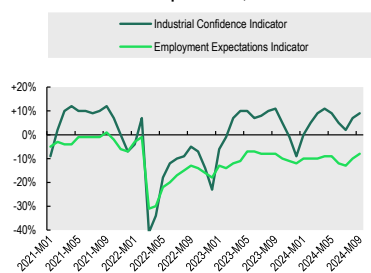
З фінансового погляду, різке збільшення видатків на фінансування воєнних дій і надання економічної допомоги домогосподарствам та підприємствам призвело до розширення державних запозичень і збільшення обсягу державного боргу (ілюстрація В). Зовнішній борг становить дедалі більшу частину боргу, причому співвідношення боргу до ВВП України зросло із 49% у 2021 році до понад 80% у 2023 році. Реструктуризація зовнішнього боргу на суму 20,5 млрд доларів США в серпні 2024

року забезпечила значне полегшення обслуговування боргу, що, як очікується, підтримає макроекономічну стабільність України та дасть змогу уряду перенаправити бюджетні ресурси на фінансування надзвичайних соціальних, економічних і оборонних потреб.

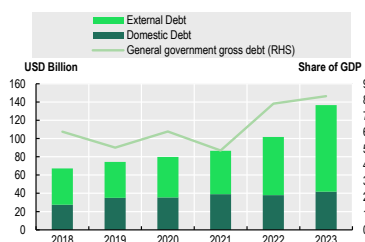
Високий рівень невизначеності також вплинув на суверенний кредитний рейтинг України (про що йдеться далі в розділі 4). Протягом трьох років до повномасштабного вторгнення агентство Fitch зберігало довгостроковий рейтинг дефолту емітента в іноземній валюті на рівні B («суттєво спекулятивний»). Невдовзі після вторгнення рейтинг було знижено до CCC («значний кредитний ризик»). Подібне зниження рейтингів від S&P Ratings і Moody's відбулися в лютому та березні відповідно. До реструктуризації зовнішнього боргу в серпні 2024 року агентство Fitch знизило довгостроковий рейтинг дефолту емітента в іноземній валюті для України до «обмеженого дефолту» (2024_[9]), і водночас S&P Global також знизило свій рейтинг до «вибіркового дефолту». Відтоді ці рейтинги були підтверджені (ілюстрація С). Однак обидва агентства надають вищий рейтинг боргу в національній валюті, що свідчить про те, що цей борг здебільшого належить НБУ та вітчизняним банкам.

Рисунок 1.2. Фінансово-економічні умови бізнесу та уряду

A: Business sentiment and hiring intentions, rolling three-month expectations, Ukraine



B: Ukraine government debt



C: Latest long term sovereign rating

Country	Current rating	Date
Ukraine	RD	05 Sep 2024
Moldova	B+	27 Sep 2024
Armenia	BB-	26 Jul 2024
Georgia	BB	21 Jun 2024
North Macedonia	BB+	04 Oct 2024
Serbia	BB+	09 Aug 2024
Azerbaijan	BBB-	26 Jul 2024
Romania	BBB-	30 Aug 2024
Bulgaria	BBB	18 Oct 2024
Hungary	BBB	14 Jun 2024
Croatia	A-	20 Sep 2024
Poland	A-	10 May 2024
Slovakia	A-	07 Jun 2024
Slovenia	A	11 Oct 2024
Czechia	AA-	16 Aug 2024

Примітка: На ілюстрації С країни, виділені помаранчевим кольором, мають рейтинг нижче інвестиційного рівня, а ті, що виділені зеленим, мають рейтинг інвестиційного рівня.

Джерела: Ілюстрація А, Державна служба статистики України; Ілюстрація В, База даних МВФ World Economic Outlook, Міністерство фінансів України; Ілюстрація С, рейтингове агентство Fitch Ratings.

1.3.3. Поток капіталу, відсоткові ставки та валютні курси

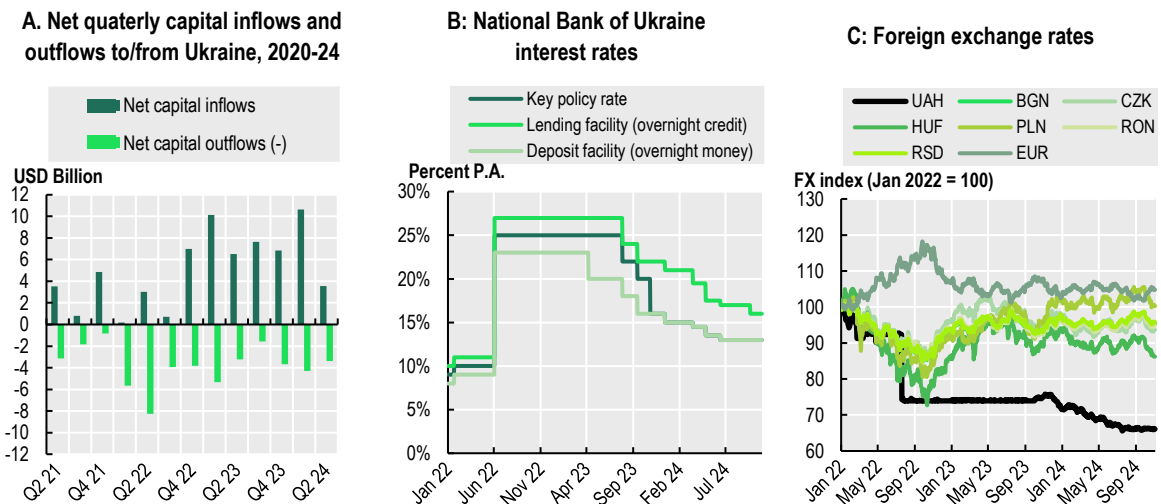
Війна також мала серйозні наслідки для руху капіталу через кордони України (Рисунок 1.3, ілюстрація А). З початком повномасштабного вторгнення та введенням воєнного стану НБУ переглянув свій підхід до політики (NBU, 2022_[10]), впровадивши заходи для обмеження руху капіталу, щоб запобігти відтоку капіталу, а також заходи для пом'якшення ризиків масового зняття вкладів населенням, серед яких обмеження зняття коштів і 100% гарантія депозитів (як описано нижче). Завдяки цьому фінансова система залишалася стабільною, а капіталовідтік було стримано. З іншого боку потоки іноземних інвестицій значно сповільнилися, що компенсується міжнародною допомогою, важливим джерелом фінансування державного бюджету. Варто зазначити, що допомога надходила в різних формах, включно з грантами та пільговими кредитами.

НБУ значно підвищив облікову ставку до 25% після повномасштабного вторгнення (ілюстрація В) і перейшов на режим фіксованого обмінного курсу з контролем капіталу для стабілізації української гривні.¹ Із жовтня 2023 року НБУ перейшов на «керований гнучкий обмінний курс», який допускає коливання гривні відносно іноземних валют. Із цієї дати гривня помірно знецінилася щодо долара США (ілюстрація С). НБУ реалізує свою дорожню карту лібералізації валютного ринку (NBU,

2023^[11]), пом'якшуючи обмеження на обмін валют, водночас переходячи до режиму таргетування інфляції зі стабільністю цін як основною метою монетарної політики (IMF, 2023^[12]).

Залучення іноземних інвестицій залишається складним завданням, оскільки ризики, пов'язані з війною, додаються до наявних недоліків в інвестиційному кліматі. Україна працює над наданням продуктів страхування воєнних ризиків через партнерства з міжнародними фінансовими мережами. Запроваджено законодавчі реформи, які дають змогу Експортно-кредитному агентству України надавати страхування та перестраховування кредитів іноземним інвесторам для стимулювання розвитку обробної промисловості й експорту товарів.² Аналогічно Міністерство економіки підписало Меморандум про взаєморозуміння з Лондонською фондовою біржею та TheCityUK для підтримки доступу до міжнародного капіталу та стимулювання розвитку внутрішнього фінансового ринку (як описано в Розділі 3). Ширша урядова програма реформ (про яку йдеться в наступних пунктах) покликана усунути недоліки інвестиційного клімату. Крім того, лібералізація фондових бірж і заходів контролю за рухом капіталу сприятиме впевненості інвесторів і уникненню потенційних спотворень ринку.

Рисунок 1.3. Рух капіталу й облікові ставки в Україні



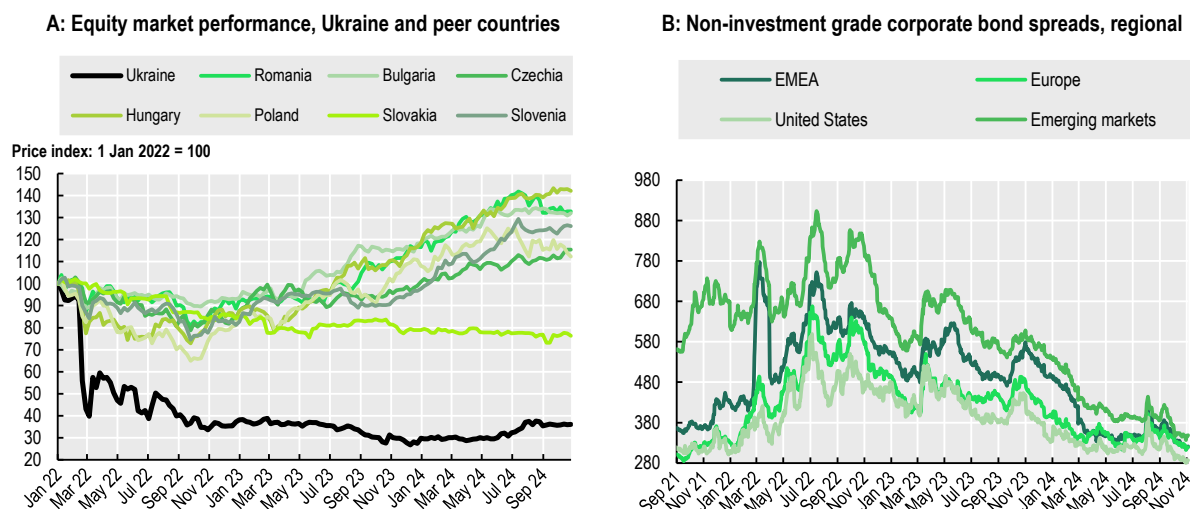
Примітка: Ілюстрація А «Чистий приплив капіталу» стосується чистої суми всіх рухів капіталу між нерезидентами й Україною; позитивне значення означає чистий приплив іноземного капіталу в Україну. «Чистий відплив капіталу» стосується чистої суми всіх рухів капіталу між резидентами й Україною; негативне значення означає чистий відплив внутрішнього капіталу з України.

Джерела: Ілюстрація А, місячний набір даних щодо потоків капіталу ОЕСР; Ілюстрація В, Національний банк України; Ілюстрація С, Лондонська фондова біржа (LSEG), розрахунки ОЕСР.

1.3.4. Ринки акцій і корпоративних облігацій

Війна суттєво вплинула на ринки акцій та корпоративних облігацій в Україні та регіоні в цілому (Рисунок 1.4). На початку 2022 року ринки акцій у багатьох країнах зазнали значного падіння, але в більшості випадків відновилися, починаючи з другої половини року (панель А). З іншого боку, український ринок акцій залишався пригніченим. На регіональних ринках облігацій спреди за корпоративними облігаціями неінвестиційного рівня різко підскочили після повномасштабного вторгнення - особливо для ринків, що розвиваються, - і залишалися відносно високими протягом 2023 року. У 2024 році ці спреди скоротилися на глобальному рівні на тлі зниження глобальної інфляції та поліпшення настроїв інвесторів щодо економічних перспектив (панель В).

Рисунок 1.4. Ринки акцій і корпоративних облігацій в Україні та регіоні



Джерело: LSEG.

Довідково

- Board of Directors of the National Bank of Ukraine (2022), *Resolution on the operation of the banking system during the period of martial law*, [13]
https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_24022022_21.
- Fitch Ratings (2024), *Fitch Upgrades Ukraine's LTLC IDR to 'CCC+'; Affirms LTFC IDR at 'RD'*, [9]
<https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-upgrades-ukraine-ltfc-idr-to-ccc-affirms-ltfc-idr-at-rd-05-09-2024>.
- IMF (2023), *Ukraine: 2023 Article IV Consultation*, [12]
<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/12/11/Ukraine-2023-Article-IV-Consultation-Second-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-542297>.
- NBU (2024), *NBU Inflation Report November*, [7]
<https://bank.gov.ua/en/news/all/inflyatsiya-pochne-znijuvatisya-v-nastupnomu-rotsi-a-ekonomika-y-nadali-zrostatime--inflyatsiy-niy-zvit-nbu>.
- NBU (2023), *Monthly survey of Ukrainian companies*, [8]
<https://bank.gov.ua/ua/open-data/api-dev>.
- NBU (2023), *Strategy for easing currency restrictions, moving to greater exchange rate flexibility and returning to inflation targeting*, [11]
https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_for_easing_FX_restrictions_07-07-2023.pdf?v=4.
- NBU (2022), *Basic Principles of Monetary Policy during Martial Law*, [10]
<https://bank.gov.ua/ua/files/hJTwdlrBPNWeMzk>.
- OECD (2024), *International Migration Outlook*, OECD Publishing, Paris, [3]
<https://doi.org/10.1787/50b0353e-en>.

- OECD (2024), *OECD Economic Outlook*, OECD Publishing, Paris, [5]
<https://doi.org/10.1787/d8814e8b-en>.
- OECD (2023), *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, OECD Publishing, Paris, [1]
<https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>.
- OECD (2022), *G20/OECD High-Level Principles on Financial Consumer Protection*, [2]
<https://doi.org/10.1787/48cc3df0-en>.
- State Statistics Service of Ukraine (2024), *Economic Statistics*, <https://www.ukrstat.gov.ua/>. [6]
- Verkhovna Rada of Ukraine (2023), *Law of Ukraine on Amendments to the Law of Ukraine "On Financial Mechanisms for Stimulating Export Activities" Regarding Insurance of Investments in Ukraine Against War Risks*, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3497-20/print>. [14]
- World Bank Group et al. (2024), *Ukraine: Third Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA3)*, <https://documents.worldbank.org/pt/publication/documents-reports/documentdetail/099021324115085807/P1801741bea12c012189ca16d95d8c2556a>. [4]

Примітки

¹ Див. Постанову Правління Національного банку України № 2022/18. (2022_[13])

² Див. Закон України «Про внесення змін до Закону України "Про фінансові механізми стимулювання експортної діяльності"» (2023_[14]) та постанову Кабінету Міністрів України від 9 квітня 2024 р. № 388.

2 Структура фінансової системи України

Фінансова система України надзвичайно стійка протягом війни завдяки проактивним регуляторним втручанням і міжнародній допомозі. Оскільки Україна готується до відновлення та реконструкції, важливо забезпечити активну роль банків, небанківських фінансових установ і ринків капіталу в мобілізації приватного фінансування. У цьому контексті в цьому розділі наведено основні характеристики фінансового сектора України, нормативно-правову й інституційну основу, а також ініціативи щодо просування цифровізації фінансів і стійкого фінансування. Він також визначає основні проблеми, пов'язані з фінансуванням банками реальної економіки, високим рівнем NPL у банківській системі, значною часткою держави в структурі власності банківських активів, розвитком ринку капіталу та зміцненням інституційної бази фінансового регулювання. Нарешті, у ньому запропоновано пріоритетні сфери, у яких ОЕСР може надати Україні додатковий аналіз і підтримку, ґрунтуючись на виявлених основних проблемах, досвіді країн-членів ОЕСР і власних пріоритетів України щодо реформування.

2.1. Короткий зміст розділу

Протягом останніх трьох років фінансова система України пережила найгірший людський і економічний шок із часів здобуття країною незалежності. Завдяки зміцненню банківської системи після очищення активів після фінансової кризи 2014–2015 рр., швидким політичним втручанням Національного банку України й уряду, а також суттєвій допомозі міжнародних партнерів, фінансові установи України залишилися відкритими й адаптувалися до умов воєнного часу. Ця стійкість є свідченням рішучості політиків і простих українців. Однак важливо на основі цих досягнень зміцнити фінансову систему, щоб підвищити її стійкість і підготувати її до вирішальної ролі, яку вона має відігравати у відбудові та розвитку країни. Цей розділ містить загальний огляд фінансової системи України в нинішньому контексті воєнного стану, основні проблеми, перед якими постають політики, а також у ньому запропоновано пріоритетні сфери, де ОЕСР може підтримати реформування України.

Основні тези

У цьому розділі визначено перелічені нижче особливості та проблеми фінансової системи України.

- **Фінансова система України продемонструвала разючу стійкість.** Проактивне регуляторне втручання та міжнародна допомога дали змогу банкам та іншим фінансовим установам і далі надавати послуги й адаптуватися до умов війни. Показники капіталу та ліквідності залишаються високими, і є ознаки зростання довіри споживачів до банківської системи.
- **Однак у фінансових установ є можливості для подальшої підтримки реального сектора.** Це критично важливо для відбудови та довгострокового розвитку України. Фінансовий сектор залишається невеликим, як порівняти з аналогічними країнами. За останнє десятиліття зростання кредитів банків було стриманим порівняно з ростом депозитів, що відображає як обмеження з боку пропозиції, так і з боку попиту. Програми державного субсидування кредитування допомагають подолати дефіцит фінансування, але ці заходи не можна розглядати як довгострокове рішення.
- **Рівень NPL залишається високим, з додатковими ризиками, пов'язаними з контекстом війни.** NPL послаблюють здатність фінансового сектора сприяти економічному відновленню та розвитку України. Важливо завершити роботу, яка виконується для підтримання ефективного врегулювання NPL і підвищення кредитної спроможності банків.
- **Українська держава зберігає високий рівень власності в банківському секторі.** Органи влади працюють над посиленням управління державними банками, покращенням їх фінансової діяльності та підготовкою до приватизації в належних умовах.
- **Внутрішні ринки капіталу невеликі та недостатньо розвинені, наразі на ринку домінують державні облігації.** Залучення внутрішніх і міжнародних інвестицій через ринки капіталу буде важливим для відновлення та відбудови України. Це вимагатиме зміцнення внутрішньої нормативно-правової бази та продовження інтеграції з міжнародними ринками, зокрема через приєднання до системи Європейського Союзу.
- **Українська влада має амбітну програму реформ,** а ОЕСР має можливості для проведення аналізу, консультацій і обміну досвідом від держав-членів у 2025 році та надалі. Це, зокрема, реформи, спрямовані на підтримання доступу до фінансування, зменшення обсягу NPL, збільшення участі приватного сектора в банківському секторі, розвиток ринків капіталу, зміцнення інституційної та нормативно-правової бази для

фінансового сектора, а також розвиток систем стійкого та цифрового фінансування в Україні — відповідно до її власних пріоритетів.

2.2. Поточний контекст і останні події

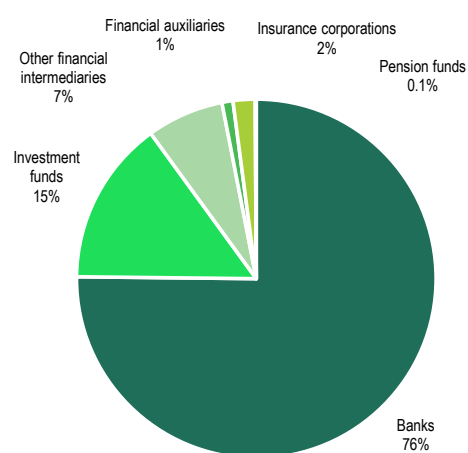
2.2.1. Фінансовий сектор України

Фінансовий сектор України орієнтований на банки, оскільки на них припадає 76% фінансових активів станом на 2 квартал 2024 року (Рисунок 2.1, ілюстрація А). Решта активів розподіляються між інвестиційними фондами (15%), іншими фінансовими посередниками (7%), фінансовими установами допоміжного характеру (1%), страховими корпораціями (2%) і пенсійними фондами (0,1%).

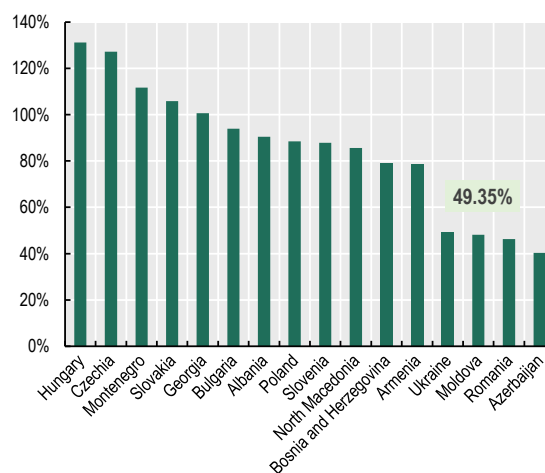
Рівень фінансового посередництва, як порівняти з розміром економіки в Україні відносно низький проти багатьох аналогічних країн (ілюстрація В). Співвідношення загальних банківських активів до ВВП (що є показником для ширшої фінансової системи) досягло 49,35% у 2022 році, що вище, ніж, наприклад, у Молдові та Румунії, але набагато нижче, ніж в Угорщині, Чехії, Чорногорії, Словаччині та Грузії, де цей показник перевищує 100%.

Рисунок 2.1. Фінансове посередництво в Україні й аналогічних країнах

A: Financial sector assets by type of institution, Q2 2024



B: Total bank assets as a share of GDP, 2022



Примітка: активи фінансового сектора на Ілюстрації А не включають активи НБУ. Частка всіх активів округлюється до найближчого відсотка, за винятком пенсійних фондів.

Джерела: Ілюстрація А, Національний банк України; Ілюстрація В, Показники світового розвитку Світового банку (WDI), LSEG.

Банківський сектор

Банківський сектор України порівняно невеликий проти аналогічних країн, але активи в банківському секторі й далі зростали в номінальному вираженні, попри війну, з 2,05 трильйона гривень у грудні 2021 року до 3,26 трильйона гривень у листопаді 2024 року (NBU, 2024^[11]). Це частково зумовлено збільшенням запасів ліквідних інструментів, а також державних боргових цінних паперів (про що йдеться нижче).

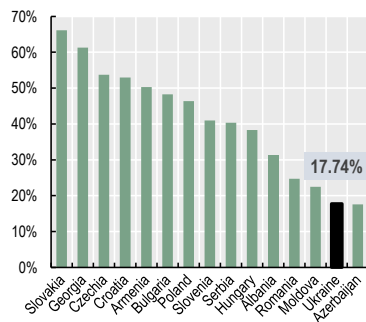
Порівняння з аналогічними країнами показує наявність можливості для розширення банківського кредитування приватного сектора, який у 2022 році становив 17,74% ВВП України. Як підкреслює Рисунок 2.2, у багатьох аналогічних країнах регіону ставки кредитування перевищують 40% ВВП (ілюстрація А).

З погляду власності в банківському секторі домінують державні банки, на які припадає 52% усіх активів у секторі та понад 60% вкладів фізичних осіб. Один державний банк (ПриватБанк) відіграє особливо помітну роль, володіючи 23% усіх активів і 35,7% вкладів фізичних осіб (див. пункт 4.3.4 в розділі 4, щоб дізнатися більше про ПриватБанк). Іноземні банки, що працюють в Україні, становлять наступну за величиною частку банківських активів (27%), за якими йде національний приватний капітал (21%) (ілюстрація В).

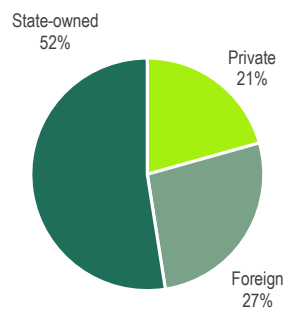
Частка власності держави в загальних банківських активах є порівняно високою проти аналогічних країн (ілюстрація С). Наприклад, у 2016 році 52,5% загальних банківських активів в Україні належали банкам із мажоритарним капіталом держави проти 15,3% у середньому для країн Єврозони.

Рисунок 2.2. Банківське кредитування та власність в Україні й аналогічних країнах

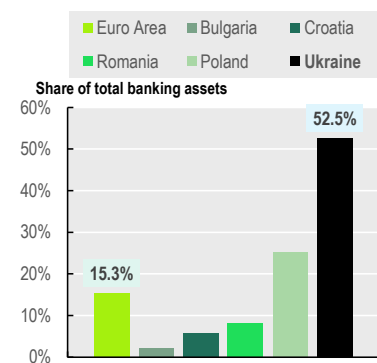
A: Total bank lending to the private sector as a share of GDP, 2022



B: Ownership distribution of Ukrainian banks, Q1 2023



C: Assets owned by majority state-owned banks, Ukraine and peer countries, 2016



Джерела: Ілюстрація А, WDI Світового банку, LSEG; Ілюстрація В, Національний банк України; Ілюстрація С, Група Світового банку.

Зараз в Україні працює сім державних банків, п'ять із яких системно важливі (Таблиця 2.1). Серед них держава має частку у двох менших банках¹ через санкції проти власників банків. У 2023 році було здійснено низку нових призначень незалежних членів наглядових рад державних банків під наглядом НБУ та відповідно до критеріїв, розроблених у співпраці з міжнародними фінансовими установами.

17 жовтня 2024 року набрав чинності Закон України №3983-IX «Про особливості продажу пакетів акцій, що належать державі у статутному капіталі банків». Закон має на меті покращити управління державними активами в банківському секторі й привабити інвестиції задля підвищення фінансової стабільності банків. Зокрема, закон:

- дає державі змогу продавати всю або частину своєї частки в банку (а не лише 100% частки, як вимагалось раніше);
- окреслює конкретні процедури для продажу часток;
- встановлює вимоги для потенційних учасників тендеру;
- містить детальні правила підготовки й проведення тендерів, зокрема положення стосовно залучення консультантів і радників.

Таблиця 2.1. Державні банки в Україні

Назва установи	Державна власність і відповідальний орган	Усього активів (грн)	Частка від загальних активів банківського сектора	Частка від загальної суми NPL
ПриватБанк	100% державна власність Кабінет Міністрів	927,8 млрд	25.8%	24.8%
Ощадбанк		429,7 млрд	11.9%	12.7%
Укрексімбанк		293,1 млрд	8.2%	10.5%
Сенс Банк		139,0 млрд	3.8%	6.3%
Укргазбанк	94,94% державна власність Міністерство фінансів	209,9 млрд	5.8%	6.1%
Мотор-Банк	100% державна власність Фонд державного майна	0,59 млрд	0.02%	0.01%
ПІН Банк	88.9% державна власність Фонд державного майна	0,39 млрд	0.01%	0.00%

Примітка: значення станом на 1 листопада 2024 року.
Джерело: Мінфін, Національний банк України

Станом на 1 серпня 2024 року в Україні працювали 62 платоспроможні банки, як порівняти із 67 банками у 2022 році (і 180 у 2014 році, до банківської кризи). З них 27 — з іноземним капіталом, а 19 — зі 100% іноземним капіталом. Іноземна власність зосереджена серед європейських країн, включно з Австрією, Францією, Італією, Угорщиною, Польщею, Німеччиною, Грецією, Нідерландами та Швецією. До системно важливих віднесено 15 банків,² і НБУ переглядає цей перелік раз на рік. Вони володіли 87% загальних банківських активів станом на січень 2024 року.

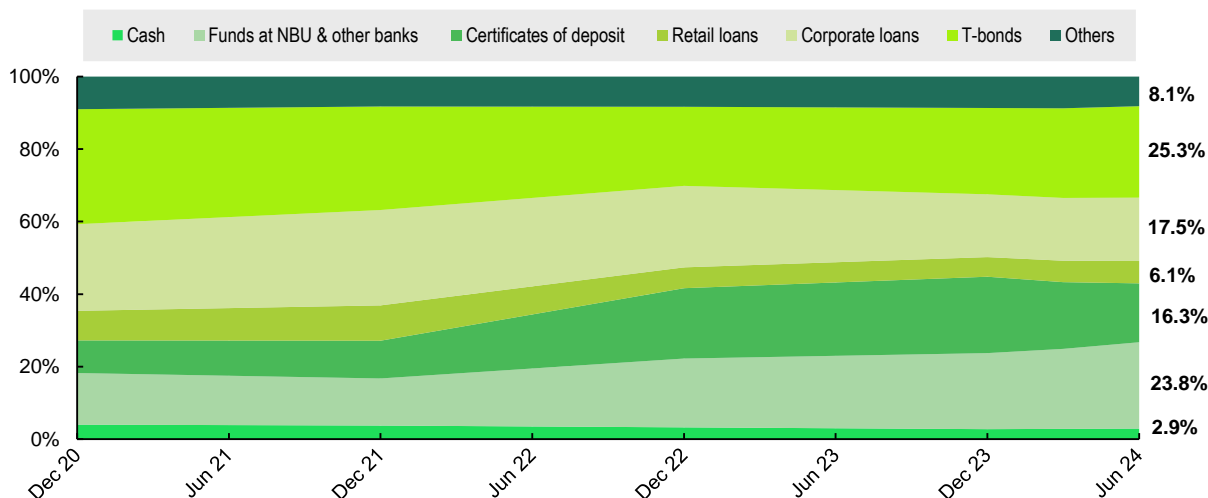
Концентрація в банківському секторі висока, і станом на березень 2024 року п'ять найбільших банків володіли 63% загального кредитного портфеля (NBU, 2024_[2]) (NBU, 2024_[10]). З іншого боку, 50 найменшим банкам в Україні разом належить лише 11% від загального кредитного портфеля. Серед цих невеликих банків спостерігалась обмежена консолідація, злиття та поглинання, що відображає різноманітність структур власності та переваги багатьох акціонерів.

Коефіцієнти ліквідності українських банків високі, і станом на травень 2023 року в середньому вони становили 324%, що більш ніж утричі перевищує нормативні вимоги (NBU, 2023_[3]) (NBU, 2023_[11]).

Українські банки зазвичай орієнтуються на традиційну банківську діяльність: надання кредитів, залучення депозитів і надання платіжних послуг (зокрема, грошові перекази та валютні операції). Рисунок 2.3 підкреслює, що нещодавно банки збільшили свої резерви ліквідних інструментів (готівка, кошти, депоновані в НБУ, і депозитні сертифікати), які зросли з 27,1% від загальних активів у грудні 2021 року до 43% у 2024 році. За цей самий період обсяг казначейських зобов'язань дещо скоротився з 28,6% від загальних активів до 25,3%. Водночас частка кредитів скоротилася більш помітно — з 36% від загальних активів до 23,6%.

Ці зміни відображають низьку готовність банків до ризику в контексті поточної війни та вказують на можливості для розширення ролі банків у наданні кредитів реальній економіці, що має важливе значення для відновлення та розвитку України (про що далі йдеться в Розділі 3).

Рисунок 2.3. Розподіл активів українських банків, частка від загальної суми



Джерело: Національний банк України. огляд банківського сектора у 2024 році.

Щодо корпоративного сектора, частка кредитів корпоративним позичальникам у балансах банків скоротилася з 26,3% активів у грудні 2021 року до 17,5% у червні 2024 року. Однак кредитування знову почало розширюватися: за перші 8 місяців 2024 року чистий кредитний портфель у гривні зріс на 16%. Державні програми субсидованого кредитування допомогли підтримати продовження корпоративного кредитування після повномасштабного вторгнення, хоча несубсидоване кредитування зараз розширюється швидшими темпами. Станом на 1 листопада 2024 року загальний обсяг корпоративних кредитів становив 848,3 млрд грн (NBU, 2024_[2]) (NBU, 2024_[10]). Процентна ставка за новими корпоративними кредитами в гривні подвоїлася з 10,4% у грудні 2021 року до піку у 20,7% у листопаді 2023 року, і знизилася до 15,2% у червні 2024 року.

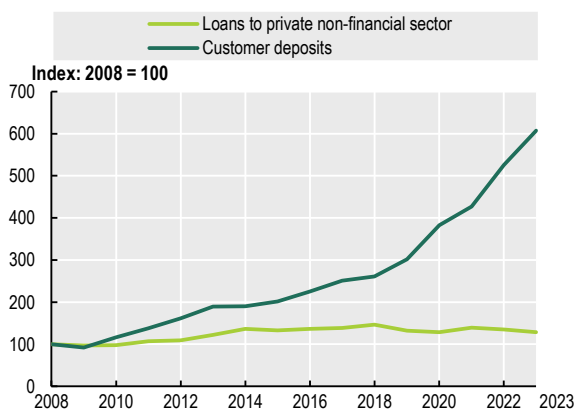
У випадку роздрібною кредитування споживчі кредити становлять порівняно низьку частку загального обсягу банківських активів. Вони також скоротилися з початку війни з 9,8% активів у грудні 2021 року до 6,1% у червні 2024 року. Процентні ставки за роздрібними кредитами залишаються високими, дещо знизившись із піку в 31,7% у жовтні 2023 року до 27,7% у червні 2024 року. Незабезпечені споживчі кредити здебільшого становлять основну частину роздрібною портфеля банків: у жовтні 2024 року їх частка становила 81%. Портфель іпотечних кредитів зростає, причому субсидована урядом програма «ЄОселля» є основним рушієм нових кредитів.

У серпні 2024 року було схвалено Стратегію розвитку кредитування, яка містить низку запропонованих реформ і політичних втручань із боку фінансових органів протягом наступних років для стимулювання кредитування реальної економіки, про що йдеться нижче.

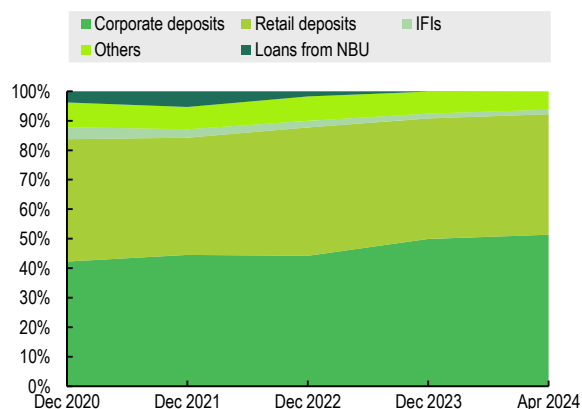
Що стосується пасивів, фізичні особи та компанії стабільно збільшували свої вклади в банках (Рисунок 2.4). Загальний обсяг депозитів зріс на 600% у номінальному вираженні з 2008 по 2023 роки, на відміну від банківського кредитування приватного нефінансового сектора, яке зросло лише на 29% за той самий період (ілюстрація А). Як частка загальних зобов'язань банків (за винятком власного капіталу), депозити підприємств і фізичних осіб зросли з 83,7% у 2020 році до 92,2% у квітні 2024 року (ілюстрація В). Важливо, що зростання депозитів продовжується навіть під час війни. Стабільність банківської депозитної бази є одним із факторів, що може пояснити стійкість українського банківського сектора протистояти численним потрясінням за останні 15 років. Це також демонструє, що впевненість у банках залишилася стабільною, попри різні потрясіння, яких зазнала українська економіка (як-от COVID і повномасштабне вторгнення).

Рисунок 2.4. Депозити й інші банківські зобов'язання

A: Growth in customer's bank deposits versus banks' lending to the non-financial sector



B: Breakdown of Ukrainian banks' liabilities by type



Примітка: Ілюстрація В, значення «МФУ» означає позики, що підлягають поверненню, які надали міжнародні фінансові установи.
Джерела: Ілюстрація А, Дослідження підприємств Світового банку, ілюстрація В, Національний банк України.

Попри збитки, завдані війною, здебільшого банки залишалися прибутковими у 2022 та 2023 роках, значною мірою завдяки вищим процентним доходам, які становили приблизно 70% доходів банків. Станом на жовтень 2024 року рентабельність активів банків становила 4,93%, а власного капіталу – 43,3%. Два найбільші банки України, ПриватБанк і Ощадбанк (обидва державні) заробили 51,2% від загального прибутку банків, водночас державні банки загалом отримали 63% від загальних прибутків банків. Водночас приблизно третина банків були збитковими, переважно серед дрібних структур. Значні інвестиції в безризикові активи з початку війни, як-от депозитні сертифікати та державні боргові цінні папери, принесли близько половини загального процентного доходу в січні — жовтні 2024 року (NBU, 2023^[3]). Паралельно ставку податку на прибуток банків було збільшено з 18% до 50% у 2023 році, а з 2024 року вона становитиме 25%.

Оцінка стійкості банків за 2023 рік

У 2023 році НБУ провів оцінювання стійкості 20 найбільших українських банків, які разом охоплюють 90% загальних активів. Оцінювання було здійснено за базовим макроекономічним сценарієм НБУ з негативними припущеннями щодо кредитних втрат, швидшого зниження відсоткових ставок на активи, як порівняти із зобов'язаннями, зменшення чистих комісійних доходів і доходів від операцій з іноземною валютою, а також одночасного зростання адміністративних витрат.

Перший етап оцінювання передбачав перевірку якості активів (ПЯА), яка охоплювала 60 найбільших корпоративних (20 найбільших, 10 реструктурованих і 30 вибраних випадковим чином)³ і 30 роздрібних боржників кожного банку. ПЯА призвела до коригування кредитних ризиків приблизно на 1%, зокрема щодо банківських позик. Другий етап передбачав оцінювання вартості найбільших заставних активів, що призвело до подальшого коригування загального кредитного ризику приблизно на 0,5%. Завершальним етапом було оцінювання стійкості капіталу банків на трирічний період прогнозування. Було встановлено, що основний банківський капітал наприкінці періоду зросте в середньому на 38%, оскільки прогнозується, що банки залишаться прибутковими. Однак було виявлено, що п'ять банків не дотримувалися вимог щодо достатності капіталу через значно нижчу операційну ефективність порівняно із середнім показником по сектору, а саме нижчу процентну маржу та високе співвідношення операційних витрат до прибутку, а також значні втрати від кредитних ризиків у деяких банків. Загальна сума капіталу, необхідна для цих банків для

досягнення регуляторних цілей, становить 10 млрд грн (264 млн дол. США). НБУ зобов'язав банки подати плани реструктуризації або капіталізації, щоб продемонструвати, як вони будуть досягати цих цілей, зокрема через реструктуризацію балансових активів і покращення операційної ефективності.

НБУ взяв на себе зобов'язання відновити з 2025 року щорічне оцінювання стійкості, включно з перевіркою якості активів і стрес-тестуванням за базовим і несприятливим сценаріями та із залученням зовнішніх аудиторів (IMF, 2024^[6]), як описано далі в розділі 2.2.2.

Небанківські фінансові установи

Українські небанківські фінансові установи (НФУ) відіграють скромну роль у фінансовому секторі. У 2020 році НБУ став регулятором ринку для небанківських фінансових установ (НБФУ), зокрема страхових, лізингових і факторингових компаній, кредитних спілок, ломбардів та інших фінансових установ. (OECD, 2021^[6]). НБУ відповідає за впровадження регуляторних реформ у цьому секторі, зокрема:

- оновлені правила щодо вимог до капіталу, корпоративного управління та внутрішнього контролю для підвищення стійкості НБФУ до липня 2024 року;
- удосконалені процедури авторизації, дистанційного нагляду, перевірки, правозастосування, коригувальних заходів і раннього втручання;
- вимоги щодо прозорості бенефіціарної власності та структур власності із шестимісячним перехідним періодом до червня 2024 року;
- підвищені вимоги до звітності для НБФУ;
- розроблення методології оцінювання ризиків нагляду, яка буде враховувати типи НБФУ. НБУ тестує методологію для її доопрацювання та переходу на ризикоорієнтований підхід до нагляду за НБФУ до кінця грудня 2025 року (IMF, 2023^[7]).

Страхові компанії

Станом на 1 січня 2024 року в Україні діяли 102 страховики, зокрема 89 компаній зі страхування збитків, 12 компаній зі страхування життя й один страховик зі спеціальним статусом. У 2023 році Експортно-кредитне агентство отримало ліцензію на страхування та було додано до переліку страховиків, що працюють в Україні. Щодо обсягів операцій, рівень премій у 2023 році сягнув майже довоєнного рівня, а виплати за претензіями повернулися до рівня 2021 року (Таблиця 2.2). Коефіцієнт оплачених збитків зріс лише незначно, з 33% до 36% у річному обчисленні. Цей показник зріс до 39% у першій половині 2024 року. Активи та резерви страхових компаній також помірно зросли, попри введення НБУ нових суворіших вимог до прийнятності нерухомості для резервів із 30 червня 2023 року.

Таблиця 2.2. Обсяги страхових операцій, резерви й активи

(млрд грн)	2022	2023	01.10.2024
Страхові внески	39,7	47	38,3
Оплачені збитки	13	16,9	15,1
Страхові резерви	41	46,8	35,5
Активи страхових компаній	70,3	74,3	70,0

Джерело: Національний банк України.

Кредитні спілки

Станом на 1 листопада 2024 року в Україні діяло 109 кредитних спілок (КС), включно з 2 об'єднаними кредитними спілками (ОКС) із 72 КС-учасниками. У 2023 році та перших 10 місяцях 2024 року з Державного реєстру фінансових установ виключено 53 КС. Обсяги кредитування КС у 2023 році зросли й за прогнозами продовжать зростання у 2024 році, тоді як обсяги депозитів у 2023 році скоротилися та за прогнозами продовжать повільніше скорочення у 2024 році (Таблиця 2.3). Активи скоротилися приблизно на 5% з 2023 до 2024 року, що відображає зменшення кількості активних підприємств.

Таблиця 2.3. Членство й обсяги операцій у кредитних спілках і об'єднаних кредитних спілках

	2022	2023	01.10.2024
Кількість членів	-	285 896 (станом на 1 липня)	146 578
Кредити надані членам (млн грн)	929	1095	854
Вклади членів (млн грн)	723	631	486
Загальні активи КС (крім ОКС)		1408 (станом на 1 січня)	1 386

Примітка: цифри зазначено в мільйонах гривень.

Джерело: Національний банк України.

Фінансові компанії, орендодавці та ломбарди

Загальна кількість фінансових компаній, орендодавців, ломбардів і небанківських фінансових груп протягом 2023 року зменшилася з 1004 на початок року до 801 на початок 2024 року (Таблиця 2.4). Це було зумовлено добровільним виходом із ринку (через невиконання посиленних пруденційних вимог, відсутність бізнес-моделі або втрату капіталу/інтересу інвестора) і примусовими заходами.

Таблиця 2.4. Кількість фінансових компаній, орендодавців, ломбардів

Тип організації	1 січня 2023 р.	1 січня 2024 р.	1 листопада 2024 р.
Ломбарди	183	146	111
Фінансові компанії	760	559	492
Орендодавці	98	76	1
Небанківські фінансові групи	23	20	30
Усього	1064	801	634

Джерело: Національний банк України.

Обсяг діяльності цих організацій, попри досить скромний розмір, значно відновився після початку війни, особливо щодо фінансового лізингу та корпоративних кредитних продуктів (Таблиця 2.5). Проте обсяг залишається нижчим за довоєнний рівень.

Таблиця 2.5. Обсяги угод фінансових компаній, орендодавців, ломбардів

Тип продукту	2022 (млн грн)	2023 (млн грн)	Зміна відсотка
Залучені кошти	1,1	0,5	-55%
Гарантії	1,4	0,7	-50%
Фінансовий лізинг (фінансові компанії)	0,2	0,7	+250%
Фінансовий лізинг (лізингові компанії)	23,4	38,3	+64%
Факторинг	46,8	67,9	+45%
Кредити фізичним особам	24,2	40,6	+68%

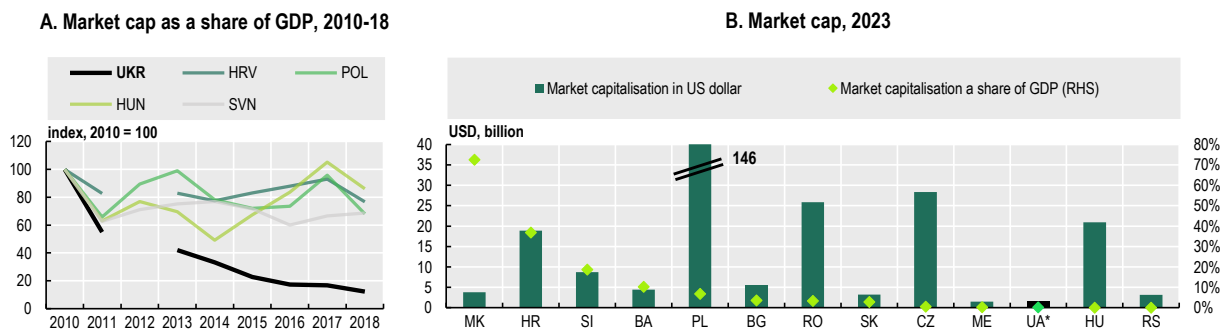
Тип продукту	2022 (млн грн)	2023 (млн грн)	Зміна відсотка
Кредити юридичним особам	36,1	69,9	+94%
Кредити ломбардам	10,3	12,4	+20%

Джерело: Національний банк України.

Ринки капіталу

Ринки капіталу в Україні порівняно нерозвинені. До повномасштабного вторгнення в Україні спостерігалось зниження ринкової капіталізації щодо ВВП із майже 30% у 2010 році до дещо менш як 3% у 2018 році (Рисунок 2.5, ілюстрація А). Згідно з останніми оцінками цінних паперів 22 компаній, які торгують акціями на українських фондових ринках (наданими НКЦПФР), поточна ринкова капіталізація оцінюється в 65,5 млрд грн або приблизно 1,6 млрд дол. США.⁴ Ілюстрація В порівнює оцінену ринкову капіталізацію в Україні з ринковою капіталізацією в інших аналогічних країнах, підкреслюючи порівняно малий розмір українського ринку капіталу в абсолютному вираженні та проти ВВП.

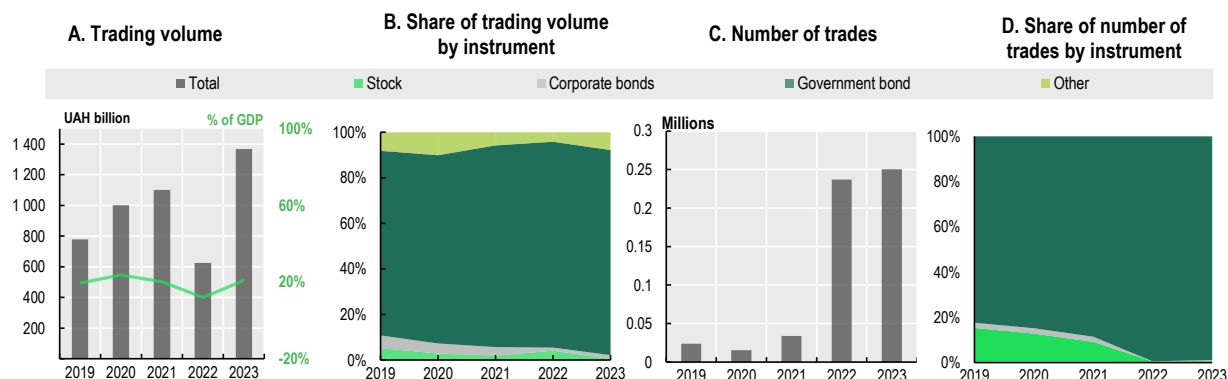
Рисунок 2.5. Ринкова капіталізація в Україні та аналогічних країнах, 2023 рік



Примітка: * На ілюстрації В показник ринкової капіталізації для України ґрунтується на оцінці ринкової капіталізації 22 компаній, які торгують акціями на українських фондових ринках (як зазначено в тексті вище). Ринкова капіталізація як частку ВВП України використовує ВВП 2023 року. Значення ринкової капіталізації для інших країн взято з набору даних щодо ринку капіталу ОЕСР. Джерела: Ілюстрація А, WDI Світового банку; ілюстрація В, НКЦПФР, набір даних щодо ринку капіталу ОЕСР.

Зараз в Україні працюють три біржі: Фондова біржа «Перспектива», «Українська фондова біржа» та «Фондова біржа ПФТС» (докладніше про них йдеться в Розділі 3). Повномасштабне вторгнення суттєво вплинуло на торговельну діяльність (Рисунок 2.6). Обсяг торгів різко знизився у 2022 році, але відновився до довоєнного рівня у 2023 році (ілюстрація А). Торгові операції з державними облігаціями продовжують домінування на ринку, становлячи майже 90% обсягу торгів у 2023 році (ілюстрація В). Кількість угод різко зросла з початком війни, досягнувши 250 000 угод у 2023 році (ілюстрація С). Практично всі вони стосувалися облігацій внутрішніх державних позик (ілюстрація D).

Рисунок 2.6. Обсяг і кількість угод на українських ринках капіталу, 2012–2023 рр.

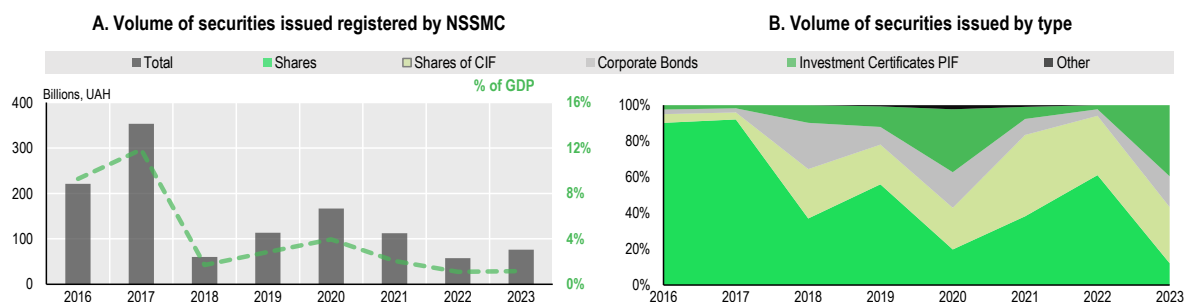


Примітка: цифра включає операції ПФТС, Української міжбанківської валютної біржі, «Перспективи» та Української фондової біржі. На Ілюстрації А зелена лінія позначає обсяг торгів як відсоток від ВВП (RHS).

Джерело: Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку

Обсяг нових емісій цінних паперів, зареєстрованих НКЦПФР (без урахування державних облигацій), залишався пригніченим із початку війни — 76 млрд грн у 2023 році порівняно із середньорічним показником у 176 млн грн за 6 років до війни (Рисунок 2.7 ілюстрація А). Так само обсяг емісії як частка ВВП залишається значно нижчим за історичні середні показники, на рівні 1% у 2023 році порівняно з майже 5% за 6 років до війни. Однак типи інструментів останнім часом стали більш різноманітними. Майже всі нові інструменти, зареєстровані у 2017 році, були акціями (92%), тоді як у 2023 році реєструвалися акції (12%), акції фондів колективного інвестування (ФКІ, 31%), корпоративні облигації (17%) та інвестиційні сертифікати (40%) (ілюстрація В).

Рисунок 2.7. Випущені цінні папери, зареєстровані НКЦПФР



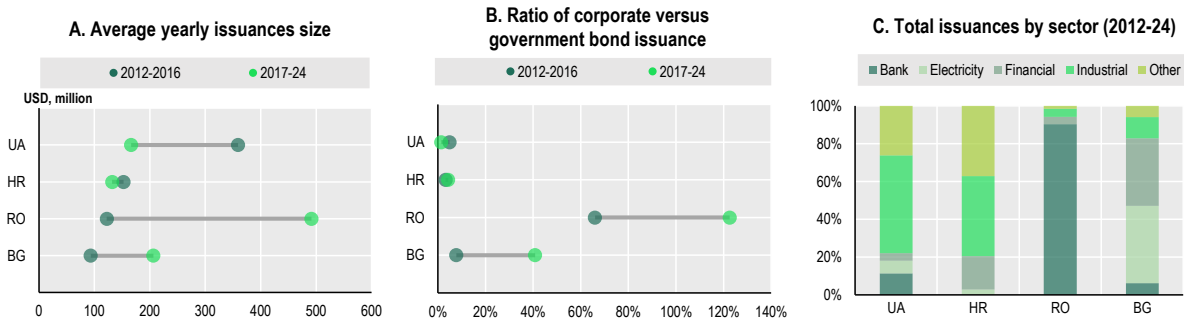
Примітка: Ці дані не включають облигації внутрішніх державних позик, оскільки Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України не регулює ці інструменти. ДІФ означає державні інвестиційні фонди. На Ілюстрації А зелена лінія позначає обсяг цінних паперів, виданих і зареєстрованих НКЦПФР, як відсоток від ВВП (RHS).

Джерело: Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

На ринках облигацій випуск внутрішніх корпоративних облигацій суттєво скоротився за останнє десятиліття, із середньорічного 360 мільйонів доларів США у 2012–2016 роках до 160 мільйонів доларів США у 2017–2024 роках (Рисунок 2.8, ілюстрація А). Обсяг річного випуску облигацій внутрішніх компаній порівняно з випуском державних облигацій також впав із середнім співвідношенням 5% у 2012–2016 роках до менше ніж 1% у 2017–2024 роках (ілюстрація В). З погляду секторів економіки, майже половина емітентів корпоративних облигацій є промисловими

компаніями (ілюстрація С). Це підкреслює масштаб використання компаніями ринків облігацій для оцінювання такого необхідного капіталу, як описано далі в пункті 3.2.1 Розділу 3.

Рисунок 2.8. Випуск внутрішніх корпоративних облігацій, Україна й аналогічні країни



Примітка: дані стосуються облігацій, випущених місцевими компаніями на національних фондових біржах Болгарії (Болгарська фондова біржа), Хорватії (Загребська фондова біржа), Румунії (Бухарестська фондова біржа) і України (Українська фондова біржа та ПФТС). Дані до другого кварталу 2024 року. Вітчизняні компанії визначаються за країною їхньої реєстрації.

Джерело: Bloomberg.

2.2.2. Пруденційний нагляд та програми державного субсидування кредитів

Пруденційна та наглядова база України використовує багатоаспектний підхід, застосовуючи численні інструменти, які зазвичай використовуються в інших аналогічних країнах (детальніше описано нижче). Схоже, що ці інструменти були ефективними для підтримання стійкості фінансового сектора під час війни та стали результатом великої роботи, проведеної після банківської кризи в Україні у 2014–2015 роках і початку війни.

Основними установами, відповідальними за фінансову стабільність, є НБУ, Міністерство фінансів, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку та Фонд гарантування вкладів фізичних осіб. Ці агенції беруть участь у Раді з фінансової стабільності під головуванням Голови НБУ та Міністра фінансів, яка підтримує обмін інформацією, координує заходи реагування на надзвичайні ситуації та видає необов'язкові рекомендації щодо усунення системних ризиків.

Програма гарантування вкладів

Фонд гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО), створений у 1998 році, забезпечує функціонування системи гарантування вкладів, керує виведенням неплатоспроможних банків із ринку після визнання НБУ таких банків неплатоспроможними та здійснює нагляд за ліквідацією банків. ФГВФО також відповідає за програми фінансової грамотності та зміцнення довіри населення до фінансової системи.

ФГВФО має повноваження проводити процедури врегулювання в Україні з 2012 року, коли повноваження ФГВФО було розширено, щоб включити мінімізацію втрат, окрім відшкодування вкладів. Ця зміна була проведена за підтримки Світового банку та МВФ. ФГВФО має у своєму розпорядженні низку інструментів для виведення неплатоспроможних банків з ринку, зокрема продажу активів і зобов'язань, створення банку-санатора, застави в поєднанні з націоналізацією, продажу неплатоспроможного банку та ліквідації. Ці інструменти узгоджуються з тими, що передбачені в Директиві ЄС 59/2014 («Директива про відновлення та санацію банків»), однак ФГВФО використовує їх виключно після того, як НБУ визнає банк неплатоспроможним.

ФГВФО складає плани врегулювання для банків, які НБУ оголошує в зоні ризику (проблемних банків) або неплатоспроможними.

На сьогодні ФГВФО здійснив адміністрування 110 банків, використовуючи всі доступні інструменти врегулювання на основі принаймні критеріїв витрат і систематичної важливості кожного банку. 11 неплатоспроможних банків було виведено з ринку з використанням кількох методів, включно з купівлею активів і ухваленням зобов'язань (повним або частковим), банків-санаторів і націоналізацією. За час виконання цих рішень ФГВФО виплатив майже 100 млрд грн (приблизно 2,5 млрд дол. США) понад 2 млн вкладників (DGF, 2024^[8]). Майже дві третини банківських банкрутств (66) сталися у 2014 і 2015 роках. Ще 8 банкрутств відбулося з початку війни, за цей же період вкладникам було виплачено 8 млрд грн. Загальна депозитна база ФГВФО з лютого 2022 року також зросла на 675 млрд грн.

Після повномасштабного вторгнення уряд підвищив суму покриття депозитів ФГВФО, щоб підтримати довіру населення до банківського сектора. У випадку банкрутства будь-якого банку під час або протягом 3 місяців після закінчення воєнного стану, депозити відшкодовуються повністю без обмеження розміру компенсації. Після цього ліміт компенсації встановлено на рівні 600 тис. грн (приблизно 14 500 дол. США). На сьогодні в Україні не було значного масового зняття вкладів населенням або масштабного закриття депозитів.

Для підвищення прозорості та доброчесності продаж активів збанкрутілого банку ФГВФО здійснюється через українську платформу електронних аукціонів Prozorro Sale. З початку повномасштабної війни до листопада 2024 року було проведено понад 16 400 аукціонів, з яких 1156 були успішно завершені. ФГВФО також брав участь у процесі націоналізації російських банків, наприклад через перерахування 17 млрд грн із рахунків ПАТ «Промінвестбанк» та АТ «МР Банк» до державного бюджету у 2022 році та продаж державі 100% акцій «Сенс Банку».

ФГВФО також подає позови проти фізичних осіб за неналежне управління банківськими коштами, що призвело до банкрутства. Станом на кінець 2024 року ФГВФО подав 94 позови в господарському провадженні проти понад 1000 фізичних осіб щодо 56 неплатоспроможних банків на загальну суму понад 183 млрд грн та 40 цивільних позовів проти 82 цивільних відповідачів щодо відшкодування збитків, завданих 26 банкам через кримінальні правопорушення, на загальну суму понад 27 млрд грн. ФГВФО задовольнив майже 8256 млрд грн вимог через судові процедури.

Згідно з угодою про розширене кредитування з МВФ, Україна погодилася передати всі націоналізовані несистемні банки ФГВФО для виведення з ринку, а також покращити застосування інструментів раннього втручання та врегулювання для кращого управління ризиками. Це передбачає розв'язання деяких проблем, пов'язаних з обміном інформацією, механізмами координації та ефективністю ухвалення рішень і заходів до, під час і після врегулювання.

Пруденційний нагляд НБУ

У межах його орієнтованого на ризик підходу НБУ проводить щорічне оцінювання банків, використовуючи методологію SREP, яка передбачає чотири основні елементи: життєздатність бізнес-моделей, якість корпоративного врядування й достатність капіталу й ліквідності. Цей захід на меті вчасне виявлення ризиків, притаманних діяльності кожного банку, визначення заходів, необхідних для запобігання небажаним наслідкам або їх пом'якшення, а також подальша розробка стратегії нагляду на майбутні роки з урахуванням викликів, перед якими постає фінансовий сектор під час воєнного стану.

НБУ постійно моніторить фінансовий стан банків і показники ефективності банківських груп шляхом нагляду за дотриманням ними вимог законів і нормативно-правових актів, контролю за дотриманням обмежень, накладених на їхню діяльність НБУ, оцінювання впливу ризиків і аналізу даних

статистичного й фінансового звітування. Крім того, НБУ запровадив регулярний контроль за якістю послуг аудиту, пов'язаних із щорічним аудитом фінансової звітності й зведеної фінансової звітності банків і банківських груп.

На основі результатів оцінювання й поточного моніторингу фінансового становища банків, якщо в діяльності окремих банків виявляють негативні тенденції, порушення законодавства про банки чи ознаки ризикової діяльності, яку здійснюють банки, НБУ вживає заходів, щоб запобігти подальшому погіршенню фінансового становища банків, зменшити наявні ризики й захистити інтереси вкладників та інших кредиторів банків.

Макропруденційні інструменти та резервні вимоги

Таблиця 2.6 описує макропруденційні інструменти, які використовує НБУ, що здебільшого узгоджуються з міжнародними стандартами. Сюди належать нещодавно ухвалені нормативні акти, які узгоджують структуру регуляторного капіталу з Директивою ЄС і Регламентом щодо вимог до капіталу для банків у грудні 2023 року та для банківських груп у липні 2024 року. Також НБУ в липні 2024 року ухвалив постанову про розрахунок співвідношення власних та позикових коштів для банків і банківських груп. Запровадження цих нових вимог відбувається поступово, щоб допомогти банкам інтегрувати їх у свої бізнес-плани.

Таблиця 2.6. Макропруденційний інструментарій, який використовує Національний банк України

Захід	Поріг
Коефіцієнт достатності капіталу та співвідношення власних і позикових коштів *	
Базовий капітал основного капіталу	5,625%
Відношення базового капіталу до вартості активів	7,5%
Норматив достатності регулятивного капіталу	10% (поетапно до липня 2025 р.)
Інструменти ліквідності	
Норматив короткострокової ліквідності	100%
Норматив чистого стабільного фондування	100%
Макропруденційні буфери: *	
Буфер для збереження капіталу	0,625–2,5%
Контрциклічний буфер	0–2,5%
Буфер системно важливих установ	0–2%
Буфер системних ризиків	0–3%

Примітка: *відсоток активів, зважених щодо ризику. Станом на кінець 2024 року макропруденційні буфери не були активовані.
Джерело: Національний банк України.

НБУ встановлює резервні вимоги для банків, причому вимоги до різних джерел фінансування, а також для національної та іноземної валюти є різними (Таблиця 2.7). 3 жовтня 2024 року вимоги було підвищено на 5 відсоткових пунктів (за винятком довгострокових депозитів домогосподарств у національній валюті), а частку резервних вимог, яку можна задовольнити за рахунок ОВДП, також було збільшено з 50% до 60% (IMF, 2024^[9]). Ці зміни спрямовані на підтримку внутрішнього попиту на державні облигації.

Таблиця 2.7. Норматив обов'язкових резервів для банків

Залучені кошти	UAH	Іноземна валюта
----------------	-----	-----------------

Депозити до запитання та вклади на поточні рахунки юридичних осіб	15	25
Депозити до запитання та вклади на поточні рахунки фізичних осіб	25	35
Строкові рахунки та депозити домогосподарств із мінімальним початковим терміном погашення до 92 календарних днів (включно)	25	35
Строкові рахунки та депозити юридичних осіб (крім інших банків)	15	25
Строкові рахунки та депозити домогосподарств із мінімальним початковим терміном погашення 93 і більше календарних днів	0	15
Депозити й поточні рахунки інших банків-нерезидентів і кредити, видані міжнародними установами (крім фінансових установ) та іншими організаціями-нерезидентами	15	25

Примітка: станом на 11 жовтня 2024 р.

Оцінювання стійкості банків

Як згадано вище, у 2023 році НБУ здійснив виняткове оцінювання стійкості 20 найбільших українських банків, використовуючи методику, що відображала обмеження воєнного часу. У листопаді 2024 року НБУ схвалив нову методику для майбутнього оцінювання стійкості банків і банківських систем, починаючи з 2025 року (NBU, 2024^[10]). Ці оцінювання буде здійснено за стандартною процедурою, впровадженою в три етапи.

- Етап 1: зовнішні аудитори виконують обов'язкову ПЯА всіх банків. Вона передбачає оцінювання прийнятності застави для кредитів у вибірці, розрахунок необхідного коефіцієнту достатності капіталу й звіт аудитора.
- Етап 2: НБУ проводитиме екстраполяцію результатів ПЯА й прийнятності застави лише для банків, чиї активи пройшли поглиблену перевірку.
- Етап 3: НБУ проведе випробування в несприятливих умовах на основі базових і негативних макроекономічних сценаріїв, використовуючи дані з фінансової звітності банків із трирічним горизонтом планування. Ці сценарії враховують ризики щодо ВВП, зміни обмінного курсу, інфляції та зміни процентної ставки. Це також стосуватиметься найбільших банків, визначених на основі обсягу вкладів фізичних осіб, зважених за ризиком, і обсягу кредитів фізичним особам, а також банків, які вимагали капіталізації на основі результатів оцінювання стійкості у 2023 році.

Наразі НБФУ не включені в ці випробування, оскільки вважається, що вони становлять низький системний ризик. Страхові компанії наразі виключені, однак у майбутньому це може змінитися (NBU, 2020^[11]).

Державні програми субсидованого кредитування

Основною програмою кредитної підтримки бізнесу в Україні є програма «Доступні кредити під 5–7–9%» (далі — «Програма 5–7–9»), за якою держава субсидує відсотки за кредитами для бізнесу. Мета програми — полегшити доступ бізнесу до банківського кредитування в кризовий період. З початку дії програми 5–7–9 у 2020 році було видано 100 000 кредитів для бізнесу на загальну суму 347 млрд грн. 258 млрд грн цих кредитів було видано від початку війни, що становить приблизно 50% нових кредитів бізнесу у 2024 році. Секторами, які найбільше використовували цю програму, є сільське господарство (45%), торгівля та виробництво (24%) і промисловість (21%) (Business Development Fund of Ukraine, 2025^[12]). Відповідно, ця програма відіграє вирішальну роль у підтриманні доступу компаній до кредитів.

Уряд Німеччини виділив 200 мільйонів євро (приблизно 9 мільярдів гривень) грантового фінансування для покриття фінансових витрат програми 5–7–9 у 2022 та 2023 роках. Уряд України

заклав у бюджет програми на 2024–2027 роки приблизно 80 млрд грн, зокрема аналогічні субсидії на лізинг і факторинг. З них на 2024 і 2025 роки виділено 18 млрд грн. У список пріоритетів входять:

- фінансування переробної та сільськогосподарської галузей, які вважаються критично важливими для економіки України;
- відновлення зруйнованих унаслідок воєнної агресії основних засобів;
- підтримка підприємств, які працюють на окупованих територіях або в умовах бойових дій;
- фінансування суб'єктів господарювання, які надають енергетичні послуги;
- впровадження енергоефективних заходів.

Програму 5–7–9 адмініструє Фонд розвитку підприємництва (ФРП), небанківська фінансова установа зі спеціальним статусом, заснована Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), Кабінетом Міністрів України (в особі Міністерства фінансів України) та НБУ. ФРП на 100% належить державі. Субсидовані кредити надаються через авторизовані банки, а Фонд компенсує банкам різницю між ринковою процентною ставкою та зниженою ставкою (5%, 7% або 9% залежно від критеріїв).

Крім того, у липні 2021 року уряд запровадив програму державних портфельних гарантій, згідно з якою до 80% портфеля банківських кредитів мікро-, малим і середнім підприємствам (ММСП) можуть бути гарантовані державою на загальну суму до 43,9 млрд грн (Ministry of Finance of Ukraine, 2024_[13]). У програмі бере участь тридцять один банк. Подібна програма для агросектора — Фонд часткового гарантування кредитів у сільському господарстві (ФЧГКСГ) — була запущена в січні 2024 року. ФЧГКСГ надає гарантії до 50% кредитів для малих фермерів, з максимальним лімітом кредитування до 800 000 доларів США на одного позичальника на купівлю землі. Зараз програму фінансує Світовий банк і ЄС.

Для домогосподарств уряд передбачає запущену в жовтні 2022 року програму підтримки доступного житла «єОселя». На сьогодні в межах програми видано 14 тис. кредитів на суму 22,6 млрд грн, з яких 20% — на умовах масової іпотеки під 7% (Ministry of Economy of Ukraine, 2024_[14]). Влада також повідомляє про тенденцію до зростання купівлі новобудов за програмою, що становить чверть недавно виданих кредитів. Повідомляється, що кредити «єОселя» становлять майже всю кількість нових іпотечних кредитів у 2023 році, причому частка купівлі житла за допомогою банківських кредитів досягла 5,8% наприкінці 2023 року, а загальна кількість кредитів «єОселя» становить понад половину загального іпотечного портфеля банків (NBU, 2023_[3]).

2.2.3. Розвиток цифрових фінансів і цифрова стійкість

НБУ та НКЦПФР поділяють відповідальність за просування та моніторинг цифровізації фінансів між ринками та фінансовими установами, які вони контролюють. Обидві установи запровадили низку заходів та ініціатив із цього питання, багато з яких були реалізовані ще до початку повномасштабного вторгнення. Крім того, в Україні спостерігається активне впровадження цифрових технологій, зокрема для фінансових послуг. Як і в багатьох країнах, пандемія COVID-19 сприяла розширенню цифрових продуктів і послуг. Контекст війни також спонукав до подальших інновацій, з огляду на проблеми, пов'язані з постійними перебоями в енергопостачанні та все більшими труднощами для споживачів у доступі до послуг, які надаються особисто, особливо в регіонах, наближених до лінії фронту, і міграційними потоками в межах України та поза ними. У цьому пункті описано деякі з основних подій в Україні як із боку регулювання, так і на ринках цифрових активів.

У відповідь на неодноразові атаки Росії на енергетичну інфраструктуру НБУ та системно важливі банки розробили ініціативу Power Banking, яка дає змогу клієнтам користуватися банківськими послугами навіть у періоди відключень електроенергії. Ініціатива ґрунтується на мережі з понад 2000 банківських відділень, підключених до альтернативних джерел енергії та резервних каналів зв'язку,

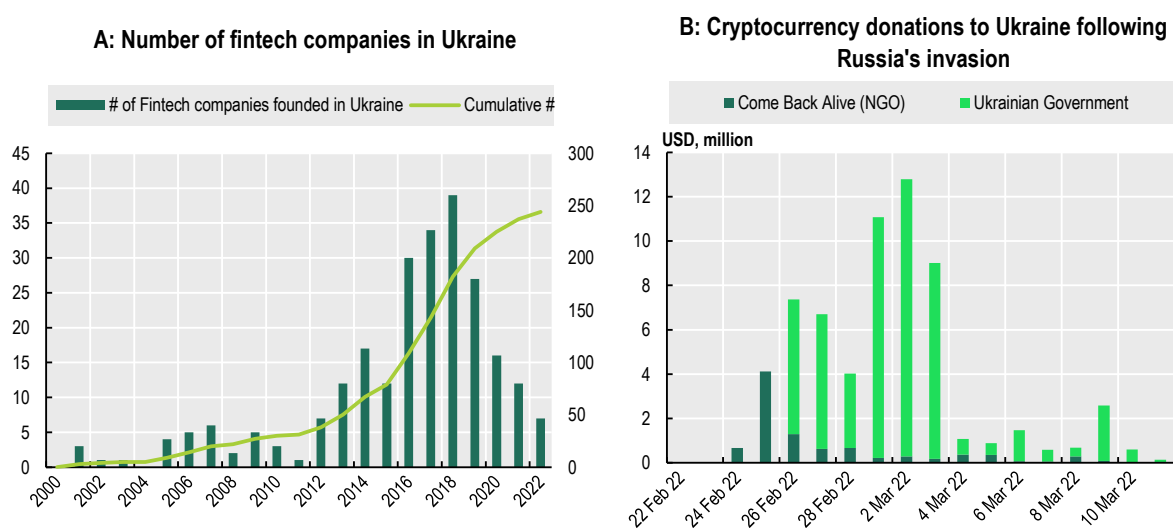
де клієнти можуть зняти готівку, здійснити певні платежі, обміняти валюту та зустрітися з менеджерами для обговорення фінансових питань (NBU, 2022^[15]). Цей досвід дав змогу Україні зміцнити фізичну та кіберстійкість фінансової системи та може дати багато цінних ідей для інших країн, які прагнуть досягти подібних цілей.

У жовтні 2023 року Міністерство цифрової трансформації та ФГВФО також запровадили цифровий сервіс для відшкодування вкладникам збанкрутілих банків через офіційний державний застосунок для смартфонів «Дія». Це частина ширшої ініціативи щодо розширення послуг, доступних у «Дії», які передбачають цифровізацію багатьох офіційних документів, як-от посвідчення особи та водійські посвідчення, і забезпечення альтернативи адміністративним послугам, які надаються особисто. Цю ініціативу описано детальніше в блоці 4.2. Розділу 4.

НБУ та НКЦПФР також працюють над оновленням правової бази для цифрових активів за технічної підтримки МВФ, яке планують завершити до кінця грудня 2024 року (IMF, 2024^[16]). Метою є узгодженість із передовою міжнародною практикою, сприяння економічному розвитку через контрольоване зростання цього сектора та пом'якшення ризиків для цінової та фінансової стабільності, які можуть виникнути.

Це дослідження також відображає той факт, що криптовалюти та криптоактиви є новою та дедалі важливішою частиною фінансової системи України та відіграють важливу роль під час конфлікту, що триває. Донати в криптовалюті стали важливим джерелом фінансування воєнного опору України в перші тижні та місяці війни як канал для швидкого й економічно ефективного збору донатів від фізичних осіб по всьому світу (Рисунок 2.9). Доходи від діяльності з використанням криптовалют також є великим джерелом внутрішнього доходу. У 2023 році українці разом заробили 850 мільйонів доларів США на криптовалюті, посівши 12 місце у світі після Туреччини й Аргентини, випередивши Бразилію та Японію (Chainalysis, 2024^[17]). Регулятори все більше зосереджуються на віртуальних активах, і НБУ відзначає це як одну з нових проблем для реформування та розвитку фінансового сектора. (IMF, 2023, р. 46^[7]).

Рисунок 2.9. Криптовалюта та тенденції фінансових технологій в Україні



Джерело: Ілюстрація А, Українська асоціація фінтех та інноваційних компаній; Ілюстрація В, Elliptic.

НБУ також працює над розробленням цифрової валюти «е-гривня», щоб доповнити наявну готівкову та безготівкову валюту. Завданнями е-гривні є підвищення економічної безпеки, зміцнення

монетарного суверенітету, підвищення цінової та фінансової стабільності, покращення прозорості розрахунків і сприяння цифровізації економіки (NBU, 2024^[18]). Поточне очікуване використання електронної гривні — роздрібні безготівкові розрахунки, обіг віртуальних активів і транскордонні платежі. Триває робота над проектом «е-гривня», під час якої застосовується «методика 5П» МВФ для проектів ЦВЦБ (IMF, 2023^[19]).⁵ Наразі НБУ працює над визначенням і вибором технологічного партнера в межах пілотного проекту з випуску цифрової валюти е-гривня.

На початку 2023 року НБУ запустив регуляторну платформу на підтримку інновацій у фінансових і платіжних послугах (також див. Розділ 5, пункт 5.2.1). На регуляторній платформі можуть брати участь суб'єкти, які вже зареєстровані або авторизовані НБУ, а запропоновані продукти мають відповідати таким вимогам:

- запропонований продукт не має аналогів або має значні переваги над наявними;
- впровадження продукту не має призводити до порушення законодавства про захист економічної конкуренції;
- немає юридичних заборон на введення відповідного продукту;
- у законодавстві України відсутні конкретні норми, які унеможливають введення такого продукту на ринок поза межами регуляторної платформи.

НБУ також співпрацює з Міжнародною фінансовою корпорацією (IFC) для розвитку екосистеми цифрових фінансових послуг в Україні, включно зі сферами відкритого банківського обслуговування, просування фінансових послуг за допомогою агентських банківських моделей, заохочення бізнесу до використання регуляторної платформи НБУ та підтримання росту безготівкових операцій. Цілями є посилення конкуренції в банківському секторі, покращення пропозиції фінансових послуг, стимулювання безготівкової економіки та сприяння наближенню українського фінансового сектора до європейських стандартів (NBU, 2024^[20]).

2.2.4. Стале фінансування

НБУ та НКЦПФР також активно просувають практику стійкого фінансування в Україні. До вторгнення Росії Україна почала вживати заходів для підтримки розвитку практики сталого фінансування всередині країни. У 2021 році НБУ представив Політику щодо розвитку сталого фінансування до 2025 року (NBU, 2021^[21]) за підтримки IFC. Політика визначає такі пріоритети:

- удосконалення корпоративного управління в банках і небанківських фінансових установах з урахуванням екологічних, соціальних та управлінських факторів (ESG);
- запровадження вимог щодо управління екологічними та соціальними ризиками в усіх фінансових установах, які регулює НБУ;
- запровадження стандартів розкриття інформації щодо ESG для фінансових установ;
- підвищення фінансової грамотності щодо розвитку сталого фінансування в Україні;
- врахування зміни клімату в межах основних завдань НБУ щодо забезпечення монетарної та фінансової стабільності.

У вересні 2024 року НБУ ухвалив переглянуту Політику щодо розвитку сталого фінансування, яка має на меті розширити й оновити політику 2021 року (NBU, 2024^[22]). Нова Політика зосереджується на двох потоках: забезпечення розробки НБУ внутрішньої політики управління ризиками ESG, що стосуються його інституційної діяльності; впровадження політики управління ризиками ESG для фінансових установ під наглядом НБУ. Впровадження політики управління ризиками ESG для фінансових установ почнеться з аналітичного звіту, розробленого за погодженням із фінансовим сектором, після чого буде схвалено рекомендації щодо управління ризиками ESG, а фінансові установи розкриють дані про ризики ESG. Політика передбачає поширення рекомендацій і

розкриття НБФУ на третьому етапі й насамкінець проведення загальноекономічного оцінювання ризиків ESG.

Як уже зазначалося, активність на ринку корпоративних облігацій та інших цінних паперів в Україні обмежена, особливо після початку війни. Це обмежило можливості країни розвивати свій ринок зелених облігацій та інших фінансових продуктів, пов'язаних зі сталим розвитком. У 2016 році IFC оцінила, що Україна могла б отримати до 73 мільярдів доларів США потенційних інвестицій у кліматично оптимізований розвиток до 2030 року (IFC, 2016^[23]).

НКЦПФР вжила низку заходів для просування практики сталого розвитку та міркувань на ринках капіталу. У 2021 році НКЦПФР внесла положення до Кодексу корпоративного управління щодо врахування ESG-факторів на основі Принципів корпоративного управління G20/OECD (OECD, 2023^[24]) і рекомендацій IOSCO щодо корпоративного управління та стійкого фінансування на ринках, що розвиваються. НКЦПФР також затвердила рекомендації щодо реалізації та фінансування екологічних проєктів через зелені облігації, що включають розроблення політики емітента щодо зелених облігацій, добору проєктів, які можуть повністю або частково фінансуватися та/або рефінансуватися за кошти, залучені через зелені облігації, порядок використання коштів, звітність емітента про вплив проєктів на довкілля, організацію зовнішнього незалежного контролю (верифікації), управління екологічними та соціальними ризиками, а також інші питання, пов'язані із зеленими облігаціями. У 2024 році НКЦПФР схвалила подальшу рекомендацію щодо підготовки звітів про вплив проєктів, які фінансуються або рефінансуються за коштом надходжень від зелених облігацій, що містить загальні положення щодо звітування про вплив, індикатори для оцінювання впливу проєктів на довкілля, контрольні показники, довідкові матеріали та шаблони звітності. Також було затверджено рекомендацію щодо добору проєктів, які будуть фінансуватися або рефінансуватися за коштом надходжень від зелених облігацій, щоб спростити добір проєктів зелених облігацій на основі українського законодавства, а також міжнародно визнаних підходів, а саме Таксономії ЄС екологічно стійких видів економічної діяльності, рекомендацій Міжнародної асоціації ринків капіталу (ICMA), Міжнародної фінансової корпорації (IFC) та Світового банку.

Згідно зі Стратегією розвитку кредитування, затвердженою в червні 2024 року, НБУ зобов'язався переглянути та запровадити Політику щодо розвитку сталого фінансування до кінця 2027 року.

2.3. Основні проблеми

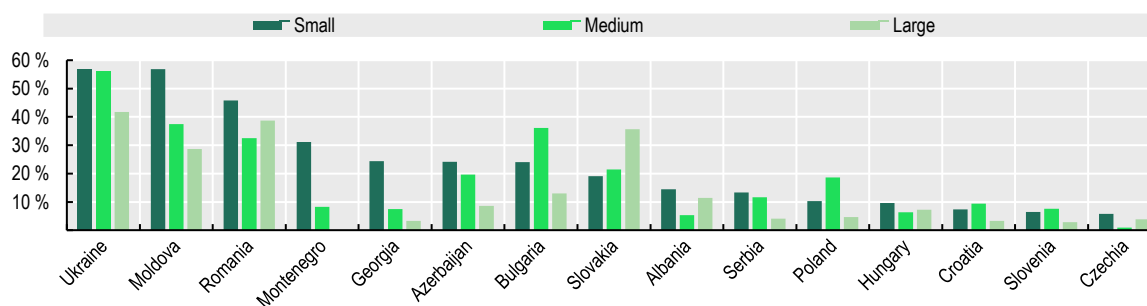
Фінансовий сектор України проявив разючу стійкість у надзвичайно складних і невизначених умовах завдяки поєднанню ефективних та цілеспрямованих політичних заходів, державної підтримки та допомоги з боку міжнародних донорів. Утім, воєнний контекст значно ускладнює повне оцінювання всіх ризиків, перед якими постає фінансовий сектор, а також повне впровадження заходів для його зміцнення. Проте українські регулятори активно працюють під час війни, щоб проаналізувати основні джерела фінансового стресу та нові ризики, наприклад через оцінювання стійкості банків, проведене НБУ у 2023 році.

У цьому пункті розглянуто визначені структурні проблеми фінансового сектора, зокрема ті, які можуть мати найбільший вплив на фінансову стабільність і економічне відновлення. Також описано заходи, які українські органи влади вжили на цей час, вживають зараз або планують вжити найближчим часом. Це створює основу для запропонованих пріоритетних напрямків для підтримки України, описаної в наступному пункті 2.4.

2.3.1. Підтримання доступу до фінансування для домогосподарств і підприємств

Влада зосередилася на забезпеченні стабільності та стійкості фінансової системи України під час війни. Банки й далі залишаються значною мірою прибутковими та мають хороші рівні резервів і великі обсяги ліквідних активів. Проте надання кредитів реальній економіці залишається проблемою і ставатиме дедалі важливішим у міру відновлення та розвитку України. Як видно з Рисунок 2.10, доступ до кредитів був проблемою для багатьох українських підприємств ще до війни. У майбутньому буде важливо, щоб банки змістили фокус із консервативної стратегії збереження великих обсягів ліквідних активів і державного боргу на надання необхідного капіталу для економічного зростання країни. Необхідно також розв'язати проблеми з боку попиту (наприклад, низький попит на капітальні інвестиції в умовах невизначеності, складність надання забезпечення).

Рисунок 2.10. Частка підприємств, які мають кредитні обмеження, Україна й аналогічні країни, 2019 р.



Джерело: Група Світового банку

Ще один виклик — залучення іноземних інвестицій в Україну. Іноземний капітал є важливим джерелом для доповнення внутрішніх ресурсів. Основними будуть заходи із залучення іноземних інвесторів, наприклад через усунення ризиків, пов'язаних із війною. Тут важливо, щоб державний і приватний сектори співпрацювали, розподіляючи тягар страхування ризиків, водночас державний сектор відіграватиме більшу роль у регіонах, які найбільше постраждали від бойових дій. Прикладом такого партнерства є нещодавній проєкт вартістю 435 мільйонів доларів США, реалізований Європейським банком реконструкції та розвитку (ЄБРР), IFC, Європейською комісією, Францією, приватною інвестиційною компанією Horizon Capital та французькою телекомунікаційною інвестиційною компанією NJJ, спрямований на покращення мобільного зв'язку для 10 мільйонів абонентів і забезпечення швидшого та надійнішого доступу до фіксованого широкопasmового інтернету для 4 мільйонів домогосподарств в Україні. У межах цього проєкту частина кредитів ЄБРР та IFC забезпечена гарантіями, наданими Францією та Європейським Союзом, щоб зменшити інвестиційні ризики.

Як зазначалося раніше, Стратегія розвитку кредитування покликана забезпечити фінансування для реконструкції енергетичної інфраструктури та стимулювання попиту, орієнтованого на покращення оборонного, промислового та сільськогосподарського секторів країни, а також підтримати бізнес на деокупованих і прифронтових територіях (NBU, 2024^[25]). Реалізація Стратегії здійснюватиметься за двома основними напрямками: спершу активізація кредитування пріоритетних сфер в умовах воєнного стану (оборона, енергетика, виробництво, сільське господарство й бізнес, що працює в «зонах стійкості»⁶); а в середньостроковій та довгостроковій перспективі — розроблення правової бази для подальшого стимулювання ринкового кредитування всієї економіки. Крім того, Міністерство фінансів визначило такі пріоритети:

- подальше розширення банківського кредитування оборонного сектора з одночасним управлінням ризиками національної безпеки щодо інформації, яку надають оборонні компанії банкам;
- пошук оптимального поєднання фінансових інструментів для підтримання малих і середніх підприємств (МСП), які працюють поблизу лінії фронту (включно з грантами, субсидованими кредитами та комерційним кредитуванням) з одночасним управлінням фінансовими ризиками такого фінансування;
- підтримка реінтеграції ветеранів через покращення доступу до іпотечного кредитування.

4 листопада Міністерство фінансів, Міністерство економіки та Світовий банк підписали угоду на 593 мільйони доларів США для фінансування нового проєкту «Програма стійкого, інклюзивного та сталого підприємництва» (Програма RISE). Програма має на меті покращити умови для відновлення приватного сектора в Україні, орієнтуючись на сталий розвиток. Проєкт реалізовуватиметься у 2024–2027 роках та сприятиме посиленню потенціалу малого і середнього бізнесу в країні. Буде важливо проводити паралельну роботу з покращення доступу МСП до фінансування, як зазначено вище, для прискорення відновлення приватного сектора.

2.3.2. Високий рівень NPL

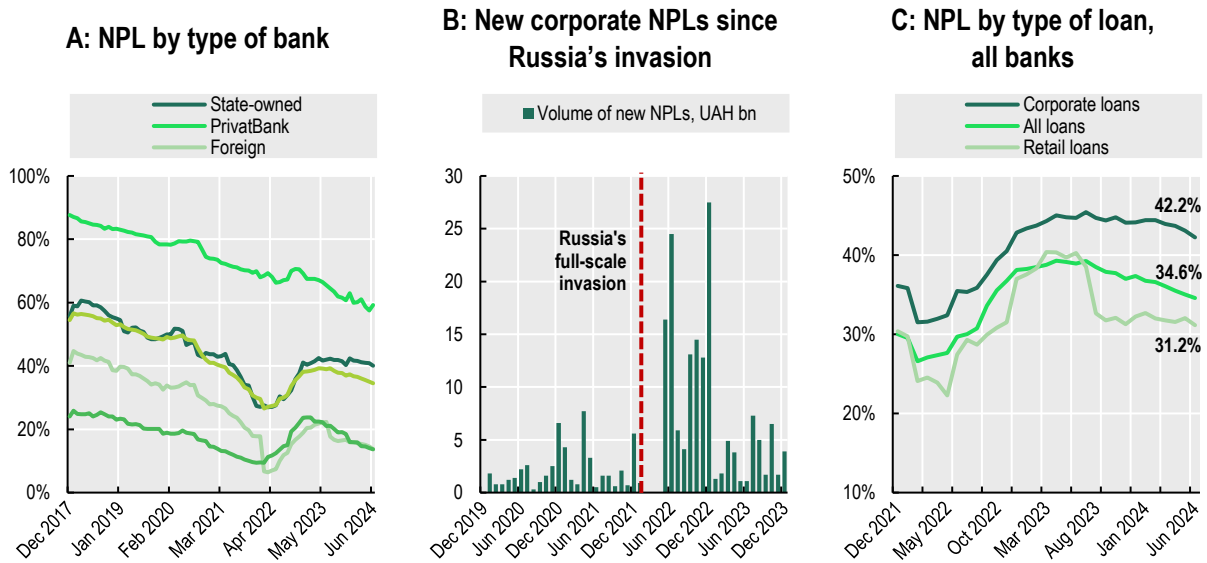
Фінансовий сектор України постає перед високими рівнями NPL порівняно з аналогічними країнами, що є давньою тенденцією. Після банківської кризи 2014 року рівень NPL досяг піка в понад 56% (середній показник для всіх банків) у середині 2017 року, що було зумовлено визнанням значних збитків у найбільшому банку країни — ПриватБанку (з піковим коефіцієнтом протермінованих кредитів майже 89% у 2017).- Коефіцієнт NPL відтоді почав знижуватися, хоча за міжнародними стандартами він усе ще дуже високий. Рисунок 2.11, Ілюстрація А підкреслює, що середній коефіцієнт NPL для всіх банків в Україні низився приблизно до 27% до початку російського вторгнення. Потім коефіцієнт NPL підвищився, досягнувши майже 40% у квітні 2023 року, однак знову почав знижуватися, досягнувши 34,6% у червні 2024 року. У НБУ повідомляють, що це зниження зумовлене збільшенням обсягів якісних гривневих кредитів і списанням роздрібних NPL (насамперед вітчизняними приватними банками).

З іншого боку, ілюстрація В показує, що обсяг корпоративних кредитів, перекласифікованих як NPL, із початку війни зріс. Коефіцієнт NPL щодо корпоративних кредитів також вищий — 42,2%, як порівняти з 31,2% щодо роздрібних кредитів (ілюстрація С). Як наслідок, у загальному портфелі NPL банків переважають корпоративні NPL (оскільки корпоративне кредитування займає більшу частку в балансах банків, ніж роздрібне кредитування).

У державних банків у червні 2024 року рівень NPL був вищим і становив 40,1% (крім ПриватБанку), водночас ПриватБанк і далі вирізнявся показником на рівні 59,2% у тому ж місяці. Для порівняння, приватні вітчизняні та іноземні банки мають набагато нижчий коефіцієнт NPL — приблизно 13,6%. Варто зазначити, що велика частка NPL довоєнного періоду – це «успадковані» кредити, видані ПриватБанком до його націоналізації, і НБУ повідомляє, що вони навряд чи будуть повернуті, тому банк повністю забезпечує їх резервами.

У розбивці за галузями (станом на червень 2024 року) найвищі коефіцієнти NPL у секторах комерційної нерухомості (85%), будівництва (72%) і комунальних послуг (59%), а також у низці галузей важкої промисловості (NBU, 2024_[26]). Це сектори, які найбільше постраждали від поточних бойових дій. З іншого боку, державні компанії мають порівняно нижчий відсоток NPL — 24%.

Рисунок 2.11. Тенденція коефіцієнта NPL



Примітка: цифри стосуються всіх банків, включно з неплатоспроможними, з урахуванням міжбанківських кредитів. Позабалансові зобов'язання виключаються.

Джерело: Національний банк України

Зменшення рівня NPL є давнім пріоритетом влади. Після банківської кризи та для сприяння ефективнішому врегулюванню NPL на порівняно вигідних умовах для позичальників Україна запровадила метод врегулювання, також відомий як «Київський підхід». Як зазначено в Законі «Про фінансову реструктуризацію» 2016 року, позичальники та кредитори можуть скористатися позасудовою добровільною процедурою реструктуризації кредитів на більш вигідних умовах. Дія закону продовжена до 2028 року (De Haas and Pivovarsky, 2022^[27]).

У 2023 році Світовий банк провів оцінювання системи врегулювання NPL в Україні, визначивши низку напрямків для покращення. До них належать юридичні перешкоди для врегулювання NPL, відсутність вторинного ринку та труднощі з оцінюванням заставних активів для визначення точної ціни NPL і оцінювання перспектив їх повернення (World Bank Group, 2023^[28]).

Для розв'язання цих проблем Рада з фінансової стабільності України створила Комітет з урегулювання NPL у державних банках. Комітет надає рекомендації керівним органам цих банків щодо стратегій, політики та процедур врегулювання NPL; варіантів щодо умов реструктуризації NPL; заходів щодо зниження кредитного ризику; а також способів реалізації процедур урегулювання або реструктуризації.

Стратегія розвитку кредитування також передбачає низку пріоритетних заходів, які охоплюють: удосконалення законодавства щодо врегулювання NPL, включно з Кодексом із процедур банкрутства; посилення правил реструктуризації та списання кредитів, а також повернення боргів та застави; і розвиток вторинного ринку, зокрема через створення компаній з ліквідації активів.

2.3.3. Забезпечення потреб у фінансуванні відновлення з одночасним управлінням фіскальними витратами.

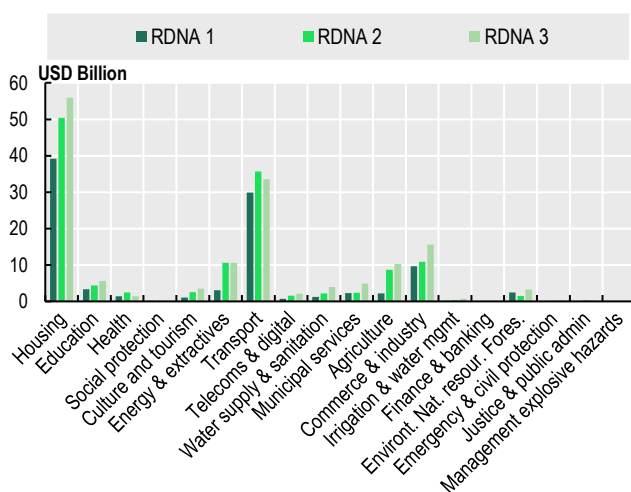
Масштабне та навмисне знищення Росією українського житла й інфраструктури створило величезні потреби у фінансуванні відновлення. Відповідно до Третьої швидкої оцінки збитків і потреб (RDNA3), загальна сума збитків, завданих будівлям та інфраструктурі, оцінюється в 152 мільярди доларів

США, причому збитки житла оцінюються в 56 мільярдів доларів США або 37% від загального фізичного збитку. Ці цифри й далі зростають, оскільки війна триває, причому збитки в житловому секторі демонструють особливо різке зростання протягом останніх трьох ітерацій RDNA (Рисунок 2.12, ілюстрація А).

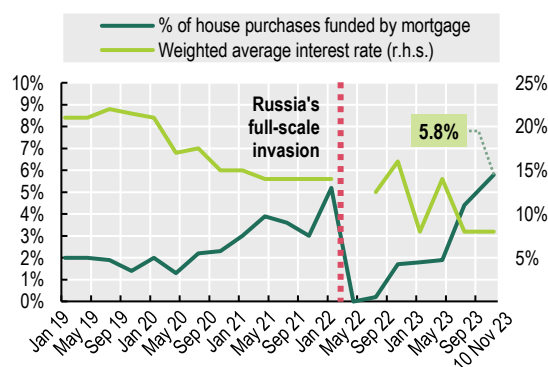
Рівень іпотечного кредитування в Україні є низьким, зокрема приблизно 5,4% купівель нового житла оплачується за допомогою іпотеки (ілюстрація В). Майже всі вони надаються в межах програми субсидованого іпотечного кредитування «єОселя». Однак бар'єри на стороні попиту (небажання покупців іти на ризики, пов'язані з війною та фінансова непевність) і сторони пропозиції (затримки в будівництві та невизначеність) знижують ефективність субсидій, що може призвести до ризику спотворення ринку (зростання цін на житло та бар'єри для комерційного кредитування), якщо ці обмеження не будуть усунені (NBU, 2024^[26]).

Рисунок 2.12. Знищення житла внаслідок війни та зростання попиту на іпотечні кредити

A: Estimated damage caused by Russia's war of aggression against Ukraine, by sector



B: Mortgages and interest rates in Ukraine



Примітка: Ілюстрація А, RDNA1, датована вереснем 2022 року, RDNA2, датована березнем 2023 року, та RDNA3, датована лютим 2024 року.

Джерела: Група А, Група Світового банку; ілюстрація Б, Національний банк України.

Подібним чином Програма 5–7–9 допомогла підприємствам і домогосподарствам отримати доступ до кредитів за більш прийнятними ставками. Як і у випадку з пандемією COVID-19, надзвичайні заходи мали вирішальне значення для пом'якшення наслідків російського вторгнення, уникнення масових банкрутств і величезного сплеску NPL, що ще більше загрожувало б фінансовому сектору.

Важливим завданням для українських політиків буде оптимізація та точніше спрямування програм субсидованого кредитування. Це допоможе гарантувати, що вони підтримають підприємства та домогосподарства, які мають найбільші кредитні обмеження, водночас контролюючи фіскальні витрати, які в іншому випадку можуть із часом стати нестійкими, особливо в умовах дуже високого тиску на державні фінанси. Крім того, політики мають переконатися, що програми субсидій не створюють ринкових спотворень і не заважають появі нових фінансових інструментів.

Що стосується Програми 5–7–9, чиновники зосереджені на забезпеченні надання субсидій підприємствам, які мають найменший доступ до ринкового кредитування, водночас заохочуючи інших звертатися до комерційних кредитів. Наприклад, це означає усунення лазівок, за допомогою

яких підприємства, які зареєстровані в прифронтових зонах, але на практиці працюють у безпечніших регіонах, можуть отримати пільгові кредити, призначені для підтримання тих, хто безпосередньо постраждав від бойових дій.

Окрім кращої націленості програм, потрібно розробити прогресивну стратегію виходу з них. Органи влади визначили пріоритетом покращення організаційного планування, спроможності та націленості ФРП, який керує Програмою 5–7–9.

Подібним чином НБУ намагався підвищити попит на державні облігації для задоволення потреб уряду у фінансуванні, зокрема через збільшення частки вимог щодо резервів для банків, які можна виконати за кошт цих облігацій (з 50% до 60%). У результаті банки тримають на своїх балансах велику частку облігацій внутрішніх державних позик. Однак використання вимог щодо резервів у такий спосіб може призвести до посилення зв'язку між банками й державою, збільшити залежність ринку державних облігацій від цього заходу регуляторної підтримки та спотворити мету цього важливого інструменту монетарної політики (IMF, 2024^[9]). Хоча в умовах війни важливо підтримувати ринок державних облігацій, такі заходи треба поступово скасовувати, коли це дозволять умови.

2.3.4. Значний рівень державної владності у банківському секторі

Як зазначалося вище, державні банки відіграють активну та важливу роль у фінансовому секторі України. З початку війни вони відігравали додаткову роль у підтриманні доступу до кредитів, розширюючи програми державної підтримки домогосподарств і підприємств, а також фінансуючи державні підприємства (NBU, 2023^[3]). Це сприяло збереженню фінансової стабільності в короткостроковій перспективі та пом'якшенню фінансових потрясінь, спричинених війною. Водночас частка державних банків на ринку зросла, що може свідчити про уникнення ризиків вкладниками к поточній ситуації війни.

Значна частка власності й участі держави в банківському секторі також може стати проблемою для довгострокового відновлення та розвитку країни. Наприклад, надання субсидованих кредитів та інших послуг або надання переваги державним банкам порівняно з комерційними може перешкоджати чесній конкуренції та спотворювати ринкові стимули, що загалом послаблює фінансовий сектор. Стратегія макропруденційної політики НБУ дійсно визнає, що високий рівень державного володіння може мати вплив на ринкове ціноутворення, коли державні банки працюють на неринкових засадах.

Українські політики, міжнародні організації та іноземні інвестори визнали важливість зменшення ролі держави в банківському секторі України. Міністерство фінансів, як орган, відповідальний за управління державними банками, розробило стратегію приватизації державних банків. У 2020 році Міністерство фінансів оприлюднило свої Засади стратегічного реформування державного банківського сектора. Документ має дві цілі: підвищення фінансової ефективності державних банків на комерційній основі для забезпечення їх стабільності та вартості в довгостроковій перспективі; зменшення частки держави в активах банківського сектору.

Як зазначалося в розділі 2.2.1 вище, Закон № 3983-IX «Про особливості продажу пакетів акцій, що належать державі у статутному капіталі банків», який набув чинності в жовтні 2024 року, встановлює процедуру продажу акцій державних банків із залученням міжнародно визнаних фінансових радників. Закон був розроблений у консультаціях з експертами Світового банку. Відповідно до Меморандуму з МВФ, Україна взяла на себе зобов'язання призначити такого радника для підготовки «Сенс Банку» та «Укргазбанку» до приватизації (IMF, 2024^[21]).

Уряд постає перед дилемою між продовженням продажу певних державних банків під час війни — за нижчою ціною, але з перевагою збільшення участі приватного сектора в банківській системі — та очікуванням покращення умов для продажу за потенційно вищою ціною, але із затягуванням

процесу приватизації. Уряд має зробити вибір між цими варіантами та вирішити, коли та на яких умовах приватизувати банки.

Водночас певна роль держави в банківському секторі, із сильним управлінням та прозорістю, може бути корисною, особливо в періоди криз, як це було з початком війни. Наявність одного чи кількох державних банків може сприяти своєчасному наданню програм екстреної підтримки. Крім того, органи влади зазначили, що державні банки відіграють важливу роль у кредитуванні оборонного сектора й інших чутливих галузей промисловості, де комерційні банки менш охоче надають кредити через суворі вимоги щодо національної безпеки та конфіденційності інформації у зв'язку з таким кредитуванням, а також супутній юридичний і адміністративний тягар.

Зрештою, рішення щодо продажу банків, часу й умов цього продажу буде ухвалювати уряд, і важливо забезпечити, щоб держава отримала справедливую ціну за продаж банківських активів, а також провести ретельну перевірку інвесторів, щоб переконатися у їхній маючій здатності та порядності щодо управління приватизованими банками. Це зменшить ризик втручання із боку держави в приватизовані банки в майбутньому.

2.3.5. Обмежена роль ринків капіталу й інституційних інвесторів

Ринки капіталу відіграють важливу роль у підтриманні доступу до кредитів для підприємств і урядів, що, зі свого боку, стимулює інвестиції, інновації та зростання. Як було зазначено раніше, українські ринки капіталу залишаються недостатньо розвиненими, і діяльність здебільшого зосереджена на внутрішніх державних облігаціях, особливо після початку війни (90% обсягу торгів у 2023 році, як зазначено вище). Наразі є нормативні прогалини, які перешкоджають розвитку певних ринків, як-от деривативи.

Уже розпочато роботу зі зміцнення інфраструктури ринку капіталу та підтримання іноземних інвестицій. Окрім зв'язку з міжнародним центральним депозитарієм цінних паперів Clearstream (ICSD), який забезпечує доступ іноземних інвесторів до облігацій внутрішньої державної позики, НБУ запровадив пов'язаний зв'язок із ICSD для розширення спектра фінансових інструментів, доступних для іноземних інвестицій. Пов'язаний зв'язок відкриває доступ до активів, записи про які зберігаються у зовнішньому центральній депозитарії цінних паперів (CSD), щоб дозволити іноземні інвестиції в муніципальні облігації та облігації, пов'язані з реконструкцією. На другому етапі, до кінця липня 2025 року, НКЦПФР сприятиме встановленню прямого зв'язку між ЦДП та іноземними ЦДП, щоб розширити доступ іноземних інвесторів до ширшого спектра інструментів і ринків (IMF, 2024^[5]).

НКЦПФР також співпрацює з ЄБРР і Варшавською фондовою біржею для підтримання розвитку ринку капіталу та сприяння інтеграції України в європейські та глобальні ринки капіталу.

Важливо продовжувати укріплення національної регуляторної та правової бази та інтеграцію з міжнародними ринками. Розвиток ринку капіталу України залежатиме як від розвитку бази національних інвесторів, так і від залучення іноземних інвесторів високої кваліфікації.

2.3.6. Зміцнення інституційної бази для нагляду за фінансовим сектором

Українська влада також визначила пріоритетом зміцнення інституцій і нормативних актів, які відповідають за забезпечення стабільності та стійкості фінансового сектора. До нього входять:

- усунення структурних недоліків Фонду гарантування вкладів, що включає покращення рівня його фінансування для покриття гарантованих вкладів, врегулювання тривалих процесів компенсації вкладникам і підвищення низького рівня гарантування (встановлено на рівні 15 500 доларів США після закінчення воєнного стану). ФГВФО та НБУ також розробили

дорожню карту для зміцнення своєї спроможності врегульовувати кризові ситуації неплатоспроможних банків;

- удосконалення процедур застосування інструментів врегулювання для неплатоспроможних банків;
- розширення регуляторних і правозастосовних повноважень НКЦПФР, узгодження її повноважень зі стандартами та принципами IOSCO, розширення її повноважень, незалежності й інституційної спроможності, а також її мандату щодо транскордонної та внутрішньої співпраці. Особливу увагу НКЦПФР приділяє узгодженню із законодавством ЄС, включно із законодавчими реформами для інтеграції директив ЄС для підтримання процесу вступу України до ЄС.

2.4. Пріоритетні напрямки реформування політики

Ефективний, стабільний і стійкий фінансовий сектор, як через фінансове посередництво, так і через ринки капіталу, має важливе значення для мобілізації приватного капіталу, необхідного для відновлення України. Влада це повністю усвідомлює і вже зробила значні кроки для пріоритетного розвитку фінансового сектора. У серпні 2023 року НБУ, Міністерство фінансів, НКЦПФР та ФГВФО оприлюднили оновлену Стратегію розвитку фінансового сектора України, яка враховує наслідки війни та пріоритети щодо модернізації, зміцнення та розвитку сектора, а також регуляторного потенціалу. Відповідно, НБУ оприлюднив оновлену Стратегію, яка визначає цілі організації як щодо стабілізації сектора під час війни, так і щодо впровадження реформ, які забезпечать його повний внесок у відновлення та розвиток України (NBU, 2023^[29]). Як уже згадувалося, у червні 2024 року влада схвалила Стратегію розвитку кредитування, що включає портфель реформ, спрямованих на стимулювання кредитування спочатку для секторів, визначених як стратегічні пріоритети під час війни, а потім для економіки загалом під час відновлення України.

На практиці, у 2023 році лише НБУ мав понад 200 проєктів технічної допомоги в співпраці з МВФ, ЄБРР, Світовим банком та іншими міжнародними партнерами.⁷ Міністерство фінансів також реалізує низку проєктів, зокрема щодо просування реформ, спрямованих на зменшення частки державної власності й участі в банківському секторі. Аналогічно ФГВФО отримує технічну допомогу в питаннях управління та санації неплатоспроможних банків, а НКЦПФР бере участь у проєктах технічної допомоги для покращення прозорості ринку, введення нових вимог корпоративного управління, зміцнення захисту інвесторів і розвитку інфраструктури ринку капіталу.

У цьому розділі запропоновано, щоб ОЕСР здійснила подальший аналіз та надання рекомендацій Україні щодо таких тем: доступ до фінансування для бізнесу та домогосподарств; зменшення обсягу NPL; скорочення державної участі та контролю над активами банківського сектора; розвиток ринку капіталу; зміцнення структури фінансової системи, включно з інституційною спроможністю фінансових органів. Зокрема, підтримка ОЕСР здійснюватиметься через:

- поглиблений аналіз прогалин, проблем і можливостей для вдосконалення нормативно-правової та інституційної бази України — з особливим акцентом на конкретних темах, за якими українські партнери запитують аналіз ОЕСР;
- збір доказів та інформації з країн-партнерів для інформування про розроблення політики та реформ;
- організація одного або кількох семінарів з обміну інформацією з відповідними експертами ОЕСР та українськими політиками, зосереджених на визначених пріоритетних темах;
- складання рекомендацій на основі вищезазначеного аналізу, інформації від країн-партнерів і відгуків міжнародних експертів.

Аналіз, інформація з аналогічних країн і рекомендації будуть зібрані в підсумковому звіті, який буде опубліковано та представлено наприкінці проєкту.

2.4.1. Підтримання доступу до фінансування для бізнесу та домогосподарств

Як зазначалося вище, потреби у фінансуванні для відновлення України величезні. Водночас є можливості для покращення доступу до фінансування для бізнесу та домогосподарств. Влада особливо стурбована оцінюванням потреб у фінансуванні фізичних осіб і компаній, які безпосередньо постраждали від воєнних дій, включно з компаніями, що працюють у «регіонах стійкості» поблизу лінії фронту, а також ветеранів.

Програми державних субсидій забезпечують можливість надання кредитів за пільговими ставками, однак на ці програми не варто покладатися в довгостроковій перспективі. Відповідно, влада прагне краще спрямовувати державну підтримку, щоб забезпечити надходження субсидій до тих, хто їх найбільше потребує, водночас забезпечуючи, щоб інші компанії та окремі особи якомога більше використовували ринкове фінансування настільки, наскільки це можливо.

Нещодавно схвалена Стратегія кредитування пропонує органам влади низку заходів для сприяння кредитуванню банками та фінансовими установами. Основну увагу треба зосередити на підтриманні банків у збільшенні частки позик домогосподарствам і підприємствам у їхніх балансах, а також на вивченні різних інструментів фінансування, як-от лізинг і кредитні гарантії.

ОЕСР може надати рекомендації щодо оптимізації та кращого спрямування програм субсидованого кредитування, щоб вони доповнювали, але не заміняли ринкове фінансування, а також керували фіскальними витратами.

Це може включати аналіз поточних критеріїв прийнятності й умов кредитування зі знижкою, оцінювання пов'язаних витрат і ризиків, а також рекомендації щодо альтернативних фінансових інструментів, які можна запровадити для заповнення прогалин ринку (як-от лізинг і кредитні гарантії), на основі досвіду країн ОЕСР.

2.4.2. Зміцнення балансів банків через усунення NPL

Побудова здорового й ефективного фінансового сектора також вимагає від України розв'язання проблеми NPL, які обтяжують баланси банків, а отже, їхню здатність здійснювати посередництво в кредитуванні та підтримувати реальну економіку. Як зазначалося вище, Стратегія розвитку кредитування передбачає впровадження заходів щодо скорочення NPL як пріоритету. Буде важливо забезпечити, щоб процеси врегулювання були ефективними, швидкими, не дискримінаційними за типом кредитора чи позичальника (наприклад, державний чи приватний, великий чи малий) і забезпечували належний баланс прав кредиторів і спроможності боржників продовжувати господарську діяльність. Метою буде підвищення довіри до фінансової системи, забезпечення справедливого ставлення до кредиторів зі здоровими економічними показниками, але які постраждали від війни, а також посилення спроможності банків сприяти відновленню України. Це один із пріоритетних напрямків у розділі Плану України, присвяченому фінансовому сектору.

Як зазначалося вище, наразі є правові та нормативні перешкоди для ефективного врегулювання NPL, які органи влади планують усунути. Ефективне очищення портфеля NPL також вимагає ретельного аналізу якості активів, щоб точно визначити ціну NPL і забезпечити їх врегулювання. НБУ вже провів перевірку якості активів (ПЯА) для добору банків і зобов'язався провести повну незалежну ПЯК за участю зовнішніх аналітиків, щойно це дозвольть умови.

Влада також чітко заявила, що надає пріоритет розвитку вторинного ринку NPL. Для широкомасштабного усунення NPL доступні численні стратегії, як-от дозвіл банкам самостійно врегулювати NPL за допомогою двосторонніх або колективних переговорів чи створення спеціальних організацій для придбання, управління та розв'язання проблем щодо банківських кредитів (тобто управління активами або компанії з ліквідації проблемних активів). Такі організації можуть перебувати у власності/управлінні банків у приватному порядку або централізовано в одній державній установі (De Haas and Pivovarsky, 2022^[27]). Кожна стратегія має переваги та недоліки, як-от більша гнучкість для окремих фінансових установ порівняно з кращою координацією портфеля NPL. Органи влади зазначили, що вони працюють над запровадженням компаній із ліквідації активів і вивчають структуру таких установ за підтримки IFC.

Влада також запропонувала інші заходи для зниження рівня NPL до 2026 року, а саме: покращення розкриття даних і узгодження з визначеннями в європейському законодавстві; удосконалення законодавства, яке впливає на врегулювання NPL, включно з Кодексом із процедур банкрутства та нормативно-правовими актами щодо реструктуризації, списання, стягнення заборгованості та забезпечення; створення стимулів для розвитку інфраструктури ринку NPL; покращення спроможності оцінювати заставу та кредитний ризик.

ОЕСР може забезпечити цільовий аналіз і консультації для підтримки поточних зусиль із розвитку вторинного ринку NPL. Це передбачатиме порівняльний аналіз заходів, ужитих у різних країнах ОЕСР для розвитку вторинного ринку NPL, організацію майстер-класу для обміну інформацією з міжнародними експертами із цієї теми та надання рекомендацій для доповнення роботи, яка вже триває, щодо впровадження компаній із ліквідації активів.

2.4.3. Зменшення частки державної власності та контролю над активами банківського сектора

Іншим важливим пріоритетом, над яким працює уряд України, є зменшення ролі держави в банківському секторі через упорядковану, прозору передачу власності приватним інвесторам. Дійсно, зменшення частки державної власності в банках є одним із контрольних показників, які Україна погодила з МВФ у межах програми розширеного фінансування (IMF, 2023^[7]). У 2018 році уряд запровадив Засади стратегічного реформування державного банківського сектора (стратегічні принципи) з двома головними цілями:

- зміцнення фінансових показників, стабільності та довгострокової вартості державних банків;
- поступове зменшення частки власності й участі держави в банківській системі.

Успішний процес приватизації вимагає визначити відповідних приватних інвесторів, підтримувати високі стандарти корпоративного управління та регуляторного нагляду, а також захищати довгострокову вартість активів банків. Процес приватизації має здійснюватися відкрито й прозоро, з ретельною перевіркою потенційних інвесторів і належною координацією для заохочення конкуренції та запобігання будь-якому негативному впливу на банківський сектор.

Влада впроваджує заходи, серед яких: оновлення стратегії державних банків до 2 кварталу 2026 року; перегляд законодавства щодо продажу цих банків до 1 кварталу 2026 року (Закон № 3983-IX); а також розроблення індивідуальних стратегій з огляду на можливу приватизацію. У ширшому плані приватизація банків в Україні потребуватиме переоцінювання NPL, рекапіталізації, розміщення акцій і продажу державних облігацій. Це вимагатиме складного планування, кваліфікованого моніторингу та скоординованого виконання. Органам влади потрібно буде визначити посередницькі установи, здатні сприяти такому переходу всередині країни та відновити зв'язок між банківською системою України та міжнародними контрагентами.

ОЕСР може організувати зустріч з експертами з країн ОЕСР та Міністерства фінансів України, щоб поділитися відповідним досвідом подібних приватизацій державних банків у різних юрисдикціях. Напрацювання та поради від аналогічних країн могли б сформувати політичні рекомендації для України щодо підтримки процесу приватизації, коли це дозволяють умови.

2.4.4. Розвиток вітчизняних ринків капіталу

Ринки капіталу можуть відігравати життєво важливу роль у фінансуванні відновлення України, зокрема для інвестування у реконструкцію інфраструктури, підтримання накопичення капіталу бізнесу та надання можливості іноземним інвесторам брати участь в економіці України. ОЕСР має великий досвід у підтриманні розвитку ринків капіталу в усьому світі. Зокрема, це огляди ринку капіталу на національному рівні, які містять детальний аналіз корпоративного сектора й ландшафту корпоративних фінансів в окремих країнах, що охоплюють публічні фондові ринки, ринки корпоративних облігацій, інституційних інвесторів, ринкових посередників і функціонування вторинних ринків. Запропоновано конкретні політичні рекомендації щодо заходів, яких можна вжити для покращення доступу компаній до ринкового фінансування та довіри інвесторів (OECD, 2024^[30]).

Україна також планує розробити дорожню карту для узгодження правової бази щодо ринків капіталу зі стандартами ЄС, зокрема у сферах інфраструктури фінансового ринку, ринків цінних паперів та інвестиційних послуг (2024, р. 97^[31]).

Як описано в наступному розділі, ОЕСР може надати Україні консультації щодо розроблення національної стратегії ринку капіталу, а подальша підтримка може набути форми більш поглибленого аналізу ринку капіталу України в майбутньому.⁸

2.4.5. Підтримка інших реформ, спрямованих на зміцнення фінансової системи України

Як розглядалося вище, Україна визначила низку пріоритетів реформ для зміцнення інститутів і нормативної бази, які підтримують стабільність та ефективність фінансової системи, зокрема Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, системи регулювання неплатоспроможності та НКЦПФР.

ОЕСР могла б надати консультації та рекомендації фінансовим органам, зокрема ФГВФО, щодо зміцнення інституційної та нормативної бази. Вони передбачатимуть питання, щодо яких ФГВФО звернувся за підтримкою до ОЕСР, наприклад зміцнення структури управління та вивчення інфраструктури врегулювання в аналогічних країнах.

Ця робота ґрунтуватиметься на експертних знаннях і досвіді регуляторів інших країн ОЕСР і буде спрямована на те, щоб допомогти ФГВФО та іншим органам адаптувати передову практику ОЕСР і нормативну базу Європейського Союзу.

Україна також визначила пріоритетом удосконалення систем сталого фінансування та цифрового фінансування. Розвиток цифрових фінансів справді може сприяти стійкості фінансової системи України, надаючи додаткові джерела фінансування для домогосподарств і підприємств, сприяючи зниженню операційних витрат і посилюючи конкуренцію. Водночас країни по всьому світу працюють над подоланням нових ризиків, пов'язаних із використанням цифрових технологій у фінансах. З

іншого боку, відновлення України дає можливість інвестувати в зелену та стійку інфраструктуру, а також розвивати практику стійкого фінансування в країні.

ОЕСР має великий досвід розроблення систем сталого та цифрового фінансування, причому ці дві теми є основними компонентами робочої програми Комітету ОЕСР з фінансових ринків.

ОЕСР може організувати тематичні майстер-класи з міжнародними експертами, щоб поділитися досвідом та ідеями, які допоможуть Україні розробити системи сталого та цифрового фінансування. Ця робота зосереджуватиметься на заходах, які сприятимуть відновленню, підвищенню ефективності фінансової системи та досягненню цілей сталого розвитку.

Довідково

- Business Development Fund of Ukraine (2025), *Information on the results of the state Affordable Loans at 5-7-9 % programme*, <https://bdf.gov.ua/publicna-informatsiia/informatsiia-pro-rezultaty-derzhavnoi-prohramy-dostupni-kredyty-5-7-9/>. [12]
- Cabinet of Ministers of Ukraine; Ministry of Economy of Ukraine; Ministry of Finance of Ukraine (2024), *Ukraine Facility Plan*, <https://www.ukrainefacility.me.gov.ua/en/>. [31]
- Chainalysis (2024), *2023 Cryptocurrency Gains by Country*, <https://www.chainalysis.com/blog/cryptocurrency-gains-by-country-2023/>. [17]
- De Haas, R. and A. Pivovarsky (2022), *The Reconstruction and Development of Ukraine's Financial Sector after the War*, <https://www.ebrd.com/publications/working-papers/the-reconstruction-and-development-of-ukraines-financial-sector-after-the-war>. [27]
- DGF (2024), *Reimbursement Paid*, <https://www.fg.gov.ua/en/statistics>. [8]
- IFC (2016), *Climate Investment Opportunities in Emerging Markets: An IFC Analysis*, <http://documents.worldbank.org/curated/en/602971510740408248/Climate-investment-opportunities-in-emerging-markets-an-IFC-analysis>. [23]
- IMF (2024), *Ukraine: Fifth Review Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility*, <https://doi.org/10.5089/9798400290534.002>. [9]
- IMF (2024), *Ukraine: Fourth review of the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility*, <https://doi.org/10.5089/9798400282386.002>. [5]
- IMF (2024), *Ukraine: Third Review of the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, Requests for a Waiver of Nonobservance of Performance Criterion, and Modifications of Performance Criteria-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Dire*, <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/03/22/Ukraine-Third-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-546741>. [16]
- IMF (2023), *A Guide to Central Bank Digital Currency Product Development*, <https://www.imf.org/en/Publications/fintech-notes/Issues/2023/09/08/A-Guide-to-Central-Bank-Digital-Currency-Product-Development-538496>. [19]

- IMF (2023), *Ukraine: 2023 Article IV Consultation*, [7]
<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/12/11/Ukraine-2023-Article-IV-Consultation-Second-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-542297>.
- Ministry of Economy of Ukraine (2024), *eOselya becomes more affordable: young people can get a mortgage with a down payment of 10%*, [14]
<https://me.gov.ua/News/Detail/669386e6-b98e-43e9-9587-83845e0c34a3?lang=uk-UA&title=Oselya-Molod>.
- Ministry of Finance of Ukraine (2024), *Ministry of Finance: In June, entrepreneurs received 767 loans for 2.4 billion hryvnias under state guarantees on a portfolio basis*, [13]
https://mof.gov.ua/uk/news/minfin_u_chervni_pidpriiemtsi_otrimali_767_krediti_na_24_mlrd_griven_za_derzhavnimi_garantiami_na_portfelni_osnovi-4711.
- NBU (2024), *Banking Sector Review August 2024*, [4]
https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Banking_Sector_Review_2024-08_eng.pdf?v=8.
- NBU (2024), *Banking system indicators*, [1]
<https://bank.gov.ua/en/supervision>.
- NBU (2024), *Concept of 2025 Resilience Assessment of Banks*, [10]
<https://bank.gov.ua/en/news/all/kontsepsiya-otsinki-stiykosti-bankiv-u-2025-rotsi>.
- NBU (2024), *E-hryvnia*, [18]
<https://bank.gov.ua/en/payments/e-hryvnia> (accessed on 23 April 2024).
- NBU (2024), *Financial Stability Council Approves Lending Development Strategy*, [25]
<https://bank.gov.ua/en/news/all/rada-z-finansovoyi-stabilnosti-shvalila-strategiyu-z-rozvitku-kredituvannya#:~:text=The%20implementation%20of%20the%20Lending,risks%20to%20the%20financial%20sector>.
- NBU (2024), *Financial Stability Report June 2024*, [26]
<https://bank.gov.ua/en/news/all/zvit-pro-finansovu-stabilnist-cherven-2024-roku>.
- NBU (2024), *NBU and IFC Strengthen Partnership to Boost Financial Sector Resilience and Develop Lending in Ukraine*, [20]
<https://bank.gov.ua/en/news/all/natsionalniy-bank-ta-mijnarodna-finansova-korporatsiya-pogliblyuyut-spivpratsyu-dlya-zmitsnennya-finansovogo-sektoru-ta-rozvitku-kredituvannya-v-ukrayini>.
- NBU (2024), *Supervisory Data*, [2]
<https://bank.gov.ua/en/statistic/supervision-statist>.
- NBU (2024), *Sustainable Finance Development Policy*, [22]
https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/ESG_strategy_2024_public_eng.pdf?v=9.
- NBU (2023), *Financial Stability Report*, [3]
<https://bank.gov.ua/en/stability/report>.
- NBU (2023), *National Bank of Ukraine Strategy*. [29]
- NBU (2022), *NBU-Initiated Joint Banking Network POWER BANKING Has Been Created, Will Even Work in Blackouts*, [15]
<https://bank.gov.ua/en/news/all/za-initsiativi-natsionalnogo-banku-stvorena-spilna-bankivska-mereja-power-banking-yaka-pratsyuvatime-navit-v-umovah-blekautu>.
- NBU (2021), *Sustainable Finance Development Policy 2025*, [21]
<https://bank.gov.ua/en/news/all/natsionalniy-bank-prezentuvav-politiku-schodo-rozvitku-stalogo-finansuvannya-na-period-do-2025-roku>.
- NBU (2020), *Macroprudential Policy Strategy*, [11]
<https://bank.gov.ua/en/files/cshRTpMbhHJZpsw>.

- OECD (2024), *Capital markets*, <https://www.oecd.org/corporate/capital-markets/>. [30]
- OECD (2023), *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>. [24]
- OECD (2021), *OECD Review of the Corporate Governance of State-Owned Enterprises: Ukraine*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/7755a3f9-en>. [6]
- World Bank Group (2023), *NPL resolution framework in Ukraine: final presentation*, <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099032724124513017/pdf/P50065413734c10991965f1658271442427.pdf>. [28]

Примітки

¹ «ПІН Банк» і «Мотор-Банк».

² А-Банк; Креді Агріколь Банк; Кредобанк; ОТП Банк; Ощадбанк; Південний; КБ ПриватБанк; ПУМБ; Райффайзен Банк Аваль; Сенс Банк; Таскомбанк; Укргазбанк; Укрексімбанк; Укрсиббанк; Універсал Банк.

³ Ця вибірка в середньому охоплювала приблизно половину корпоративного чистого кредитного портфеля, причому ця цифра різна в різних банках, на які поширюється ПЯА.

⁴ Для даних про ринкову капіталізацію конвертація гривні в долар США ґрунтується на офіційному курсі НБУ станом на 5 грудня 2024 року. У решті частини звіту для конвертації гривні в долар США використовуються середньорічні обмінні курси за відповідний рік, якщо не вказано інше. Щоб дізнатися більше, перегляньте офіційний курс обміну гривні: <https://bank.gov.ua/en/markets/exchangerate-chart?cn%5B%5D=USD&startDate=2019-01-01&endDate=2019-12-31>

⁵ 5П позначають таке: підготовка, підтвердження концепції, прототипи, пілотні проекти й продукція. Ця методика передбачає поетапний підхід до дослідження й розробки ЦВЦБ із сильним акцентом на підготовці дослідження, експериментуванні й тестуванні, управлінні ризиками, залученні зацікавлених сторін і кіберстійкості.

⁶ Це і прифронтові, і звільнені від російської окупації території.

⁷ Презентація Національного банку України під час Технічної зустрічі партнерства 20 березня 2024 року.

⁸ За умови донорського фінансування.

3

Система корпоративного управління в Україні

Добре організоване корпоративне управління важливе, оскільки воно допомагає компаніям отримувати доступ до фінансування, захищає інвесторів і підтримує стійкість і стабільність компаній. Це основні фактори, які відіграватимуть важливу роль у економічному відновленні та розвитку економіки України. Цей розділ описує українську нормативно-правову й інституційну бази корпоративного управління з акцентом на компаніях, що торгують на фондових біржах України. Він аналізує політику та практику, пов'язані з дотриманням правил корпоративного управління, правами акціонерів, розкриттям інформації та прозорістю, роботою рад директорів і корпоративною стійкістю. У ньому визначено основні проблеми, пов'язані з фрагментованими ринками капіталу, обмеженням можливостей регулятора цінних паперів, моніторингом виконання Кодексу корпоративного управління України, управлінням конфліктом інтересів і пов'язаними питаннями. Насамкінець, у ньому запропоновано пріоритетні сфери, у яких ОЕСР може підтримати зусилля України щодо узгодження з передовою міжнародною практикою корпоративного управління, зокрема Принципами корпоративного управління G20/ОЕСР, а також щодо інтеграції стандартів Європейського Союзу.

3.1. Короткий зміст розділу

За останнє десятиліття українські ринки капіталу постраждали через агресію Росії в Криму й на Донбасі, пандемію COVID-19 і нещодавнє повномасштабне вторгнення Росії в Україну. Попри ці проблеми, фондовий ринок продемонстрував стійкість. Крім того, українські політики доклали значних зусиль для створення надійної системи корпоративного управління для компаній, які публічно торгують своїми акціями на українських фондових біржах, відповідно до міжнародних стандартів, і планується подальша нормативно-правова реформа. Однак найважливішим залишається ефективне впровадження та виконання цих правил для сприяння прозорим і чесним ринкам на шляху до післявоєнного відновлення України. У цьому розділі надано огляд системи корпоративного управління в Україні в поточному контексті воєнного стану, який змінив правила корпоративного управління, як-от зобов'язання щодо розкриття інформації. У цьому пункті також визначено основні проблеми, перед якими постають політики, і запропоновано пріоритетні сфери, у яких ОЕСР могла б допомогти в здійсненні програми реформ в Україні до 2025 року.

Основні тези

У цьому розділі визначено такі особливості та проблеми в системі корпоративного управління в Україні:

- **За останні роки нормативно-правова база корпоративного управління суттєво покращилася.** Україна реформувала свою законодавчу базу, серед якої новий Закон «Про акціонерні товариства», що має на меті покращення відповідності європейським і міжнародним стандартам.
- **Проте зміцнення потенціалу Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) є основним для післявоєнного фінансового відновлення.** Через повномасштабне вторгнення НКЦПФР постає перед значними проблемами щодо утримання кваліфікованого персоналу та забезпечення достатнього фінансування. Попри те, що нещодавні закони спрямовані на збільшення бюджету НКЦПФР і зміцнення політичної та операційної незалежності, практичне впровадження цих правил буде найголовнішим.
- **Розголошення інформації в умовах воєнного стану залишається обмеженим.** Наразі попри обов'язковість розкриття певних видів інформації, регулярне розкриття інформації компаніями, які публічно торгують своїми акціями в Україні, скасовано. Лише кілька компаній роблять це добровільно. Коли обов'язкова звітність для компаній, які публічно торгують акціями, поновиться після завершення воєнного стану, вирішальне значення матиме підвищення обізнаності серед компаній разом зі здатністю НКЦПФР контролювати практику корпоративного управління.
- **Потрібно також посилити моніторинг виконання Кодексу корпоративного управління.** Кодекс корпоративного управління України від 2020 року застарів. Хоча НКЦПФР планує оновити Кодекс, наразі немає зведеного звіту для оцінювання дотримання Кодексу компаніями, а також немає органу, який би відповідав за його виконання.
- **Потрібно приділити пріоритетну увагу усуненню конфліктів інтересів.** Конфлікти інтересів є значною проблемою в Україні, де власність акціонерних компаній відкритого типу високо концентрована. Попри те, що Україна нещодавно досягла прогресу у врегулюванні цих конфліктів, залишаються деякі важливі правові прогалини, а також

слабка практика правозастосування, зокрема щодо операцій між пов'язаними сторонами й інсайдерської торгівлі.

3.2. Сучасний контекст в Україні

3.2.1. Ринки капіталу України

Економіка України зазнавала значних коливань в останні роки, зокрема після повномасштабного вторгнення Росії. У відповідь на ці надзвичайні обставини Україна запровадила воєнний стан, починаючи з 2022 року, щоб дати можливість підприємствам продовжувати роботу під час війни, і скасувала певні нормативні вимоги, зокрема, щодо корпоративного управління, на період дії воєнного стану.

Нестабільні макроекономічні та політичні умови негативно вплинули на ринки капіталу в Україні. Протягом останніх років на українських фондових ринках спостерігається значне скорочення кількості компаній, акції яких торгуються на ринку (далі - «публічні компанії»),¹ з 59 у 2019 році до 22 у 2023 році. Хоча це зменшення частково можна пояснити повномасштабним вторгненням Росії в Україну, важливо зазначити, що значна частина цього скорочення почалася ще до агресії. Загальна ринкова капіталізація цих 22 компаній, акції яких торгуються на українських фондових ринках, наразі становить близько 1,6 млрд доларів США (див. також Розділ 2, підрозділ 2.2.1).

У січні 2024 року Міністерство економіки України спільно з Лондонською фондовою біржею та TheCityUK, передовою організацією, що надає фінансові та професійні послуги, започаткувала ініціативу щодо підтримання економічної стабільності під час війни. Це партнерство у формі меморандуму про взаєморозуміння має на меті підтримання розвитку ринку фінансових і супутніх професійних послуг в Україні, з акцентом на покращенні доступу до довгострокового фінансування для українського бізнесу та зміцнення приватного сектору. Воно також включатиме програми корпоративного партнерства, серед яких підтриманням малого та середнього бізнесу, водночас допомагаючи уряду й іншим органам влади залучати іноземні інвестиції та сприяти розвитку українського бізнесу (Ministry of Economy of Ukraine, 2024^[1]).

Зараз в Україні діють три фондові біржі. У липні 2024 року НКЦПФР відкликала ліцензію Української біржі (УБ) після того, як виявила, що істотною часткою УБ володіють особи, які перебувають під санкціями України (NSSMC, 2024^[2]). Однак УБ оскаржила це рішення, і у вересні ліцензію було відновлено до остаточного рішення Верховного суду. УБ відновила свою роботу.² Дві інші фондові біржі в Україні — ПрАТ «Фондова біржа "Перспектива"» та АТ «Фондова біржа ПФТС». Щодо однієї з них Комісія повідомила про укладення угоди про врегулювання стосовно відсутності достатнього капіталу. Ця біржа має залучити капітал до кінця лютого 2025 року, інакше її ліцензію буде відкликано. Серед 22 компаній, акції яких торгуються на цих біржах, дві є державними підприємствами (ДП), у яких Україні належить понад 50% акцій.

З 2019 року з біржі були виключені п'ять компаній. Одна компанія розпочала публічне розміщення своїх акцій у 2021 році, залучивши приблизно 2 мільйони доларів США. З початку воєнного стану жодного первинного публічного розміщення (IPO) зареєстровано не було. Хоча кількість IPO в Україні за останні п'ять років така ж, як і в аналогічних юрисдикціях, обсяг залученого капіталу суттєво відрізняється. Між 2019 і 2023 роками кількість IPO в Словаччині, Хорватії, Болгарії та Чехії становила один, два, шість та сім відповідно. Проте Словаччина залучила 32 мільйони доларів США, Хорватія — 57 мільйонів доларів США, Болгарія — 23 мільйони доларів США, а Чехія — 62 мільйони доларів США через IPO.

Примітно, що у 2023 році одна нефінансова компанія в Україні залучила додатковий власний капітал через вторинне публічне розміщення акцій (SPO), що є єдиним подібним випадком у країні з 2019 до 2023 року. Так само, у Словаччині не було нефінансових SPO протягом цього періоду, у Хорватії було одне, у Болгарії — шість, а в Чехії — три. Попри обмежену кількість SPO в Україні, залучені 60 мільйонів доларів США перевищують суми, залучені в Болгарії (34 мільйони доларів США) і Хорватії (19 мільйонів доларів США), хоча це однаково менше ніж 340 мільйонів доларів США, залучених у Чехії (Таблиця 3.1).

Таблиця 3.1. Нефінансові IPO та SPO у вибраних юрисдикціях, 2019–2023 рр.

	Капітал, залучений через IPO (млн дол. США)	Кількість IPO	Капітал, залучений через SPO (млн дол. США)	Кількість SPO
Україна	2	1	60	1
Болгарія	23	6	34	6
Хорватія	57	2	м.	1
Чехія	62	7	340	3
Словацька Республіка	32	1	0	0

Джерело: серія даних ринку капіталу ОЕСР.

В Україні загальний обсяг торгів на фондовому ринку у 2023 році сягнув майже 37 мільярдів доларів США, збільшившись майже на 7 мільярдів доларів, як порівняти з 2019 роком. Однак частка торгівлі акціями знизилася з приблизно 5% у 2019 році до 0,5% у 2023 році. Протягом цього періоду облігації, випущені українським урядом, стали домінуючим фінансовим інструментом, і на них припадало понад 80% торгів у 2019–2023 роках.³ Обсяг торгів акціями становив 13 мільйонів доларів США у 2019 році, але до 2023 року різко впав до 3 мільйонів доларів США, здебільшого через зменшення кількості компаній, чії акції торгуються на біржі. У 2019 році акції, обсяг торгів якими був найбільшим, переважно належали компаніям енергетичної та фінансової галузей: понад половину загального обсягу торгів було зосереджено у двох компаніях, що працюють у цих галузях — понад 33% для першого трейдера та майже 19% для другого. До 2023 року ця концентрація перейшла до двох різних компаній у хімічній, фармацевтичній і страховій галузях, причому перша компанія тримала понад 36%, а друга — понад 13% загального обсягу торгів. Загалом майже 80% обсягу торгів акціями у 2023 році було зосереджено лише в п'яти компаніях, акції яких торгуються на українських фондових біржах.⁴

Фінансування через корпоративні облігації відіграє важливу роль на фінансових ринках України. У 2019 році 29 компаній випустили корпоративні облігації, у результаті чого обсяг торгів сягнув майже 338 мільйонів доларів США. До 2023 року кількість компаній, що випускають корпоративні облігації, зменшилася до 13, що спричинило різке падіння їхнього обсягу торгів, який скоротився до 243 мільйонів доларів США у 2023 році. Зауважимо, що найбільшим емітентом корпоративних облігацій у 2023 році була нефінансова установа, на яку припадає майже 75% загального обсягу корпоративних облігацій в Україні. Друга за обсягом компанія була в галузі поштових і кур'єрських послуг з приблизно 12% загального обсягу корпоративних облігацій в Україні за 2023 рік. Крім того, НКЦПФР затвердила Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу (Рішення від вересня 2024 року № 28/21/1105/К03), що визначає специфіку випуску окремих категорій облігацій, зокрема «зелених» облігацій.

Станом на 2024 рік концентрація власності на українському ринку залишається порівняно високою, як порівняти із середнім показником у 49 юрисдикціях, включених ОЕСР у Фактичний довідник з корпоративного управління. Понад 60% компаній, акції яких торгуються на фондових біржах, мають одного власника, якому належить понад 50% акціонерного капіталу в Україні, тоді як у юрисдикціях,

включених у Фактичний довідник ОЕСР, цей показник у 2022 році наближався до 32% (OECD, 2023^[3]). Уряд України є найбільшим акціонером і володіє майже 50% загальної кількості акцій і облігацій, що торгуються на українських фондових біржах, як порівняти з 11% у середньому для державного публічного капіталу в юрисдикціях, включених у Фактичний довідник ОЕСР у 2022 році (OECD, 2023^[3]). Крім того, іноземні інвестори володіють значною частиною загальної кількості випущених в Україні акцій і облігацій, що становить понад 30%. Вітчизняним інвесторам належить майже 18%.⁵ Дані про групи компаній в Україні відсутні, оскільки НКЦПФР не проводила спеціальних досліджень або нагляду за такими структурами компаній.

3.2.2. Нормативна база корпоративного управління

Повномасштабне вторгнення Росії в Україну призвело до введення воєнного стану у 2022 році, що тимчасово змінило законодавчу базу та практику корпоративного управління в Україні. В останні роки Україна запровадила реформи своєї законодавчої бази з метою кращої гармонізації зі стандартами ЄС, зокрема в питаннях корпоративного права. У 2023 році ЄС повідомив про певний прогрес у цій сфері, зокрема щодо ухвалення змін до законодавства, що стосуються фінансової звітності й аудиту. Однак ЄС також підкреслив необхідність подальшої гармонізації, особливо щодо розкриття інформації про національні комерційні реєстри компаній і їхніх іноземних філій, транскордонні операції (як-от злиття, поділ і перетворення), довгострокове залучення акціонерів, гендерну рівність у радах директорів, а також використання цифрових інструментів і процесів (European Commission, 2023^[4]). НКЦПФР повідомила, що гармонізація законодавства між Україною та ЄС — це виклик, оскільки законодавство ЄС розлоге й містить детальні правила, зокрема щодо «зеленого» курсу, сталого розвитку й інфраструктури ринків капіталу. Однак як кандидат на вступ до ЄС, Україна активно працює над усуненням правових прогалів і гармонізацією з європейським законодавством.

Регуляторна база корпоративного управління в Україні складається з обов'язкових і м'яких інструментів права. Основним джерелом для компаній, які публічно торгують акціями, є нещодавно ухвалений Закон «Про акціонерні товариства» (далі — «Закон про АТ») № 2465-IX, який набув чинності у 2023 році. До інших вагомих законів, що регулюють діяльність цих компаній, належать зміни до Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» № 3480-IV від 2006 року, який регулює випуск цінних паперів, деривативні контракти та фінансові операції на ринках капіталу, а також професійну діяльність на ринках капіталу й організованих товарних ринках. Крім того, Законом «Про внесення змін до Закону України "Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків" та деяких інших законодавчих актів України щодо вдосконалення державного регулювання та нагляду на ринках капіталу та організованих товарних ринках» № 3585 від 2024 року запроваджено заходи щодо посилення незалежності та інституційної спроможності НКЦПФР. Важливо, що дві нещодавні реформи нового Закону про АТ та інституційної основи НКЦПФР усунули деякі слабкі сторони української системи корпоративного управління, які також були виявлені в Огляді корпоративного управління ЄБРР в Україні 2017 року (EBRD, 2017^[5]). Конкретні внесені зміни будуть детально розглянуті в наступних пунктах.

Окрім законів, ухвалених Верховною Радою України, важливу роль у нормативній базі корпоративного управління в Україні відіграють ухвалені НКЦПФР нормативно-правові акти, методичні рекомендації та документи щодо корпоративного управління.

Крім того, у 2020 році НКЦПФР оновила Кодекс корпоративного управління України, і зараз розглядається ще одне оновлення. Цей Кодекс рекомендує набір практик корпоративного управління щодо ролі акціонерів, рад директорів і керівництва в нагляді за діяльністю компанії та управлінні нею. Він також охоплює участь інших зацікавлених сторін і підкреслює роль компанії в сприянні сталому розвитку. Новий Закон про АТ вимагає від українських компаній, які публічно торгують акціями, пояснювати, як вони впроваджують (виконують або пояснюють) рекомендації

Кодексу у своїх річних звітах або звітах про корпоративне управління, якщо вони не ухвалили власний кодекс.⁶ Компанії також мають визначити будь-які відхилення від Кодексу. Але на час воєнного стану їх звільнили від обов'язку оприлюднювати регулярну інформацію, зокрема щодо дотримання Кодексу. Тому наразі немає інформації про дотримання Кодексу 2020 року. Крім того, наразі немає жодної установи, яка б відповідає за складання зведеної звітності про загальну відповідність Кодексу корпоративного управління 2020 року. Так було й до введення воєнного стану. Тому інформація про широту дотримання рекомендацій Кодексу щодо корпоративного управління обмежена.

Крім того, усі фондові біржі в Україні випустили власні обов'язкові правила лістингу. Правила лістингу ПФТС (оновлені у 2021 році), правила лістингу УБ (оновлені у 2021 році) і правила лістингу ПрАТ (оновлені у 2019 році) не містять суттєвих вимог щодо корпоративного управління для емітентів. Однак усі правила лістингу рекомендують емітентам дотримуватися Кодексу корпоративного управління України та Міжнародних стандартів фінансової звітності (МСФЗ).⁷

Що стосується системи регулювання неплатоспроможності, Кодекс з процедур банкрутства 2019 року регулює умови та порядок відновлення платоспроможності або визнання банкрутом. Кодекс надає комплексну систему для розв'язання проблем фінансово неспроможних компаній, включно з варіантами реструктуризації, ліквідації та врегулювання заборгованості. Порушення провадження в справі про банкрутство вважається спеціальною інформацією, яка має розкриватися НКЦПФР відповідно до вимог щодо розкриття інформації, викладених у Рішенні № 608. Проте з моменту введення воєнного стану у 2022 році жодна компанія не порушувала провадження у справі про банкрутство. Крім того, до кінця 2024 року очікується ухвалення законодавства, спрямованого на вдосконалення системи провадження у справах про неплатоспроможність в Україні. Нові заходи зосереджуватимуться на запобіганні банкрутству та відновленні платоспроможності боржників, з акцентом на раннє виявлення ознак кризи в компаніях, визначення додаткових можливостей для фінансового оздоровлення та забезпечення доступу до інформації про механізми запобігання неплатоспроможності та раннього попередження (Cabinet of Ministers of Ukraine, 2024^[6]).

3.2.3. Інституційна база НКЦПФР

НКЦПФР була створена згідно з Указом Президента України «Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку» № 1063/2011 у 2011 році. НКЦПФР є органом нагляду за цінними паперами в Україні, що підпорядковується Президенту України та звітує Верховній Раді України, яка має вищу законодавчу владу.

НКЦПФР фінансується виключно із загального державного бюджету. У період дії воєнного стану бюджет НКЦПФР зазнав скорочень, причому найбільше постраждали капітальні видатки. Ще до початку повномасштабного вторгнення фінансування капітальних видатків було обмежено, а в умовах воєнного стану — повністю ліквідовано. Щоб усунути ці бюджетні обмеження, очікується внесення змін до Бюджетного кодексу України, які дозволять НКЦПФР отримувати кошти від зборів і внесків від підконтрольних компаній.⁸ Однак наразі жоден такий законопроект у Верховній Раді не розглядається.

Указ № 1063/2011 визначає основні обов'язки НКЦПФР. Сюди входять:

- удосконалення законодавчих актів, що регулюють розвиток фондового ринку та корпоративне управління;
- забезпечення методичної підтримки впровадження та розвитку засад корпоративного управління;
- встановлення вимог; розроблення та затвердження стандартів корпоративного управління; нагляд за учасниками фондового ринку;

- запитування інформації від судів щодо будь-яких поточних або минулих справ, що стосуються цінних паперів і корпоративного управління, для оцінювання та розслідування діяльності емітентів.

НКЦПФР є колегіальним органом, до складу якого входять голова та шість членів Комісії. Відповідно до Закону⁹ й Указу № 1063/2011, голову та членів Комісії призначає на посади та звільняє з посад Президент України.¹⁰ Термін повноважень голови та членів Комісії становить шість років, з обмеженням на два терміни поспіль. Нинішнього голову Комісії було призначено у 2021 році з терміном повноважень до 2027 року. Термін повноважень інших членів Комісії закінчується у 2027 році разом із головою, за винятком одного, який був призначений у 2018 році.

Закон № 3585 від 2024 року, метою якого є (i) забезпечення незалежності Комісії у здійсненні її повноважень, (ii) захист персоналу Комісії від неправомірного впливу та (iii) встановлення процедур фінансування та технічної підтримки діяльності НКЦПФР лише частково набрав чинності у 2024 році. Окремі положення цього Закону, зокрема ті, що стосуються кваліфікації голови та членів НКЦПФР, заборон і обмежень для членів Комісії, а також процедур проведення розслідувань та накладення фінансових санкцій згідно із відповідними нормативними актами ЄС, наберуть чинності у 2026 році.¹¹ Ці майбутні положення також містять суворіші кваліфікаційні вимоги до членів комісії, як-от наявність вищої освіти в галузі фінансів, економіки чи права, щонайменше п'ять років відповідного досвіду роботи на керівній посаді та відсутність зв'язків із політичними партіями.¹² Крім того, комісарам забороняється бути професійними учасниками фондових ринків і організованих товарних ринків протягом терміну їхніх повноважень.¹³ Однак у новій структурі немає вимог щодо періоду для роздумів чи заспокоєння.

Зміни, які набудуть чинності у 2026 році, зобов'язують провести відкритий конкурентний добір на посади голови та членів НКЦПФР, що робитиме спеціальний комітет. Порядок і умови проведення цього конкурсного добору затверджує комітет і оприлюднює на офіційному вебсайті Адміністрації Президента України, а також у національних друкованих засобах масової інформації. Комітет складатиметься з п'яти членів, а його склад має затвердити Президент України.

Закон № 3585 від 2024 року також створює Консультативно-експертну раду (КЕР), щоб залучити учасників ринку на ранніх етапах законодавчих процесів, зрештою посилюючи взаємодію з піднаглядними компаніями.¹⁴ Хоча КЕР ще не створено, її створення планується після реорганізації НКЦПФР, яка має розпочатися наприкінці 2024 року. Для покращення прозорості та проведення консультацій у процесах регулювання НКЦПФР буде здійснюватися публікація проектів регуляторних актів після попереднього погодження для збору зворотного зв'язку від фізичних і юридичних осіб та їх об'єднань. НКЦПФР буде зобов'язана повідомити КЕР про схвалення та публікацію проекту на своєму офіційному вебсайті, підсумувати всі отримані відгуки та врахувати подані пропозиції. Результати цієї перевірки мають бути опубліковані на офіційному вебсайті НКЦПФР. Закон № 3585 створює комітети як колегіальні органи НКЦПФР для розробки нормативно-правових актів. Крім того, закон дозволяє учасникам ринку, експертам та іншим зацікавленим особам брати участь у засіданнях комітетів за запрошенням, а також брати участь у розробці законопроекту з дорадчим голосом.¹⁵

Граничну чисельність працівників НКЦПФР визначає Президент України, а її структуру затверджує голова в межах видатків, передбачених державним бюджетом. З початку повномасштабного вторгнення НКЦПФР, як і кожна державна установа в Україні, зазнала значного скорочення штату. Укомплектованість НКЦПФР до введення воєнного стану (станом на 1 січня 2022 року) становила 70%, а останнім часом (станом на 1 червня 2024 року) знизилася до 59%, що свідчить про негативний вплив воєнного стану на кадровий потенціал. Рівень плинності кадрів у НКЦПФР також зріс з 8% у 2022 році до 14% у 2023 році.¹⁶ Окрім впливу воєнної агресії, ускладнює НКЦПФР утримання наявних працівників і залучення нових кваліфікованих кадрів низький рівень оплати праці.

Закон № 3585 надав НКЦПФР повноваження для міжнародної співпраці з міжнародними організаціями, відповідними регуляторами ринків капіталу й організованих товарних ринків інших юрисдикцій, а також організаціями. Це передбачає участь у багатосторонньому меморандумі про взаєморозуміння щодо консультацій, співпраці й обміну інформацією в межах Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO). Меморандум про взаєморозуміння сприяє обміну інформацією щодо учасників ринків капіталу, включно з їхніми операціями, кінцевими бенефіціарними власниками, контролерами й іншими фізичними або юридичними особами, зазначеними в запитах регуляторів ринку капіталу інших країн, які підписали меморандум IOSCO. Наразі НКЦПФР працює над розробленням відповідних проєктів законодавчих і нормативних актів для гармонізації з Принципами IOSCO в межах зусиль України стати повним підписантом Меморандуму IOSCO. Ці зусилля могли б сприяти наближенню інституційної структури України до Принципів корпоративного управління G20/ОЕСР.

НКЦПФР вже підписала кілька угод про взаєморозуміння з регуляторами ринку капіталу інших юрисдикцій, зокрема з Арабською Республікою Єгипет, Китайською Народною Республікою, Хорватією, Грузією, Хашимітським Королівством Йорданії, Іраном, Казахстаном, Киргизькою Республікою, Мальтою, Республікою Вірменія, Республікою Азербайджан, Республікою Молдова, Румунією, Іспанією, Туреччиною, Об'єднаними Арабськими Еміратами та В'єтнамом.

3.2.4. Забезпечення виконання правил корпоративного управління в умовах воєнного стану

Повномасштабне вторгнення спричинило значні виклики для судової системи України. Кілька працівників судової системи загинули, будівлі судів були пошкоджені або зруйновані, а багато матеріалів справ було втрачено. Незважаючи на ці перешкоди, українські суди, прокуратура та інші органи правосуддя продемонстрували неабияку стійкість, продовжуючи надавати громадянам і компаніям послуги правосуддя, а також просуваючи реформи. Були оперативно впроваджені законодавчі, організаційні та технічні заходи, які допомогли судам адаптуватися до умов воєнного стану та забезпечити захист відвідувачів судів. Зокрема, нове законодавство дозволило перерозподіл територіальної юрисдикції та передачу судових справ до інших регіонів у разі неможливості здійснення правосуддя в певних районах, а також тимчасове переведення суддів до інших судів (European Commission, 2023^[4]).

Справи з питань корпоративного управління розглядають господарські суди відповідно до Господарського процесуального кодексу України.¹⁷ Відповідно до Закону про АТ суд уповноважений розглядати питання, як-от апеляції на попередні рішення загальних зборів акціонерів або незалежність директора, а також розглядати позови, подані НКЦПФР щодо ліквідації акціонерних товариств. Так само акціонери мусять подавати позови до господарського суду за місцезнаходженням товариства у разі порушення їхніх прав.¹⁸ Судові рішення всіх юрисдикцій та інстанцій в Україні мають бути оприлюднені на спеціальній онлайн-платформі не пізніше дати складання тексту рішення.

У січні 2024 року НКЦПФР ухвалила Рішення № 98 «Щодо розкриття регульованої інформації емітентами цінних паперів, особами, які надають забезпечення за такими цінними паперами, та радниками з корпоративних прав під час дії воєнного стану в Україні». Згідно з цим Рішенням, емітенти цінних паперів з 2022 року звільнені від обов'язку розкривати регульовану інформацію на весь період дії воєнного стану, але після припинення воєнного стану вони муситимуть повідомляти таку інформацію регулярно. Утім розкриття спеціальної інформації¹⁹ залишається обов'язковим. Надалі, річну інформацію за 2021–2023 звітні роки необхідно буде оприлюднити протягом 90 днів після припинення воєнного стану. Проміжна інформація за відповідні квартали 2022–2024 років також має бути розкрита разом із річною інформацією за 2021–2023 роки.

Крім того, у червні 2024 року НКЦПФР ухвалила Рішення № 28/21/728/К03 «Про внесення змін до рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 24 січня 2024 року № 98». Відповідно, на період дії воєнного стану тепер обов'язково публічно оприлюднювати іншу інформацію,²⁰ на додаток до спеціальної. Проте підприємства суспільного інтересу, які займаються певними видами економічної діяльності, визначеними кодами Класифікації видів економічної діяльності (КВЕД), зокрема видобутком природного газу, кам'яного вугілля та виробництвом електроенергії, зобов'язані подавати спеціальну й іншу інформацію безпосередньо до НКЦПФР, без зобов'язання публікувати її на своїх вебсайтах.²¹ Ці емітенти зобов'язані розкривати спеціальну й іншу інформацію на своєму вебсайті та в базі даних осіб, які надають заставу за цими цінними паперами, і радників із корпоративних прав протягом 90 днів після завершення воєнного стану (Рисунок 3.1).

Рисунок 3.1. Зміни в системі розкриття інформації в Україні



Примітка: підприємства суспільного інтересу, звільнені від публічного розкриття іншої та спеціальної інформації, — це підприємства, чия діяльність, відповідно до КВЕД на дату введення воєнного стану або на дату державної реєстрації юридичної особи (за умови, що державна реєстрація відбулася після введення воєнного стану) зазначена в таблиці 1 Рішення № 28/21/728/К03 від 2024 року.

В умовах воєнного стану, НКЦПФР у 2022 році ухвалила Рішення № 139 «Про зупинення процесуальних дій щодо розгляду справ про порушення вимог законодавства». Це Рішення було скасовано того ж року Рішенням НКЦПФР № 328 «Щодо особливостей процесуальних дій щодо розгляду справ про порушення вимог законодавства в умовах воєнного стану». Це дало змогу НКЦПФР порушувати справи за наявності підстав вважати, що суб'єкт професійної діяльності на ринках капіталу та/або організованих товарних ринках вчинив порушення чинного законодавства України, що може негативно вплинути на функціонування ринків капіталу й організованих товарних ринків під час воєнного стану. Для порушення справи про правопорушення під час дії воєнного стану в зазначених ситуаціях необхідна згода чотирьох членів Комісії.

3.2.5. Права акціонерів

Права акціонерів загалом передбачені законом, але інформація щодо їх дотримання обмежена. Новий Закон про АТ передбачає, що акціонери або групи акціонерів, які володіють 5% або більше акцій із правом голосу, можуть скликати позачергові загальні збори. Вони мають подати письмову заяву до компанії із зазначенням порядку денного зборів. Якщо наглядова рада не скликає загальні збори протягом 10 днів після отримання вимоги, акціонери мають право скликати збори самостійно.²²

Акціонери також мають право пропонувати питання до порядку денного річних загальних зборів, відповідно до Закону про АТ. Якщо пропозицію подають акціонери, які володіють не менш як 5% акцій із правом голосу, компанія мусить включити запропоновані питання до порядку денного. Крім

того, цією ж статтею акціонерам надано право вносити пропозиції стосовно питань, включених до проекту порядку денного.²³

Закон про АТ дозволяє компаніям проводити загальні збори акціонерів дистанційно в порядку, встановленому НКЦПФР.²⁴ У 2023 році НКЦПФР ухвалила Рішення № 154 «Щодо визначення особливостей проведення загальних зборів акціонерних товариств та загальних зборів учасників корпоративних інвестиційних фондів на період дії воєнного стану». Відповідно, на період воєнного стану загальні збори акціонерних товариств можуть проводитися дистанційно, незалежно від статуту й інших внутрішніх документів акціонерного товариства. Тоді як дистанційні збори (які визначаються як збори, на яких заповнення бюлетенів акціонерами відбувається через депозитарну систему України) мають проводитися відповідно до Рішення НКЦПФР № 236/2023 «Про затвердження Порядку скликання та проведення дистанційних загальних зборів акціонерів», електронні збори (коли дистанційна участь відбувається за допомогою авторизованої електронної системи) мають відповідати вказівкам, встановленим Рішенням НКЦПФР № 595/2023. У 2024 році в Україні відбулися перші електронні збори акціонерів через авторизовану НКЦПФР електронну систему (2024^[7]).

Щодо захисту прав міноритарних акціонерів, інсайдерська торгівля заборонена Законом «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки». Закон визначає інсайдерську інформацію та встановлює обмеження щодо використання такої інформації в торгівлі цінними паперами.²⁵ НКЦПФР має повноваження розслідувати випадки інсайдерської торгівлі та накладати санкції на винних. Однак НКЦПФР не порушувала справ про інсайдерську торгівлю з 2019 року через наявні прогалини в законодавстві України. Після повного ухвалення Закону № 3585 щодо інституційної бази НКЦПФР у 2026 році, НКЦПФР отримає додаткові повноваження стосовно розслідування випадків інсайдерської торгівлі та застосування санкцій.

Крім того, законодавство України допускає подання похідних позовів. У 2022 році поріг володіння для акціонерів, які можуть пред'являти похідні позови, було знижено з 10% до 5%. Згідно з Господарським процесуальним кодексом, акціонери, які володіють принаймні 5% прав голосу, як окремо, так і колективно, можуть подати позов від імені компанії з вимогою відшкодувати збитки, завдані компанії її керівництвом.²⁶

3.2.6. Розкриття інформації та прозорість

Зміни до Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» № 3480-IV, які набули чинності у 2021 році, запровадили переглянуті вимоги до корпоративного управління. Цей Закон зі змінами вимагає публічного оприлюднення інформації про фінансово-господарську діяльність емітентів у річній та проміжній звітності, а також визначає інформацію, яка має бути включена до річних звітів, зокрема у звіт керівництва.²⁷ Крім того, Закон вимагає включення інформації про корпоративне управління та дотримання Кодексу корпоративного управління 2020 року, або власного кодексу корпоративного управління емітента до звіту керівництва.²⁸ Зокрема, з 2022 року компанії, які публічно торгують акціями, зобов'язані розкривати інформацію про своїх бенефіціарних власників.²⁹

Крім того, Рішення № 608 від 2023 року «Про затвердження Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів, а також особами, які надають забезпечення за такими цінними паперами», яке набрало чинності у 2024 році, встановлює порядок і строки оприлюднення регульованої інформації на фондовому ринку. У ньому також окреслено вимоги до розкриття інформації для емітентів цінних паперів, які мають бути подані до НКЦПФР. Відповідно, розкрита інформація має бути доступна на вебсайті емітента та має бути подана до НКЦПФР.³⁰ Крім того, ця інформація має бути доступною в публічній базі даних НКЦПФР, відомій як Агентство розвитку інфраструктури фондового ринку України (АРІФРУ).³¹ АРІФРУ — це безкоштовна платформа, на яку емітенти можуть завантажувати річні та квартальні звіти, а також регулярну, спеціальну й іншу

відповідну інформацію. АРІФРУ активно працює в Україні, хоча звітність компаній неактуальна через воєнний стан.

На практиці, хоча емітенти цінних паперів наразі звільнені від обов'язку розкривати інформацію під час воєнного стану, за винятком спеціальної та іншої інформації (як визначено вище в пункті щодо правозастосування), деякі компанії й далі добровільно розкривають свою річну фінансову звітність. НКЦПФР повідомила, що до повномасштабного вторгнення у 2021 році майже всі емітенти цінних паперів оприлюднили річну фінансову звітність за 2020 рік. Після ухвалення постанови про введення воєнного стану, яка передбачала виняток щодо розкриття інформації, ця кількість суттєво та поступово зменшилася: приблизно 60% емітентів цінних паперів добровільно оприлюднили річну фінансову звітність у 2022 році (за 2021 рік), і 50% у 2023 році (за 2022 рік). Зокрема, у випадку компаній, які публічно торгують акціями, у 2023 році лише одна компанія добровільно оприлюднила свій річний звіт за 2022 рік в умовах воєнного стану. Регулярне оприлюднення звітності також стосується дотримання Кодексу корпоративного управління України.

Що стосується операцій між пов'язаними сторонами, Закон про АТ містить перелік осіб, які можуть вважатися пов'язаними сторонами, і додатково вимагає схвалення ради директорів, якщо вартість операції між пов'язаними сторонами не перевищує 10% вартості активів компанії. Якщо вартість операції перевищує 10%, її схвалення вимагає значної більшості в три чверті акціонерів, які зареєструвалися для участі в річних загальних зборах.³² Крім того, Закон про АТ не дозволяє зацікавленим членам ради директорів голосувати за схвалення операцій між пов'язаними сторонами. На додаток він забороняє акціонерам, які володіють понад 25% прав голосу, голосувати за схвалення операцій між пов'язаними сторонами, якщо вони є пов'язаними сторонами.³³ Закон також вимагає від будь-якої особи, зацікавленої в здійсненні операції між пов'язаними сторонами, повідомляти компанію заздалегідь.³⁴ Якщо зацікавлена особа не повідомляє про свою зацікавленість, лише компанія може подати позов про визнання операції недійсною в судовому порядку. Верховний Суд нещодавно підтвердив таке тлумачення цього положення, зазначивши, що акціонери не мають права подавати похідні позови до суду в таких випадках (Kibenko, 2023^[8]). Важливо зазначити, що на підставі поточної правової системи не передбачено зовнішнього або незалежного контролю до або після здійснення операції між пов'язаними сторонами. Важливо зазначити, що інформація про операції між пов'язаними сторонами є особливою інформацією згідно з розділом IV Рішення № 608. Хоча в умовах воєнного стану емітенти цінних паперів, особи, які надають забезпечення за такими цінними паперами, і радники з корпоративних прав звільнюються від обов'язку розкривати регламентовану інформацію, особливу інформацію необхідно повідомляти.

Закон України «Про аудит фінансової звітності та аудиторську діяльність» № 2258/2018 (далі — «Закон про аудит») зобов'язує компанії готувати фінансову звітність відповідно до МСФЗ.³⁵ Щодо зовнішнього аудиту, Закон про акціонерні товариства зобов'язує компанії, акції яких торгуються на фондових біржах, проводити аудит фінансової звітності із залученням зовнішнього аудитора,³⁶ а Закон № 3480-IV «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» вимагає оприлюднення перевіреної аудитором фінансової звітності.³⁷ Крім того, новий Закон про АТ від 2023 року закріпив право акціонерів призначати зовнішнього аудитора. На практиці НКЦПФР повідомила, що менше 60% фінансових звітів емітентів цінних паперів були перевірені зовнішнім аудитором як у 2022, так і в 2023 роках.³⁸

Крім того, Закон про аудит вимагає ротації зовнішнього аудитора кожні сім років. Однак, Закон також чітко зазначає, що це правило стосується лише окремих аудиторів, а не аудиторських компаній.³⁹ Отже, компаніям, які публічно торгують акціями, мають право залучати одну й ту ж аудиторську компанію без вимоги ротації.

Протягом останніх п'яти років 13 акціонерних компаній відкритого типу були оштрафовані за приховування та/або спотворення фінансової чи нефінансової інформації в Україні. У 2019–2022

роках, ще до війни, було оштрафовано дев'ять компаній. Після початку війни ця кількість суттєво зменшилася до чотирьох у 2023 році. У 2022 році на компанії не було накладено жодних штрафів за приховування та/або спотворення фінансової чи нефінансової інформації.⁴⁰ Основною причиною такого зменшення, також з огляду на обмежені бюджетні та кадрові можливості НКЦПФР, могло бути ухвалення Рішення НКЦПФР № 139 «Про зупинення процесуальних дій щодо розгляду справ про порушення вимог законодавства». Закон № 3585 містить перелік порушень Закону «Про державне регулювання ринків капіталу й організованих товарних ринків» та розмір штрафу за будь-які види порушень.⁴¹ Поточні розміри штрафів були встановлені у 2024 році, а їх оновлення, що вимагається кожні два роки, наступного разу відбудеться у 2026 році.

Крім того, не застосовуються передбачені законодавством заходи впливу за неподання або несвоєчасне подання звітності, іншої інформації та/або документів до суб'єктів ринку, які знаходяться в населених пунктах територіальних громад, розташованих у зонах бойових дій або на тимчасово окупованих територіях. Крім того, зобов'язання щодо розкриття інформації протягом трьох місяців після припинення або скасування воєнного стану не поширюватимуться на учасників з цих територій.⁴²

3.2.7. Рада директорів

Обрання, обов'язки та повноваження рад директорів регулюються переважно Законом України про АТ. Новий Закон про АТ від 2023 року запровадив кілька вимог до публічних акціонерних товариств, зокрема положення щодо процесу обрання голови ради директорів, оцінки незалежних директорів, які мають бути включені до річної звітності, самооцінки членів ради директорів, створення посади корпоративного секретаря та розширення фідучіарних обов'язків як ради директорів, так і вищого керівництва.⁴³ Зокрема, Закон про АТ запровадив гнучкість вибору між дворівневою моделлю корпоративного управління (наглядова рада та правління) або однорівневою моделлю корпоративного управління (рада директорів) для українських акціонерних компаній відкритого типу. Проте банки зобов'язані прийняти дворівневу модель корпоративного управління.

Закон про АТ дозволяє суміщення посади голови ради директорів та генерального директора компанії.⁴⁴ Крім того, відповідно до Закону про АТ, створення комітетів з питань аудиту, винагород і призначень (повноваження комітетів з питань винагород та призначень можна сумістити) є обов'язковим для компаній, які публічно торгують акціями.⁴⁵ Відповідно до Закону про аудит голова аудиторського комітету призначається з числа незалежних членів ради директорів. Крім того, ця стаття вимагає, щоб члени аудиторського комітету були компетентними в питаннях, що стосуються галузі, у якій працює компанія. Принаймні один член аудиторського комітету має бути компетентним у галузі бухгалтерського обліку та/або аудиту.⁴⁶

Щодо незалежності членів ради директорів, відповідно до Закону про АТ, принаймні одна третина ради директорів компанії, яка публічно торгує акціями, має складатися з незалежних директорів. Крім того, Закон визначає перелік осіб, які не можуть вважатися незалежним директором.⁴⁷

Хоча Закон про АТ також не містить конкретних вимог щодо кваліфікації, досвіду чи різноманітності членів ради директорів, Кодекс корпоративного управління України рекомендує квоту 40% для менш представленої статі в раді директорів.⁴⁸ Згідно з інформацією, яку добровільно оприлюднили 11 компаній у своїх річних звітах, у 2023 році НКЦПФР повідомила, що жінки займали 25% місць у рада директорів.

Крім того, Закон про АТ передбачає створення посади корпоративного секретаря для акціонерних компаній відкритого типу.⁴⁹ Корпоративний секретар відповідає за постійну взаємодію товариства з акціонерами й іншими інвесторами, координацію дій товариства щодо захисту прав та інтересів акціонерів, підтримання ефективної роботи ради директорів.

Зокрема, через винятки щодо розкриття інформації під час воєнного стану, наразі НКЦПФР не може здійснювати моніторинг практики ради директорів, як-от переваги структур рад директорів, кількість компаній, у яких посади голови ради директорів та генерального директора розділені, або кількість незалежних директорів у компаніях.

3.2.8. Корпоративна соціальна та екологічна відповідальність

До 2024 року не було особливих законодавчих вимог щодо розгляду питань корпоративної відповідальності в радах директорів у процесі ухвалення рішень. Однак з ухваленням Рішення № 608/2023 компанії тепер муситимуть включати корпоративні звіти про корпоративну соціальну й екологічну відповідальність у свою річну звітність після закінчення воєнного стану. Ці звіти про корпоративну відповідальність мають охоплювати діяльність із захисту довкілля, ризики, пов'язані зі сталим розвитком, а також стратегії компанії щодо управління цими ризиками. Інформація буде оприлюднена на вебсайті компанії та доступна акціонерам та іншим зацікавленим сторонам.⁵⁰

НКЦПФР вжила заходів для сприяння корпоративній стійкості, опублікувавши Додаток про ESG до Кодексу корпоративного управління у 2021 році. Додаток про ESG надає вказівки для компаній щодо впровадження практик ESG відповідно до світових стандартів. НКЦПФР вжила заходів для популяризації добровільного розкриття інформації про корпоративну соціальну й екологічну відповідальність.

У 2023 році дев'ять з одинадцяти компаній, що публічно торгують акціями, які добровільно розкрили НКЦПФР річну інформацію, додали до своїх звітів інформацію про корпоративну відповідальність. Це позитивна тенденція до підвищення прозорості та підзвітності в питаннях корпоративної відповідальності в Україні.

Крім того, НКЦПФР планує вжити заходів для впровадження положень Регламенту (ЄС) 2020/852 Європейського Парламенту та Ради від 18 червня 2020 року про утворення структури сприяння сталому інвестуванню та внесення змін до Регламенту (ЄС) 2019/2088 Європейського Парламенту та Ради від 27 листопада 2019 року щодо розкриття інформації, пов'язаної зі сталим розвитком, у секторі фінансових послуг.

3.3. Основні проблеми

Як зазначалося вище, Україна досягла значних успіхів у вдосконаленні законодавчої та нормативної бази щодо корпоративного управління, зокрема через перегляд Закону про АТ та постійне посилення управлінських функцій НКЦПФР. Надалі важливо забезпечити ефективну реалізацію, зокрема через механізми моніторингу. Водночас визнається, що до завершення воєнного стану, розв'язання деяких висвітлених нижче основних проблем, може бути неможливим і може вимагати поетапного підходу, зокрема на основі регулярних консультацій з акціонерними компаніями відкритого типу й іншими учасниками ринку. Описані нижче основні проблеми ґрунтуються на рекомендаціях і передовій практиці, викладених у Принципах корпоративного управління G20/OECD (OECD, 2023^[9]).

3.3.1.

Як зазначалося в Розділі 2, створення стабільного та розвиненого фондового ринку могло б стати важливим елементом основи економічного відновлення України та допомогти пом'якшити довгострокові наслідки війни, що триває. Фондовий ринок також може сприяти зміцненню стійкості фінансового сектора та покращенню доступу до фінансування для бізнесу, залученню як вітчизняних, так і іноземних інвесторів. Останніми роками спостерігається певний прогрес у розвитку українських ринків капіталу. Наприклад, кількість фондових бірж в Україні зменшилася з восьми у

2014 році до чотирьох у 2021 році, що допомогло зменшити фрагментацію ринку (Ganna, Darya and Myroshnychenko, 2022^[10]). Зараз в Україні працюють три фондові біржі, на яких загалом торгуються акції 22 компаній. Примітно, що за останні п'ять років, як до, так і під час повномасштабного вторгнення, лише п'ять компаній вийшли із цих бірж, а одна компанія нещодавно розмістила свої акції, що свідчить про певну стійкість українських ринків капіталу.

Однак попри цю стійкість, український фондовий ринок залишається недостатньо розвиненим, як зазначалося в Розділі 2. Торгівля акціями становить менш як 1% від загального обсягу торгів, тоді як на ринку домінують державні облигації, становлячи приблизно 90% від загального обсягу торгів у 2023 році. Хоча українські ринки капіталу демонструють потенціал, вони постають перед кількома проблемами, які перешкоджають їх розвитку й ефективності. До цих проблем належать безпрецедентна в історії України економічна криза, непрозорість ринку, низька капіталізація та ліквідність, низький рівень фінансових послуг і обмеження участі в аукціонах для потенційних учасників ринку (Ganna, Darya and Myroshnychenko, 2022^[10]). Багато українських компаній вибирають лістинг на іноземних фондових біржах, насамперед на Варшавській і Лондонській фондових біржах, щоб залучити капітал від різноманітних міжнародних інвесторів (USM, 2024^[11]).

Через це для розвитку та зміцнення своїх ринків капіталу Україна може розглянути можливість розроблення ширшої стратегії розвитку ринку капіталу. Цей процес передбачатиме співпрацю різних державних і наглядових органів, а також установ приватного сектора, зокрема НКЦПФР, а також фондових бірж і міністерств. Отже, розроблення такої стратегії також допоможе створити або сприяти синергії та покращити координацію між різними органами та міністерствами, які мають повноваження у сфері ринків капіталу. У цьому контексті розроблення стратегії та визначення цілей і термінів їх виконання можуть передбачати заходи не тільки для посилення захисту прав акціонерів і підтримання подальшої передової практики в корпоративному управлінні, а й для забезпечення необхідної гнучкості, щоб дати можливість Україні залучити потенційних нових емітентів на ринок, зокрема менші компанії.

Фондові ринки можуть відігравати важливу роль у покращенні корпоративного управління завдяки якості та забезпеченню дотримання правил лістингу й управління механізмами торгівлі.⁵¹ Гарантуючи, що вимоги до лістингу відображають поточний бізнес-клімат і що компанії дотримуються надійних стандартів корпоративного управління, фондові біржі можуть значно вплинути на ландшафт управління. Водночас правила лістингу мають бути спрямовані на покращення умов лістингу на фондовому ринку та ліквідності фондового ринку. Україна може провести подальше оцінювання заходів підтримки емітентів через спеціальні ринкові консультації, зокрема невеликих компаній, щоб наблизити їх до ринків капіталу та сприяти використанню ринкового фінансування серед малих і середніх підприємств (МСП).

У цій діяльності важливо продовжувати консультації з компаніями й учасниками ринку. Ринкові консультації та координація між органами влади можуть допомогти Україні визначити цілі, заходи та завдання для розвитку своїх ринків капіталу. Українські фондові біржі, ПрАТ, УБ та ПФТС також можуть бути залучені до цих консультацій, посилюючи їх співпрацю. Консультації також можуть допомогти визначити, які закони, нормативні акти, правила фондового ринку або їх поєднання можуть найкраще відповідати поставленим цілям і заходам, а також який орган має бути відповідальним за їх виконання. Україна також може розглянути можливість надання офіційного перекладу певних нормативних актів і правил лістингу, щоб заохотити іноземних емітентів та інвесторів виходити на українські ринки капіталу.

3.3.2. Обмежені бюджетні та кадрові можливості НКЦПФР

Під час поточного періоду воєнного стану в Україні можливості моніторингу НКЦПФР та практика розкриття акціонерних компаній відкритого типу обмежені. Однак у міру того, як Україна рухається до післявоєнного відновлення, регуляторні та правозастосовні функції НКЦПФР стануть ще більш

важливими для відновлення та зміцнення ринків капіталу. Органи влади, як-от НКЦПФР, відіграють основну роль у контролі та регулюванні безперебійного функціонування ринків капіталу. Як підкреслюється в Принципі I.E.,⁵² щоб ефективно виконувати свою роль, ці органи повинні мати операційну незалежність і нести повну відповідальність за свої рішення. Крім того, вони мають володіти необхідними повноваженнями, ресурсами та досвідом для виконання своїх обов'язків.

Україна досягнула важливого прогресу в напрямку посилення політичної та операційної незалежності НКЦПФР, зокрема через внесення змін до Закону № 3585 від 2024 року. Цей Закон містить кілька положень, пов'язаних із формуванням НКЦПФР, операційною незалежністю її персоналу, механізмами фінансування, слідчими повноваженнями та накладенням фінансових санкцій. Ці положення, які набудуть чинності у 2026 році, також покликані захистити персонал НКЦПФР від особистої відповідальності за позовами щодо дій, вчинених сумлінно під час виконання службових обов'язків.

Найважливішим викликом для НКЦПФР стало кадрове забезпечення. Через поточну війну Комісія зазнала значного скорочення персоналу в поєднанні зі збільшенням плінності кадрів, що означає, що термін служби працівників зазвичай коротший. Ця ситуація погіршується через бюджетні обмеження НКЦПФР, що ускладнює ефективну діяльність на ринках капіталу. Крім того, низькі зарплати, що пропонуються працівникам, ще більше ускладнюють утримання досвідчених працівників або залучення нових кваліфікованих талантів до Комісії. Станом на листопад 2024 року середня заробітна плата персоналу НКЦПФР становила приблизно 45 000 грн, що відносно небагато порівняно з винагородою працівників в інших державних органах України, як-от у Міністерстві юстиції, де працівники отримують близько 100 000 грн (Ministry of Finance of Ukraine, 2024_[12]).

Заглядаючи вперед, після закінчення воєнного стану НКЦПФР, імовірно, зіткнеться з підвищеними вимогами, оскільки чинні винятки щодо розкриття інформації будуть скасовані, а обсяг корпоративних заходів і розкриття інформації зростає. Ці обставини створять подальший тиск на ресурси НКЦПФР. Отже, для Комісії буде вкрай важливо оцінити та знайти ефективні підходи до залучення та найму кваліфікованого персоналу для виконання посиленних функцій нагляду та розслідування. З новими законами (тобто Законом про АТ) і нормативними актами наявність достатнього персоналу також може дати змогу Комісії проводити кампанії з поширення інформації та підвищення обізнаності про нові вимоги щодо нормативно-правової відповідності, які застосовуються до емітентів.

Щоб розв'язати ці бюджетні проблеми, Закон № 3585 впроваджує можливість накладення стягнень на підконтрольні суб'єкти, на додаток до державного фінансування. Це могло б надати НКЦПФР більшу фінансову незалежність від уряду, одночасно забезпечуючи прозорість і зберігаючи незалежність нагляду від суб'єктів регулювання. Наразі НКЦПФР повністю залежить від державного фінансування, що обмежує її політичну й операційну автономію. Однак після того, як закон повністю набуде чинності у 2026 році, НКЦПФР матиме повноваження збирати стягнення та внески з організацій, які вона контролює, створюючи більш стійку та незалежну фінансову основу для своєї діяльності. Використовуючи цей додатковий дохід, щоб запропонувати конкурентоспроможні зарплати та залучити кваліфікованих спеціалістів, НКЦПФР матиме кращі можливості для посилення якості та незалежності своїх регуляторних і виконавчих функцій. Однак НКЦПФР має переконатися, що комісії не вважаються обтяжливими для емітентів. Для цього Комісія знову має провести дослідження ринку та консультації, щоб встановити розумні комісії для емітентів, які не завадять компаніям виходити на ринки капіталу та залишатися на них.

Щодо незалежності Комісії, українське законодавство вже запровадило більшу прозорість у процесі добору голови та членів Комісії, вимагаючи впровадження відкритого та конкурентного процесу добору. Однак у довгостроковій перспективі, коли НКЦПФР пройде процес добору з новими критеріями й процедурою та стабілізує (або визначить шляхи, щоб стабілізувати) свої ресурси та

кадрові проблеми, Комісія може також розглянути, чи варто запровадити додаткові гарантії для сприяння її незалежності. В анотаціях до Принципу I.E. зазначається, що певні юрисдикції підлаштовують призначення під політичний календар або зменшують потенційні конфлікти інтересів через запровадження політики обмеження переходу працівників у галузь після звільнення через обов'язкові часові проміжки або періоди заспокоєння. В Україні наразі відсутні такі додаткові гарантії, але, оцінюючи можливість запровадження поетапних призначень та/або періодів заспокоєння в майбутньому, НКЦПФР має врахувати здатність регуляторів залучати старший персонал із відповідним досвідом, як підкреслюється в анотаціях Принципу I.E.

Іншим викликом для НКЦПФР є інституційна база, яка виникне внаслідок потенційного вступу України до ЄС. Наразі НКЦПФР має виключні повноваження щодо ринків капіталу в Україні, але після вступу до ЄС їй доведеться поділитися частиною своїх повноважень з Європейським управлінням з цінних паперів і ринків (ESMA). Отже, Комісія має врахувати, що можуть знадобитися додаткові реформи та зміни її інституційної бази та ринкової структури з наближенням вступу до ЄС, щоб уточнити розподіл повноважень і відповідальності між ESMA та НКЦПФР в інституційній базі України.

3.3.3. Моніторинг впровадження Кодексу корпоративного управління на сукупній основі може стати основою для майбутніх редакцій Кодексу

Кодекси корпоративного управління, як підкреслено в Принципі I.B. Принципів Корпоративного управління G20/OECD (OECD, 2023^[9]), визнаються фундаментальним і додатковим компонентом системи корпоративного управління в юрисдикції.⁵³ Принципи також наголошують, що коли кодекси використовуються для доповнення законодавчих і нормативних положень, з погляду довіри ринку необхідно чітко визначити їхній статус щодо охоплення, виконання, відповідності та санкцій.

За останні роки Україна досягла прогресу в доповненні своєї нормативно-правової бази українським Кодексом корпоративного управління, який дотримується підходу «дотримуйся або поясни». Кодекс вперше був представлений у 2003 році, переглянутий у 2008 році, а остання версія була видана НКЦПФР у 2020 році. У 2021 році Кодекс було додатково доповнено вказівками щодо передової практики ESG, що відображає все більшу глобальну увагу до сталого розвитку та відповідальної корпоративної поведінки. Важливо зауважити, що законодавство України зобов'язує емітентів розкривати відповідність або своєму власному кодексу корпоративного управління, або українському Кодексу корпоративного управління за принципом «дотримуйся або поясни». Така гнучкість може дозволити компаніям обходити певну передову практику, викладену в українському Кодексі, що потенційно може підірвати зусилля щодо досягнення консенсусу щодо того, що саме є ефективними практиками корпоративного управління.

Плани НКЦПФР оновити український Кодекс корпоративного управління, щоб врахувати останні законодавчі та регуляторні зміни, також дають можливість врахувати мінливе бізнес-середовище в Україні та скористатися оновленими рекомендаціями Принципів G20/OECD (OECD, 2023^[9]).⁵⁴

Оновлення кодексу корпоративного управління зазвичай виграє також від інформації про те, як компанії дотримуються кодексу корпоративного управління або еквівалентного механізму м'якого права. Аналіз впровадження та відповідності на сукупній основі є ключовим для проведення обґрунтованого оновлення кодексу корпоративного управління та розуміння того, які рекомендації добре сприйняті компаніями, а які вважаються надто обтяжливими або складними для впровадження. Зазвичай для оцінювання впровадження та розкриття інформації про дотримання кодексів корпоративного управління використовуються національні звіти. Ця практика широко поширена та впроваджується у більш ніж двох третинах юрисдикцій, розглянутих у Фактичному довіднику з корпоративного управління ОЕСР за 2023 рік (OECD, 2023^[3]).

Однак в Україні наразі немає такого національного звіту чи альтернативного механізму для перевірки дотримання Кодексу акціонерними компаніями відкритого типу, а також немає спеціального органу, відповідального за моніторинг його впровадження. Як наслідок, важко оцінити, наскільки широко компанії впроваджують Кодекс корпоративного управління України. Отже, НКЦПФР може розглянути можливість створення системи (з урахуванням поточних обмежень в умовах воєнного стану) та/або розпочати обговорення з емітентами для моніторингу виконання чинного Кодексу, щоб краще визначити, які практики треба переоцінити або переглянути в процесі доопрацювання чи оновлення Кодексу.

Тоді НКЦПФР або інший орган може розглянути можливість обговорення — після консультацій з компаніями й іншими учасниками ринку — як найкраще створити механізм для оцінювання дотримання Кодексу компаніями на сукупному рівні на більш постійній основі, а також який орган міг би найкраще виконувати функцію сукупного моніторингу відповідності та випуску періодичних національних звітів. Тому майбутній перегляд і оновлення Кодексу корпоративного управління має ґрунтуватися на результатах моніторингу виконання Кодексу. Однак, щоб адаптуватися до обставин воєнного стану та відповідних винятків із вимог щодо розкриття інформації, спочатку це можна зробити через цілеспрямовані інтерв'ю та семінари з компаніями й аналіз звітів, добровільно поданих у період дії воєнного стану.

3.3.4. Розширення можливостей акціонерів через моніторинг механізму здійснення прав акціонерів і отримання відшкодування

Відповідно до Принципів G20/ОЕСР, системи корпоративного управління мають захищати здійснення прав акціонерів і сприяти їм, одночасно забезпечуючи справедливе ставлення до всіх акціонерів, включно з міноритарними й іноземними акціонерами.⁵⁵ Україна досягла прогресу в цій сфері, зокрема із запровадженням нового Закону про АТ. Одним зі значних досягнень є зниження порогу володіння, необхідного для скликання зборів акціонерів, з 10% до 5% акцій компанії. Ця зміна розширила повноваження міноритарних акціонерів, запропонувавши їм більш активну роль у впливі на управління акціонерними компаніями відкритого типу. Ще одним удосконаленням є надання акціонерам переважного права придбання у разі нової емісії акцій, що дає їм змогу зберігати свою пропорційну частку участі в компанії.⁵⁶ Однак Україна могла б розглянути можливість моніторингу й обговорення з учасниками ринку питання доцільності встановлення кінцевого терміну, до якого компанії мають повідомляти акціонерів про їхні переважні права, щоб надати акціонерам більше часу до випуску нових акцій.

Крім того, Закон про АТ зменшив поріг власності для подання похідних претензій з 10% до 5%, що полегшує акціонерам притягнення керівництва до відповідальності за корпоративні порушення. Закон також розширює перелік осіб, які мають право подавати похідні позови від імені компанії. Однак, попри ці покращення, українська судова практика обмежує можливість акціонерів подавати похідні позови щодо операцій між пов'язаними сторонами, навіть якщо акціонер володіє 100% акцій компанії. Натомість лише керівництво компанії має право подавати такі претензії, що обмежує можливість акціонерів вимагати відшкодування у випадку проведення неправомірних і збиткових операцій між пов'язаними сторонами. Україна, можливо, забажає проаналізувати цей виняток і проконсультуватися з інвесторами та асоціаціями інвесторів, щоб оцінити його вплив на можливість отримати ефективне відшкодування у випадку збиткових операцій між пов'язаними сторонами.

Ще одна розробка відповідно до Принципів — підтримання дистанційних зборів акціонерів.⁵⁷ Новий Закон про АТ дозволяє компаніям проводити як очні, так і дистанційні збори, що є особливо важливим у період дії воєнного стану в Україні. Ця гнучкість дала змогу компаніям виконувати свої зобов'язання, зберігаючи участь акціонерів.

Принципи рекомендують передбачити можливість акціонерів ставити запитання раді директорів, зокрема запитання, пов'язані зі щорічним зовнішнім аудитом компанії.⁵⁸ Українське законодавство

допускає опитування акціонерів перед зборами акціонерів, але лише зазначає, що акціонери можуть брати участь в обговоренні питань порядку денного, без забезпечення чітких умов реалізації цього права під час загальних зборів. Нечіткість нормативної бази може перешкоджати реалізації прав акціонерів і ускладнювати активну взаємодію та прозорість у корпоративних питаннях між акціонерами та компанією, що може знизити рівень довіри та залученості акціонерів до корпоративного управління. Це та сфера, де українські політики можуть захотіти краще зрозуміти погляди інвесторів та компаній і оцінити способи, якими вони можуть сприяти залученню акціонерів у майбутньому.

3.3.5. Сприяння нагляду за операціями між пов'язаними сторонами

Принципи визнають потенційне зловживання операціями між пов'язаними сторонами як важливу політичну проблему та приділяють особливу увагу юрисдикціям з концентрованою власністю. В Україні, де понад 60% акціонерних компаній відкритого типу мають одного акціонера, який володіє понад 50% власного капіталу, критично важливе усунення ризиків, пов'язаних з операціями між пов'язаними сторонами. Концентрація власності збільшує ризик конфлікту інтересів, пов'язаний із можливістю участі контрольних акціонерів в операціях, які можуть завдати шкоди міноритарним акціонерам або самій компанії.

Україна досягла певного прогресу в зміцненні своєї системи нагляду за операціями між пов'язаними сторонами. Новий Закон про АТ містить положення, які забороняють членам ради директорів з конфліктом інтересів голосувати за схвалення операцій між пов'язаними сторонами, що відповідає Принципам.⁵⁹ Однак хоча це виключення є позитивним кроком, Принципи також підкреслюють ширшу роль ради директорів у нагляді за системами внутрішнього контролю. Зокрема, ради директорів мають контролювати фінансову звітність та використання корпоративних активів, запобігаючи зловживанню операціями між пов'язаними сторонами. Зазвичай це забезпечується через проведення незалежної *попередньої* перевірки значних операцій між пов'язаними сторонами зовнішнім аудитором, незалежним експертом або аудиторським комітетом, щоб переконатися в справедливості умов угоди. Наразі немає такої законодавчої вимоги чи рекомендації щодо незалежного процесу *попереднього* розгляду операцій між пов'язаними сторонами перед тим, як рішення буде передано раді директорів на схвалення. Отже, політики можуть ініціювати обговорення з емітентами й інвесторами, щоб визначити, за яких умов можна ввести незалежний *попередній* розгляд значних операцій між пов'язаними сторонами та чи не буде краще встановити такий розгляд як обов'язкову вимогу чи як рекомендацію відповідно до принципу «дотримуйся або поясни».

Оприлюднення операцій між пов'язаними сторонами залишається обов'язковим в Україні навіть у період дії воєнного стану, що свідчить про прагнення до прозорості цих операцій. Проте українське законодавство не уточнює наслідки за невиконання вимог щодо розкриття інформації про операції між пов'язаними сторонами. Відсутність чітких санкцій за невиконання вимог щодо розкриття інформації може підірвати ефективність цих вимог. Принципи рекомендують запровадити суттєві санкції за порушення правил, пов'язаних із розкриттям інформації щодо конфлікту інтересів, оскільки потужні механізми правозастосування діють як стримувальний фактор проти зловживань. Однак на практиці правозастосування щодо порушень у зв'язку з операціями між пов'язаними сторонами в Україні було недостатнім. У майбутньому звіті Європейського банку реконструкції та розвитку (ЄБРР) підкреслюється, що за останнє десятиліття суди або регулятори застосували обмежену кількість санкцій у справах, пов'язаних зі зловживанням корпоративними активами або несанкціонованими чи нерозкритими операціями між пов'язаними сторонами. Недостатність правозастосування створює ризик зменшення захисної цінності чинних нормативних актів, які українські політики мають ретельно контролювати.⁶⁰

Крім того, Принципи підкреслюють важливість застосування радою директорів високих етичних стандартів, а корпоративні кодекси етики водночас слугують орієнтирами для поведінки як членів ради директорів, так і ключових керівників.⁶¹ Ці кодекси мають встановлювати чіткі вказівки щодо уникнення конфлікту інтересів, включно з правилами щодо операцій з акціями компанії. Однак в Україні немає жодних вимог або рекомендацій для компаній щодо ухвалення кодексів поведінки, а для членів ради директорів, ключових керівників або контрольних акціонерів — стосовно розкриття інформації про операції з акціями компанії. Ця прогалина в нормативно-правовій базі створює ризик інсайдерської торгівлі або інших неетичних практик, які можуть ще більше погіршити довіру до корпоративного управління та, як наслідок, до ринків капіталу.

3.3.6. Правозастосування щодо інсайдерської торгівлі

Інсайдерська торгівля, яка підриває довіру суспільства й ефективну роботу ринків капіталу, зазвичай забороняється юрисдикціями згідно з положеннями про цінні папери, корпоративним чи кримінальним законодавством, як підкреслюється в Принципі III.E.⁶² Однак ефективність таких заборон залежить від жорсткості правозастосування. Без активного моніторингу та судового переслідування це законодавство може втратити свою ефективність і стримувальну силу, збільшуючи ризик інсайдерської торгівлі.

До 2024 року в українському законодавстві про інсайдерську торгівлю були відсутні кілька ключових положень, зокрема зобов'язання компаній публікувати список «інсайдерів» — осіб, які мають доступ до конфіденційної, ціноутворювальної інформації. Однак значного прогресу було досягнуто завдяки Закону № 3585 у 2024 році. Цей закон запровадив важливі заходи для усунення цих законодавчих прогалин, наприклад вимогу до компаній вести та регулярно оновлювати список інсайдерів і тих, хто працює на них або разом із ними.⁶³ Це наближає українське законодавство до міжнародних стандартів і законодавства ЄС, забезпечуючи більшу прозорість щодо осіб, які мають доступ до конфіденційної інформації.

Що стосується правозастосування, Україна докладала зусиль для посилення покарань за інсайдерську торгівлю через збільшення штрафів у 2020 році.⁶⁴ Крім того, Закон передбачає альтернативні покарання, зокрема ув'язнення на строк до трьох років з можливістю позбавлення права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на той самий строк.⁶⁵ Однак, попри ці законодавчі зміни, підвищені штрафи все ще можуть бути занадто низькими для ефективного запобігання незаконній інсайдерській торгівлі, тому варто розглянути питання постійного моніторингу їхньої ефективності.

Основним питанням інсайдерської торгівлі залишається правозастосування. Через попередні законодавчі прогалини в системі інсайдерської торгівлі в Україні донедавна НКЦПФР була обмежена у своїх можливостях щодо виявлення, розслідування та притягнення до кримінальної відповідальності за випадки інсайдерської торгівлі. Це призвело до вжиття мінімальної кількості заходів правозастосування. Насправді, як зазначалося вище, за останні п'ять років НКЦПФР не порушувала жодних справ щодо інсайдерської торгівлі. Закон № 3585 зі змінами, який набуває чинності у 2026 році, має на меті надати НКЦПФР необхідні повноваження для ефективнішого правозастосування щодо правил щодо інсайдерської торгівлі. Однак сама наявність законів недостатня для запобігання незаконній інсайдерській торгівлі. НКЦПФР може розглянути активний моніторинг і суворе правозастосування як важливі елементи для забезпечення як виявлення інсайдерської торгівлі, так і притягнення до кримінальної відповідальності, щоб мати змогу запобігти зловживанням на ринку і сприяти довірі до ринків капіталу України.

3.3.7. Продовження моніторингу системи розкриття інформації та аудиту й можливості Ради Аудиторської палати України

Принципи передбачають, що система корпоративного управління має забезпечувати своєчасне й точне розкриття інформації щодо всіх суттєвих корпоративних питань, включно з фінансовим станом, результатами діяльності, стабільністю, власністю й управлінням компанією.⁶⁶ Як зазначалося вище, законодавчу та нормативну базу для розкриття фінансової та нефінансової інформації в Україні було посилено. У разі застосування санкцій за невиконання вимог щодо розкриття інформації або надання неповної/неточної інформації НКЦПФР, штраф становить від однієї до п'яти тисяч прожиткових мінімумів, що зараз еквівалентно від 408 до 2040 доларів США. Більш пропорційні штрафи можуть мати сильніший вплив на стримування та можуть стати питанням, яке потребуватиме подальшого вивчення та моніторингу з боку НКЦПФР.

Варто зазначити, що рада директорів несе відповідальність за моніторинг вірогідності як фінансової, так і нефінансової інформації, яка розкривається вищим керівництвом, що рекомендується Принципами.⁶⁷ Рада директорів також має забезпечити належний нагляд за вищим керівництвом, що зазвичай включає створення функції внутрішнього аудиту. Ця функція внутрішнього аудиту відіграє вирішальну роль у підтриманні аудиторського комітету або подібного органу в здійсненні комплексного нагляду за внутрішніми засобами контролю та операціями компанії. Українське законодавство передбачає, але не вимагає встановлення повноважень рад директорів щодо створення функції внутрішнього аудиту для підтримання аудиторського комітету. Якщо ця функція створена, закон вимагає, щоб рада призначила внутрішнього аудитора, який звітуватиме перед головою аудиторського комітету. Дійсно, український Кодекс корпоративного управління рекомендує створення функції внутрішнього аудиту. У межах зусиль щодо моніторингу дотримання Кодексу корпоративного управління Україна може проаналізувати, чи дотримуються акціонерні компанії відкритого типу рекомендацій стосовно створення функції внутрішнього аудиту загалом.

В Україні акціонери ухвалюють рішення про призначення зовнішнього аудитора, тоді як рада затверджує аудиторський звіт і оцінює незалежність аудитора.⁶⁸ Закон також вимагає створення аудиторського комітету й регулює його обов'язки, включно з оцінюванням незалежності зовнішнього аудитора (ст. 79 Закону про АТ). Згідно з оцінкою ЄБРР, 6 із 10 найбільших акціонерних компаній відкритого типу у вибірці підтвердили перевірку незалежними аудиторами в 2022 році, тоді як до воєнного стану в 2020 році це були всі 10 компаній. Україна може захотіти відстежити, чи ці компанії й далі користувалися послугами незалежних зовнішніх аудиторів у період дії воєнного стану, і якщо це так, перед якими проблемами вони постали чи з яких причин вони відмовилися від цієї вимоги.

Крім того, зовнішні аудитори можуть надавати неаудиторські послуги, якщо це не призводить до ризику втрати їх незалежності. У цьому випадку така інформація має бути розкрита в аудиторському звіті. Анотації до Принципу IV.C наводять кілька прикладів практик, які можна застосувати для боротьби з потенційними загрозами їхній незалежності, що виникають внаслідок надання неаудиторських послуг. Наприклад, юрисдикції можуть вимагати розкриття інформації про виплати зовнішнім аудиторам за неаудиторські послуги; передбачати заборону або суворе обмеження характеру неаудиторської роботи, яку може виконувати аудитор для свого клієнта з аудиту; надавати періодичні повідомлення аудиторському комітету щодо характеру, часу й оплати неаудиторської роботи (включно зі схваленням такої роботи), а також стосунків, які можуть загрожувати незалежності аудитора, серед інших можливих заходів безпеки. Деякі юрисдикції застосовують більш прямий підхід до регулювання й обмежують відсоток неаудиторського доходу, який аудитор може отримати від конкретного клієнта, або загальний відсоток аудиторського доходу, який може надходити від одного клієнта. Україна може розглянути можливість впровадження подібних запобіжних заходів.

Анотації до Принципу IV.3 також підкреслюють важливість забезпечення компетентності аудиторської професії, постійного навчання, а також системи нагляду за аудиторами та

регулювання аудиторської діяльності. В Україні цю роль виконує Рада Аудиторської палати України відповідно до Закону про аудит, який надає їй повноваження накладати дисциплінарні стягнення та проводити постійне навчання. Однак вебсайт Аудиторської палати надає оновлену інформацію обмежено: останній звіт про виконану роботу датований 2018 роком. Тому політики мають контролювати спроможність і здатність Ради Аудиторської палати України виконувати свої повноваження, особливо після початку та в період дії воєнного стану.

3.3.8. Структуру та функціонування ради директорів можна покращити

У Принципах рекомендовано, щоб рада директорів мала можливість виносити об'єктивні та незалежні судження щодо корпоративних питань. Цього можна досягти, маючи достатню кількість незалежних членів ради директорів, особливо в ключових комітетах. Визначаючи незалежність члена ради директорів, корисно доповнити «негативні» критерії, які визначають, коли особа не може вважатися незалежною, «позитивними» прикладами якостей, які підвищують імовірність ефективної незалежності, як підкреслюється в Принципах.⁶⁹ Новий Закон про АТ визначає незалежність члена ради директорів з детальним переліком критеріїв неналежності. Крім того, щорічний звіт ради директорів має містити оцінювання незалежності кожного незалежного члена ради директорів. Якщо акціонер вважає, що незалежний директор не відповідає вимогам законодавства, він може звернутися до суду. Кодекс корпоративного управління також містить критерії незалежності ради директорів і рекомендує, щоб члени ради директорів діяли на основі незалежного мислення, неупередженості та в інтересах компанії та всіх її акціонерів. Далі уточнюється, що будь-який член ради директорів, який має конфлікт інтересів, має піти у відставку та не має брати участі в процесі ухвалення рішення щодо відповідного питання. Кодекс також рекомендує, щоб підготовка ради директорів охоплювала питання, пов'язані з незалежністю та діяльністю на основі незалежного мислення, а також щоб кандидати на посаду члена ради директорів інформували компанію про всі інтереси, посади, зв'язки та стосунки, які впливають на їхню незалежність.

Щодо оприлюднених даних, майбутнє оцінювання ЄБРР підкреслює прогрес, досягнутий з 2017 року з вищим відсотком незалежних директорів у десяти найбільших акціонерних компаніях відкритого типу.⁷⁰ Водночас вимога щодо незалежності щонайменше 1/3 членів ради директорів, а також необхідності мати принаймні три комітети з питань аудиту, призначень і винагороди, до складу яких входять незалежні директори, може ускладнити реалізацію на практиці. Це особливо актуально з огляду на те, що незалежні директори мають мати кваліфікацію відповідно до своїх функцій і обов'язків комітету. Наприклад, особа, яка має право входити до комітету з призначень або винагороди, може не відповідати вимогам щодо досвіду у сфері бухгалтерського обліку, який мусить мати принаймні один член аудиторського комітету. Принципи також підкреслюють, що члени ради директорів мають мати можливість ефективно виконувати свої обов'язки. Для запобігання ситуаціям, коли надмірна кількість обов'язків незалежних директорів підриває їх здатність мати кваліфіковані та незалежні судження, політики та регулятори можуть звернутися до компаній, щоб зрозуміти, чи поточна система добре збалансована, і чи можна забезпечити більшу гнучкість щодо створення комітетів з питань винагороди та призначення та їхнього складу. Іншим підходом, що застосовується в певних юрисдикціях, є поєднання деяких функцій або їх виконання радою директорів, наприклад у менших компаніях, що відповідають певним порогам.

Українське законодавство надає раді директорів виключні повноваження призначати та звільняти керівництво, встановлювати й контролювати винагороду, а також схвалювати операції між пов'язаними сторонами. Крім того, Кодекс корпоративного управління рекомендує раді директорів встановлювати стратегічні цілі, визначати схильність до ризику та здійснювати нагляд за керівництвом. Ґрунтуючись на поточній системі, наглядові органи можуть оцінювати практику компанії щодо основних обов'язків ради директорів, наприклад перевіряти, чи стосується затвердження корпоративної стратегії та річного бюджету або визначення профілю ризику компанії обов'язків ради директорів. Залежно від аналізу та кращого розуміння звичайних корпоративних

практик, Україна може оцінити необхідність включення рекомендацій із цих питань до Кодексу корпоративного управління.

3.4. Пріоритети реформування політики

Україна ухвалила кілька реформ, спрямованих на посилення корпоративного управління та стійкості корпоративного сектора. Новий Закон про АТ та інші реформи, спрямовані на зміцнення інституційного середовища НКЦПФР, свідчать про значні зусилля України в цьому напрямку. Однак воєнний стан наразі обмежує можливість повністю впровадити нову систему корпоративного управління, і акціонерні компанії відкритого типу, а також відповідні установи поставатимуть перед безпрецедентними викликами, коли нова система набуде чинності без поточних винятків.

Отже, успіх України у впровадженні реформ для зміцнення системи корпоративного управління та її реалізації українськими компаніями можливий лише в контексті ширших реформ та ініціатив щодо вдосконалення інституційної та правової бази України, а також ефективного впровадження, моніторингу й забезпечення виконання практик корпоративного управління. Програми навчання з корпоративного управління та спеціалізовані ініціативи для підвищення обізнаності стануть фундаментальним компонентом.

Нагадуючи про пріоритети Програми ОЕСР для України,⁷¹ цей пункт надає пропозиції щодо пріоритетних дій, які можуть розглянути органи влади, а також щодо того, як ОЕСР може надати аналіз і консультації у 2025 році. Можна розглянути такі пріоритети:

- підтримання постійних зусиль України щодо гармонізації з передовою міжнародною практикою корпоративного управління, зокрема гармонізації з Принципами корпоративного управління G20/ОЕСР для тіснішої співпраці між Україною та ОЕСР;
- підтримання роботи України з інтеграції стандартів Європейського Союзу відповідно до нещодавно схваленого Плану щодо України в межах програми фінансової підтримки України від Європейського Союзу Ukraine Facility, спираючись на минулі реформи та з огляду на вступ України до ЄС;
- зосередження уваги на сферах, у яких Секретаріат та країни-члени ОЕСР мають хороші можливості для обміну досвідом, передовою практикою та рекомендаціями з Україною;
- доповнення до інших ініціатив і реформ, які вже проводяться в Україні за підтримки міжнародних партнерів.

Беручи до уваги основні проблеми, описані в пункті 3 цього розділу, ОЕСР може забезпечити аналіз, консультації та обмін досвідом, щоб допомогти Україні розв'язати ці проблеми. Особливу увагу буде приділено допомозі Україні як у період дії воєнного стану, коли дозволяються винятки з правил корпоративного управління, так і після його закінчення через підготовку акціонерних компаній відкритого типу, а також відповідних органів влади та політиків до посилення впровадження, моніторингу й правозастосування.

ОЕСР може забезпечити аналіз, консультації та обмін досвідом щодо ухвалення законодавчих, нормативних та інших змін до системи корпоративного управління, включно з імплементаційними нормативними актами, зосереджуючись на посиленні прав акціонерів та управлінні конфліктами інтересів, а також нагляді за компаніями.

ОЕСР могла б забезпечити підтримку й аналіз у процесі перегляду Кодексу корпоративного управління, а також допомогти українській владі створити базу для сукупного виконання Кодексу корпоративного управління. Це може передбачати консультації щодо перегляду Кодексу, а також нарощування потенціалу й обмін досвідом, зокрема з експертами з юрисдикцій ОЕСР, які впровадили подібні заходи. Цей пріоритет можна включити як тему для обговорення на робочій нараді чи семінарі за участю емітентів і учасників ринку для підвищення обізнаності щодо моніторингу корпоративного управління, а також для збору коментарів в межах процесу оновлення Кодексу.

ОЕСР також може поділитися досвідом і надати підтримку для розуміння переваг прийняття національної стратегії ринку капіталу й учасників, які можуть бути залучені до цієї ініціативи та досягнення визначених цілей. Ця підтримка також може бути оформлена в межах поглибленого аналізу ринку капіталу України або в майбутньому після завершення цього поглибленого аналізу.⁷²

ОЕСР може допомогти з наданням консультацій і розбудовою потенціалу НКЦПФР через обмін досвідом з іншими країнами ОЕСР для сприяння можливостям, автономії та незалежності цього органу. Також будуть розглянуті можливі заходи щодо утримання та залучення персоналу для зміцнення потенціалу НКЦПФР у сфері моніторингу й правозастосування, особливо після завершення воєнного стану.

ОЕСР може також надати консультації та організувати один або кілька тематичних семінарів з НКЦПФР, українськими агентствами й експертами для підвищення обізнаності серед учасників ринку щодо переглянутої структури корпоративного управління, надавши рекомендації щодо впровадження та передової практики розкриття інформації, а також щодо наслідків після скасування воєнного стану. Ця ініціатива може бути частиною програми навчання з корпоративного управління та/або доповнити її.

Довідково

- Cabinet of Ministers of Ukraine (2024), *2024 Ukraine's Reform Matrix*, [6]
<https://reformmatrix.mof.gov.ua/en/index/>.
- EBRD (2017), *Corporate Governance Sector Assessment Ukraine*, [5]
<https://www.ebrd.com/what-we-do/sectors/legal-reform/corporate-governance/sector-assessment.html>.
- European Commission (2023), *Ukraine Report 2023*, [4]
https://neighbourhood-enlargement.ec.europa.eu/ukraine-report-2023_en.
- Ganna, M., S. Darya and I. Myroshnychenko (2022), "Analytical Review of the Stock Market of Ukraine", *Economy and Society*, [10]
<https://doi.org/10.32843/infrastructure58-18>.
- Kibenko, O. (2023), *The practice of invalidating contracts in corporate disputes*, [8]
https://supreme.court.gov.ua/userfiles/media/new_folder_for_uploads/supreme/2023_present/Kibenko_pr_vizn_dog_20_03_2023.pdf.
- Ministry of Economy of Ukraine (2024), *У співпраці з London Stock Exchange та TheCityUK Україна планує створити сприятливу фінансову екосистему для доступу українських компаній до фінансування та залучення продуктивних інвестицій в Україну*, - Юлія Свириденко, [1]
<https://me.gov.ua/News/Detail?lang=uk-UA&id=2765ca44-0a7b-4435-9461-50220d86914f&title=MemorandumLSE-Thecityuk>.

- Ministry of Finance of Ukraine (2024), *Remuneration of employees of state bodies in the context of institutions*, <https://mof.gov.ua/uk/governance-649>. [12]
- NSSMC (2024), *Corporate governance revolution in Ukraine: First electronic shareholders' meeting held*, <https://www.nssmc.gov.ua/en/revoliutsiia-korporatyvnoho-upravlinnia-v-ukraini-provedeno-pershi-elektronni-zbory-aktsioneriv/>. [7]
- NSSMC (2024), *NSSMC revoked the licenses of JSC «UKRAINIAN EXCHANGE»*, <https://www.nssmc.gov.ua/en/nktspr-anuliuvata-litsenzii-at-ukrainska-birzha/>. [2]
- OECD (2023), *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>. [9]
- OECD (2023), *OECD Corporate Governance Factbook*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/6d912314-en>. [3]
- USM (2024), *Logistics companies and the stock market: investment prospects in Ukrainian business*, <https://en.usm.media/logistics-companies-and-the-stock-market-investment-prospects-in-ukrainian-business/>. [11]

Примітки

¹ Стаття 2 Закону про «Про акціонерні товариства» визначає публічне акціонерне товариство як товариство, акції якого були публічно запропоновані та/або включені в торги на організованому ринку капіталу. Термін також охоплює товариства, операції з акціями яких здійснюються на фондових біржах. Отже, цей термін не лише посилається до зареєстрованих товариств, але й включає їх.

² Дані, надані НКЦПФР Секретаріату станом на 2024 рік.

³ Дані, надані НКЦПФР Секретаріату станом на 2024 рік.

⁴ Дані, надані НКЦПФР Секретаріату станом на 2024 рік.

⁵ Дані, надані НКЦПФР Секретаріату станом на 2024 рік.

⁶ Стаття 109 Закону про АТ вимагає від акціонерних товариств публікувати щорічну інформацію, посилаючись на статтю 126 Закону «Про ринки капіталу» (№ 3480-IV). Згідно з цією статтею, розкриття щорічної інформації має включати звіт керівництва. Стаття 127 Закону «Про ринки капіталу» додатково визначає зміст цього управлінського звіту, зокрема розкриває інформацію щодо дотримання Кодексу корпоративного управління України від 2020 року або власного кодексу корпоративного управління компанії.

⁷ Пункт 5.3 Правил лістингу ПФТС, Додаток 6 до Правил лістингу УБ та пункт 6.8.8 Правил лістингу ПрАТ.

⁸ Дані, надані НКЦПФР Секретаріату станом на 2024 рік.

⁹ Стаття 6 Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» від 2024 року.

¹⁰ Стаття 9 Указу № 1063/2011.

¹¹ Пункт 2 розділу II Закону «Про внесення змін до Закону України "Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків" та деяких інших законодавчих актів України щодо вдосконалення державного регулювання та нагляду на ринках капіталу та організованих товарних ринках» № 3585.

¹² Стаття 6-1 Закону № 3585.

¹³ Стаття 12 Закону № 3585.

¹⁴ Стаття 17 Закону № 3585.

¹⁵ Стаття 13 Закону № 3585.

¹⁶ Дані, надані НКЦПФР Секретаріату станом на 2024 рік.

¹⁷ Стаття 20 Господарського процесуального кодексу України.

¹⁸ Стаття 27 Господарського процесуального кодексу України.

¹⁹ У розділі IV Рішення № 608 визначено конкретну інформацію, яка належить до категорії спеціальної. Серед такої інформації, зокрема, рішення емітента про випуск цінних паперів, що перевищує 25% його статутного капіталу, рішення щодо викупу власних акцій, зміни в складі ради директорів емітента, операції між пов'язаними сторонами та рішення ради директорів зменшити статутний капітал.

²⁰ У розділі VII Рішення № 608 визначено конкретну інформацію, яка належить до категорії «Інша». До неї належать: календарний план розміщення регулярної інформації, план проведення загальних зборів і придбання акціонерного товариства в результаті придбання контрольного пакета, значного контрольного пакета чи домінантного контрольного пакета.

²¹ Рішення НКЦПФР № 28/21/728/К03 від 10.06.2024 року.

²² Стаття 42 Закону про АТ.

²³ Стаття 49 Закону про АТ.

²⁴ Стаття 38 Закону про АТ.

²⁵ Стаття 146 Закону «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки».

²⁶ Пункт 1 статті 54 Господарського процесуального кодексу 1992 року.

²⁷ Стаття 126 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» № 3480-IV зі змінами.

²⁸ Стаття 127 Закону № 3480-IV.

²⁹ Стаття 9 Закону України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення» № 361-IX.

³⁰ Розділ II Рішення № 608.

³¹ АРІФРУ — це уповноважена організація, що відповідає за розкриття регульованої інформації від імені учасників ринків капіталу та/або професійних організованих товарних ринків. Інформацію можна знайти за адресою <https://www.smida.gov.ua/>.

³² Пункт 6 статті 53 Закону про АТ.

³³ Стаття 107 Закону про АТ.

³⁴ Пункт 8 статті 107 Закону про АТ.

³⁵ Стаття 14 Закону України «Про аудит фінансової звітності та аудиторську діяльність» № 2258.

³⁶ Стаття 110 Закону про АТ.

³⁷ Стаття 126 Закону № 3480-IV.

³⁸ Дані, надані НКЦПФР Секретаріату.

³⁹ Стаття 30 Закону № 2258.

⁴⁰ Дані, надані НКЦПФР Секретаріату станом на 2024 рік.

⁴¹ Стаття 50 Закону № 3585.

⁴² Пункт 6 статті 7 Закону України «Про захист інтересів суб'єктів подання звітності та інших документів у період дії воєнного стану або стану війни».

⁴³ Стаття 89 Закону про АТ визначає фідучіарні обов'язки ради директорів і вищого керівництва. Вона вимагає від них діяти в найкращих інтересах компанії, добросовісно, розумно та в межах повноважень, наданих статутом і відповідним законодавством. Крім того, стаття вимагає, щоб вони працювали задля успіху компанії, ухвалювали незалежні рішення, уникали конфлікту інтересів, утримувалися від отримання вигод або товарів від третіх сторін розкривали будь-який особистий інтерес в операціях.

⁴⁴ Стаття 65 Закону про АТ.

⁴⁵ Стаття 76 Закону про АТ.

⁴⁶ Стаття 34 Закону № 2258.

⁴⁷ Статті 72 та 73 Закону про АТ.

⁴⁸ Розділ 3.4 Кодексу корпоративного управління України.

⁴⁹ Стаття 85 Закону про АТ.

⁵⁰ Розділ VII (6) (123) Рішення «Про затвердження Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів, а також особами, які надають забезпечення за такими цінними паперами» № 608.

⁵¹ Принцип I.D.: регулювання фондового ринку має підтримувати ефективне корпоративне управління.

⁵² Принцип I.E: наглядові, регуляторні та виконавчі органи мають мати повноваження, автономію, добросовісність, ресурси та спроможність виконувати свої обов'язки професійно й об'єктивно. Крім того, їхні рішення мають бути своєчасними, прозорими та повністю обґрунтованими.

⁵³ Принцип I.B: законодавчі та нормативні вимоги, які впливають на практику корпоративного управління, мають відповідати принципу верховенства права, бути прозорими та забезпеченими правовою санкцією. Кодекси корпоративного управління можуть запропонувати додатковий механізм для підтримання розвитку та еволюції передового досвіду компаній, за умови, що їх статус визначено в належний спосіб.

⁵⁴ Зокрема, є нові та переглянуті рекомендації щодо корпоративної стійкості, обов'язків ради директорів, впливу цифрових технологій, ролі інституційних інвесторів, управління та нагляду за групами компаній тощо.

⁵⁵ Принцип II: система корпоративного управління має захищати та сприяти здійсненню прав акціонерів і забезпечувати справедливе ставлення до всіх акціонерів, включно з міноритарними й іноземними акціонерами. Усі акціонери мають мати можливість отримати ефективне відшкодування за порушення своїх прав за розумну вартість та без надмірних затримок.

⁵⁶ Стаття 31 Закону про АТ.

⁵⁷ Підпринцип II.C.3: загальні збори акціонерів, які допускають дистанційну участь акціонерів, мають бути дозволені юрисдикціями як засіб сприяння та зменшення витрат акціонерів на участь та взаємодію. Такі збори потрібно проводити в спосіб, який забезпечує рівний доступ до інформації та можливості участі всіх акціонерів.

⁵⁸ Підпринцип II.C.4: акціонери повинні мати можливість ставити запитання раді директорів, зокрема стосовно щорічного зовнішнього аудиту, включати питання до порядку денного загальних зборів і пропонувати рішення з урахуванням розумних обмежень.

⁵⁹ Підпринцип II.F.1: конфлікти інтересів, властиві операціям між пов'язаними сторонами, вимагають розв'язання.

⁶⁰ Дані, надані ЄБРР Секретаріату станом на листопад 2024 року.

⁶¹ Принцип V.C: рада директорів має застосовувати високі етичні стандарти.

⁶² Принцип III.E: інсайдерська торгівля та маніпулювання ринком мають бути заборонені, а відповідні правила мають бути забезпечені правовою санкцією.

⁶³ Стаття 148 Закону № 3585.

⁶⁴ Закон № 738-IX від 2020 року «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів».

⁶⁵ Закон № 3306-VI від 2011 року «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо інсайдерської інформації».

⁶⁶ Принцип IV: система корпоративного управління має забезпечувати своєчасне та точне розкриття інформації щодо всіх суттєвих корпоративних питань, включно з фінансовим станом, результатами діяльності, стабільністю, власністю та управлінням компанією.

⁶⁷ Підпринцип V.D.8: забезпечення цілісності систем бухгалтерського обліку та звітності для розкриття інформації, включно з незалежним зовнішнім аудитом, а також наявність належних систем контролю відповідно до законодавства та застосовних стандартів.

⁶⁸ Принцип IV.D: зовнішні аудитори мають бути підзвітними акціонерам і нести зобов'язання перед компанією за здійснення аудиту з належною професійною ретельністю в суспільних інтересах.

⁶⁹ Принцип V.E: Рада директорів повинна мати можливість виносити об'єктивні незалежні судження щодо корпоративних питань.

⁷⁰ Дані, надані ЄБРР Секретаріату станом на листопад 2024 року.

⁷¹ Зокрема, це підтримання національних пріоритетів у межах Національного плану відновлення та розвитку; підтримання гармонізації з правовими інструментами ОЕСР; сприяння подальшій співпраці з органами ОЕСР.

⁷² За умови донорського фінансування.

4 Управління державним боргом в Україні

Функція управління державним боргом України залишалася високостійкою під час агресивної війни з Росією, але низка ризиків і проблем залишається. У цьому розділі окреслено поточний фінансовий контекст і описано основні характеристики українського державного боргу та внутрішнього ринку облігацій. Далі описано правову й інституційну базу для управління державним боргом, підходи та стратегії, що використовуються для випуску та погашення, а також основні особливості первинного та вторинного ринків. Далі викладено основні ризики щодо рефінансування, коливання валютних курсів та відсоткових ставок, умовних зобов'язань і взаємозв'язку суверенних банків, а також виклики, пов'язані з випуском внутрішніх облігацій, управлінням операційним ризиком, інституційною спроможністю та готівкою. Нарешті, запропоновано пріоритетні напрямки, у яких ОЕСР може допомогти Україні, зміцнити функцію управління державним боргом і розвинути внутрішні ринки облігацій для підтримання відновлення країни.

4.1. Короткий зміст розділу

У цьому розділі розглянуто поточну політику та практику управління державним боргом в Україні. Він починається з опису впливу повномасштабного вторгнення Росії на державні фінанси України й управління державним боргом; далі наведено огляд джерел фінансування дефіциту бюджету України. Пізніше визначено основні особливості поточної функції управління державним боргом України та пов'язані з цим виклики; а в кінці надано рекомендації для подальшого розвитку. Цей розділ переважно спирається на дані, доступні на вебсайтах Міністерства фінансів України та Національного банку України (НБУ), доповнені доступними ринковими даними.

Основні тези

У цьому розділі наведено перелічені нижче основні висновки щодо управління державним боргом в Україні.

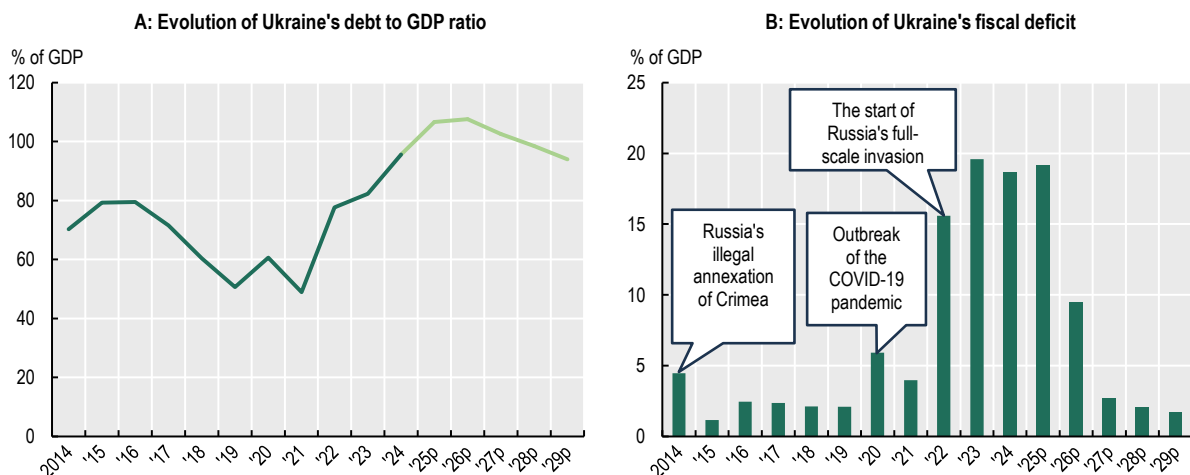
- **Функція управління державним боргом України продемонструвала високу стійкість до різноманітних операційних викликів умов війни.** Україна мала можливість залучати кошти на внутрішньому ринку вже через кілька днів після повномасштабного вторгнення Росії 24 лютого 2022 року, і з того часу не скасовувала та не відкладала жодних внутрішніх боргових операцій. Однак у воєнний час залишаються значні виклики та обмеження.
- **Співвідношення боргу України до ВВП зросло після повномасштабного вторгнення поряд із підвищеним ризиком суверенного стресу.** Він впав до 51% у 2021 році, але підскочив вище 90% у 2024 році та за прогнозами сягне піка в 108% у 2026 році. Відновлення та підтримання стійкості боргу має важливе значення для забезпечення фіскального простору для відбудови та сприяння сталому розвитку.
- **Державний борг нині характеризується порівняно високою часткою боргу в іноземній валюті, що підвищує валютний ризик.** На кінець вересня 2024 року борг в іноземній валюті становив 74% від загального обсягу проти 60% на кінець 2021 року. З лютого 2022 року 76% фінансування України надійшло від пільгових кредитів і грантів від міжнародних партнерів.
- **Ризики рефінансування залишаються високими, причому значні піки погашення триватимуть у 2025 і 2026 роках, тоді як термін погашення внутрішньої емісії залишається порівняно коротким.** Це наслідок значного збільшення дефіциту бюджету, необхідного для фінансування оборони України. Україна поступово збільшує термін погашення внутрішньої емісії з 24 лютого 2022 року, але найдовший термін погашення облігацій, що перебувають в обігу на цей момент, усе ще становить лише 3,5 року.
- **Інституційна база для управління боргом і готівкою є життєздатною в нинішньому контексті воєнного стану, але може бути обмежена, якщо Україна матиме більшу частку ринку для підтримки свого відновлення.** Україна обмежена у своїй здатності прогнозувати майбутні грошові потоки та має мінімальний доступ до інструментів управління ліквідністю, що зменшує її фіскальну гнучкість.
- **Ліквідність на внутрішньому ринку облігацій України обмежена, тоді як власність і ризик зосереджені в банківському секторі.** Відсутність інституційних інвесторів обмежує термін дії фінансових інструментів, які Україна може випустити, тоді як залежність від банківського сектора збільшує ризик зв'язку держава-банк.
- **Україна також постає перед значним операційним ризиком через частоту емісії та умови воєнного часу.** Підвищений операційний ризик також посилює ризик «ключової особи», тоді як здатність наймати й утримувати кваліфікований персонал важлива для нарощення спроможності у сфері управління боргом.
- **Швидке зростання явних і неявних умовних зобов'язань може мати суттєвий вплив на стійкість державного боргу.** З погляду управління державним боргом, важливо зміцнити інституційну та правову інфраструктуру щодо надання державних гарантій.

4.2. Сучасний контекст в Україні

4.2.1. Фіскальні події

Економіка та державні фінанси України серйозно постраждали від війни. До лютого 2022 року Україна досягла значного зниження свого боргового навантаження, яке впало з 79% ВВП у 2015 році до 51% ВВП у 2021 році (Рисунок 4.1 ілюстрація А). Завдяки зусиллям уряду щодо фіскальної консолідації Україні вдалося скоротити свій фіскальний дефіцит у середньому до 2% ВВП між 2015 та 2019 роками до спалаху пандемії COVID-19 і повернути його до 4% у 2021 році (ілюстрація В). Однак потрясіння в економіці та податковій базі в поєднанні зі збільшенням витрат на оборону та безпеку значно підірвало фіскальне становище України. Попри зусилля уряду стримувати витрати, окрім витрат на оборону та соціальні трансфери, дефіцит загального державного бюджету сягнув майже 20% ВВП у 2023 році після дефіциту в 16% у 2022 році.

Рисунок 4.1. Основні фіскальні показники для України



Джерело:

Джерело: База даних МВФ World Economic Outlook.

Уряд значною мірою відновив режим оподаткування, який діяв до повномасштабного вторгнення на основі нещодавно узгодженої програми МВФ (IMF, 2024^[11]), але доходи скоротилися через втрату економічної активності, тоді як тиск на витрати, зокрема на оборонні потреби, залишався надзвичайно високим. У результаті бюджетний дефіцит України стабілізувався на рівні 19% ВВП у 2024 році й прогнозується, що він залишатиметься на цьому рівні у 2025 році. Якщо припустити, що ризики для безпеки та пов'язані з цим військові витрати зменшаться, дефіцит може знизитися приблизно до 5% ВВП у середньому протягом 2026-2028 років, що стабілізує співвідношення боргу України до ВВП. Ці дефіцити будуть спричинені лише частковим відновленням економіки, великими витратами на відновлення та необхідністю підтримання деяких державних підприємств, зокрема в енергетичному секторі.

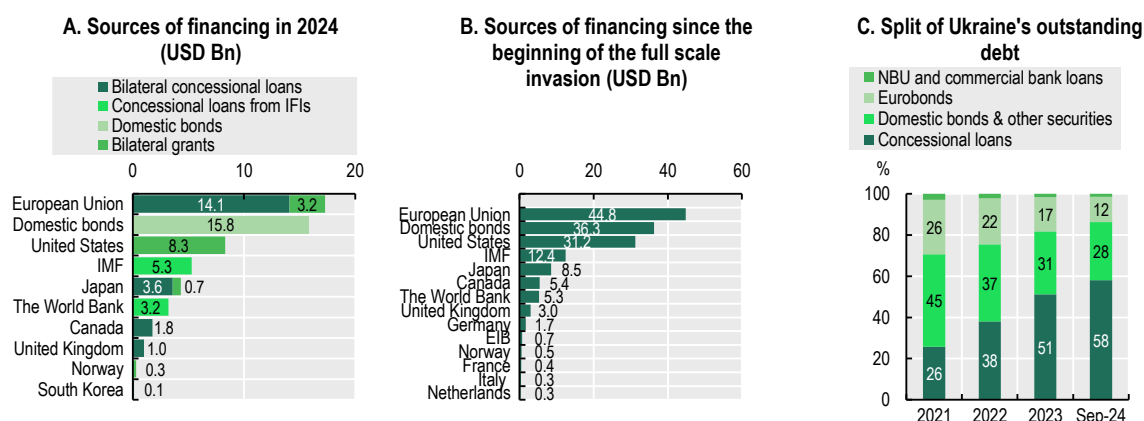
4.2.2. Джерела фінансування

Від початку повномасштабного вторгнення міжнародні партнери підтримували й далі підтримують фінансове становище України через гранти й пільгове фінансування. Іноземні гранти та пільгові позики покрили 72% потреб України у фінансуванні у 2024 році, і так буде й надалі. Міжнародна спільнота зобов'язалася надати Україні 122 мільярди доларів США на період між 2023 і 2027 роками

(IMF, 2024^[1]), включно з допомогою від країн-донорів та міжнародних фінансових установ. Україна отримала фінансову допомогу в розмірі 42 млрд дол. США у 2024 році, близько 43 млрд дол. США у 2023 році, переважно у формі довгострокових пільгових кредитів, а також у вигляді грантів. Протягом обох років спостерігалось збільшення міжнародної допомоги із суми в розмірі 32 млрд дол. США, отриманих у 2022 році (Ministry of Finance of Ukraine, 2024^[2]). Важливим каталізатором такої підтримки є очікування, що Україна виконає умови чотирирічної угоди про механізм розширеного фінансування (EFF) на суму 15,6 мільярдів доларів США з МВФ, укладеної в березні 2023 року (IMF, 2023^[3]).

Після повномасштабного вторгнення Росії випуск облігацій внутрішньої державної позики як джерела фінансування значно скоротився, але у 2024 році зріс. Минулого року облігації внутрішньої державної позики були другим за обсягом джерелом фінансування на загальну суму близько 16 млрд доларів США, або 30% від загального обсягу фінансування, порівняно з 27% у 2023 році (Рисунок 4.2, панель А). З лютого 2022 року випуск облігацій внутрішньої державної позики був третім за величиною джерелом фінансування, але у 2024 році піднявся на друге місце і на кінець року становив близько 36,3 млрд доларів США брутто, або 24% від загального обсягу фінансування за цей період (панель В). Ринкові цінні папери наразі становлять другу за величиною частку непогашеного державного боргу України (40%), випередивши у 2023 році пільгові кредити, на які припадає 58% (панель С).¹

Рисунок 4.2. Джерела фінансування та розподіл боргу за видами інструментів



Примітка: Ілюстрації А та В станом на 31.12.2024. Внутрішні облігації обліковуються за номінальною вартістю; до ілюстрації В включено як пільгові кредити, так і гранти; пільгові кредити тут визначаються як позики з поєднанням відсоткових ставок, нижчих за ринкові, пільгових періодів та/або довгострокових термінів погашення (визначення пільгових кредитів тут ширше, ніж визначення МВФ, на основі щонайменше 35% грантового елемента з використанням ставки дисконту 5%).

Джерело: Міністерство фінансів України та Національний банк України.

Зміна структури боргу є результатом пільгового фінансування та грантів, які здебільшого покривають потреби України в запозиченнях з 24 лютого 2022 року (приблизно 76% станом на 31 грудня 2024 року). Заявленою метою України є збільшення частки ринкового фінансування. Для порівняння, у 2023 році ліквідні цінні папери становили в середньому 80% непогашеного боргу в аналогічних країнах ЄС.²

4.2.3. Склад боргу України

Україна досягла прогресу в збереженні більшої частки внутрішнього боргу за роки, що безпосередньо передували повномасштабному вторгненню Росії. Частка внутрішнього боргу в середньому перевищувала 45% між 2019 і 2021 роками (Рисунок 4.3, ілюстрація А). Однак після

повномасштабного вторгнення та посилення залежності від пільгового фінансування внутрішній борг скоротився до 31% від загальної суми в 2023 році та до 28% до кінця вересня 2024 року. Для порівняння, у 2023 середня частка внутрішнього боргу аналогічних країн ЄС становила 57%.³

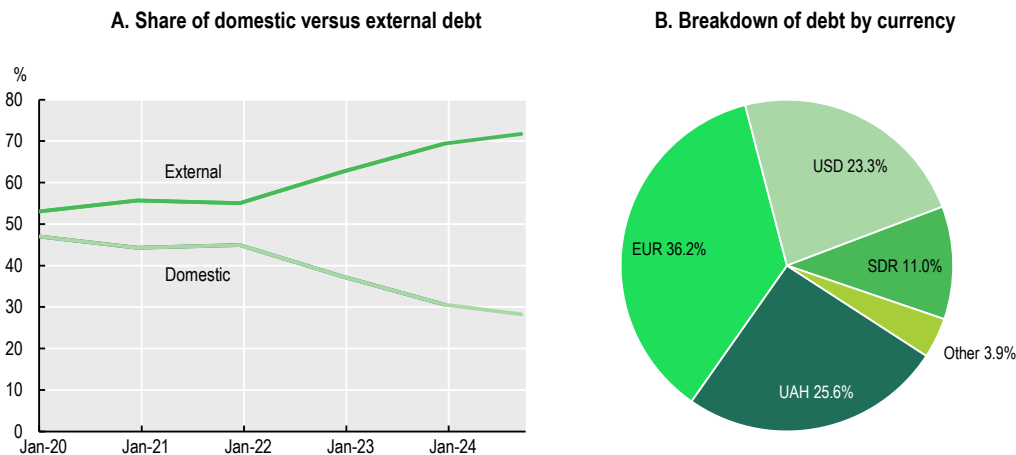
Залежність України від зовнішніх джерел фінансування, що меншою мірою була ще до початку повномасштабного вторгнення, призвела до того, що державний борг⁴ (або просто борг) здебільшого номінований в іноземній валюті. Станом на кінець вересня 2024 року частка боргу в іноземній валюті становила 74% від загальної суми боргу (Рисунок 4.3, ілюстрація В). Висока частка боргу в іноземній валюті створює значний валютний ризик не лише через коливання курсу гривні, але й у разі масштабних валютних дисбалансів у фінансовому та державному секторах. Для порівняння борг в іноземній валюті в аналогічних країнах ЄС у 2023 році становив у середньому 21% від загальної суми боргу. Однак варто зазначити, що ця група включає кілька членів євросони, для яких борг у євро, включно з фінансуванням, наданим інституціями ЄС або на двосторонній основі країнами євросони до того, як ця країна сама стала членом євросони, вважається боргом у національній валюті.

Частка боргу України в євро зросла більш ніж удвічі з 14% на кінець 2021 року до 36% на кінець вересня 2024 року (Рисунок 4.3, Ілюстрація В). Це здебільшого пояснюється значним збільшенням макрофінансової допомоги ЄС (European Commission, 2022^[4]). Третю за величиною категорію становить борг у доларах США (23%), який також включає серії єврооблігацій України у доларах США. Борг, виражений у SDR, залучених у межах фінансування за програмами МВФ, становить 11% боргу України.⁵ За задумом це забезпечує щось на зразок природного хеджування від валютного ризику. Внутрішній борг в іноземній валюті (на який припадає приблизно 10% внутрішнього боргу та 3% загального боргу), пояснює невідповідність між часткою загального боргу в іноземній валюті та часткою зовнішнього боргу.

Прогрес у напрямку вступу до ЄС, з перспективою приєднання до євросони, з часом має знизити валютний ризик, пов'язаний із євро, а також волатильність. Тому валютний ризик за ліквідним боргом у доларах США, імовірно, буде найбільшою проблемою, хоча пільгові позики завжди є предметом переговорів, особливо в екстремальних сценаріях.

Волатильність іноземної валюти може бути суттєво вищою за коливання відсоткової ставки. Щоб визначити рівень цього ризику та потенційних фіскальних наслідків знадобляться розрахунки вартості, схильної до ризику (VAR), зі стрес-сценаріями, які перевіряють вплив певних ринкових змін (наприклад, у валютних парах UAH/USD або UAH/EUR) на майбутні графіки погашення.

Рисунок 4.3. Частка внутрішнього та зовнішнього боргу в загальному обсязі боргу та розподіл за валютою



Примітка: на основі залишкового боргу станом на кінець вересня 2024 року.
Джерело: Міністерство фінансів України.

Одним із головних завдань Середньострокової стратегії управління державним боргом є стримування ризику рефінансування (Ministry of Finance of Ukraine, 2023^[5]).⁶ Ризик рефінансування включає ризик зміни процентної ставки, що виникає під час пролонгації боргу, зі збільшенням ризику, якщо погашення зосереджено на конкретні роки, а також ризики ліквідності та виконання, що виникають у зв'язку зі значними платежами на погашенню, особливо якщо вони припадають на найближчі роки. Для прикладу, станом на 31 грудня 2024 року Україна мала 79 облігацій у національній валюті з терміном погашення протягом наступних 3,5 року.

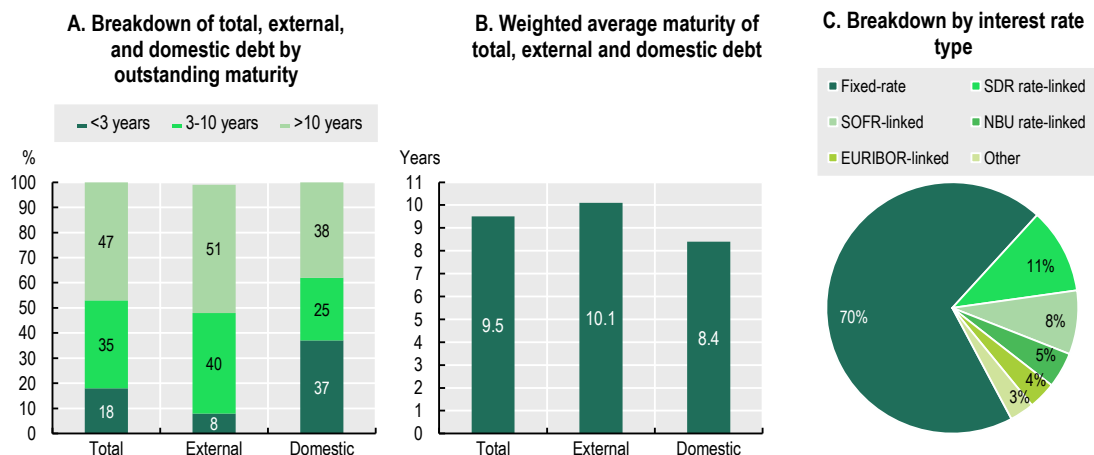
Два підходи, які позичальники можуть застосувати для зниження ризику рефінансування, — це подовження середнього терміну погашення боргового портфеля через емісію більшої кількості облігацій із довгими термінами погашення для рівномірного розподілу майбутніх виплат, а також збільшення частки інструментів із фіксованими ставками в портфелі (OECD, 2024^[6]). Ризик рефінансування також можна частково зменшити через диверсифікацію фінансування через різні ліквідні інструменти, серед різних типів інвесторів і географічних регіонів, а також через операції, як-от світчі та зворотний викуп (OECD, 2024^[7]).

Хоча найбільшу частку державного боргу України становлять інструменти зі строком погашення понад 10 років (47%) (Рисунок 4.4 ілюстрація А), це здебільшого є результатом структури зовнішнього боргу України, понад 50% якого має термін погашення понад 10 років. І навпаки, частка внутрішнього боргу, термін погашення якої перевищує 10 років, становить 38%. Отже, середньозважений термін погашення загального боргу України становить 9,5 року (ілюстрація В), тоді як внутрішній та зовнішній борг мають середній термін погашення відповідно 8,4 та 10,1 року.⁷

Середньозважений термін погашення зовнішнього боргу України зріс з 6,3 року у 2021 році до 10,1 року у 2024 році. Оскільки збільшення зовнішнього боргу було зумовлено наданням довгострокових позик на пільгових умовах, Україна покладалася на це джерело фінансування не лише для задоволення основних потреб у фінансуванні, але й для отримання доступу до умов, що допомагають пом'якшити ризик рефінансування.

70% портфеля державного боргу України складається з боргових інструментів із фіксованою ставкою (ілюстрація С). У цьому аспекті портфель України можна порівняти з портфелем аналогічних країн ЄС, де середня частка боргу з фіксованою ставкою у 2023 році становила 76%. Державний борг України зі змінними відсотковими ставками здебільшого прив'язаний до відсоткової ставки SDR МВФ, облікової ставки НБУ для внутрішніх облігацій, ставки забезпеченого фінансування «овернайт» (SOFR), яка здебільшого представляє заборгованість перед Світовим банком, а також Euribor. Зокрема, інструменти, пов'язані зі ставками SDR та SOFR, відповідно, становлять 11% та 8% загального боргу, тоді як інструменти, погашення яких прив'язане до ключової облікової ставки НБУ та Euribor, відповідно, становлять 5% та 4%. Отже, процентні платежі України за боргом чутливі до змін відсоткових ставок як у євросоні, так і в США (Ministry of Finance of Ukraine, 2023^[5]).

Рисунок 4.4. Профіль погашення боргу України та розподіл за типами відсоткових ставок



Примітка: станом на вересень 2024 року.
Джерело: Міністерство фінансів України.

Однак профіль рефінансування не повністю відображає справжній ризик зміни відсоткових ставок у борговому портфелі України. Середній термін до перегляду відсоткових ставок за боргом України становить значно коротші 5,4 року (Таблиця 4.1). Цю невідповідність між терміном до перегляду ставок і терміном погашення можна пояснити структурою значної частини зовнішнього пільгового фінансування, яке Україна отримала з початку повномасштабного вторгнення, а також статусом серій єврооблігацій із моменту схвалення початкового мораторію.⁸ Середній термін до перегляду ставок є довшим для зовнішнього боргу (8,9 року) як порівняти з внутрішнім боргом (3,2 року) через більшу частку довгострокового (з терміном погашення понад 10 років) зовнішнього боргу з фіксованими ставками.

Таблиця 4.1. Індикатори процентного ризику

	Внутрішній борг	Зовнішній борг	Загальний борг
Середній час до перегляду	3,2 року	8,9 року	5,4 року
Борг, переоформлений у 2024 р.	52,6%	31,6%	44,4%
Виплата відсотків за боргом із фіксованими відсотковими ставками	58,7%	68,6%	69,5%

Джерело: Міністерство фінансів України.

Частка боргу України, за яким відсоткові ставки були переглянуті у 2024 році, становила 44,4%. У 2024 році ставки були переглянуті за 52,6% внутрішнього боргу та 31,6% зовнішнього боргу. Україна заявила про мету покращити структуру відсоткових ставок за своїм зовнішнім боргом, тобто обмежити частку зовнішнього боргу, для якого перегляд ставок має відбутися у короткостроковій перспективі, щоб мінімізувати ризик зміни відсоткових ставок. Щодо внутрішнього ринку, уряд очікував зниження відсоткових ставок через прогнозоване зменшення інфляції в середньостроковій перспективі, що дасть можливість переглянути ставки за більшою частиною внутрішнього боргу в сторону зниження (Ministry of Finance of Ukraine, 2023^[5]).

Хоча в першій половині 2024 року почалося зниження інфляції та ставок, прогрес у зниженні інфляції почав сповільнюватися в другій половині 2024 року (Рисунок 4.9, Ілюстрація С). Дійсно, прогнозується відновлення інфляції у 2025 році, а НБУ підвищить ставку вперше з червня 2022 року

в грудні 2024 року (Рисунок 4.9, ілюстрація В). Це демонструє, чому найкращою практикою є управління боргом без намагання передбачити майбутню динаміку відсоткових ставок. З 24 лютого 2022 року Україна поступово подовжує термін погашення внутрішньої емісії з фіксованою ставкою, і має продовжувати це для збільшення середнього терміну до перегляду ставок за внутрішнім боргом.⁹

На додаток до міркувань щодо рефінансування та ризику зміни відсоткової ставки, більший відсоток фіксованих витрат на обслуговування боргу може допомогти точніше й ефективніше прогнозувати грошові потоки та керувати ними. Частиною цього може стати заміна облігацій НБУ зі змінною ставкою на облігації з фіксованою ставкою. Іншим можливим рішенням є використання деривативів для хеджування ризиків SDR, Euribor та SOFR, можливо, за підтримки МФО.

4.2.4. Профіль обслуговування та погашення боргу

Попри значний прогрес щодо профілю строків погашення та порівняно високий відсоток інструментів із фіксованою ставкою, профіль погашення й обслуговування боргу в Україні перевантажений на початковому етапі й характеризується великими піками, які триватимуть у 2025 і 2026 роках (Рисунок 4.5 ілюстрація А). Це є наслідком значного збільшення дефіциту бюджету, необхідного для фінансування оборони України проти агресивних воєнних дій з боку Росії, а також скорочення профілю випуску внутрішніх облігацій. Прогнозується, що сумарні виплати на погашення та виплати відсотків (далі — обслуговування боргу) досягнуть піка в понад 13% ВВП у 2024 та 2025 роках, а потім трохи впадуть до приблизно 12% у 2026 році. У 2015–2019 роках цей показник становив у середньому приблизно 5%, а у 2021 році впала нижче 4%.

Ці піки обслуговування боргу, імовірно, доведеться згладити через отримання подальшого довгострокового пільгового фінансування або за допомогою операцій з управління пасивами, як-от світчі та викуп.¹⁰ Операції з управління зобов'язаннями складаються з проактивного рефінансування вибраних боргових зобов'язань (внутрішніх або зовнішніх) до кінцевої дати їх погашення, щоб згладити профіль погашення, зменшити ризик рефінансування або вартість обслуговування боргу та/або подовжити середньозважений термін погашення. Україна вже проводила такі операції в 2017 і 2020 роках.¹¹ Однак у нинішньому контексті такі можливості можуть бути обмеженими, що робить довгострокове пільгове фінансування основним варіантом для країни.

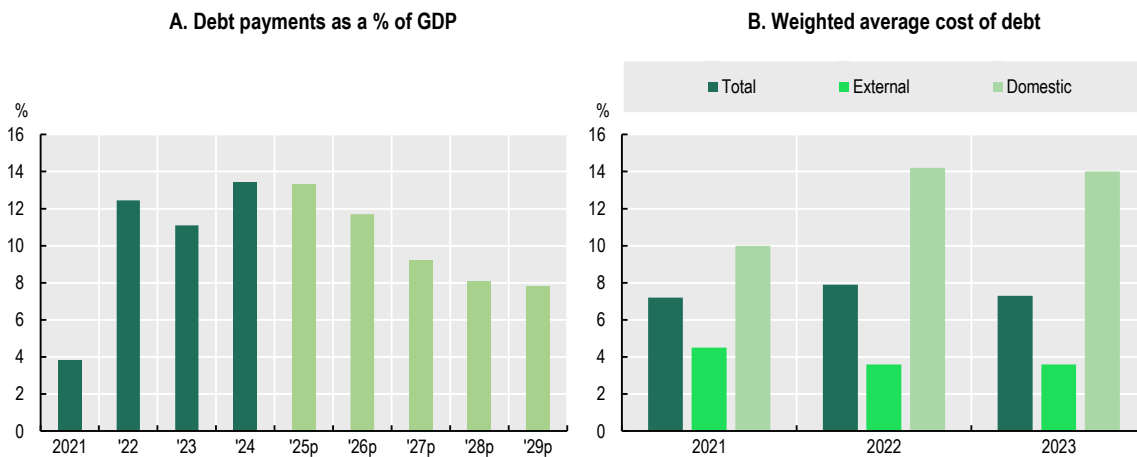
Інша можливість, яку варто розглянути, — це використання світч-аукціонів. Під час них облігації, термін погашення яких наближається, обмінюються на випуски «в обігу». Це безготівкові операції, які зменшують номінальну непогашену суму, а отже й суму, яка має бути погашена за облігаціями, термін погашення яких наближається. 13 вересня 2024 року уряд України ухвалив резолюцію, що дозволить Міністерству фінансів проводити світч-аукціони (Ministry of Finance of Ukraine, 2024^[8]), завдяки чому Україна зможе нарощувати окремі лінії облігацій, підтримуючи ліквідність, водночас керуючи ризиком виплати.

Крім короткострокового профілю викупу, ще одним фактором, що впливає на обслуговування боргу України, є підвищення вартості запозичень усередині країни. Середньозважена відсоткова вартість боргу України становила 7,3% у 2023 році, що значно вище, ніж у аналогічних країнах ЄС, де вона становила в середньому 2,5%. Цей показник для України включає середню вартість обслуговування зовнішнього боргу на рівні 3,6%, що нижче порівняно з довоєнним рівнем (4,5% у 2021 році), і значно вищу середню вартість обслуговування внутрішнього боргу на рівні 14,0%, як порівняти з 10% у 2021 році (Рисунок 4.5, ілюстрація В). Цей стрибок насамперед є результатом спроб НБУ стримати високі рівні інфляції, піднявши процентні ставки до 25% з початку повномасштабного вторгнення й відтоді утримуючи їх на рівні, вищому за показники до лютого 2022 року.

Попри поточну війну та глобальний цикл посилення монетарної політики, загальна вартість боргу України була лише на 0,1 п.п. вищою у 2023 році, як порівняти з періодом до повномасштабного

вторгнення Росії. Ця динаміка обумовлена значними обсягами зовнішніх пільгових кредитів із нижчими за ринкові відсотковими ставками (у середньому приблизно 2,0%), які були надані Україні з початку повномасштабного вторгнення (Ministry of Finance of Ukraine, 2023^[5]). Це демонструє, що Україна також залежить від пільгового фінансування для збереження керованого рівня витрат на обслуговування свого боргу.

Рисунок 4.5. Обслуговування боргу України та профіль вартості боргу



Примітка: виплати за боргом охоплюють як виплати відсотків, так і погашення основної суми боргу. Прогнози ґрунтуються на боргових зобов'язаннях станом на кінець 2024 року. Вони враховують капіталізацію купонних виплат, відстрочених у межах операції з управління боргом у серпні 2022 року, станом на вересень 2024 року. Також враховано той факт, що офіційні кредитори погодилися на призупинення (тобто відстрочення всіх виплат основної суми та відсотків) протягом періоду програми МВФ (2023–2027 роки).

Джерело: Міністерство фінансів України., Україна та МВФ.

4.2.5. Реструктуризація боргу

Економічні та фінансові наслідки війни змусили Україну заморозити виплати за єврооблігаціями, щоб уникнути суверенного дефолту. Серед офіційних кредиторів Група кредиторів України¹² домовилася про двоетапний підхід до реструктуризації боргу в межах затвердження МРФ у березні 2023 року. По-перше, тимчасову зупинку, ухвалену в липні 2022 року, було продовжено на час дії програми МВФ (до березня 2027 року).¹³ По-друге, вони зобов'язалися ввести додатковий режим боргу для відновлення боргової стійкості України до остаточного перегляду за програмою МВФ.

У серпні 2024 року Україна досягла подальшої угоди зі своїми приватними кредиторами щодо реструктуризації цих непогашених єврооблігацій. Це передбачало, що інвестори, які володіють понад 97% єврооблігацій країни, обміняли свої попередні активи на нові цінні папери (Рисунок 4.6, Ілюстрація А). Такий рівень прийняття активував положення про колективні дії (САС), які привели всі єврооблігації країни до реструктуризації. У межах цього процесу кредитори також схвалили реструктуризацію гарантованих єврооблігацій державного оператора доріг «Укравтодор».

Обіг «нових» єврооблігацій України почався в понеділок, 2 вересня 2024 року (Рисунок 4.6, Ілюстрація В). Вони є «східчастими» облігаціями з купонами, які збільшуватимуться поетапно з 2025 по 2033 рік, і включають дві облігації, за якими погашення основної суми боргу пов'язане з показниками ВВП України до 2028 року проти прогнозів МВФ.¹⁴ Ця реструктуризація дозволяє провести початкове номінальне списання на 37% (Рисунок 4.6, ілюстрація С), зменшуючи борг України більш ніж на 8,5 млрд доларів США, скорочуючи виплати з обслуговування боргу на приблизно 11,4 мільярдів доларів США протягом дії угоди МРФ до 2027 року (понад 90% скорочення) і на приблизно 22,75 мільярда доларів США до 2033 року (понад 75% скорочення), а також подовжуючи середньозважений термін погашення єврооблігацій майже на 4 роки, на додаток

до продовження на 2 роки, наданого в 2022 році. Обіг «нових» єврооблігацій України почався в понеділок, 2 вересня. Вони є «східчастими» облігаціями з купонами, які збільшуватимуться поетапно з 2025 по 2033 року, і включають дві облігації, за якими погашення основної суми боргу пов'язане з показниками ВВП України до 2028 року проти прогнозів МВФ (ілюстрація А).

Як МВФ, так і двосторонні кредитори, які підтримали угоду, домовилися про те, що власники облігацій отримають відсоткові виплати вже у 2025 році, тоді як країна все ще отримуватиме транші кредиту МВФ у рамках угоди EFF, яка передбачає реструктуризацію боргу з приватними кредиторами.

Уряд також має переглянути свій борг перед власниками варантів на 2,6 млрд доларів США, прив'язаних до ВВП, які передбачають виплати, пов'язані з економічними показниками, надаючи кредиторам виплати, якщо темпи зростання ВВП перевищуватимуть певні рівні. Ці варанти були створені під час реструктуризації боргу України в 2015 році після незаконної анексії Криму Росією як «підсолоджувач» для кредиторів. 1 серпня 2024 року Україна виплатила власникам своїх ВВП-варантів приблизно 200 мільйонів доларів. У своєму нинішньому вигляді варанти можуть коштувати Україні десятки мільярдів доларів у найближче десятиліття, якщо економіка країни значно відновиться. Україна також має розв'язати питання цих варантів у межах угоди з міжнародними спонсорами.

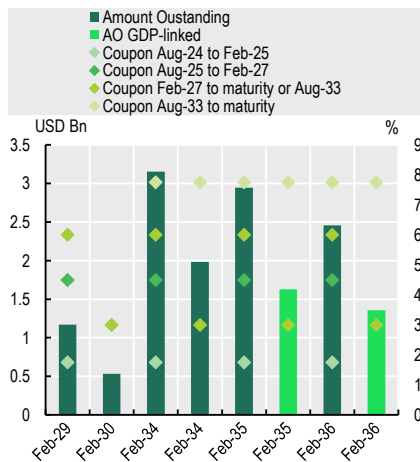
ВВП-варанти України були включені в межах реструктуризації 2015 року, яка вимагала від інвесторів списати 20% початкової вартості їхніх активів. Вони не передбачають регулярних відсоткових чи основних виплат, але починають діяти, коли номінальний ВВП України перевищує 125,4 млрд доларів США, а річний темп зростання перевищує 3%. До 2025 року їхні щорічні виплати не можуть перевищувати 0,5% ВВП, але після цього, до поточного терміну дії до 2041 року, немає жодних обмежень. Наприклад, за чинною формулою, якщо економіка зростатиме на 4% чи більше, витрати можуть досягти десятків мільярдів доларів США між сьогоднішнім днем і 2041 роком, оскільки міжнародні фінансові інституції очікують прискорення темпів зростання ВВП України до близько 6% у 2025 році та підтримання цього рівня протягом наступних років, коли почнеться масштабніше відновлення.

Уряд України має право викупити варанти через реалізацію опціону «колл». Цей опціон доступний до серпня 2027 року, але вимагатиме від України виплати власникам варантів у повному обсязі (2,6 млрд доларів). Україна також може запропонувати замінити варіанти на менш обтяжливу та більш передбачувану альтернативу, як-от звичайні облігації, хоча для цього потрібні будуть вагомні стимули, щоб власники варантів погодилися на таку заміну.

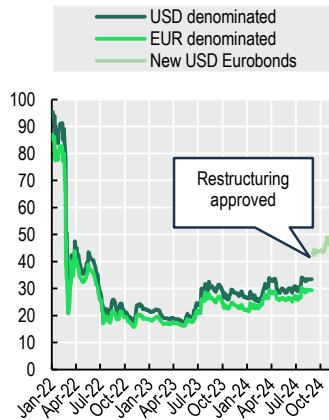
Тим часом рейтингове агентство S&P Global підтвердило кредитний рейтинг України в іноземній валюті на рівні «вибіркового» дефолту та зберегло рейтинг «ССС+/С» і стабільний прогноз для української валюти після оголошення угоди про реструктуризацію. Єврооблігації України торгувалися на рівні приблизно 30 центів за долар, що є рівнем глибокої фінансової скрути, і перебували на цьому рівні з весни 2022 року, коли кредитний рейтинг України був знижений до дефолту або майже дефолту всіма основними рейтинговими агентствами (ілюстрація В). Хоча «нові» єврооблігації все ще перебувають у проблемній зоні, після реструктуризації їхня вартість зросла з приблизно 40 до майже 50 центів за долар.

Рисунок 4.6. Єврооблігації України

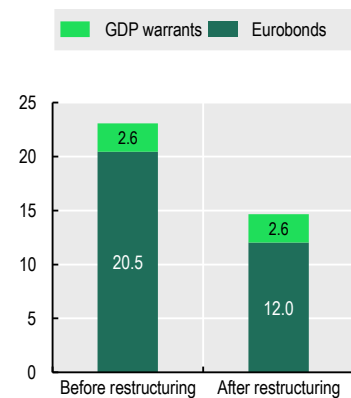
A. Maturity profile of Ukraine's new Eurobonds



B. Weighted average price of Ukraine's Eurobonds since 2022



C. Principle debt owed to foreign private creditors (USD Bn)



Примітка: дві нові єврооблігації України з нульовим купоном із терміном погашення в січні 2035 року та січні 2036 року прив'язані до ВВП; середньозважена ціна на ілюстрації B обчислюється за номінальними сумами, що залишилися, окремо для старих облігацій у доларах США та євро; цифри на ілюстрації C не враховують нараховані відсотки від відстрочених платежів за попередніми єврооблігаціями.

Джерело: Міністерство фінансів України та Bloomberg.

4.2.6. Внутрішній ринок облігацій України

Для фінансування оборонних потреб у війні проти російської агресії уряд України посилив внутрішній ринок боргових зобов'язань. З 24 лютого 2022 року Україна регулярно випускає короткострокові «військові облігації» на внутрішньому ринку, щоб забезпечити безперерйне джерело фінансування потреб держави в умовах воєнного стану. Уряд зобов'язався використовувати ці надходження насамперед для підтримання воєнних зусиль, як-от закупівля зброї, боєприпасів, обладнання, продуктів харчування та медикаментів. Однак на практиці всі надходження спрямовуються на Єдиний казначейський рахунок (ЄКР) і повністю взаємозамінні з надходженнями від загального державного оподаткування, пільгових позик і грантів, а також будь-яких інших форм доходу.

Військові облігації номіновані в гривнях і можуть бути придбані як резидентами, так і нерезидентами, а також інституційними й індивідуальними інвесторами. Станом на 31 грудня 2024 року випуск військових облігацій залучив до держбюджету приблизно 36,3 млрд доларів США з лютого 2022 року. Зараз гривневі облігації можна придбати з терміном погашення приблизно від 1 до 3,5 року (Ministry of Finance of Ukraine, 2024^[9]).

Загалом станом на кінець 2024 року вони становили облігації внутрішньої державної позики на суму приблизно 42 млрд доларів США, з яких частка вітчизняних банків становила 46,6%, НБУ — 38,5%, національних небанківських організацій — 13,7%, а іноземних організацій — 1,3%.¹⁵ Серед аналогічних Україні країн, пов'язаних із ЄС, у 2023 році середнє володіння внутрішніми облігаціями становило 34% для національних банків, 34% для іноземних організацій, 28% для національних небанківських організацій і 4% для центрального банку (Рисунок 4.7, Ілюстрація A). У цих країнах структура власників боргових зобов'язань більш рівномірна серед небанківських учасників ринку з-поміж аналогічних Україні держав ЄС, з помітно більшою часткою іноземних інвесторів і внутрішніх небанківських установ, тоді як в Україні значну частку боргу утримує центральний банк. Для переходу до ринкового фінансування Україні потрібно збільшити участь у своєму ринку облігацій саме цих двох груп інвесторів.

Склад державного боргу України суттєво змінився після початку війни (Рисунок 4.7, ілюстрація В). Облігації внутрішніх державних позик становили більшу частину чистого фінансування у 2019 та 2021 роках; але з 2022 року чисті потреби України у фінансуванні переважно задовольняються за кошт пільгових кредитів. У 2022 році чистий випуск облігацій був негативним як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках. Це відображає відносні труднощі, перед якими поставала Україна під час доступу до ринків після початку повномасштабного вторгнення, а також її залежність від інших джерел фінансування. Проте доступ до внутрішніх ринків покращився (Блок 4.1), і випуск облігацій почав генерувати чисте фінансування навесні 2023 року (нові рівні випуску перевищили загальні обсяги погашення та викупу) вперше з початку повномасштабного вторгнення. Для порівняння, у 2019 році випуск внутрішніх облігацій був єдиним джерелом, яке забезпечувало позитивний чистий внесок у фінансування.

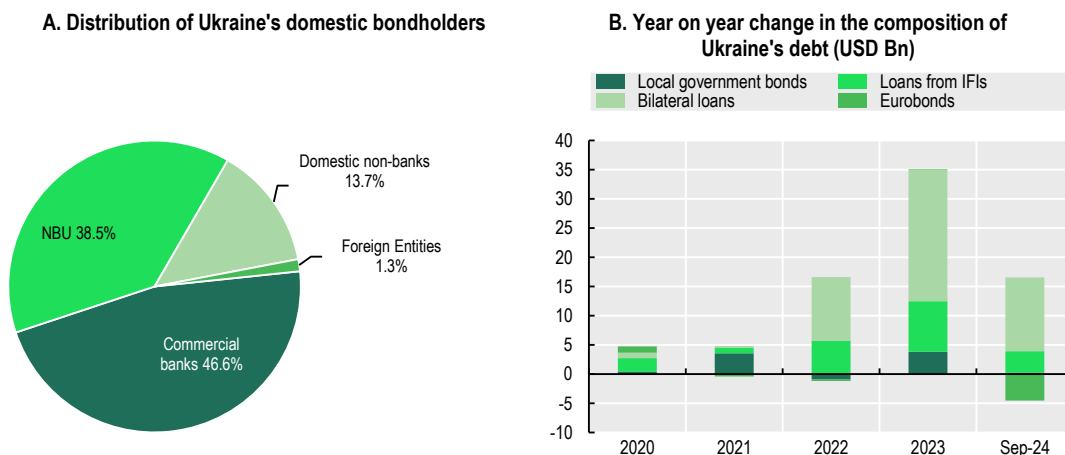
Блок 4.1. Заходи щодо стимулювання запозичень через випуск облігацій внутрішніх позик

Наприкінці 2022 року НБУ й Уряд України у співпраці з МВФ розробили комплекс заходів щодо збільшення запозичень на первинному ринку облігацій внутрішніх державних позик.

Зокрема, у 2023 році НБУ дозволив банкам покривати до 50% загального обсягу обов'язкових резервів еталонними облігаціями внутрішніх державних позик з переліку, встановленого НБУ, який поступово розширюється. Крім того, НБУ дозволив нерезидентам після 1 квітня 2023 року переказувати за кордон кошти, отримані від виплати відсотків за облігаціями внутрішніх державних позик (скасовуючи одне з початкових обмежень в умовах воєнного стану з 24 лютого 2022 року). У травні 2023 року НБУ встановив вимогу щодо мінімального безперервного періоду утримання облігацій внутрішніх державних позик до отримання відсотків.

Зі свого боку, уряд підтримує процентні ставки за державними облігаціями на ринковому рівні. Скоординовані дії НБУ й уряду дозволили активізувати внутрішній борговий ринок, що важливо для забезпечення макрофінансової стабільності. Це також може бути запобіжником від повернення до монетарного фінансування дефіциту бюджету, а також важливим кроком для покращення строковості залучення коштів у банківській системі та мінімізації ризиків для валютного ринку та цінової стабільності (NBU, 2023_[10]).

Рисунок 4.7. Внутрішній ринок облігацій України



Примітка. Ілюстрація А подана станом на 5 листопада 2024 року.
Джерело: Міністерство фінансів України.

Раніше Україна випускала короткострокові цінні папери з нульовим купоном (ДКО) зі строками погашення 3, 6, 9 та 12 місяців та має в обігу внутрішні облігації (як з фіксованим купоном, так і з прив'язкою до інфляції) із датою погашення у 2052 році (хоча з 2020 року не було випусків на термін понад 7 років). Випуск довгострокових облігацій (які Україна визначає як такі, що мають термін погашення понад 5 років) становив майже 62% чистого фінансування від випуску облігацій у 2019 році, а середньострокові облігації становили решту 38% (Таблиця 4.2). Це свідчить про те, що Україна мала доступ до довгострокової ліквідності у роки, що передували повномасштабному вторгненню.

Однак, починаючи з 24 лютого 2022 року, термін погашення випуску було скорочено, спочатку до менше ніж 12 місяців, хоча нинішня найдовша облігація «в обігу» має залишковий термін погашення 3,5 року. Для подальшої ілюстрації, у 2023 році короткострокові випуски забезпечили майже третину чистого фінансування через емісію облігацій, тоді як довгострокові випуски взагалі не забезпечили фінансування країни; жодних емісій не було, а невеликі обсяги довгострокових облігацій було викуплено або погашено достроково.

Таблиця 4.2. Структура чистого внутрішнього випуску облігацій України (% від загального обсягу)

	2019	2023
Короткострокові (≤ 1 року)	0	31,8
Середньострокові (1–5 років)	38,1	68,2
Довгострокові (≥ 5 років)	61,9	0

Джерело: Міністерство фінансів України.

Рішення про цілеспрямоване та суттєве скорочення терміну випуску було прийнято на запит первинних дилерів, оскільки поточна війна та траєкторії інфляції ускладнюють ціноутворення довгострокових облігацій. Однак Україна поступово збільшувала термін погашення випуску, починаючи з менш ніж 12 місяців у період після повномасштабного вторгнення до 1–3,5 р. у 2024 році.

4.2.7. Порядок проведення аукціонів

Розміщення облігацій внутрішніх позик здійснюється переважно через аукціони, які проводить Міністерство фінансів України (Рисунок 4.8). Безпосередню участь в аукціонах можуть брати лише первинні дилери. Первинні дилери відповідають певним умовам і беруть на себе певні зобов'язання та привілеї згідно з двосторонньою угодою про співпрацю з Міністерством фінансів. У межах цієї угоди вони погоджуються надавати двостороннє котирування державних облігацій і купувати облігації внутрішніх державних позик їх первинного розміщення. Натомість Міністерство фінансів надає дилерам виключне право купувати облігації в момент їхнього випуску на первинному ринку. Інвестори можуть звертатися до первинних дилерів для придбання облігацій внутрішніх державних позик від їхнього імені.

Випуск облігацій здійснюється в таких формах:

- первинне розміщення облігацій;
- аукціонний продаж чинних облігацій.

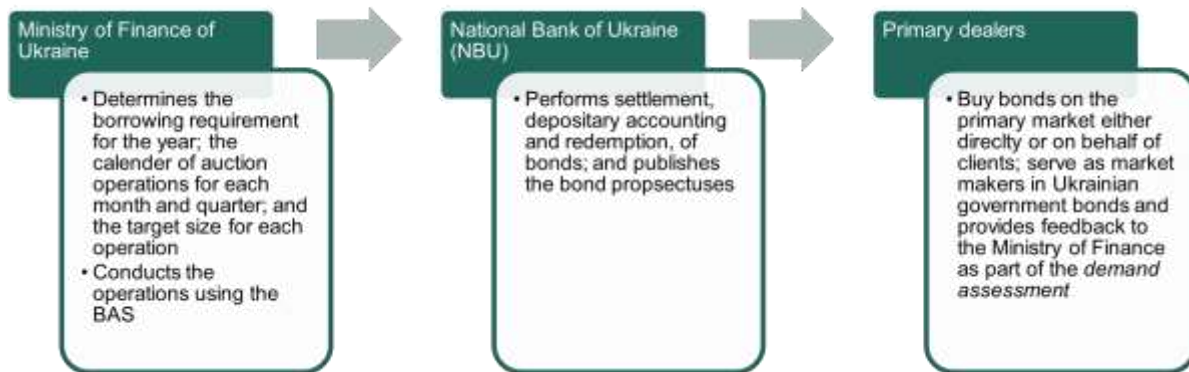
Облігації внутрішніх державних позик розповсюджуються через первинне розміщення та повторне відкриття. Нові облігації, які ще не були в обігу згідно з умовами випуску та обсягом прав, наданих їхнім власникам, розподіляються через первинне розміщення. Облігації внутрішніх державних позик, які згідно з умовами випуску відповідають облігаціям, що перебувають в обігу, за строками погашення, розміром купонних виплат за наявності, та обсягом прав, наданих їхнім власникам, розподіляються через повторне відкриття.

Погашення облігацій внутрішніх державних позик і виплата купонів здійснюються на умовах, передбачених під час їхнього первинного розміщення. Державні облігації продаються на вторинному ринку.

Аукціони проводяться щовівторка й зазвичай складаються з принаймні трьох різних ліній. Окремі лінії розміщуються та знову відкриваються протягом кількох тижнів, поки сума непогашених облігацій не досягає приблизно від 500 мільйонів до 1 мільярда доларів США, з подальшим розміщенням нових облігацій із подібним терміном погашення.

Місячний та квартальний календарі аукціонів надаються заздалегідь за результатами *оцінювання попиту*, яке проводиться після консультацій із первинними дилерами. Остаточний перелік внутрішніх облігацій внутрішніх позик, які будуть розміщені, може коригуватися під час оголошення аукціонів, а розмір окремих операцій оголошується заздалегідь. Водночас обсяг розміщення інструмента обмежується досягненням цільового розміру аукціону. Аукціони проводяться через систему аукціонів Bloomberg (BAS), а результати оголошуються невдовзі після завершення на вебсайті Міністерства фінансів. Розрахунки за державними облігаціями здійснюються на умовах T+1 (день виконання + 1 торговий день) (Ministry of Finance of Ukraine, 2024_[11]).

Рисунок 4.8. Процедури проведення аукціонів



Джерело: Міністерство фінансів України.

Облігації можна придбати через первинних дилерів і через чинних ліцензованих брокерів. Інші способи доступу до ринку облігацій внутрішніх державних позик України:

- відкриття індивідуального рахунку в цінних паперах у місцевого зберігача;
- придбання відповідних цінних паперів через ClearStream;¹⁶
- придбання відповідних глобальних депозитарних нот (GDN) або кредитних нот (CLN), які можна обнулити в Euroclear/ClearStream;
- використання рахунку в цінних паперах номінального володільця, відкритого в депозитарній установі України;
- через мобільний додаток (Блок 4.2).

Блок 4.2. Мобільний додаток «Дія»

Хоча військові облігації можуть приваблювати роздрібних (внутрішніх) інвесторів із міркувань патріотизму, простий доступ до державних облігацій також важливий для цієї категорії, особливо для діаспори, яка прагне інвестувати у свою батьківщину. В Україні доступ до державних облігацій для роздрібних інвесторів раніше був складним і дорогим. Події після 24 лютого 2022 року спонукали змінити це за допомогою заходів, як-от запуск мобільних додатків та інших вебрішень, а також скасування комісій і мінімальних порогів покупки.

«Дія» — це платформа електронного врядування, яка була вперше запущена в жовтні 2022 року з метою зробити 100% українських державних послуг доступними онлайн (Ministry of Digital Transformation of Ukraine, 2022^[12]). Зараз в Україні понад 20 мільйонів користувачів, які мають доступ до понад 70 державних послуг через портал і 14 цифрових документів (зокрема ID-картка й поліс страхування транспортного засобу) через мобільний додаток. Користувачі можуть купувати та продавати державні облігації України через мобільний додаток «Дія» всього за два кліки.

Обсяги володіння роздрібних інвесторів зросли майже втричі з приблизно 622 мільйонів доларів США в лютому 2022 року до приблизно 1,7 мільярда доларів США в жовтні 2024 року. Зараз на роздрібних інвесторів припадає майже 4% облігацій внутрішніх державних позик України в обігу.

4.2.8. Первинні дилери

Зараз в Україні є 11 первинних дилерів, що відповідає рівню аналогічних країн ЄС (Таблиця 4.3).¹⁷ Серед них 5 державних українських банків, які домінують на внутрішньому банківському ринку, володіючи більш ніж половиною загальних банківських активів в Україні. Щоб стати первинним дилером, банк має відповідати всім переліченим мінімальним критеріям, перш ніж подати заявку:

- оборотний капітал, еквівалентний 10 мільйонам євро або більше;
- чинна ліцензія на здійснення професійної діяльності на українській фондовій біржі;
- загальний обсяг торгів облігаціями внутрішніх державних позик України 1 млрд грн і більше.

Оцінювання банків-заявників проводить *Комісія з добору й оцінювання первинних дилерів*.

Таблиця 4.3. Кількість первинних дилерів в Україні порівняно з аналогічними країнами ЄС

Угорщина	13
Польща	11
Україна	11
Чехія	9
Болгарія	7

Джерело: OECD WPDM Primary Survey 2024.

Щороку формується рейтинг первинних дилерів на основі виконання ними зобов'язань, зазначених у контракті, який вони укладають із Міністерством фінансів у разі успішного проходження відбору. До цих обов'язків і привілеїв належать:

- участь у розміщенні облігацій через подання конкурентних та неконкурентних заявок на аукціонах;
- придбання щонайменше 3% від загального обсягу облігацій, випущених протягом півріччя;
- виконання функцій маркет-мейкера облігацій внутрішніх державних позик та підтримання ліквідності на ринку облігацій внутрішніх державних позик через купівлю та продаж облігацій у розмірі щонайменше 3% від загального обороту протягом півріччя;
- надання консультацій Міністерству фінансів щодо необхідності розміщення певних облігацій та їхніх обсягів, термінів погашення та календаря випуску на основі їх ринкової оцінки.

Рейтинги первинних дилерів публікуються на сайті Міністерства фінансів.

4.2.9. Правова й інституційна структура управління державним боргом

Відповідальність за управління державним боргом

Міністерство фінансів України відповідно до Постанови Кабінету Міністрів України (2001₍₁₃₎) проводить розміщення облігацій внутрішніх державних позик у формі аукціонів. НБУ здійснює операції з обслуговування державного боргу, пов'язані з розміщенням облігацій внутрішніх державних позик: їхнє погашення та платежі з обслуговування боргу, а також депозитарну діяльність, зокрема веде їхній централізований облік у бездокументарній формі.

Міністерство фінансів України відповідно до своїх повноважень:

- розробляє та видає орієнтовні календарі розміщення облігацій внутрішніх державних позик;

- визначає строки та обсяги розміщення облігацій (календар випуску, а також зміни до нього оприлюднюються на офіційному вебсайті Міністерства фінансів);
- визначає форми та способи розміщення облігацій внутрішніх державних позик, встановлює термін погашення облігацій внутрішніх державних позик, а також дати погашення та виплати купонного доходу;
- проводить аукціони з використанням системи BAS;
- встановлює граничний рівень доходності облігацій внутрішніх державних позик, відповідно до якого заповнюються заявки учасників;
- оприлюднює інформацію про результати аукціонів та розміщення облігацій внутрішніх державних позик.

Правова основа залучення позик

Розміщення облігацій внутрішніх державних позик здійснюється з урахуванням поточної потреби у фінансуванні Державного бюджету України. Запозичення здійснюються для покриття дефіциту бюджету та рефінансування непогашеного державного боргу. Право на здійснення запозичень у межах, визначених Законом «Про Державний бюджет України», належить державі в особі Міністра фінансів України за дорученням Кабінету Міністрів України. Кабінет Міністрів України визначає базові умови запозичень, зокрема основні умови кредитних договорів та основні умови випуску та порядок розміщення державних облігацій.

Кредити іноземних держав, банків, МФО для реалізації інвестиційних проєктів залучаються державою на основі міжнародних договорів і відображаються як зовнішні державні запозичення (зовнішній борг).

Обслуговування боргу здійснюється за кошт бюджету згідно з кредитними договорами та відповідними нормативно-правовими актами незалежно від обсягу фінансування, передбаченого на ці цілі Законом «Про Державний бюджет України».

Міністерство фінансів України відповідає за управління державним боргом у межах повноважень, визначених законодавством. Для ефективного управління державним боргом та/або ліквідністю ЄКР Міністр фінансів України від імені України має право здійснювати операції з державним боргом, зокрема обмін, випуск, купівлю, погашення та продаж державного боргу, за умови дотримання ліміту державного боргу на кінець бюджетного періоду.

4.2.10. Умовні зобов'язання

Відповідно до Бюджетного кодексу України, *гарантований державою борг* — це загальна сума боргових зобов'язань суб'єктів господарювання — резидентів України щодо отриманих і непогашених на звітну дату кредитів (позик), виконання яких забезпечено державними гарантіями. Такі гарантії є найпоширенішою формою умовних зобов'язань, які також можуть включати зобов'язання державних підприємств і державно-приватних партнерств (ДПП), а також субнаціональний борг. Умовні зобов'язання є основними джерелами фіскальних ризиків через невизначені фінансові зобов'язання, які вони передбачають. Отже, ефективне управління ними є важливим для підвищення стабільності та передбачуваності державних фінансів.

З погляду управління суверенним боргом, ефективне управління фіскальними ризиками, пов'язаними з умовними зобов'язаннями, уже давно викликає занепокоєння, оскільки реалізація цих ризиків має прямі наслідки для фіскального становища урядів а, отже, і для політики та операцій щодо управління боргом і готівкою для агенцій, які здійснюють управління державним боргом (OECD, 2017^[14]).

Один із кількісних критеріїв ефективності (QPC), встановлений EFF разом з МВФ, передбачає обмеження рівня державних гарантій, які Україна може надати у 2024 році, на рівні 47,9 млрд грн (або 3% річних доходів, відповідно до Бюджетного кодексу України) (IMF, 2024^[15]). Україна також зобов'язалася зміцнити зв'язок між оцінкою фіскальних ризиків і передбачуваністю державних витрат і розробити методологічні рекомендації для оцінювання фіскальних ризиків в основних сферах витрат і умовних зобов'язань, включно з ДПП, державними гарантіями та ДП. Завдяки більш надійній інтеграції цих оцінок на ранніх етапах бюджетного циклу аналіз фіскальних ризиків може краще надавати інформацію для бюджетних і фіскальних рішень.

Україна також взяла на себе зобов'язання зберегти достатній простір з погляду цієї «стелі», щоб спростити гарантії за позиками від міжнародних фінансових організацій та іноземних урядів для проєктів, зокрема для економічного відновлення та відбудови. Водночас «стеля» автоматично підвищуватиметься для гарантій, укладених за вибраними проєктами, що фінансуються багатосторонніми та двосторонніми донорами (наприклад, Світовим банком, Європейським інвестиційним банком (ЄІБ), Європейським банком реконструкції та розвитку (ЄБРР) і KfW).

Для забезпечення повного або часткового виконання боргових зобов'язань суб'єктів господарювання — резидентів України за рішенням Кабінету Міністрів України або на підставі міжнародних договорів державні гарантії можуть надаватися виключно в межах та за напрямками, визначеними Законом «Про Державний бюджет України». За рішенням Кабінету Міністрів України відповідні документи за його рішеннями оформлюються Міністром фінансів України. Державні гарантії надаються на умовах платності, строковості та майнової забезпеченості в установленому законодавством порядку. Державні гарантії не надаються для забезпечення боргових зобов'язань суб'єктів господарювання, якщо безпосереднім джерелом повернення позик передбачаються кошти державного бюджету (крім боргових зобов'язань, що виникають за позиками від міжнародних фінансових організацій).

Виплати, пов'язані з виконанням державних гарантій у разі настання гарантійного випадку, здійснюються згідно з відповідними договорами незалежно від обсягу фінансування, визначеного для цієї мети в Законі «Про Державний бюджет України», та відображаються як зарахування з бюджету на користь суб'єктів господарювання з гарантованими зобов'язаннями. Державний борг і гарантований державою борг не включають субнаціональний борг і борги державних підприємств (ДП), але ці борги відстежуються як умовні зобов'язання.

У 2023 році гарантований державою борг становив 9,2 млрд доларів США проти 11,3 млрд доларів США на кінець 2021 року.¹⁸ Скорочення боргу відбулося переважно через погашення НБУ кредитів МВФ (скорочення на 2,7 млрд дол. США). Водночас інші категорії, як-от позики від міжнародних фінансових організацій та вітчизняних банків, зросли на 0,5 млрд доларів США (Ministry of Finance of Ukraine, 2023^[5]).

4.2.11. Розрахунок і класифікація боргу

Сума державного та гарантованого державою боргу розраховується у грошовій формі як непогашена номінальна сума боргових зобов'язань. Дані про державний і гарантований державою борг визначаються в гривнях і доларах США за офіційним курсом НБУ на останній день звітного періоду та включають операції, датовані цим днем. Таблиця 4.4 показує різні класифікації державного та гарантованого державою боргу.

Відповідно до Бюджетного кодексу України загальний обсяг державного боргу та гарантованого державою боргу на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 60% річного номінального ВВП України.¹⁹ Це положення не поширюється на випадки введення воєнного стану, надзвичайного стану або проведення на території України антитерористичної операції. Тому це положення наразі не застосовується.²⁰

Таблиця 4.4. Класифікації державного та гарантованого державою боргу

Класифікація державного та гарантованого державою боргу за критеріями:				
Термін погашення	Тип інструмента	Ринок	Валюта	Купон
Короткостроковий (≤1 року)	Кредити (позики)	Національний	Національна валюта (грн)	Плаваюча ставка
Середньостроковий (1–5 років)	Ліквідні цінні папери	Зовнішній	Іноземна валюта	Фіксована ставка
Довгостроковий (≥5 років)				

Джерело: Міністерство фінансів України.

4.2.12. Субнаціональні запозичення

Відповідно до Бюджетного кодексу України, Верховна Рада Автономної Республіки Крим, обласні, сільські, та селищні ради мають право здійснювати

Місцеві запозичення призначені для фінансування:

- розробки бюджету;
 - створення, збільшення або оновлення стратегічних об'єктів довгострокового користування або об'єктів, що забезпечують виконання завдань відповідних рад, спрямованих на задоволення потреб населення;
 - виконання боргових зобов'язань щодо погашення отриманих та неповернених кредитів (позик) попередніх періодів із метою ефективного управління місцевим боргом;
- на період дії воєнного стану в Україні поточні видатки місцевих бюджетів і надання фінансової підтримки підприємствам комунальної власності для погашення кредитів від МВФ за попередні періоди, отриманих під місцеві гарантії, якщо така мета передбачена умовами кредитних договорів з відповідними НБФУ.

Місцеві гарантії можуть надаватися рішенням відповідних рад для забезпечення повного або часткового виконання боргових зобов'язань суб'єктів господарювання — резидентів України, які належать до комунального сектора економіки, розташовані на відповідній території та реалізують інвестиційні проекти в межах цієї території, призначені для розвитку комунальної інфраструктури або впровадження ресурсозберігаючих технологій, та/або погашення отриманих і непогашених кредитів (позик), боргові зобов'язання за якими були забезпечені місцевими гарантіями в попередні періоди, з метою ефективного управління боргом.

Щоб максимально зменшити ризики, пов'язані з місцевими запозиченнями та наданням місцевих гарантій, бюджетним законодавством встановлено відповідні обмеження, зокрема:

- обмеження загальної суми місцевого та гарантованого боргу на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 200 відсотків середньорічного доходу загального фонду місцевого бюджету, отриманого за три попередні бюджетні періоди, без урахування податку на доходи фізичних осіб і міжбюджетних трансфертів;
-
- на час дії місцевого гарантійного договору відповідні ради передбачають у відповідному рішенні про місцевий бюджет кошти на виконання гарантійних зобов'язань стосовно виплат: у розмірі 100% у разі настання гарантійного випадку й не менш як 50% в інших випадках;
- місцеві гарантії не надаються під забезпечення боргових зобов'язань суб'єктів господарювання, якщо безпосереднє джерело повернення кредитів забезпечене коштами місцевого бюджету (крім боргових зобов'язань, що виникають унаслідок запозичень

іноземних держав, іноземних фінансових установ, МФО на виконання інвестиційних проєктів) тощо.

У разі очікуваного перевищення ліміту загальної суми місцевого та гарантованого боргу місцевий фінансовий орган невідкладно звертається до відповідної ради для надання дозволу на тимчасове перевищення цього ліміту й подає на затвердження план заходів щодо узгодження загальної суми боргу з положеннями Бюджетного Кодексу, за умови попереднього погодження з Міністерством фінансів України.

З 2015 по 2020 рік субнаціональний борг зріс у номінальному вираженні майже удвічі — з 14,8 млрд грн до 28,2 млрд грн. Однак щодо частки загального субнаціонального доходу Україна повідомила лише про незначне збільшення; з 5% у 2015 році до 6% у 2020 році. Крім того, під час коригування на інфляцію, у 2020 році місцевий борг був майже на тому ж рівні, що й у 2015 році. Субнаціональний борг становив дуже малу частку від загального державного боргу, коливаючись між 0,6% і 1,4% між 2015 і 2020 роками. Ця цифра значно нижча за середні показники ЄС-28 (14,5%) і ОЕСР (22%) у 2019 році. Як порівняти з країнами-членами ОЕСР, лише Греція (0,5%) мала нижчий рівень субнаціонального боргу як частка від загального державного боргу. Таку тенденцію можна пояснити тим, що за останні роки суттєві зміни до законодавчої та нормативно-правової бази щодо запозичень субнаціональних органів влади не вносились, що фактично дозволяє брати позики лише радам областей та великих міст (OECD, 2022^[16]).

4.2.13. Ціноутворення національних облігацій

На аукціонах

На первинному ринку конкурентоспроможні аукціони із визначеним цільовим розміром запрошують первинних дилерів робити «сліпі» ставки від їхнього власного імені або від імені їхніх клієнтів. Ці аукціони зазвичай проводяться на основі пропозиції покупця або множинної ціни (тобто переможці торгів сплачують ціну, яку вони запропонували), а неконкурентні ставки розподіляються за ціною, яка відповідає середньозваженій прийнятій дохідності.

Загальний рівень отриманих заявок, поділений на виділену суму, забезпечує співвідношення пропозиції до покриття. Оскільки ставки сліпі, первинні дилери не можуть бачити, які ставки роблять інші дилери, а також розподіл інших дилерів щодо загального рівня чи ціни. Вони можуть бачити лише «прийнятну дохідність», а також максимальну дохідність, мінімальну дохідність і середньозважену дохідність в опублікованих результатах аукціону.

НБУ чи Міністерство фінансів України не публікують «тейл», який часто може бути хорошим індикатором успішності аукціону та загального стану ринку, оскільки показує, наскільки ефективно ринок зміг визначити ціну пропозиції.²¹ «Тейл» — це різниця між ціною граничної дохідності та ціною середньозваженої прийнятої дохідності. Більший «тейл» вказує на менший попит на аукціоні. Приклад опублікованих результатів аукціону наведено нижче в Таблиця 4.5.

Розподіл облігацій за підсумками аукціону здійснюється системою BAS автоматично згідно з параметрами приймання заявок, встановленими Міністерством фінансів; загальний обсяг розміщення, обсяг розміщення за неконкурентними заявками, дохідність відсікання. Інформація про розподіл, після завершення, передається BAS до депозитарію НБУ для розміщення державних облігацій на рахунках власників облігацій негайно.

Вторинний ринок

Операції з купівлі/продажу облігацій внутрішніх державних позик на вторинному ринку здійснюються між професійними учасниками фондового ринку та їхніми клієнтами (фізичними особами, юридичними особами, нерезидентами). Ціни заявок і пропозицій встановлюють первинні дилери та ліцензовані брокери, а ціни заявок та пропозицій у реальному часі, а також ринкові середні ціни доступні на вебсайтах фондових бірж. На глобальних платформах (як-от Bloomberg і Reuters) інформація про цінові пропозиції дуже обмежена й переважно орієнтована на міжнародних, а не на внутрішніх інвесторів.

Таблиця 4.5. Приклад опублікованого результату аукціону

Номер емісії	117	118	119
ISIN	Повторне відкриття UA40002312K7	Повторне відкриття UA4000231559	Повторне відкриття UA4000232177
Номінальна вартість	1000	1000	1000
Сума інстр. Розміщено (одиниці)	2 000 000	4 000 000	4 000 000
Дата аукціону	27.08.2024	27.08.2024	27.08.2024
Дата розрахунків	28.08.2024	28.08.2024	28.08.2024
Дати виплати відсотків	11.09.2024 12.03.2025 10.09.2025	11.12.2024 11.06.2025 10.12.2025 10.06.2026	23.10.2024 23.04.2025 22.10.2025 22.04.2026 21.10.2026 21.04.2027 20.10.2027
Сума купона на інструмент	73,60	77,35	82,35
Номінальна дохідність	14,72%	15,47%	16,47%
Термін (дні)	378	651	1148
Дата погашення	10.09.2025	10.06.2026	20.10.2027
Обсяг поданих заявок(номінальна вартість)	535 556 000	1 104 079 000	7 552 638 000
Обсяг прийнятих заявок(номінальна вартість)	535 556 000	604 079 000	4 000 000 000
Загальний обсяг емісії (номінальна вартість)	18 761 882 000	14 593 812 000	22 000 000 000
Кількість розміщених заявок (од.)	14	15	23
Кількість прийнятих заявок (од.)	14	14	23
Максимальна дохідність (%)	14,65%	15,60%	16,50%
Мінімальна дохідність (%)	14,60%	15,40%	16,29%
Прийнята дохідність (%)	14,65%	15,45%	16,49%
Середньозважена дохідність (%)	14,65%	15,44%	16,38%
Кошти, залучені від продажу інструментів	572 188 391,83	623 705 733,82	4 233 751 093,40

Джерело: Міністерство фінансів України.

4.2.14. Крива дохідності в гривні

Крива дохідності в гривні наразі сильно інвертована, починаючи з 3,5-річної точки і далі, і залишається такою з початку повномасштабного вторгнення (Рисунок 4.9, ілюстрація А). Це може частково відображати прогнози щодо подальшого зниження інфляції та відсоткових ставок, що спостерігалися з кінця 2022 року (, ілюстрації В і С), але, ймовірно, є також результатом профілю

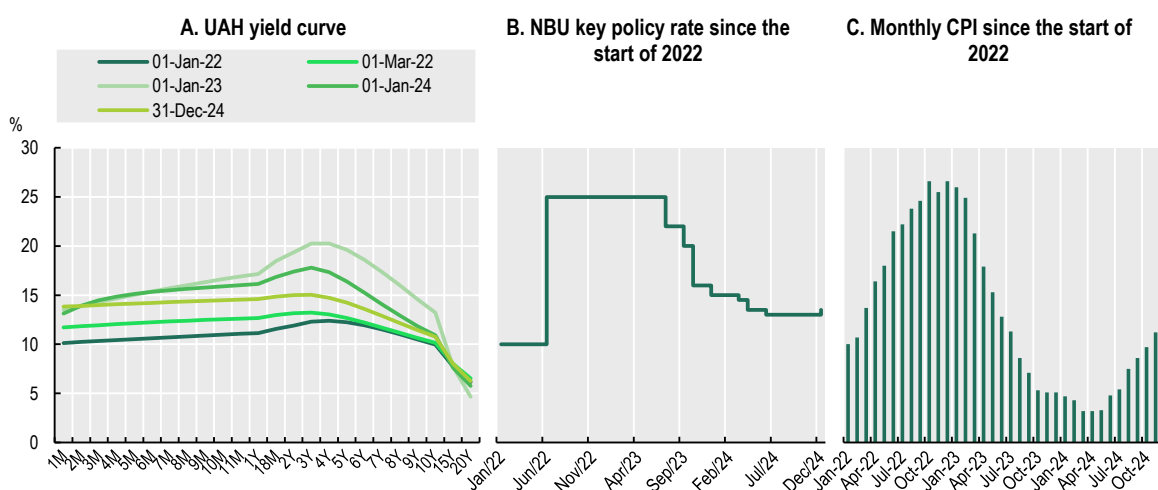
пропозиції. У 2024 році Україна випускала майже виключно облігації з термінами погашення від 1 до 3,5 року. Це природно призвело до здешевлення в цьому сегменті, оскільки ринок вимагає поступок для поглинання всього обсягу пропозиції. Це допомагає пояснити поточну форму кривої, де відсутні торги поза позначкою 3,5 року, і цей сегмент кривої відображає лише довгострокові, а отже, і дуже невизначені макроекономічні прогнози, а не фактичні ринкові ставки.

Доки Україна не зможе регулярно випускати облігації на більш довгий термін, складно оцінити форму кривої, а відповідно, оптимальну стратегію випуску. Попри рішення, ухвалене спільно з первинними дилерами щодо скорочення терміну погашення всіх випусків, поточна форма кривої може вказувати на те, що для України було б економічно вигідно випускати облігації на більш довгі (>3,5 року) або більш короткі (>1 року) терміни. Проте, імовірно, якби відбувався регулярний випуск і регулярні торги на вторинному ринку, форма кривої суттєво змінилася б, і не факт, що облігації з таким терміном погашення можна було б продавати на конкурентних рівнях.

Крім того, оскільки інфляція в Україні суттєво впала з 26,6% у грудні 2022 року (Рисунок 4.9, ілюстрація С), українські облігації в обігу пропонують дуже значні реальні доходи, що перевищують 5%. Очевидно, що ця прибутковість робить облігації дуже привабливою інвестицією, що частково може пояснити зростання попиту, особливо з боку більш чутливих до ціни груп інвесторів, як-от роздрібні інвестори. Дохідність цих облігацій наразі на кілька сотень базисних пунктів перевищує облікову ставку НБУ, що вказує на наявність значної кредитної надбавки, яку Україна має сплатити за випуск.

Цю кредитну надбавку необхідно зменшити, щоб уникнути подальшого зростання співвідношення боргу до ВВП. В ідеалі 1-річна прибутковість має точно відображати очікування щодо середньої облікової ставки протягом наступних 12 місяців. Окрім покращення кредитного рейтингу, можливість більш рівномірного випуску вздовж кривої допоможе Україні досягти кращого ціноутворення, оскільки це зменшить тиск на певні сегменти кривої. Це також може залучити більше інвесторів, особливо тих, які зазвичай потребують довшого терміну погашення, як-от пенсійні та страхові фонди. Для цього Україні, можливо, знадобиться утримувати інфляцію на низькому та стабільному рівні, скорочуючи свій фіскальний дефіцит, і зрештою розвивати свої ринки капіталу.

Рисунок 4.9. Крива дохідності гривні, відсоткові ставки та інфляція з початку 2022 року



Джерело: Національний банк України та Bloomberg.

4.2.15. Управління грошовими коштами

Проголошеною метою функції управління грошовими коштами України є своєчасне виконання платіжних доручень розпорядників та одержувачів бюджетних коштів, а також інших клієнтів Казначейства. В умовах воєнного стану надходження до ЄКР (тобто податкові та неподаткові внутрішні доходи, надходження від випуску облігацій внутрішніх державних позик та єврооблігацій, гранти та позики від багатосторонніх і двосторонніх кредиторів) залишаються на рахунку, доки не будуть витрачені.

Отже, в Україні немає активної функції управління грошовими коштами. Функція активного управління грошовими коштами означає регулярне використання високоліквідних цінних паперів, орієнтованих на ринок, як-от репо (угоди про зворотний викуп). У цьому сценарії органи, які здійснюють управління грошовими коштами, прагнуть активно торгувати, залучаючи та розміщуючи кошти через короткострокові грошові ринки та залишаючи порівняно невеликий баланс на ЄКР наприкінці кожного торгового дня.²² Такий підхід потребує процесу та системи прогнозування грошових потоків, які використовують всі підрозділи бухгалтерського обліку центрального уряду для прогнозування своїх доходів і витрат.

4.3. Основні проблеми

4.3.1. Ризик рефінансування

Оскільки лише 46% загального непогашеного державного боргу України припадає на ліквідні цінні папери, і ця цифра буде й далі падати в найближчі кілька років, профіль рефінансування треба розглядати в контексті всіх джерел фінансування.

Середньозважений термін зовнішнього боргу України (пільгові та непільгові кредити та єврооблігації) становить 10,1 року проти 6,3 року у 2021 році. Це значною мірою пов'язано з довгостроковим пільговим фінансуванням, наданим Україні в рамках загального пакету підтримки після повномасштабного вторгнення Росії. Оскільки частка зовнішнього боргу в загальному портфелі України зростає, країна знижує ризики рефінансування ціною збільшення валютного ризику.

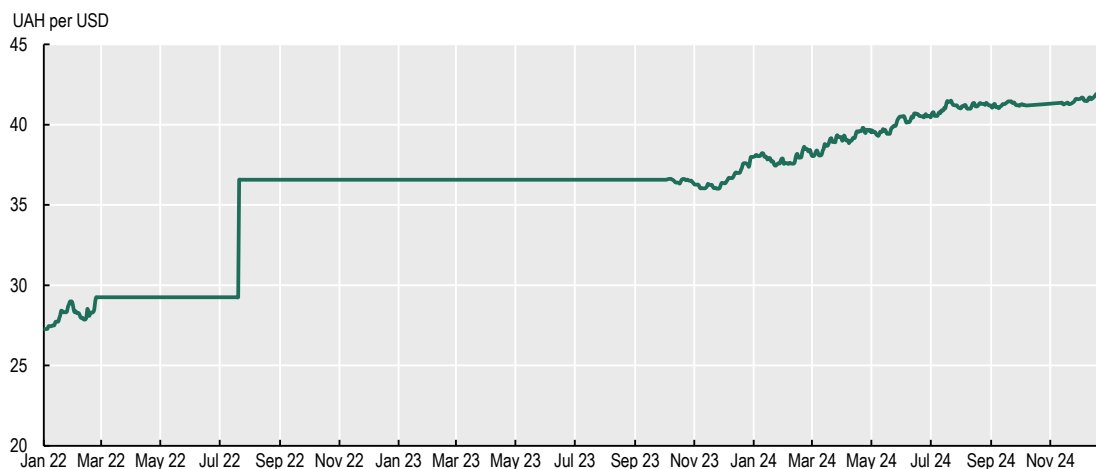
Надалі, якщо Україна хоче наблизитися до аналогічних країн ЄС, їй потрібно збільшити частку ліквідного боргу в національній валюті і подовжити терміни погашення внутрішніх облігацій. Станом на 31 грудня 2024 року Україна мала 79 облігацій у місцевій валюті зі строком погашення в найближчі 3,5 року, що створить значний тиск на функцію управління грошовими коштами й обмежить фіскальний простір і гнучкість.

З огляду на поточний портфель державного боргу України й умови воєнного стану, протягом наступних двох років очікуються високі піки рефінансування, що означає, що першочерговим завданням є успішне управління цими піками. Це потребуватиме розблокування подальшого довгострокового пільгового фінансування, включно з нещодавною угодою країн G7 надіслати Україні 50 мільярдів доларів США у вигляді позик, забезпечених доходами від заморожених російських суверенних активів.²³

4.3.2. Валютний ризик

Вплив коливань обмінного курсу гривні до долара США на державний бюджет посилюється високим ступенем кореляції з іншими основними валютами, у яких номіновані боргові зобов'язання України. Це збільшує валютний ризик боргу України, оскільки 74% боргу України деноміновано в іноземній валюті. Рисунок 4.10 показує волатильність курсу гривні з початку 2022 року.

Рисунок 4.10. Курс гривня/долар США з початку 2022 року



Джерело: Національний банк України.

4.3.3. Процентний ризик

Через структуру боргу України з високим рівнем пільгового фінансування та реструктуризацією серій єврооблігацій Україна не в змозі «зафіксувати» більшу частину свого графіка погашення на тривалий період. Це залишає її вразливою до ризику зміни відсоткових ставок, оскільки борг потребуватиме перегляду ставок. Через розширення можливостей залучення фінансування за допомогою інших засобів, окрім пільгового фінансування, а також початок погашення серій єврооблігацій, Україна зможе пом'якшити цей ризик у довгостроковій перспективі через випуск більшої кількості внутрішніх облігацій із фіксованою ставкою з поступовим збільшенням термінів погашення. Іншою можливістю може бути використання деривативів для керування цим коротшим, ніж бажано, СЧП.

4.3.4. Ризик умовних зобов'язань

Як зазначено в Розділі 2, український банківський сектор характеризується порівняно великою часткою банків із державною участю, які володіють активами на 40 мільярдів доларів США, що становить більше половини загального обсягу сектора.²⁴ Сім банків, які частково або повністю належать державі, створюють умовні зобов'язання, які можуть матеріалізуватися в разі банкрутства банку або масового вилучення коштів, на додаток до фіскальних витрат через імовірні порушення у ширшому секторі. Наприклад, «ПриватБанк», найбільший комерційний банк в Україні, був націоналізований у 2014 році через значний дефіцит капіталу, що призвело до потреби вливання капіталу через випуск облігацій внутрішніх державних позик. Крім того, ризик умовних зобов'язань також пов'язаний із додатковою рекапіталізацією Фонду гарантування вкладів, яка може відбутися в разі банкрутства банківського сектора.

Додатковий ризик умовних зобов'язань виникає через облігації внутрішніх державних позик України, випущені для рекапіталізації державних банків і державних підприємств. Ці цінні папери здебільшого є облігаціями, прив'язаними до іноземної валюти, і складають приблизно 7% загального державного боргу України. Крім того, гарантований державою борг містить ще один ризик. Україна також має державні деривативи у вигляді варантів, прив'язаних до ВВП. Перші з них були видані в рамках реструктуризації 2015 року після незаконної анексії Криму Росією. Ці цінні папери мають загальну номінальну вартість 2,6 млрд доларів США, але не мають конкретної номінальної вартості на дату погашення. Виплати за цими інструментами є цілком умовними та залежать від темпів зростання реального ВВП України з 2019 по 2039 рік.

Два нових випуски єврооблігацій, випущені в межах реструктуризації в серпні 2024 року, також частково прив'язані до ВВП, причому рівень погашення основної суми боргу ґрунтується на показниках ВВП України до 2028 року проти прогнозів МВФ. Терміни погашення за ними настають у січні 2035 року та січні 2036 року, а номінальна вартість становить приблизно 1,6 мільярда доларів США та 1,4 мільярда доларів США відповідно.

4.3.5. Зв'язок «держава-банк»

Національні банки в Україні є найбільшими власниками облігацій внутрішніх державних позик (46,6%). Це збільшує ризик зв'язку між державою і банками, коли фінансова стабільність банків і держави взаємопов'язані. Взаємозв'язок між банками та державою відбувається через три основні канали:

- великі обсяги державного боргу у власності банків;
- державні гарантії, які захищають банки (особливо в Україні, де понад 50% банківських активів перебувають на балансах державних банків);
- взаємний циклічний вплив економічної активності на здоров'я банків і уряду.

Через ці канали може виникати потужний зворотний зв'язок між банками та державою. За несприятливих умов може виникнути «хибне коло»: криза, що починається в банківському секторі, послаблює державу, що своєю чергою посилює кризу в банківському секторі.

4.3.6. Ціноутворення та вартість емісії внутрішнього боргу

Стратегія емісії облігацій в Україні значно обмежена її неспроможністю випускати облігації із строком погашення понад п'ять років, що унеможливує повне охоплення кривої дохідності. Оскільки емісія зосереджена у сегментах 1–3,5 року, Україна випускає облігації в найдешевшому сегменті кривої дохідності. Поточні випуски облігацій пропонують реальну дохідність понад 5% і суттєве підвищення в кілька сотень базисних пунктів вище облікової ставки НБУ. Вартість внутрішньої емісії підвищує загальну вартість обслуговування боргу України. Це ускладнює можливість спрямовувати ресурси на оборону проти російської агресії, а також гальмує зусилля, спрямовані на інвестиції в економічне майбутнє країни.

Україна залишається значною мірою залежною від зовнішніх джерел фінансування (переважно пільгових), щоб уникнути експоненційного зростання витрат на фінансування боргу. Дійсно, вартість її зовнішнього боргу фактично впала з 2021 року, але загальна вартість її боргу зросла з початку війни.

4.3.7. Операційний ризик

Загалом у 2023 році в Україні було проведено 201 операцію. Імовірно, вона проведе подібну кількість у 2024 році. З огляду на порівняно низьку (як порівняти з аналогічними країнами ЄС) частку валового фінансування, яка забезпечується через випуск ліквідних цінних паперів (33% у 2024 році), це велика кількість подій, пов'язаних із забезпеченням пропозиції. Це не є виключно наслідком дії воєнного стану. У 2019 році Україна провела 302 аукціони, щоправда, для покриття набагато більшої частки потреб у валовому фінансуванні.

Події пропозиції представляють створюють ризики як для емітента, так і для ринку загалом. Емітент постає перед значним репутаційним ризиком, якщо подія пропозиції не проходить гладко. Кожна операція несе потенційні ризики, пов'язані з кредитом, кібербезпекою та значними витратами ресурсів. Крім того, пропозиція завжди певною мірою впливає на вторинний ринок, оскільки ринку потрібен час для адаптації кривої до збільшення обсягів випуску облігацій. Події пропозиції, які вважаються «м'якими» (з низькими коефіцієнтами покриття або без покриття, демонструють значну

поступку щодо пропозиції на вторинному ринку, мають великий «тейл» та/або значну поступку в ціні виконання, як порівняти з середньою ціною на вторинному ринку) можуть особливо впливати на ліквідність і створювати більше невизначеності щодо майбутніх подій.

Первинним дилерам також доводиться забезпечувати наявність балансових і торгових (людських та IT) ресурсів для поглинання пропозиції, потім їм доводиться зберігати ризики (що часто дорого коштує з погляду прибутків та збитків) і не завжди вдається знайти економічно ефективні способи позбутися його. Частота взаємодії з ринком збільшує ймовірність матеріалізації одного з цих ризиків.

Крім того, окремі лінії виграють від повторного відкриття в більших розмірах, оскільки це підтримуватиме ліквідність без необхідності повторного відкриття так само часто. У цьому сценарії різні частини кривої можна використовувати через регулярні проміжки часу, краще розподіляючи ліквідність і надаючи частинам кривої «перепочинок», в ідеалі з декількома тижнями між випадками пропозиції тієї самої облігації.

Операційний ризик також включає ризик ключової особи, забезпечення функціонування кількох локацій і надійне планування на випадок непередбачених ситуацій. Усі емітенти постають перед ризиком ключових осіб, оскільки управління боргом зазвичай вимагає вузькоспеціалізованих навичок і досвіду, і часто лише кілька осіб уповноважені проводити операції. Якщо з будь-якої причини ці особи стануть недоступними, можуть виникнути значні проблеми. Крім того, якщо певні фізичні локації або системи стають недоступними, необхідно розробити плани, щоб забезпечити можливість продовження операцій, за необхідності, дистанційно або на резервній локації. Наразі НБУ може проводити аукціони з розміщення облігацій внутрішніх державних позик від імені Міністерства фінансів України на резервній самотужки розробленій платформі, якщо Міністерство фінансів не зможе проводити їх на BAS. Проте з вересня 2019 року таких випадків не зафіксовано.

Усі ці ризики особливо актуальні для України, яка продовжує захищатися від повномасштабного вторгнення Росії, і вони ще більше посилюються через велику кількість подій пропозиції. Однак станом на сьогодні день Україна не скасувала і не відклала жодного аукціону облігацій після початку повномасштабного вторгнення Росії.

Завжди є певний компроміс між розміром операції та її ефективністю. Спроба забезпечити більшу дюрацію, ніж ринок може плавно поглинути, небажана, оскільки це підвищує ймовірність «м'якої» операції. Однак із погляду ресурсів, операції більших розмірів є більш оптимальними. Після консультації з первинними дилерами та за можливості з кінцевими інвесторами, необхідно знайти відповідний баланс, з огляду на останні умови ринку та попиту. Але з огляду на обмежену кількість торгових днів у році та, відповідно, вікон ліквідності для подій пропозиції, на додаток до заявлених амбіцій щодо більшого залучення фінансування через облігації у майбутньому, розміри окремих операцій із часом доведеться поступово збільшувати.

4.3.8. Інституційна спроможність

Наразі повну відповідальність за управління державним і гарантованим державою боргом несе Міністерство фінансів України, яке діє відповідно до чинного законодавства та затвердженої Стратегії управління державним боргом (Ministry of Finance of Ukraine, 2019^[17]). Поточна модель управління державним боргом в Україні є життєздатною та забезпечила постійний доступ до ринків капіталу в умовах воєнного стану, водночас випуск облігацій відіграє дедалі більшу роль у забезпеченні чистого фінансування із середини 2023 року. Однак у довгостроковій перспективі, коли передбачається, що випуск облігацій становитиме значно більшу частку валового фінансування, ефективність цієї моделі буде обмеженою. Зокрема, для оцінки й моніторингу середньо- та довгострокових витрат і ризиків щодо стратегій випуску та боргового портфеля потрібно буде розширити функції контрольного підрозділу.

Іншим важливим аспектом буде винагорода основного персоналу, а також те, як Україна зможе залучати та зберігати персонал із навичками, необхідними для створення надійної функції управління державним боргом, яка могла б забезпечити основну частину її потреб у фінансуванні через ринкове фінансування. Управління суверенним боргом охоплює високотехнічні завдання, як от фінансування, управління ліквідністю, управління ризиками, розрахунки та платежі, які вимагають високого рівня фінансових знань і досвіду, а також навичок у сфері державної політики (OECD, 2020^[18]). Здатність залучати й утримувати кваліфікований персонал також має вирішальне значення для зниження операційного ризику. Крім того, нарощування потенціалу персоналу через технічну допомогу та взаємне навчання допоможе підтримати розроблення, комунікацію та впровадження стратегії управління боргом.

4.3.9. Обмежена функція управління готівкою

Прогнозування

Наразі в Україні діє неефективний механізм прогнозування грошових потоків та ліквідності на рахунках Казначейства (ЄКР і рахунки в іноземній валюті). Це частково є наслідком слабкої координації між різними державними установами, де обмін відповідними даними не є автоматизованим, а також надзвичайного тиску, перед яким зараз постає Україна під час війни. Це може призвести до непотрібного накопичення готівкових ресурсів, що може спричинити втрату економічної вигоди,²⁵ а також до більших, ніж очікувалося, залишків на балансі центрального банку, що може вплинути на реалізацію монетарної політики.²⁶ Ще гірше: це може призвести до тимчасового дефіциту грошових ресурсів, який може вимагати овердрафту для забезпечення здійснення платежів. Інші наслідки включають затримку платежів або, у крайньому випадку, технічний дефолт через несплату.

Збір короткострокових прогнозів грошових потоків від розпорядників бюджетних коштів (тобто платіжний календар) наразі не здійснюється. Відсутня інформаційна система прогнозування для автоматизованої обробки даних, а також відсутній прогноз щодо залишків на валютних рахунках та їхньої динаміки (Ministry of Finance of Ukraine, 2020^[19]).

Утилізація надлишків готівки

Надлишки грошових коштів використовуються не з найкращою вигодою (не позичаються для отримання економічного прибутку та/або не обмінюються на майбутню дату передбачуваного відтоку грошових коштів). Однак варто зазначити, що розміщення готівки в комерційних банках може негативно вплинути на загальний державний бюджет через вартість поглинання будь-якої розміщеної ліквідності у вигляді депозитів центрального банку.²⁷ Слабкий механізм прогнозування в Україні не дає можливості швидко визначити обсяг тимчасово вільних грошових ресурсів, що ускладнює їх ефективне використання. Складність процедури використання коштів через купівлю-продаж державних облігацій також ускладнює цей процес. Наразі також немає ринку для операцій репо (позики облігацій «овернайт» в обмін на грошові кошти або навпаки).

Нерівномірність доходів і витрат

Нерівномірні надходження й витрати протягом року, а також між окремими місяцями, ускладнюють управління грошовими коштами. Цю динаміку додатково посилюють реалії поточної війни й часто непередбачуваний характер зовнішньої підтримки. Це ще більше обмежує функцію управління грошовими коштами в Україні, оскільки не дозволяє регулярно здійснювати запозичення або інвестування, а також позичати або інвестувати кошти до певних дат, знаючи, що погашення запозичень чи інвестицій допоможе компенсувати певні майбутні потоки.²⁸

4.4. Пріоритетні напрямки реформування політики

Основною метою управління державним боргом є задоволення потреб центрального уряду у фінансуванні за найнижчої можливої вартості з огляду на середньо- та довгострокові ризики. Необхідно враховувати певні фактори, включно з тим, що оперативно можна отримати за різних обмежень щодо управління державним боргом; припущенням, що центральний уряд є постійним позичальником, який здійснює запозичення безстроково; а також необхідністю економічно ефективного доступу до ліквідності в будь-який час і за будь-яких ринкових умов.²⁹

Провідна практика країн ОЕСР показує, що ефективно управління державним боргом вимагає дотримання п'яти принципів: підзвітність, відповідальність, прозорість, передбачуваність і ефективність. Практика управління державним боргом і система управління державним боргом, наприклад у країнах, що приєднуються до ОЕСР, переглядаються щодо цих принципів і будуть використані в цьому Розділі як основа для оцінювання функції управління державним боргом України та пріоритетів реформування політики.

4.4.1. Прогнозування грошових потоків

Прогнозування грошових потоків має вирішальне значення для урядів для ефективного управління ліквідністю та прийняття упереджувальних рішень для підтримання цільових залишків готівки та ліквідності та передбачення майбутніх потреб у фінансуванні. Коли прогнози сигналізують про потенційні проблеми з ліквідністю, уряди коригують свої фінансові операції, створюючи цикл зворотного зв'язку, який постійно вдосконалює фінансові рішення. Отже, точні прогнози мають вирішальне значення для зменшення потреби у великих резервах готівки та пом'якшення тиску на джерела фінансування для покриття несподіваних дефіцитів готівки (OECD, forthcoming^[20]).

В Україні подовження початкового періоду прогнозування грошових потоків до 6 або 12 місяців може підвищити якість і корисність прогнозів, хоча реалії воєнного часу продовжуватимуть впливатимуть на це. Доступ за запитом до відповідної інформації допоміг би прогнозистам і відповідальним за управління готівкою виявляти тенденції та діяти на випередження, щоб компенсувати потоки. Крім того, автоматизоване звітування про помилки прогнозування має скоротити час, витрачений на збір і обробку даних вручну, тоді як можливість детального аналізу та порівняння даних з минулими періодами сприятиме вдосконаленню процесу та навчанню на попередніх помилках. Нарешті, впровадження системи підтримки ухвалення рішень щодо управління ліквідністю (використання готівки, утримання мінімально необхідного залишку на ЄКР тощо) допоможе автоматизувати процес обміну позиціями між розпорядниками коштів, податковими органами, Міністерством фінансів та НБУ.

Для цього потрібно впровадити систему прогнозування грошових потоків, яку мають використовувати всі центральні органи влади для прогнозування своїх доходів і витрат, а також спільного порталу для збору даних і звітності. Ідеально, щоб ця система також включала історичні дані для визначення закономірностей із можливим використанням інструментів штучного інтелекту чи машинного навчання. Сукупний взаємозалік доходів і витрат підвищить ефективність і зменшить витрати. Крім того, у процес можуть бути інтегровані потоки іноземної валюти.

4.4.2. Впровадження нових і вдосконалення наявних інструментів управління ліквідністю

У майбутньому функція управління грошовими коштами в Україні в ідеалі матиме більше гнучкості та більше інструментів для дій. Можливі інструменти, які варто розглянути, можуть включати ДКО, репо та комерційні папери для управління коливаннями потреб у готівці (OECD, forthcoming^[20]). Деякі

кроки, необхідні для підвищення гнучкості й використання більшої кількості інструментів, наведено нижче.

- Удосконалення законодавства щодо активних операцій з державним боргом.
- Проведення активних операцій з державним боргом, зокрема операцій обміну та репо з державними облігаціями
- Постійні програми випуску ДКО і можливість випуску ДКО для фінансування та компенсації дефіциту
- Розвиток вітчизняного фондового ринку та інфраструктури ринку капіталу
- Законодавче врегулювання порядку використання тимчасово вільних коштів ЄКР для покриття тимчасових касових розривів загального фонду державного бюджету в межах бюджетного періоду та віднесення тимчасово вільних коштів ЄКР до джерел бюджетного фінансування
- Запровадження інструментів управління ліквідністю, спрямованих на забезпечення успішних розрахунків розпорядників з одержувачами бюджетних коштів, а також іншими клієнтами, яких обслуговує Казначейство, у разі недостатності коштів на ЄКР
-
- Створення можливостей для отримання короткострокових кредитів комерційних банків у разі недостатності коштів
- Управління мінімальним залишком на ЄКР (з цільовим діапазоном для врахування ризиків)
-

ОЕСР нещодавно розпочала проєкт, який співпрацює з деякими країнами з-поміж ОЕСР і країнами-партнерами й обмінюється політикою та практикою управління грошовими коштами. ОЕСР сформувала спеціальну робочу групу під егідою Робочої групи з управління боргом (WPDM) для обміну цією політикою та практикою в низці сфер управління грошовими коштами, серед яких прогнозування ліквідності й управління нею. Кульмінацією цієї роботи є монографія про управління державними коштами (буде опублікована незабаром) і Україна зможе отримати користь від результатів цієї роботи. Крім того, можна використовувати цю спеціальну робочу групу, яка складається в основному з представників, які працюють в насамперед з управління грошовими коштами, або окрему її частину, щоб поділитися своїми висновками з Україною.

Це дало б змогу Україні скористатися експертними знаннями та досвідом адміністраторів грошових коштів в інших країнах ОЕСР і країнах-партнерах, а також допомогло б Міністерству фінансів та іншим органам, залученим до управління грошовими коштами в Україні, у кращому узгодженні з передовою практикою ОЕСР.

4.4.3. Розвиток українських ринків капіталу та збільшення ліквідності на вторинному ринку для українських облігацій внутрішніх позик

Зрештою, щоб мати можливість розширити обсяг операцій та/або випустити інструменти більшої дюрації, Україні потрібні умови, які штовхають криву попиту вперед. На практиці це вимагає більшої бази вітчизняних та іноземних інвесторів, чого можна досягти лише через розвиток українських ринків капіталу (як обговорювалося в розділах 2 та 3).

Найбільший інтерес для іноземних інституційних інвесторів становить ліквідність на вторинному ринку. Це дає змогу інвесторам швидко отримувати доступ до ринку та виходити з нього без значного впливу на ціноутворення. Агенції, які здійснюють управління боргом, можуть вживати

заходів, як-от нарощування ліквідності за основними базовими термінами погашення та надання можливостей позики цінних паперів для цілей управління ринком (OECD, 2024^[7]). Крім того, ліквідний і функціональний ринок державних облігацій є важливим для фінансової стабільності. Інші фактори, які можуть допомогти розширити базу інвесторів, включають:

- зменшення кредитного ризику через підвищення стійкості довгострокового боргу (не залежно від агенції з управління боргом);
- диверсифікація фінансування через різні інструменти; наприклад, випуск суверенних сталих облігацій, які також можуть підтримати заплановану реформу управління державними фінансами (Ministry of Economy of Ukraine, 2024^[21]); а також через географічні регіони, наприклад, випуск за британським чи нью-йоркським правом;
- розгляд оптимальної інфраструктури вторинного ринку для підтримання процесу визначення ціни;
- забезпечення систематичного залучення й діалогу з інституційними інвесторами. Це може передбачати наявність спеціальних менеджерів з обслуговування клієнтів для забезпечення активного й регулярного діалогу та подальшого супроводу;
- подальше пом'якшення та, зрештою, скасування валютного контролю, який зараз діє, як зазначено в Розділі 1.

4.4.4. Збільшення розміру окремих операцій і випуск інструментів із довшим терміном погашення

У середньостроковій та довгостроковій перспективі Україна має прагнути до поступового подовження терміну погашення, а також до збільшення розміру окремих операцій. Це потрібно робити обережно та в тісній консультації з учасниками ринку, оскільки обидва кроки вимагають від ринку поглинання більшого ризику. У довгостроковій перспективі це допоможе поступово зменшити операційний ризик, ризик рефінансування та ризик відсоткової ставки, а також розвинути власний ринок капіталу, забезпечивши більш ліквідні орієнтири вздовж кривої, що забезпечить змогу позичальникам приватного сектору оцінювати різні точки погашення. Це також дасть змогу інвесторам отримати доступ до ліквідних безризикових активів із ширшим діапазоном термінів погашення, а уряду — брати позики для інвестування на довший термін.

Випуск по всій кривій допоможе розподілити ризик, що сприятиме досягненню кращого ціноутворення в довгостроковій перспективі, а також допоможе залучити більше інвесторів. Частиною рішення стане підвищення кредитного рейтингу України, досягнення низького та стабільного рівня інфляції та початок погашення серій єврооблігацій. Іншим чинником тут буде розвиток системи фінансових ринків України. Цілком можливо, що нічого з цього не вдасться досягти, поки Україна захищається від повномасштабного вторгнення Росії. Зрештою, успішне виконання операцій, які передбачають більший ризик дюрації, є вотумом довіри до внутрішнього ринку облігацій України та її функції управління державним боргом.

4.4.5. Випуск нових боргових інструментів

Випуск нових боргових інструментів, як-от суверенні сталі облігації, може допомогти досягти цілей агенцій, які здійснюють управління боргом, щодо диверсифікації бази інвесторів.³⁰ Як повідомили кілька агенцій з управління боргом в ОЕСР, ці облігації приваблюють інших інвесторів, як порівняти зі звичайними облігаціями, диверсифікуючи базу інвесторів і потенційно змінюючи співвідношення вартості та ризику. Однак залежно від точних характеристик сталих облігацій, як-от термін погашення, індексация, деномінація валюти та (плаваючий) купон, вони також можуть збільшити ризику або витрати боргового портфеля. Порівнюючи характеристики суверенних сталих облігацій

зі звичайними облігаціями, деякі країни отримують вигоду від їхнього випуску, щоб зменшити ризики боргового портфеля, тоді як інші, навпаки, несуть додаткові ризики (ОЕСР, 2023^[22]) .

Додатковим фактором є ресурси, необхідні для визначення доцільних витрат (у випадку «цільових облігацій»), а також для впровадження додаткової документації та звітності, пов'язаної з випуском довгострокових облігацій. Випуск таких інструментів також може зменшити фіскальну гнучкість суверена.³¹ Аналогічно, під час використання КРІ або будь-якої іншої структури, прив'язаної до показників (як-от облігації, пов'язані зі сталим розвитком), емітент може мати асиметричні ризики, водночас остаточний профіль платежів лишається невідомим. З огляду на ризики та додаткові витрати, необхідне повне оцінювання співвідношення ціни та вигоди, щоб визначити, чи переважають вигоди ці ризики.

ОЕСР регулярно стежить за випуском нових боргових зобов'язань, зокрема стійких облігацій, з моменту їх появи як класу активів. Доповідь ОЕСР про глобальний борг за 2024 рік містила окремий розділ про суверенні стійкі облігації, яка зосереджується на основних характеристиках і тенденціях на ринку, інформаційних дискусіях щодо цілей інвесторів, на тому, як ці інструменти можуть змінити рішення емітентів і що можна зробити для подальшого розвитку ринку. Крім того, ОЕСР покриває випуск нових боргових зобов'язань членами й партнерами на щорічних зборах WPDM та Глобальному форумі через конкретні пункти порядку денного та презентації країн. Україна могла б скористатися цими накопиченими знаннями про тенденції та передовою практикою, включно з постійним моніторингом ОЕСР.

4.4.6. Управління ризиками умовних зобов'язань / кредитних гарантій

Розроблення методологічного керівництва для оцінювання ризику умовних зобов'язань, які вже взяла на себе Україна, можна було б здійснити через покладення відповідальності на функцію управління боргом за охоплення управління ризиками умовного боргу поряд із прямим боргом, що забезпечить інтегрований підхід до управління ризиками.

Це вимагатиме розроблення функції моніторингу портфеля кредитних гарантій, приділяючи особливу увагу фінансовому здоров'ю банківського сектора, з огляду на значущість державних банків, а також фіскальний ризик, спричинений потенційною потребою в рекапіталізації Фонду гарантування вкладів фізичних осіб.

На додаток до обмеження зобов'язань, гарантованих державою, запровадження резервного фонду на випадок непередбачених обставин для цілей фінансування потреб, що впливають із кредитних гарантій, може допомогти зменшенню потенційних наслідків таких гарантій для операцій з управління боргом і готівкою.

До інших напрямків для вдосконалення управління ризиками в цій сфері належать регулярна консолідована звітність про умовні зобов'язання, включно з оновленою оцінкою ризику дефолту; прозорість методології, що використовується для встановлення розміру стягнень за надання гарантій; часткове або повне забезпечення будь-яких гарантій; механізм часткового повернення коштів у разі кристалізації; а також чіткі політичні вказівки щодо компромісів між підтримкою бізнесу та захистом Казначейства.

На додаток до цілеспрямованої роботи над умовними зобов'язаннями, серед яких робочий документ про роль адміністраторів державного боргу в управлінні умовними зобов'язаннями, який спирається на практику всієї ОЕСР, ОЕСР також може працювати з членами WPDM, які вже

брали участь у перегляді, щоб організувати спеціальний семінар для обговорення управління умовними зобов'язаннями.

4.4.7. Взаємний розподіл субнаціональних запозичень

Концентрація запозичень органами місцевого самоврядування в одній установі зменшує витрати на фінансування та може допомогти у забезпеченні фінансування цих органів. Це також може допомогти Україні розвинути ринок позикового капіталу. Таке рішення зазвичай працює найкраще, коли кредитний прогноз щодо сектору органів місцевого самоврядування є порівняно стабільним.

Враховуючи те, що відповідно до Бюджетного кодексу України, місцеві бюджети самостійні, а держава не несе відповідальності за боргами Автономної Республіки Крим, обласних рад, територіальних громад, виникла б необхідність уточнити зміст, нормативну й організаційні основи об'єднання місцевих запозичень органами місцевої влади в одній установі, а також показники ефективності реалізації такої пропозиції.

4.4.8. Інституційна структура управління боргом

Довгостроковий перехід до нового формату управління державним боргом в Україні відповідно до формату аналогічних країн ЄС передбачає створення окремої агенції з управління боргом (АУБ) поза межами НБУ та незалежно від Міністерства фінансів з делегованими повноваженнями для прийняття оперативних рішень щодо управління боргом і готівкою. Це допоможе досягти чотирьох основних цілей.

- Як окрема державна установа, АУБ не буде залежати від політичних чинників і буде дистанційована від них, що важливо для підвищення довіри інвесторів та передбачуваності процесів управління державним боргом у довгостроковій перспективі.
- Інституційна спроможність окремої АУБ дасть змогу більш ефективно та комплексно використовувати інструменти управління боргом. Це краще послужить меті задоволення фінансових потреб уряду з найменшими витратами з огляду на середньо- та довгострокові ризики.
- АУБ зможе використовувати передові інструменти управління ліквідністю із залученням ринкових інструментів. Це, своєю чергою, допоможе уникнути криз ліквідності та платоспроможності на початку бюджетних періодів, забезпечуючи ефективне використання надлишкових коштів.
- Створення незалежної функції АУБ також є можливістю застосування сучасних технологій для забезпечення стійкості всіх критичних ланцюгів поставок (наприклад, платежів і розрахунків) згідно з новими стандартами, що гарантує безперервність діяльності за будь-яких умов.

Така організація також краще сприятиме підтриманню стосунків з інвесторами, оскільки окрема АУБ може стати центром зворотного зв'язку та консультацій для інвесторів, передбачаючи більш відверте спілкування та більш регулярний неформальний діалог, особливо якщо така установа забезпечить команду для укладання угод.

Однак така організація потребує додаткової фінансової та політичної підтримки та може зайняти багато часу. Крім того, немає жодних гарантій того, що установа дійсно буде незалежною від політичних факторів. Так само, з практичного погляду, таку організацію легше буде забезпечити після завершення війни.

У найближчій перспективі зосередження всіх функцій управління боргом (фронт-офіс, мідл-офіс і бек-офіс) в одному місці (одна команда чи дирекція під наглядом одного державного департаменту) також може сприяти кращій підтримці вищезазначених цілей.

ОЕСР може організувати семінар із членами WPDM, які змінили свою інституційну структуру для управління боргом, щоб поділитися своїм досвідом і надати поради стосовно різних основних міркувань під час внесення таких змін до функції управління боргом. ОЕСР також може співпрацювати з членами, які мають більш подібну структуру до України, щоб надати українській владі більше інформації для розгляду серйозних інституційних змін.

Довідково

- Cabinet of Ministers of Ukraine (2001), *Resolution, Dated January 31, 2001 N 80, Kyiv, On the issues of domestic government bonds*, [https://mof.gov.ua/storage/files/CMU%2080%20On%20the%20issueances%20of%20domestic%20government%20bonds\(1\).pdf](https://mof.gov.ua/storage/files/CMU%2080%20On%20the%20issueances%20of%20domestic%20government%20bonds(1).pdf). [13]
- EBRD (2024), *Boosting Ukraine's telecoms industry*, <https://www.ebrd.com/news/2024/boosting-ukraines-telecoms-industry.html#>. [23]
- European Commission (2022), *Ukraine: Macro-financial assistance*, https://economy-finance.ec.europa.eu/international-economic-relations/candidate-and-neighbouring-countries/neighbouring-countries-eu/neighbourhood-countries/ukraine_en. [4]
- IMF (2024), *Fourth review of the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility*, <https://doi.org/10.5089/9798400282386.002>. [1]
- IMF (2024), *World Economic Outlook*, <https://www.imf.org/external/datamapper/profile/UKR>. [15]
- IMF (2023), *IMF Executive Board Approves US\$15.6 Billion under a New Extended Fund Facility (EFF) Arrangement for Ukraine as part of a US\$115 Billion Overall Support Package*, <https://www.imf.org/en/News/Articles/2023/03/31/pr23101-ukraine-imf-executive-board-approves-usd-billion-new-eff-part-of-overall-support-package>. [3]
- Ministry of Digital Transformation of Ukraine (2022), *Digital Country*, <https://ukraine.ua/invest-trade/digitalization/>. [12]
- Ministry of Economy of Ukraine (2024), *Investment Guide Ukraine*, <https://montenegro.mfa.gov.ua/storage/app/sites/54/ukraine-investment-guide-2024.pdf>. [21]
- Ministry of Finance of Ukraine (2024), *Auctions Procedure*, <https://mof.gov.ua/en/procedura-provedennja-aukcioniv>. [11]
- Ministry of Finance of Ukraine (2024), *Debt Policy*, <https://mof.gov.ua/en/borgova-politika>. [9]

- Ministry of Finance of Ukraine (2024), *Government Takes Another Step towards Implementing Best Practices in Public debt Management*, [8]
https://mof.gov.ua/en/news/uriad_priiniav_rishennia_pro_provedennia_minfinom_novikh_vidiv_auktsioniv_z_obminu_derzhavnikh_obligatsii-4786.
- Ministry of Finance of Ukraine (2024), *In June, entrepreneurs received 767 loans for 2.4 billion hryvnias under state guarantees on a portfolio basis*, [2]
https://mof.gov.ua/uk/news/minfin_u_chervni_pidpriiemtsi_otrimali_767_krediti_na_24_mlrd_griven_za_derzhavnimi_garantiami_na_portfelni_osnovi-4711.
- Ministry of Finance of Ukraine (2023), *Medium-Term State Debt Management Strategy for 2024 - 2026*, [5]
<https://mof.gov.ua/en/osnovna-informacija>.
- Ministry of Finance of Ukraine (2020), *Concept of liquidity management 2020-2023*, [19]
[https://mof.gov.ua/storage/files/concept_ENG\(1\).pdf](https://mof.gov.ua/storage/files/concept_ENG(1).pdf).
- Ministry of Finance of Ukraine (2019), *Medium-Term State Debt Management Strategy*, [17]
https://mof.gov.ua/storage/files/MTDS%202019-2022_ENG%20vf.pdf.
- NBU (2023), *Since the beginning of 2023, the government has raised the equivalent of UAH 293 billion from the sale of government bonds at auctions, and in total during martial law – UAH 545 billion*, [10]
<https://bank.gov.ua/ua/news/all/z-pochatku-2023-roku-uryad-zaluchiv-vid-prodaju-ovdp-na-auktsionah-ekvivalent-293-mlrd-grn-a-zagalom-uprodovj-voyennogo-stanu--545-mlrd-grn>.
- OECD (2024), *Global Debt Report 2024: Bond Markets in a High-Debt Environment*, OECD Publishing, Paris, [7]
<https://doi.org/10.1787/91844ea2-en>.
- OECD (2024), *OECD Economic Outlook, Volume 2024 Issue 2*, OECD Publishing, Paris, [6]
<https://doi.org/10.1787/d8814e8b-en>.
- OECD (2023), *OECD Sovereign Borrowing Outlook 2023*, OECD Publishing, Paris, [22]
<https://doi.org/10.1787/09b4cfba-en>.
- OECD (2022), *Rebuilding Ukraine by Reinforcing Regional and Municipal Governance*, OECD Multi-level Governance Studies, OECD Publishing, Paris, [16]
<https://doi.org/10.1787/63a6b479-en>.
- OECD (2020), *OECD Sovereign Borrowing Outlook 2020*, OECD Publishing, Paris, [18]
<https://doi.org/10.1787/dc0b6ada-en>.
- OECD (2017), *The role of public debt*, OECD Publishing, Paris, [14]
<https://doi.org/10.1787/22264132>.
- OECD (forthcoming), *Cash Management Practises in OECD Countries*. [20]

Примітки

¹ Ліквідні цінні папери — це зазвичай фінансові активи у форматі облігацій, які можна легко обміняти (на фондовому ринку чи поза біржею) та/або за якими встановлено процентні ставки, що відповідають поточним ринковим ставкам; цінні папери НБУ не котируються на біржі, але випускаються у форматі облігацій, а отже, визначаються як ліквідні цінні папери.

² Як зазначено в Середньостроковій стратегії управління державним боргом України на 2024–2026 роки, (Ministry of Finance of Ukraine, 2019^[17]) аналогічні країни ЄС — це Болгарія, Хорватія, Кіпр, Чехія, Угорщина та Польща.

³ Надмірний рівень зовнішнього боргу може перешкодити здатності країн інвестувати у своє економічне майбутнє, оскільки їхні обмежені доходи витрачаються на обслуговування позик. Це може перешкодити довгостроковому економічному зростанню.

⁴ Непогашені позики й облігації, випущені центральним урядом.

⁵ Спеціальні права запозичення (SDR) — це міжнародний резервний актив, створений МВФ у 1969 році для доповнення офіційних резервів його країн-членів. SDR не є валютою як такою, але є потенційним правом на вільно конвертовані валюти країн-членів МВФ. Отже, SDR можуть забезпечити країну ліквідністю. Кошик валют визначає SDR, до них належать: долар США (USD), євро (EUR), китайський юань (CNY), японська ена (JPY) і британський фунт стерлінгів (GBP).

⁶ Середньострокова стратегія управління державним боргом — це інструмент, розроблений Міністерством фінансів України для оцінювання стану та динаміки державного боргу України й визначення цілей, цільових показників і завдань на середньострокову перспективу для оптимізації структури державного боргу з урахуванням вартості та ризиків, одночасно прокладаючи країні шлях до більш стійкої боргової траєкторії.

⁷ Цифри в попередньому абзаці та Рисунок 4.4 зараз вже застаріли, оскільки ґрунтуються на Середньостроковій стратегії управління боргом на 2024–2026 роки, яка використовує дані за червень 2023 року.

⁸ 20 липня 2022 року група кредиторів України з країн G7 і членів Паризького клубу (Група кредиторів) оголосили про свій намір призупинити виплату основної суми та відсотків за двосторонніми боргами з 1 серпня 2022 року до кінця 2023 року.

⁹ Борг в іноземній валюті ніколи не можна вважати повністю фіксованим через валютний ризик/коливання спотових курсів валютних пар.

¹⁰ Як зазначено в Середньостроковій стратегії управління державним боргом України.

¹¹ У липні 2020 року Україна оформила тендерну пропозицію щодо заміни серій єврооблігацій із погашенням у 2021 та 2022 роках і успішно рефінансувала умовну суму у 800 мільйонів доларів США, профінансовану через випуск нових 12-річних єврооблігацій. У вересні 2017 року Україна ініціювала тендерну пропозицію щодо своїх непогашених єврооблігацій із погашенням у 2019 та 2020 роках і рефінансувала умовну суму 1,6 мільярда доларів США, що еквівалентно 64% серії 2019 року та 23% серії 2020 року. Операція була профінансована через випуск нових 15-річних єврооблігацій, що значно знизило ризик рефінансування.

¹² Включає шість членів G7 і Паризького клубу: Канада, Франція, Німеччина, Японія, Велика Британія та США.

¹³ Реструктуризація боргу дала змогу Україні заощадити приблизно 15% ВВП на рік. Якби виплати здійснювалися, це були б другі за обсягом видатки держави після видатків на оборону.

¹⁴ Потенційне збільшення основної суми платежу в листопаді 2029 року дорівнюватиме 0,3 від різниці в понад 3 відсоткових пункти між номінальним ВВП України на 2028 рік і базовим прогнозом МВФ щодо номінального ВВП України на 2028 рік, конвертованим у долари США за середнім обмінним курсом гривні до долара за 2028 рік. Це залежатиме від того, чи дорівнюватиме фактичний ВВП України в постійних цінах у 2028 році принаймні прогнозам та обмежуватиметься сумою до ~2,9 млрд доларів США.

¹⁵ До небанківських організацій у цьому випадку належать небанківські фінансові установи (НБФУ), як-от інвестиційні, страхові та пенсійні компанії, а також домогосподарства та фізичні особи (роздрібні інвестори).

¹⁶ Clearstream — це компанія, що надає фінансові послуги й спеціалізується на розрахунках за операціями з цінними паперами. Clearstream забезпечує розрахунки та зберігання, а також надає інші супутні послуги щодо цінних паперів для всіх класів активів. Це один із двох європейських міжнародних центральних депозитаріїв цінних паперів (іншим є Euroclear).

¹⁷ Наразі первинними дилерами в Україні є: [АБ «УКРГАЗБАНК»](#); [АТ «Ощадбанк»](#); [АТ «Райффайзен Банк»](#); [АТ «ОТП БАНК»](#); [ПАТ «Сітібанк»](#); [АТ «Укрексімбанк»](#); [ПАТ «ПУМБ»](#); [АТ «ПриватБанк»](#); [ПАТ «Сенс Банк»](#); [ПАТ «КредоБанк»](#); [ПАТ АБ «ПІВДЕННИЙ»](#)

¹⁸ На основі курсів обміну на той час.

¹⁹ Це був *фіскальний якір* України; він фактично був замінений погодженими річними бюджетами в рамках ЕЕФ МВФ.

²⁰ З 24 лютого 2022 року в Україні діє воєнний стан.

²¹ Майже половина країн ОЕСР і країн-партнерів ОЕСР (19 із 40 на основі нещодавнього опитування) публікують «тейл».

²² «Малий» стосується розміру, як порівняти з очікуваними та/або відомими відтоками (наприклад, викупам), що передбачає постійний доступ до ринку. У цьому сценарії будь-який буфер, найімовірніше, доступний у формі ліквідності (доступ до ліквідних інструментів, як-от державні облігації), а не фактичних запасів готівки.

²³ США, Європейський Союз, Велика Британія, Японія та Швейцарія негайно заморозили всі активи російського центрального банку, до яких вони мали доступ після повномасштабного вторгнення в Україну. Це були активи, які зберігалися в банках за межами Росії. Активи заблоковані й недоступні, але вони все ще належать Росії. Зараз у західних юрисдикціях зберігаються приблизно 330 мільярдів доларів США активів російського центрального банку, і приблизно дві третіх із них розміщені в ЄС, переважно у Франції та Бельгії. Вагомість у Франції та Бельгії пояснюється роллю, яку відіграє фінансовий депозитарій Euroclear. Якщо враховувати активи російських громадян, які

перебувають у цих юрисдикціях, то загальна цифра наближається до 400 мільярдів доларів США (EBRD, 2024^[23]).

²⁴ Станом на жовтень 2023 року.

²⁵ У середовищі позитивних відсоткових ставок є альтернативні витрати на утримання залишків готівки.

²⁶ Звичайно, позиція уряду щодо центрального банку буде щодня коливатися, але якщо ці коливання можна точно передбачити заздалегідь, центральний банк може вжити компенсаційних заходів, щоб забезпечити порівняну нейтральність цих коливань для балансу й уникнути впливу на реалізацію монетарної політики.

²⁷ За відсутності ринку для операцій репо будь-які установи, які поглинають ліквідність від центрального уряду, з високою імовірністю депонують її в центральному банку.

²⁸ Наприклад, якщо відомо, що день X — це день великих податкових надходжень, а в касі наразі бракує коштів, касова служба може взяти позику до дня X, знаючи, що великі надходження покрийуть позицію, коли настане термін оплати.

²⁹ Загальні обмеження включають рівень потреби у запозиченнях, кредитний рейтинг держави, статус національної валюти, а також глибину й ліквідність ринку.

³⁰ Сталі облігації — це нова категорія фінансових інструментів, яка привертає увагу інвесторів. Ці облігації можна розділити на три основні типи. По-перше, залежно від використання надходжень, це «зелені», «соціальні», «сталі», «ЦСР» (цілі сталого розвитку) та «перехідні» облігації. Ці інструменти прямо призначені для проєктів, які забезпечують позитивні екологічні та/або соціальні результати. По-друге, залежно від ключових показників ефективності (KPI) — це облігації, пов'язані зі сталим розвитком, які прив'язують фінансову ефективність із заздалегідь визначеними цільовими показниками сталого розвитку, часто через необов'язкову документацію. Нарешті, є немарковані облігації, які вважаються сумісними з ESG на основі висновку другої сторони.

³¹ Вартість надходжень, отриманих від випуску «цільових» облігацій, має відповідати доцільним витратам. Критерії доцільності мають бути визначені заздалегідь у рамковому документі.

5

Захист споживачів фінансових послуг і фінансова грамотність в Україні

Захист споживачів фінансових послуг та фінансова грамотність допомагають сприяти відповідальному та справедливому ставленню до споживачів, а також прийняттю обґрунтованих фінансових рішень, що сприяє належному функціонуванню фінансових ринків. Це особливо важливо, оскільки окремі особи та домогосподарства постають перед фінансовими труднощами в умовах війни. У цьому розділі окреслено політику та практику України щодо захисту прав споживачів фінансових послуг і фінансової грамотності відповідно до стандартів ОЕСР. У ньому визначено прогалини та напрямки для вдосконалення, де Україна може покращити свою політику щодо усунення ризиків для споживачів. Нарешті, у ньому запропоновано пріоритетні сфери, у яких ОЕСР може підтримати реформи в найближчій перспективі, а також висвітлюються додаткові напрямки, на яких Україна може зосередитися в довгостроковій перспективі.

5.1. Короткий зміст розділу

За останнє десятиліття Україна внесла значні зміни в політику та практику щодо захисту споживачів фінансових послуг та фінансової грамотності, щоб узгодити їх із директивами Європейського Союзу, як того вимагає Угода про асоціацію між Україною та ЄС (EU, 2014^[1]) у 2014 році, як а також юридичні документи та стандарти ОЕСР у формі рекомендацій.

Україна також продемонструвала свою стійкість і готовність адаптувати свою політику та пріоритети щодо захисту споживачів фінансових послуг та фінансової грамотності до поточного воєнного контексту й майбутнього економічного відновлення.

Захист споживачів фінансових послуг та фінансова грамотність важливі для належного функціонування фінансових ринків, оскільки вони сприяють відповідальному та справедливому ставленню до споживачів, допомагають споживачам приймати обґрунтовані фінансові рішення, підвищують довіру до фінансової системи та підтримують реальну фінансову інклюзію. Підтримання безпечного та інформованого використання фінансових послуг, як-от заощадження, кредитування та інвестування, може сприяти економічному зростанню. Захист споживачів фінансових послуг та фінансова грамотність разом із взаємопов'язаними політиками покликані в кінцевому підсумку сприяти фінансовому добробуту споживачів.

У контексті поточної війни захист споживачів фінансових послуг та фінансова грамотність можуть допомогти українцям зміцнити свою фінансову стійкість перед обличчям тиску та втрат воєнного часу. Вони можуть допомогти забезпечити фінансову стабільність домогосподарств і підприємств, а також особисту безпеку під час активних бойових дій, надаючи швидкий і справедливий доступ до фінансових послуг і надійних джерел фінансових рекомендацій та підтримки, зокрема за допомогою цифрових інструментів. Крім того, ці заходи можуть допомогти у післявоєнному відновленні, надаючи людям можливість ухвалювати обґрунтовані рішення та вживати упереджувальних заходів для покращення свого фінансового добробуту.

У цьому розділі описано поточну політику та практику щодо захисту споживачів фінансових послуг та фінансової грамотності в Україні відповідно до Рекомендації ОЕСР щодо принципів високого рівня захисту споживачів фінансових послуг (також відомої як «Принципи високого рівня захисту споживачів фінансових послуг G20/ОЕСР» або «Принципи FCP») (OECD, 2022^[2]) та Рекомендації ОЕСР щодо фінансової грамотності. Він також визначає ключові проблеми, пов'язані із захистом споживачів фінансових послуг та фінансовою грамотністю в Україні, і пропонує пріоритетні напрямки, у яких ОЕСР може підтримати програму реформ в Україні у 2025 році в межах огляду щодо вдосконалення фінансових ринків і корпоративного управління для відновлення України (надалі — «Огляд») у межах Програми ОЕСР для України.

Основні тези

Захист споживачів фінансових послуг

- **Україна докладає зусиль, щоб узгодити свою систему захисту прав споживачів фінансових послуг із європейськими та міжнародними стандартами.** У межах нещодавніх реформ було оновлено законодавство для посилення заходів захисту прав споживачів фінансових послуг і розширення повноважень НБУ та НКЦПФР. Деякі тимчасові заходи також діють під час воєнного стану, щоб захистити вразливих споживачів, зокрема тих, хто безпосередньо постраждав від бойових дій.
- **Проте у впровадженні Рекомендації ОЕСР щодо принципів високого рівня захисту споживачів фінансових послуг в Україні залишаються деякі прогалини, а саме підвищення ефективності позасудового розгляду скарг та механізмів відшкодування, а також посилення заходів захисту споживачів фінансових послуг у сфері споживчого кредитування для зменшення агресивної практики кредитування та надмірної заборгованості деяких споживачів.**

Фінансова грамотність

- **Рівень фінансової грамотності в Україні порівняно низький.** У 2021 році середній бал фінансової грамотності серед дорослих в Україні становив 58 зі 100 (USAID, 2021^[3]), що нижче середнього балу в ОЕСР за 2023 рік (63 зі 100) (OECD, 2023^[4]). Оцінка 2021 року трохи покращилася, як порівняти з 2018 роком (55 зі 100).
- **Щоб розв'язати цю проблему, Україна розробила скоординовану систему фінансової грамотності.** У 2024 році міжвідомча робоча група під керівництвом Національного банку України разом із шістьма державними установами схвалила Національну стратегію розвитку фінансової грамотності до 2030 року (НСФГ) відповідно до Рекомендації ОЕСР щодо фінансової грамотності (OECD, 2020^[5]).
- **Україна могла б і далі посилювати свою політику фінансової грамотності.** Вона передбачає: підтримання залучення приватних і некомерційних зацікавлених сторін до НСФГ; розроблення рекомендацій щодо моніторингу потенційних конфліктів інтересів і управління ними; удосконалення підходів до оцінювання впливу фінансових освітніх ініціатив; а також продовження зусиль зі збору даних про рівні фінансової грамотності для впровадження політики, що ґрунтується на фактах.

5.2. Сучасний контекст в Україні

У цьому пункті представлено загальний огляд політик і практики в Україні щодо:

- захисту споживачів фінансових послуг відповідно до Рекомендації ОЕСР щодо принципів високого рівня захисту споживачів фінансових послуг (2022) (далі — «Принципи FCP») (OECD, 2022^[2]);
- фінансової грамотності відповідно до Рекомендації ОЕСР щодо фінансової грамотності (2020) (OECD, 2020^[5])

Блок 5.1. Про Рекомендацію ОЕСР щодо принципів високого рівня захисту споживачів фінансових послуг (2022) та Рекомендацію ОЕСР щодо фінансової грамотності (2020).

<https://legalinstruments.oecd.org/en/instruments/OECD-LEGAL-0461>

- **OECD Recommendation on High Level Principles on Financial Consumer Protection (2022)** (також відома як «Принципи високого рівня захисту споживачів фінансових послуг G20/ОЕСР» або «Принципи FCP»). Принципи FCP були схвалені лідерами G20, ухвалені урядами країн-членів ОЕСР і включені до Збірника стандартів Ради з фінансової стабільності. Вони є міжнародним стандартом ефективних і комплексних механізмів захисту споживачів фінансових послуг, які, зі свого боку, є важливою частиною функціональних фінансових ринків. Урядам, регуляторам, наглядовим органам та іншим відповідним державним установам рекомендовано впроваджувати Принципи FCP (OECD, 2022^[2]).
- **OECD Recommendation on Financial Literacy (2020)**. Рекомендації ОЕСР є міжнародним стандартом з питань фінансової грамотності, який призначений для допомоги урядам, іншим органам державної влади та відповідним зацікавленим сторонам у їхній діяльності з розроблення, впровадження та оцінювання політик фінансової грамотності (OECD, 2020^[5]).

5.2.1. Захист споживачів фінансових послуг в Україні

Ефективний захист споживачів фінансових послуг є важливою складовою функціональних фінансових ринків, оскільки сприяє відповідальному та справедливому ставленню до споживачів, підвищує довіру та впевненість у фінансовій системі, забезпечує широку фінансову інклюзію, та стимулює участь у фінансових операціях, як-от заощадження, кредитування та інвестування, що сприяє економічному зростанню. Захист споживачів фінансових послуг може сприяти здоровій конкуренції між надавачами фінансових послуг, даючи змогу споживачам ухвалювати обґрунтовані рішення та вибирати найкращий продукт для своїх потреб (OECD, 2022^[2]).

Ці захисні заходи можуть бути дуже важливими для збереження довіри та стабільності фінансової системи в ці складні часи. Вони можуть допомогти запобігти зловживанням, таким як фінансове шахрайство та афери, що особливо впливають на споживачів у вразливих ситуаціях. Споживачі також можуть стикатися зі складним фінансовим вибором, а ефективний захист може забезпечити їм доступ до чіткої та повної інформації, що дасть їм змогу приймати обґрунтовані рішення, які найкраще відповідають їхнім потребам. Ефективний захист прав споживачів фінансових послуг може також сприяти відновленню економіки країни, оскільки споживачі, які мають більше можливостей, більш схильні брати участь в економіці та робити правильний фінансовий вибір.

ОЕСР підтримує та підкреслює важливість захисту споживачів фінансових послуг через Принципи FCP, які контролює та підтримує Робоча група G20/ОЕСР із захисту споживачів фінансових послуг. Україна висловила зацікавленість у дотриманні Рекомендацій ОЕСР щодо принципів високого рівня захисту прав споживачів фінансових послуг у межах Програми ОЕСР для України (OECD, 2023^[6]) та як зазначено в Плані дій щодо реалізації Програми ОЕСР для України, який було ухвалено постановою Кабінету Міністрів України.

За останні роки Україна доклала значних зусиль для внесення змін до політик захисту споживачів фінансових послуг, які тепер включають значну частину Принципів FCP.

Наступні підрозділи надають більш детальну картину політик та практик України у сфері захисту споживачів фінансових послуг відповідно до Принципів FCP.

Принцип 1. Правова, нормативна та наглядова база

Принцип 1 передбачає пропорційну, комплексну та гнучку правову, нормативну та наглядову базу й заохочує співпрацю та консультації з відповідними зацікавленими сторонами. Відповідно до Принципу 1, правова база України містить добре інтегровані положення щодо захисту споживачів фінансових послуг.

За останні роки Україна здійснила значні зміни в законодавстві та нормативно-правових актах для розвитку свого фінансового сектора, включно з ринком небанківських фінансових послуг, а також для забезпечення відповідності Директивам ЄС, як того вимагає Угода про асоціацію між ЄС та Україною у 2014 році (EU, 2014^[7]). Україна адаптує законодавство з директивами ЄС.

Положення щодо захисту споживачів фінансових послуг в Україні визначені галузевими нормативно-правовими актами, як-от:

- Закон України «Про споживче кредитування» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2016^[8]), який визначає правила рекламування споживчого кредитування, розкриття інформації про вартість кредитування, умови кредитування до укладення договору, а також надання інформації протягом терміну дії договору. Він також визначає правила оцінювання кредитоспроможності споживача, визначає умови договорів споживчого кредитування, а також встановлює вимоги щодо стягнення заборгованості та захисту персональних даних, ділової поведінки кредиторів або агентств у справах стягнення боргів.
- Закон України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» (Verkhovna Rada of Ukraine, 1996^[9]), який визначає положення щодо встановлення вимог до розкриття інформації про фінансові інструменти, ринки капіталу та організовані товарні ринки. Закон також передбачає призупинення прямих або непрямих заходів учасників ринків капіталу, спрямованих на збільшення продажів фінансових інструментів, а також поширення інформації про фінансові інструменти, що не пов'язана з рекламою фінансових інструментів і ринків капіталу. У Законі також передбачено обмеження щодо торгівлі фінансовими інструментами для некваліфікованих інвесторів.
- Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2003^[10]), який регулює недержавне пенсійне забезпечення в Україні та містить положення щодо захисту прав споживачів фінансових послуг, зокрема у сфері добросовісної практики та розкриття інформації.
- Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав споживачів у сфері фінансових послуг» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2019^[11]) був ухвалений у 2019 році. Ці законодавчі зміни посилили забезпечення захисту прав споживачів фінансових послуг в Україні та надали Національному банку України й Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку нові повноваження та обов'язки щодо захисту споживачів, які поділяють мандат із захисту прав споживачів у фінансовому секторі України, як описано в наступному пункті.
- Закон України «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб», який визначає повноваження Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО), зокрема повноваження щодо розв'язання питань неплатоспроможності банку, відшкодування депозитів у разі неплатоспроможності банку, ліквідації банків, захисту прав вкладників та підвищення фінансової грамотності. Порядок здійснення ФГВФО заходів щодо захисту вкладників визначено Інструкцією про порядок здійснення Фондом гарантування вкладів фізичних осіб захисту прав та охоронюваних законом інтересів вкладників (DGF, 2016^[12]), розробленою ФГВФО відповідно до директив ЄС.

У 2022–2024 роках набули чинності такі нові закони з додатковими вимогами до НБУ та НКЦПФР, а також до надавачів фінансових послуг щодо захисту прав споживачів фінансових послуг:

- Закон України «Про фінансові послуги та фінансові компанії» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[13]), який визначає загальні засади функціонування ринку фінансових послуг, діяльності надавачів фінансових та/або супровідних послуг (зокрема банків, ломбардів та учасників ринку капіталу), державного регулювання та нагляду за такою діяльністю, а також захисту прав клієнтів. Закон також запроваджує нагляд за ринковою поведінкою учасників ринку фінансових послуг. Це включає посилення контролю за дотриманням учасниками ринку фінансових послуг вимог щодо захисту прав споживачів, розкриття достатньої інформації споживачам, прозорість структур власності, належну ділову репутацію власників та керівників, серед інших вимог.
- Закон України «Про страхування» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[14]), який замінює попередній Закон «Про страхування» та посилює вимоги щодо захисту прав споживачів. Наприклад, він вимагає розширеного розкриття інформації щодо страховика, страхового посередника та страхових продуктів, надає споживачам право відмовитися від договору страхування, встановлює нові вимоги до договорів страхування та впроваджує додаткові заходи, спрямовані на захист прав споживачів фінансових послуг.
- Закон України «Про платіжні послуги» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[15]), який замінює попередній Закон України «Про платіжні системи та переказ коштів в Україні» та надає додаткові повноваження НБУ щодо встановлення вимог до захисту прав споживачів під час надання послуг на платіжному ринку, а також здійснення нагляду за діяльністю надавачів платіжних послуг, включно з дотриманням законодавства про рекламу та застосуванням коригувальних заходів. Закон створює нове правове середовище для платіжних послуг в Україні, включно з положеннями про відкритий банкінг, новим режимом електронних грошей, відкриттям платіжних рахунків небанківськими установами та регуляторною платформою для тестування інноваційних рішень. Положення Закону про відкритий банкінг набудуть чинності в серпні 2025 року.
- Закон України «Про кредитні спілки» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2023^[16]), який надає НБУ повноваження застосовувати заходи раннього втручання та коригувальні заходи у разі порушення законодавства про кредитні спілки, фінансові послуги та захист прав споживачів, а також передбачає адміністративні санкції.
- Закон України «Про внесення змін до деяких законів України щодо удосконалення державного регулювання ринків фінансових послуг» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2023^[17]), який запроваджує відповідальне кредитування та зобов'язує кредиторів оцінювати кредитоспроможність споживача перед укладенням договору споживчого кредитування. Закон також визначає максимальну вартість кредиту для споживача.

Актуальними пріоритетами в Україні є поточні оборонні заходи з лютого 2022 року. У зв'язку з цим у 2023 році НБУ, НКЦПФР, Міністерство фінансів та Фонд гарантування вкладів фізичних осіб розробили оновлену Стратегію розвитку фінансового сектора України (NBU; Ministry of Finance of Ukraine; NSSMC; DGF, 2023^[18]). Стратегія була схвалена Радою з фінансової стабільності та замінила довоєнну Стратегію розвитку фінансового сектору України до 2025 року. Вона визначає спільні пріоритети для регуляторів фінансової системи, що дасть змогу координувати дії для забезпечення фінансової стійкості країни та розвитку фінансової інклюзії та доступних і безбар'єрних фінансових послуг. Важливими складовими Стратегії є посилення захисту споживачів фінансових послуг та фінансова освіта населення. Загалом Стратегія спрямована на протистояння російській агресії та відбудову країни з довгостроковим наміром інтегруватися в європейський та світовий фінансовий простір.

Принцип 2. Роль наглядових органів Принцип 2

Принцип 2 передбачає, що наглядові органи мають чіткі повноваження щодо захисту споживачів фінансових послуг, відповідні інструменти для нагляду за діяльністю компаній та забезпечення дотримання законодавства щодо захисту прав споживачів фінансових послуг, а також співпрацюють з іншими органами, коли це необхідно.

Відповідно до Принципу 2, дві установи поділяють відповідальність за захист споживачів фінансових послуг в Україні: НБУ та НКЦПФР. Окремі повноваження щодо захисту прав та законних інтересів вкладників банків здійснює також ФГВФО. У цьому пункті коротко розглядається кожен із цих органів.

Національний банк України (НБУ)

НБУ є незалежним центральним банком, основною місією якого є забезпечення цінової та фінансової стабільності та сприяння сталому економічному розвитку України. Як зазначено в Розділі 2, НБУ є регулятором і наглядовим органом банківського сектора, а з 2020 року — ринку небанківських фінансових послуг фінансового сектора (страхові, лізингові та факторингові компанії, кредитні спілки, ломбарди та кредитні бюро). НБУ також здійснює нагляд за інфраструктурою фінансового ринку, включно з операторами платіжних систем, надавачами платіжних послуг, емітентами електронних грошей (за винятком інвестицій у криптоактиви).

НБУ має чіткий мандат щодо захисту прав споживачів фінансових і платіжних послуг, закріплений у статті 7 Закону України «Про Національний банк України» (Verkhovna Rada of Ukraine, 1999^[19]). Інші закони, як-от Закони України «Про фінансові послуги та фінансові компанії», «Про споживче кредитування», «Про страхування», «Про кредитні спілки», «Про банки та банківську діяльність», «Про платіжні послуги» надають додаткові повноваження НБУ щодо захисту споживачів фінансових послуг.

НБУ має повноваження розробляти правила та керівні принципи для підтримання основи захисту прав споживачів у сфері фінансових і платіжних послуг. НБУ також здійснює нагляд за дотриманням українського законодавства про захист прав споживачів фінансових послуг через дистанційний нагляд та виїзні інспекції та має повноваження застосовувати коригувальні дії та заходи за порушення законодавства України. НБУ може накладати адміністративні штрафи, а також вимагати від надавачів фінансових і супровідних послуг надання інформації, документації та пояснень. НБУ також має можливість розглядати письмові звернення споживачів фінансових і платіжних послуг, а також функціонує як контакт-центр для приймання усних звернень споживачів фінансових і платіжних послуг. Крім того, НБУ узагальнює практику застосування законодавства про захист прав споживачів у сфері фінансових і супутніх послуг і публікує огляди типових порушень прав споживачів на власному сайті.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР)

НКЦПФР є регулятором і наглядовим органом фінансових послуг, що надаються у зв'язку з професійною діяльністю на ринках капіталу, та супровідних послуг, а також пенсійних фондів. НКЦПФР підзвітна Верховній Раді України, Президенту України та Кабінету Міністрів України в межах своїх конституційних повноважень.

Повноваження та сфера діяльності НКЦПФР визначені кількома законами України, зокрема Законом України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків»; Законом України «Про фінансові послуги та фінансові компанії» та Законом України «Про недержавне пенсійне забезпечення», які містять положення про захист споживачів та нагляд за поведінкою на ринку.

Наприклад, Закон України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» визначає такі завдання та повноваження НКЦПФР: захист прав споживачів фінансових послуг, що регулюються та контролюються НКЦПФР; впровадження заходів у цьому аспекті, як-от вимоги до реклами або обмеження операцій з фінансовими інструментами для некваліфікованих інвесторів; та нагляд за діяльністю суб'єктів, що працюють на ринках капіталу та регульованих товарних ринках, а також застосування примусових заходів.

Фонд гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО)

ФГВФО в Україні є спеціальним державним органом, головною функцією якого є забезпечення функціонування системи гарантування вкладів населення, яка гарантує відшкодування депозитів споживачів у банках у разі банкрутства банку. Він також відповідає за виведення неплатоспроможних банків із ринку та ліквідацію банків у випадках, передбачених Законом України «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб». (Verkhovna Rada of Ukraine, 2012^[20]) ФГВФО може застосовувати заходи впливу до банків, які порушують законодавство про систему гарантування вкладів і неналежно інформують вкладників про їхні права за цією системою.

Механізми координації

Що стосується співпраці між наглядовими органами, НБУ та НКЦПФР мають право обмінюватися інформацією між собою та іншими державними органами відповідно до законодавства України. Наразі такий обмін не вважається необхідним. НБУ в межах своїх наглядових функцій також співпрацює з правоохоронними органами України для передачі інформації про будь-які протиправні дії учасників ринку фінансових послуг, які виявляються в результаті фінансового нагляду.

У 2020 році НБУ підписав Меморандум про співпрацю з Уповноваженим Верховної Ради України з прав людини з питань захисту персональних даних. Також вони організують спільні інформаційні кампанії для населення, як-от кампанія із захисту прав споживачів фінансових послуг у 2021 році.

НБУ та Кіберполіція України також підписали Меморандум про співпрацю у сфері кібербезпеки та кіберзахисту для дослідження, збору й аналізу кіберзлочинності та кібершахрайства в банківському та фінансовому секторах України, а також спільної координації дій у разі виявлення кіберзагроз і кіберзлочинів у фінансових установах.

Підтримка інновацій

Для підтримки інноваційного й орієнтованого на споживача фінансового ринку НБУ створив регуляторну платформу («пісочницю») для тестування інноваційних послуг, технологій та/або інструментів фінансових і платіжних послуг на основі інноваційних технологій. Порядок роботи «пісочниці» визначено відповідним положенням (NBU, 2023^[21]) · Регуляторна «пісочниця» — це механізм запровадження НБУ спеціального режиму роботи для окремих фінансових і платіжних компаній (учасників регуляторної «пісочниці») та тестування нових сервісів у закритому середовищі без ризику порушення закону.

У «пісочниці» можуть брати участь суб'єкти, які вже зареєстровані або авторизовані НБУ, а запропоновані продукти мають відповідати таким вимогам: запропонований фінансовий продукт має бути новим; його запровадження не має призводити до порушення законодавства про захист комерційної конкуренції; не має бути законодавчої заборони на впровадження цього продукту; а також у законодавстві України не має бути спеціальних норм, які унеможливають введення такого продукту на ринок поза межами регуляторної «пісочниці». Учасники тестуватимуть свої інноваційні фінансові та платіжні продукти, а НБУ зможе переглянути свої регуляторні підходи та нормативно-правову базу.

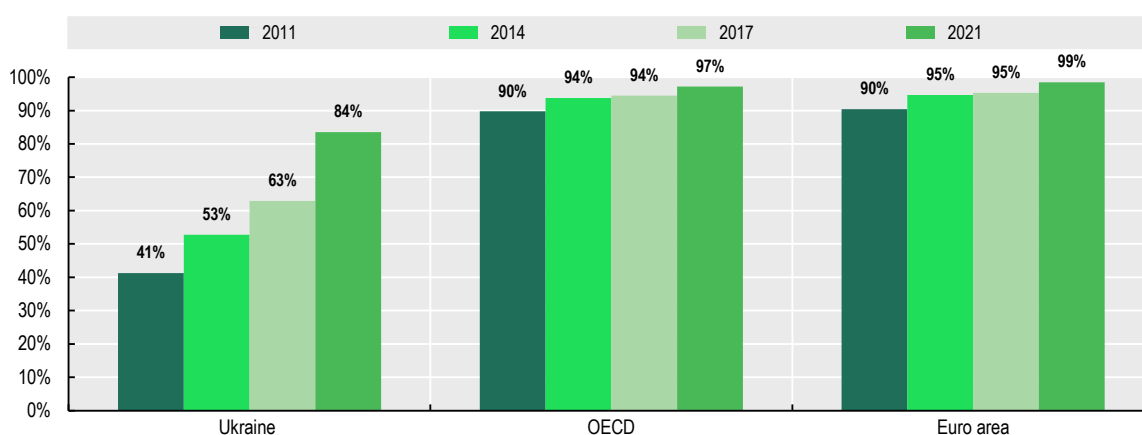
Принцип 3. Доступ та інклюзія

Принцип 3 було додано як новий принцип до Принципів FCP під час перегляду й оновлення у 2022 році для сприяння інклюзивній фінансовій системі та як ключовому елементу цілісного підходу до захисту споживачів фінансових послуг.

Рівень фінансової інклюзії

Частка дорослих українців, які мають рахунок у фінансовій установі, суттєво зросла з 41% у 2011 році до 84% у 2021 році, однак вона залишається нижчою за середні показники в ОЕСР та країнах Єврозони (Рисунок 5.1).

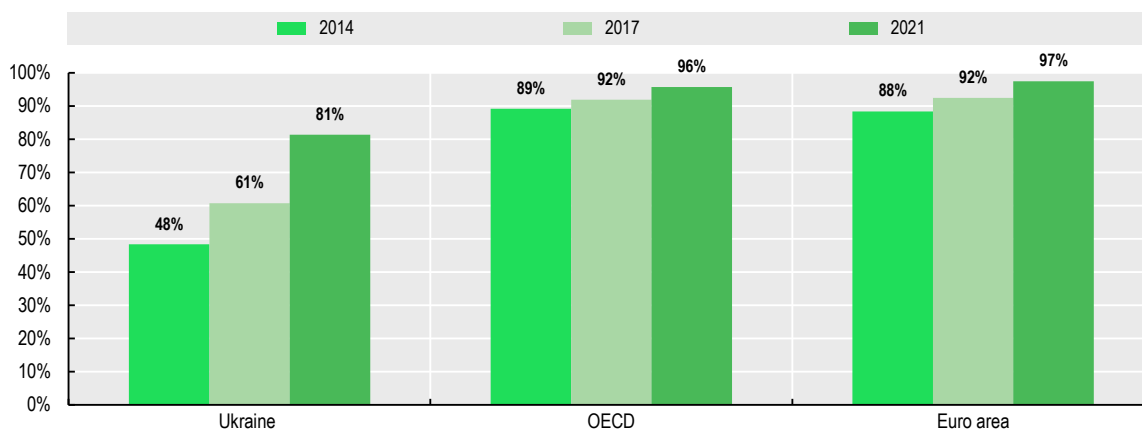
Рисунок 5.1. Частка населення (віком від 15 років), яке має рахунок у фінансовій установі



Джерело: 2021 World Bank Global Findex; <https://www.worldbank.org/en/publication/globalfindex>

Аналогічно, частка дорослих, які здійснили або отримали цифровий платіж, зросла з 48% у 2014 році до 81% у 2021 році, але все ще є нижчою за середні показники країн ОЕСР та Єврозони (Рисунок 5.2).

Рисунок 5.2. Частка населення (віком від 15 років), яке здійснило або отримало цифровий платіж.



Джерело: 2021 World Bank Global Findex; <https://www.worldbank.org/en/publication/globalfindex>

Що стосується офіційних заощаджень у банках, то згідно з нещодавнім опитуванням, проведеним Незалежною асоціацією банків в Україні у 2023 році¹ серед населення віком від 18 до 60 років, лише 17% респондентів (кожен шостий) зберігають свої заощадження на депозитному рахунку. Внутрішньо переміщені особи частіше мають строкові вклади (12%), ніж громадяни України, які перебувають під тимчасовим захистом за кордоном (7%) (NABU, 2023^[22]).

За даними загальнонаціонального дослідження, проведеного ФГВФО та Агентством США з міжнародного розвитку (USAID), частка користувачів послуг страхування життя або майна становила 8% у 2023 році, і лише 9% населення планували скористатися послугами страхування в наступному році (DGF, 2024^[23]). Ці дані треба розглядати в тому контексті, що станом на 2 квартал 2023 року страхові компанії та пенсійні фонди разом володіють лише приблизно 1,07% загальних фінансових активів, як зазначено в розділі 2 вище.

Щодо роздрібного кредитування, споживчі кредити становили 6,1% загальних банківських активів у червні 2024 року, що також згадувалося в розділі 2. Водночас частка NPL за споживчими кредитами досягла 31,2% від загального обсягу споживчих кредитів у червні 2024 року.

Низький рівень громадської довіри до фінансових установ (ФГВФО, 2024^[22]) може бути однією з перепон до фінансової інклюзії; також бракує обізнаності про наявні механізми захисту прав споживачів фінансових послуг і заходи, вжиті під час війни. Обидві теми обговорюються далі в пункті 5.3.1 нижче.

Законодавство

В останні роки в Україні були ухвалені закони та нормативні акти для розширення доступу до наявних фінансових послуг та впровадження інноваційних фінансових послуг. Нижче наведено приклади деяких положень щодо інклюзивного доступу до фінансових послуг.

- Що стосується цифровізації фінансів, новий Закон України «Про платіжні послуги» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[15]) встановлює нову нормативну базу для платіжного ринку в Україні, узгоджує її з правилами ЄС та модернізує вимоги до платіжних операцій в Україні. Ці заходи є особливо своєчасними в нинішньому контексті війни, з огляду на значну міграцію та внутрішньо переміщених осіб, яким потрібно мати віддалений доступ до своїх фінансів й здійснювати платежі та надсилати/отримувати грошові перекази дистанційно.
- У 2023 році НБУ схвалив Концепцію відкритого банкінгу в Україні (NBU, 2023^[24]), щоб сприяти цифровізації фінансів і дати змогу користувачам фінансових послуг вибрати зручний і сучасний спосіб користування рахунками.
- Для сприяння інклюзивному та безперешкодному доступу до фінансування Закон України «Про банки і банківську діяльність» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2001^[25]) вимагає від банків забезпечувати доступ до банківських та інших фінансових послуг для людей з обмеженими можливостями та інших маломобільних груп населення, зокрема доступ до приміщень, де надаються послуги.
- НБУ затвердив Методичні рекомендації щодо правил інклюзивного надання фінансових послуг у фінансових установах України, щоб забезпечити фізичну та інформаційну доступність послуг, які надаються банками та небанківськими фінансово-платіжними установами, для людей з обмеженими можливостями та інших маломобільних груп населення (NBU, 2024^[26]).
- У 2022–2023 роках ФГВФО запровадив дистанційні механізми виплати гарантованого відшкодування вкладникам: через онлайн-сервіси банків і мобільний додаток «Дія» — спеціалізовану платформу, розроблену Міністерством цифрової трансформації України, яка дає змогу користувачам безперешкодно отримувати державні послуги.

- Відповідно до чинного законодавства, в Україні споживачам не доступний базовий банківський рахунок.

Інші ініціативи

Паралельно нещодавно було вжито інших заходів для забезпечення безперервного доступу до фінансування в Україні, зокрема на територіях, які межують із зонами активних бойових дій, і на деокупованих територіях. Деякі приклади наведено нижче.

- У 2022 році НБУ запустив створення системи Power Banking для забезпечення фінансової інклюзії під час відключень електроенергії через пошкодження енергетичної інфраструктури України авіаударами Росії. Це єдина мережа відділень українських банків, яка станом на 28 березня 2024 року налічувала понад 2400 відділень, оснащених альтернативними джерелами енергії, резервними каналами зв'язку, покращеною інкасацією та додатковим персоналом (також див. Розділ 2, пункт 2.2.3).
- У січні 2024 року НБУ частково оновив свою інституційну стратегію щодо розширення фінансової інклюзії на територіях, які межують із зонами активних бойових дій та деокупованими територіями, та забезпечення безбар'єрності фінансового сектора України щодо забезпечення фізичної доступності фінансових послуг та покращення надання дистанційних фінансових послуг для клієнтів з обмеженими можливостями. За ініціативи НБУ банки зосередять свої зусилля на швидкому відновленні обслуговування на звільнених територіях через розвиток мобільних відділень, встановлення більшої кількості банкоматів, використання агентів комерційних фінансових послуг та забезпечення функціонування послуги «готівка на касі», проєкт якої банки реалізовуватимуть спільно з ритейлерами.

Принцип 4. Фінансова грамотність і обізнаність

Принцип 4 спрямований на забезпечення сприяння фінансовій грамотності та обізнаності в рамках цілісного підходу. У 2024 році в Україні було ухвалено Національну стратегію розвитку фінансової грамотності до 2030 року (далі — «НСФГ») (NBU, 2024^[27]). Дорожня карта Стратегії містить заходи для підвищення обізнаності щодо захисту прав споживачів фінансових послуг. Пункт 5.2.2 містить детальну оцінку фінансової грамотності в Україні.

Принцип 5. Конкуренція

Принцип 5 спрямований на сприяння чесним, ефективним і конкурентним роздрібним фінансовим рынкам. Щоб ринки функціонували належним чином, споживачі мають мати доступ до інформації про продукти та послуги, оцінювати її та діяти на її основі. Коли споживачі можуть ухвалювати обґрунтовані рішення, вони можуть вибрати продукти, які пропонують їм найкращу цінність. Зі свого боку, активні та поінформовані споживачі створюють стимули для надавачів пропонувати вигідніші продукти.

В Україні НБУ та НКЦПФР співпрацюють з Антимонопольним комітетом України для створення належного конкурентного середовища на ринку фінансових послуг та запобігання монополізації відповідно до вимог Закону України «Про фінансові послуги та фінансові компанії» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[13]).

Антимонопольний комітет України здійснює свою діяльність на основі законодавчих актів про захист економічної конкуренції, таких як Закони України «Про захист економічної конкуренції» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2001^[28]), «Про Антимонопольний комітет України» (Verkhovna Rada of Ukraine, 1993^[29]) та «Про захист від недобросовісної конкуренції» (Verkhovna Rada of Ukraine, 1996^[30]).

Для полегшення порівняння інформації законодавством визначено вимоги до розкриття основної інформації споживачам про фінансові послуги, як-от споживче кредитування, страхування, платіжні послуги, що описано нижче.

Принцип 6. Справедливе та чесне ставлення до споживачів

Принцип 6 стосується забезпечення того, щоб справедливе ставлення до споживачів було невід'ємною частиною управління та культури надавачів фінансових послуг. Це особливо важливо для споживачів, які можуть бути вразливими через поєднання особистих характеристик, економічних ситуацій та ринкових умов.

Українське законодавство містить положення щодо захисту споживачів від несправедливого ставлення. Наприклад:

- Що стосується фінансових послуг на фінансових ринках, Закон України «Про фінансові послуги та фінансові компанії» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[13]) визначає вимоги до договору про надання фінансових послуг у паперовій та електронній формі, а також умови внесення змін до договору, щоб забезпечити чесне та справедливе ставлення до споживача протягом усього періоду дії договору. Крім того, до та під час надання фінансової та/або посередницької послуги споживач має право на належну якість фінансової та/або посередницької послуги та обслуговування, а також на добровільне ухвалення рішення щодо згоди або відмови від фінансової та/або посередницької послуги до її надання.

Закон також передбачає добровільне прийняття клієнтом послуг і уникнення введення в оману, зловживання, маніпулювання, тиску чи примусу в будь-якій формі.

- Що стосується страхування, то Положення НБУ (NBU, 2023^[31]) про особливості укладення договорів страхування зі споживачами визначає вимоги до таких договорів і забороняє включати в договори страхування положення, які порушують права споживачів фінансових послуг.
- Щодо споживчого кредитування, Закон України «Про споживче кредитування» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2016^[8]) визначає межі пені за неповернення споживачем споживчого кредиту та відсотків. Наприклад, пеня за неповернення кредиту й відсотків не може перевищувати розміру подвійної ключової ставки НБУ, що діє протягом періоду, за який сплачується пеня, і не може перевищувати 15% від суми простроченого платежу. Закон також визначає додаткові обмеження у разі невиконання споживачами боргових зобов'язань щодо загальної суми пені й інших платежів, а також зміни умов кредитування.
- Закон України «Про споживче кредитування» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2016^[8]) також визначає вимоги у разі, якщо права споживача порушено, а договір укладено не відповідно до вимог Закону. Наприклад, якщо кредитор або кредитний посередник не надає інформацію, яка має бути надана споживачу до укладення договору споживчого кредитування, а також якщо споживач уклав договір на менш вигідних умовах, ніж ті, що наведені в такій інформації, споживач має право вимагати приведення договору у відповідність до цієї інформації, надіславши письмове повідомлення кредитору. Кредитор зобов'язаний протягом 14 днів з дня отримання повідомлення привести договір у відповідність до умов, зазначених у наданій інформації.
- Щодо кредитів, наданих в іноземній валюті, внесено зміни до деяких законодавчих актів України щодо захисту позичальників, які отримали споживчі кредити в іноземній валюті, але не мали змоги своєчасно здійснювати платежі за цими кредитами. Закон передбачає реструктуризацію заборгованості за валютними кредитами, конвертацію всіх грошових зобов'язань у гривневий еквівалент і списання штрафних санкцій за цими кредитними договорами на умовах, визначених законом (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[32])).

- З грудня 2023 року, згідно зі змінами до Закону України «Про споживче кредитування», (Verkhovna Rada of Ukraine, 2016^[8]) кредиторам забороняється надавати споживчі кредити фізичним особам, внесеним до Реєстру осіб, яким обмежено доступ до гральних закладів та/або участь в азартних іграх, якщо в Реєстрі зазначено, що вони використовували кредитні кошти для азартних ігор. Кредитори мають перевірити цю інформацію через звернення до кредитних бюро, які надають відповідні дані безкоштовно.
- Щодо пенсійних фондів, Законом України «Про недержавне пенсійне забезпечення» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2003^[10]) передбачено, що громадяни України, іноземці й особи без громадянства можуть бути учасниками недержавного пенсійного фонду на добровільній основі, а фізична особа може бути учасником кількох пенсійних фондів. Цей Закон також забезпечує рівні права всіх учасників недержавного пенсійного фонду, які беруть участь в одній пенсійній системі, та гарантує реалізацію громадянами прав, наданих цим Законом. Пенсії, забезпечені активами, описані далі в Розділі 6.
- Щодо діяльності на ринках капіталу, Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2006^[33]) вводить категорії «кваліфікованих» та «некваліфікованих» інвесторів. Закон зобов'язує інвестиційні фірми оцінювати потенційних інвесторів та відносити їх до відповідної категорії перед наданням послуг (включно з фінансовими консультаціями). До категорії «некваліфікованих інвесторів» належать особи, які не мають достатнього досвіду та коштів для здійснення операцій з фінансовими інструментами. Для таких інвесторів закон вимагає від інвестиційних фірм забезпечення вищого рівня захисту під час здійснення інвестицій через перевірку відповідності конкретного фінансового інструменту інвестору перед його придбанням, надання вичерпної професійної інформації про фінансові інструменти, їхні ризики та вартість, а також про здійснення операцій із цими інструментами.

Україна уважно стежила за фінансовим ринком і ухвалила кілька тимчасових заходів для захисту вразливих споживачів, наприклад під час пандемії COVID-19 і з початку війни. Нижче наведено кілька прикладів.

- Заходи для позичальників на період здійснення заходів, спрямованих на запобігання поширенню коронавірусної хвороби (COVID-19) через звільнення споживача від відповідальності перед кредитором за прострочення виконання зобов'язань за договором споживчого кредитування в установленій законодавством строк.
- Заходи для позичальників, які уклали договори споживчого кредитування з надавачами фінансових послуг (крім кредитних спілок) до 24 лютого 2022 року (дати введення воєнного стану (Verkhovna Rada of Ukraine, 2022^[34]) в Україні). Зобов'язання за такими договорами вимагають обов'язкової реструктуризації на запит споживача або його представника (за законом або за довіреністю на вчинення таких дій).
- Заходи для військовослужбовців і їхніх родичів щодо погашення заборгованості на період воєнного стану в Україні. Закон передбачає, що банки, небанківські фінансові установи та колекторські агентства мають дотримуватися додаткових вимог щодо етичної поведінки під час врегулювання непогашеної заборгованості цих осіб. Кредиторам і колекторським агентствам забороняється взаємодіяти за власною ініціативою з позичальником, який законно заявив про свій статус особи захищеної категорії або повідомлення про статус якого надали призначені треті сторони, якщо ці сторони не погодилися на такий контакт, як передбачено умовами кредитного договору.
- Заходи для осіб, майно яких було знищено або пошкоджено в Україні внаслідок загарбницької війни Російської Федерації проти України. Відповідними нормативно-правовими актами визначено особливості обслуговування заборгованості за договором

споживчого кредитування під заставу нерухомого майна або транспортного засобу з огляду на умови, визначені цими законами.

- Заходи для українців, які не мають житла або проживають в умовах вразливості, для покращення доступності житла через програму субсидованої іпотеки «ЄОселя» в Україні (також описана в Розділі 2). Вона пропонує нижчі відсоткові ставки, вигідні умови кредитування та спрощений цифровий процес подачі заявок, а також співпрацює з банками, щоб надати різноманітні варіанти іпотеки (Ministry of Economy of Ukraine, 2024^[35]).

Принцип 7. Розкриття інформації та прозорість

Відповідно до Принципу 7, українське законодавство містить положення щодо розкриття інформації та прозорості. Відповідно до Принципу 7, українське законодавство містить положення щодо розкриття інформації та прозорості.

Вимоги щодо своєчасного надання клієнтам необхідної, повної, доступної та правдивої інформації про фінансову послугу забезпечуються НБУ. Фірми зобов'язані надавати клієнтам інформацію про вартість послуги, надавача фінансових послуг та/або посередника, а також ризики, пов'язані з отриманням цієї фінансової послуги та/або посередником. Нижче наведено кілька прикладів.

- Закон України «Про споживче кредитування» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2016^[8]) містить положення щодо інформації, яку надавачі споживчого кредиту зобов'язані надавати споживачам, зокрема щодо вимог до реклами, інформації, яка надається споживачам до укладення та протягом терміну дії договору споживчого кредитування. На вимогу споживача надавач споживчого кредиту також має надати повну інформацію, яка дозволить споживачеві оцінити, чи відповідає договір його потребам і фінансовому становищу, перед його підписанням. Постанови НБУ доповнюють ці положення додатковими вимогами та визначають правила розрахунку реальної річної процентної ставки українськими банками та іншими надавачами фінансових послуг для розкриття повної вартості споживчого кредиту.
- Закон України «Про платіжні послуги» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[15]) встановлює вимоги до інформації, яка надається користувачеві до укладення договору про надання платіжних послуг та під час здійснення платіжних операцій, зокрема з використанням платіжних інструментів.
- Так само Закон України «Про фінансові послуги та фінансові компанії» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[13]) визначає, що до та під час надання фінансової та/або посередницької послуги споживач має право на своєчасний доступ до необхідної, повної, доступної та правдивої інформації про фінансову та/або посередницьку послугу та надавача інформації. Крім того, інформація має бути достатньою для ухвалення споживачем обґрунтованого рішення щодо прийняття або відмови від послуги.
- Компанії, надавачі фінансових послуг та посередники зобов'язані розкривати клієнтам актуальну та правдиву інформацію про свою діяльність у місці надання послуг клієнтам та/або на власному вебсайті, включно з його мобільною версією, а також у мобільному додатку (за наявності).
- Крім того, Інструкція про порядок здійснення Фондом гарантування вкладів фізичних осіб захисту прав та охоронюваних законом інтересів вкладників (DGF, 2016^[12]) вимагає, щоб вкладники отримували інформацію про функціонування системи гарантування вкладів до та після укладення договору, незалежно від того, чи укладається особисто чи дистанційно.
- Новий Закон України «Про страхування» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[14]) запровадив вимоги щодо розкриття інформації про страховика, страхового посередника та страховий продукт. У 2023 році НБУ ухвалив Положення про розкриття інформації та розміщення інформаційного документа про стандартний страховий продукт на вебсайтах страховиків і

страхових посередників (NBU, 2023^[36]). Вона встановлює детальні вимоги до розкриття ключової інформації про страховий продукт та визначає формат інформаційного документа про стандартний страховий продукт.

НБУ готує проекти нормативно-правових актів (NBU, 2024^[37]) щодо оприлюднення інформації про страхових посередників та опису порядку реалізації страхових продуктів, що пропонуються разом з іншими нестраховими товарами, послугами чи роботами. Метою є визначення порядку розкриття інформації про діяльність страхових посередників, а також встановлення обмежень для запобігання нав'язуванню страхових продуктів споживачам. Ця постанова набирає чинності з 1 січня 2025 року.

- Законом України «Про недержавне пенсійне забезпечення» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2003^[10]) передбачено порядок оприлюднення інформації про діяльність недержавних пенсійних фондів та визначено, що недержавні пенсійні фонди, особи, що провадять діяльність з управління активами пенсійних фондів, адміністратори, зберігачі, які надають послуги пенсійним фондам, а також страховики та банківські установи, що надають послуги з недержавного пенсійного забезпечення, інформують громадськість про свою діяльність з недержавного пенсійного забезпечення.
- НКЦПФР у ліцензійних умовах провадження кожного виду професійної діяльності на ринках капіталу та організованих товарних ринках зобов'язує власників ліцензії оприлюднювати на своєму вебсайті у вільному доступі актуальну інформацію про умови та порядок діяльності власника ліцензії. Ця інформація має містити перелік послуг, які надає ліцензіат, порядок і умови їх надання, а також ціни й тарифи на надання цих послуг.

Принцип 8. Якісні фінансові продукти

Принцип 8 стосується розроблення та розповсюдження фінансових продуктів, які задовольняють потреби споживачів і покращують їхній фінансовий добробут. Принцип 8 було включено до Принципів FCP після перегляду 2022 року.

За останні роки Україна здійснила значні зміни в законодавстві для вдосконалення своєї фінансової системи, включно з механізмами заохочення розвитку нових якісних фінансових послуг для споживачів і забезпеченням відповідності вимогам ЄС, як було описано в попередніх пунктах. Одним із прикладів є створення регуляторної платформи («пісочниці») для фінансового ринку, яка описана в Принципі 2.

Згідно з поточним законодавством, немає жодних вимог щодо управління продуктами або нагляду за ними, як-от належна система для розроблення, затвердження, управління та моніторингу фінансових продуктів протягом їх життєвого циклу для забезпечення їхньої відповідності інтересам та цілям споживачів.

Принцип 9. Відповідальна ділова поведінка та культура надавачів фінансових послуг і посередників

Принцип 9 передбачає, що поведінка та культура компаній, що надають фінансові послуги, мають бути спрямовані на сприяння справедливому ставленню до споживачів та досягненню відповідних результатів споживачів, які сприяють їхньому фінансовому добробуту. Нижче наведено приклади деяких положень, що забезпечують відповідальну поведінку надавачів фінансових послуг та посередників в Україні:

- Закон України «Про внесення змін до деяких законів України щодо удосконалення державного регулювання ринків фінансових послуг» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2023^[17]) запровадив відповідальне кредитування та зобов'язав кредиторів оцінювати кредитоспроможність споживача перед укладенням договору споживчого кредитування.

Також запроваджено максимальну вартість кредиту для споживача та поступове зниження максимальної денної процентної ставки з кінцевим значенням не більш як 1% на день через 8 місяців. НБУ має повноваження встановлювати додаткові вимоги до складових розрахунку денної процентної ставки для уникнення недобросовісних дій під час розрахунку денної процентної ставки.

- З погляду управління можливим конфліктом інтересів, Закон України «Про споживче кредитування» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2016^[8]) вимагає розкриття розміру винагороди або іншої плати за послуги кредитного посередника. Законодавство України також визначає вимоги до власників істотної участі у фінансових установах та/або керівників надавачів фінансових і супутніх послуг, а також працівників.
- Закон України «Про страхування» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[14]) також визначає, що умови винагороди за продаж, яка виплачується страховим посередникам, не мають створювати конфлікт інтересів. Перед укладенням договору страхування споживач має отримати інформацію про вид винагороди, яку отримає продавець або посередник страховика при укладенні договору страхування, зокрема про порядок та умови виплати цієї винагороди. Крім того, за запитом клієнта ця інформація може бути включена до договору.
- Щодо вимог до підготовки надавачів фінансових послуг та посередників, то відповідно до Закону України «Про фінансові послуги та фінансові компанії» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[13]) керівники та працівники надавача фінансових та/або супровідних послуг зобов'язані мати кваліфікацію, освітньо-кваліфікаційні рівні, достатні для ефективного та прозорого ведення діяльності, дотримання стандартів надання фінансових та/або супровідних послуг, роботи з клієнтами, зокрема стандартів ділової поведінки та професійної етики. Відповідно до цього ж закону та в межах ринкового нагляду НБУ запобігає зловживанням на ринку фінансових послуг, зокрема маніпулюванню та використанню інсайдерської інформації, а також конфлікту інтересів у діяльності надавачів фінансових і супровідних послуг.
- Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» (Verkhovna Rada of Ukraine, 1996^[9]) також встановлює аналогічні вимоги до керівних та посадових осіб професійних учасників ринків капіталу й організованих товарних ринків, які мають відповідати вимогам, визначеним НКЦПФР щодо професійного досвіду, ділової репутації та професійної придатності, відповідних знань, навичок і досвіду, а також виконувати інші вимоги, встановлені НКЦПФР. НКЦПФР також затвердила Ліцензійні умови провадження професійної діяльності на ринках капіталу й організованих товарних ринках, які містять додаткові вимоги до керівників та спеціалістів професійного учасника ринків капіталу, а також умови забезпечення безперервної та безпечної діяльності та захисту інформації.
- Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» також визначає вимоги до професійних учасників ринків капіталу й організованих товарних ринків щодо впровадження механізмів запобігання, виявлення та врегулювання конфлікту інтересів, а також забезпечення інформування клієнта про конфлікт інтересів, зокрема на вебсайті професійного учасника.
- Закон України «Про страхування» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[14]) вводить вимоги до страхових посередників щодо проведення об'єктивного аналізу для оцінювання придатності та необхідності страхового продукту для споживача. Він також встановлює вимоги до періодичного навчання страхових посередників. Відповідно до закону, страхові брокери у всіх випадках мають діяти в інтересах страхувальника (навіть якщо вони отримують від страховика винагороду за продаж страхового продукту). Закон України «Про платіжні послуги» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[15]) визначає вимоги до операторів платіжних систем і учасників платіжних систем, а саме: вони зобов'язані контролювати дотримання правил платіжних систем технологічними операторами, з якими вони уклали договори про надання послуг. Вони також зобов'язані перевіряти статус технологічних операторів перед

укладенням договорів із ними. Надавачі платіжних послуг несуть відповідальність перед користувачами за дії або бездіяльність своїх працівників, залучених комерційних агентів та надавачів платіжних послуг — посередників, зокрема за невиконання або неналежне виконання платіжних операцій та/або за заподіяну шкоду.

Принцип 10. Захист споживчих активів від шахрайства, афери та нецільового використання

Принцип 10 заохочує юрисдикції запроваджувати механізми захисту споживачів фінансових послуг від шахрайства, афери та нецільового використання їхніх активів.

У 2023 році дані, зібрані НБУ, показали, що приблизно 11% українців стали жертвами шахрайства з початку повномасштабного вторгнення у 2022 році. Користуючись війною та труднощами людей, кримінальні елементи адаптували шахрайські системи та обманювали людей, видаючи себе за банки або обіцяючи фінансову допомогу від держави, міжнародних установ та благодійних організацій. Найчастіше зловмисники обманюють молодих людей віком 18–24 роки (14% респондентів) і людей старших за 65 років (11,5%) (NBU, 2023^[38]).

Шахрайство й афери

Щоб захистити споживачів від шахрайства та афер, Україна вжила низку заходів. Наприклад, НБУ надав українським банкам рекомендації щодо запобігання та протидії шахрайству в банківській системі для посилення їх роботи із запобігання відповідним ризикам шахрайських операцій, зокрема щодо безготівкових розрахунків².

Щодо платежів, Закон України «Про платіжні послуги» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[15]) містить кілька положень для надавачів платіжних послуг щодо захисту споживачів від шахрайства. Наприклад, перед укладенням договору про платіжні послуги надавачі платіжних послуг зобов'язані безкоштовно надати інформацію про порядок взаємодії між надавачем платіжних послуг і користувачем у разі шахрайства (підозри у шахрайстві) або загрози безпеці платіжної операції. Надавач платіжних послуг зобов'язаний застосовувати автентифікацію клієнта під час отримання користувачем доступу до рахунку за допомогою засобів дистанційної комунікації; під час ініціювання дистанційної платіжної операції та в разі підозри вчинення шахрайства (або ризику шахрайства) або інших протиправних дій (або ризику вчинення інших неправомірних дій). Закон також визначає відповідальність за забезпечення безпеки коштів користувачів та/або інформації надавачів платіжних послуг, платників та одержувачів платежів під час здійсненні платіжних операцій, а також емітентів і еквайрів у платіжних системах, торгових агентів або третіх осіб, яким передано певні операційні функції.

Закон також передбачає, що банки та небанківські надавачі платіжних послуг мають забезпечити внутрішню систему управління та контролю, яка гарантуватиме ефективне та розумне управління операційними, кібернетичними й іншими ризиками безпеки, пов'язаними з наданням платіжних послуг.

З метою захисту активів споживачів у недержавних пенсійних фондах Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2003^[10]) встановлює загальні обмеження на інвестиційну діяльність з пенсійними активами недержавного пенсійного фонду та визначає, що у разі припинення діяльності недержавного пенсійного фонду всі пенсійні активи мають бути передані до іншого недержавного пенсійного фонду, визначеного учасником або, якщо учасник не прийняв рішення, до НКЦПФР із повідомленням відповідного учасника.

Для підвищення обізнаності населення про шахрайство та афери в Україні НБУ ініціював інформаційні кампанії, про які йдеться в розділі 5.2.2.

Для протидії кібершахрайству у фінансовому секторі Рада національної безпеки і оборони України та НБУ запустили проєкт Централізованої автоматичної системи DNS-захисту, яка розпізнає ознаки фінансового фішингу та блокує їх. Система пройшла успішне тестування наприкінці 2022 року. На проєкт підписалися найбільші українські оператори телекомунікаційних послуг і послуг доступу до Інтернету

Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2006^[33]) визначає схеми Понці як шахрайство й описує дії, що мають ознаки маніпулювання на організованих ринках, які детально описані у відповідних нормативних актах НКЦПФР. Також визначено відповідальність оператора організованого ринку щодо запобігання, виявлення та усунення підозрілих операцій, а також інформування НКЦПФР про такі підозрілі операції. НКЦПФР визначає та оприлюднює на своєму офіційному вебсайті приблизний перелік ознак створення, функціонування та/або просування схеми Понці.

Гарантування вкладів фізичних осіб у банках

Щодо роздрібних банківських продуктів, то відповідно до Закону України «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2012^[20]), ФГВФО гарантує відшкодування депозитів фізичних осіб у банках за депозитним договором або договором про відкриття рахунку, включно з нарахованими за ними процентів, у разі банкрутства банків (також див. Розділ 2, пункт 2.2.2).

Після початку повномасштабного вторгнення у 2022 році Верховна Рада України ухвалила Закон України «Про внесення змін до деяких законів України щодо забезпечення стабільності системи гарантування вкладів фізичних осіб» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2022^[39]), яким передбачено відшкодування кожному вкладнику банку в повному обсязі (без обмеження суми вкладу та нарахованих за ним відсотків) під час дії воєнного стану в Україні та протягом трьох місяців після його закінчення. Після цього максимальна сума відшкодування вкладу складе 600 000 грн (15 800 дол. США або 14 200 євро станом на 1 січня 2024 року).

Повне відшкодування не застосовується в окремих випадках, визначених Законом України «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб», а також для «резидентів», визначених Законом України «Про основні засади примусового вилучення в Україні об'єктів права власності російської федерації та її резидентів» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2022^[40]).

Принцип 11. Захист даних і конфіденційності споживачів

Принцип 11 визначає очікування щодо захисту фінансової та особистої інформації споживачів. Країни мають встановити механізми, що визначають мету, з якою дані можуть збиратися, оброблятися, зберігатися, використовуватися та розкриватися.

Загальні положення про захист персональних даних

В Україні захист персональних даних регулюється Законом України «Про захист персональних даних», який ґрунтується на старій Директиві 95/46/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 24 жовтня 1995 року про захист фізичних осіб під час обробки персональних даних і вільне переміщення таких даних. Здебільшого у розділах про захист персональних даних споживачів фінансове законодавство посилається лише на Закон України «Про захист персональних даних».

Україна зобов'язується доповнити Закон України «Про захист персональних даних» та/або актуальне законодавство відповідними положеннями Загального регламенту захисту даних (GDPR) для забезпечення повної відповідності положенням GDPR у межах Угоди про асоціацію між Україною та ЄС. На стадії обговорення та ухвалення перебуває законопроєкт, покликаний

розв'язати проблеми, пов'язані з відсутністю ефективної системи захисту персональних даних споживачів і відповідного механізму притягнення до відповідальності за порушення у цій сфері.

Крім того, народні депутати підготували проєкти Законів України «Про захист персональних даних» (реєстраційний № 8153 від 25.10.2022) та «Про Національну комісію з питань захисту персональних даних і доступу до публічної інформації» (реєстраційний № 6177 від 18.10.2021), які ще наразі не були ухвалені Верховною Радою України.

Наразі Уповноважений Верховної Ради України з прав людини виконує деякі функції спеціалізованого органу із захисту даних. Можливості для ефективного захисту прав споживачів щодо персональних даних обмежені. НБУ та Уповноважений Верховної Ради України з прав людини підписали Меморандум про співпрацю щодо захисту персональних даних громадян у 2020 році. У межах цієї співпраці НБУ та Уповноважений Верховної Ради з прав людини обмінюються аналітикою та статистичними даними (зокрема, результатами розгляду звернень громадян щодо захисту персональних даних), розробляють спільні пропозиції до законопроєктів, нормативних актів, державних програм і планів дій, а також проводять спільні заходи.

Галузеве законодавство щодо захисту та розкриття приватної інформації користувачів фінансових послуг.

Галузеве законодавство визначає вимоги щодо захисту та розкриття приватної інформації. Нижче наведено приклади.

- Охорона та розкриття банківської таємниці регулюється Законом України «Про банки і банківську діяльність» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2001^[25]), який передбачає, що банки мають гарантувати конфіденційність банківського рахунку, операцій за рахунком та інформації про клієнтів.
- Закон України «Про внесення змін до деяких законів України щодо удосконалення державного регулювання ринків фінансових послуг» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2023^[17]) змінив межі порядку розкриття банківської таємниці та визначив державні органи, яким може надаватися така інформація.
- Законом України «Про страхування» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[14]) передбачено, що страховик не має права розголошувати третім особам відомості, що становлять страхову таємницю, за винятком випадків, визначених законом.
- Положення про провадження діяльності з адміністрування недержавного пенсійного фонду (Verkhovna Rada of Ukraine, 2014^[41]) передбачає вимоги щодо захисту інформації в системі персоналізованого обліку.
- Закон України «Про внесення змін до деяких законів України щодо захисту споживачів при врегулюванні простроченої заборгованості» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[42]) встановлює певні правила щодо обробки персональних даних у контексті процедури врегулювання заборгованості, зокрема обмеження на обробку окремих категорій персональних даних споживача та третіх осіб, а також порядок відкликання згоди.
- Законом України «Про фінансові послуги та фінансові компанії» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[13]) передбачено, що надання фінансових послуг та посередницька діяльність передбачає захист і збереження відомостей, що становлять таємницю фінансової послуги, та визначено вимоги щодо збереження таємниці фінансової послуги.

НБУ також відповідає за державне регулювання діяльності кредитних бюро в Україні (з 2020 року). Відповідно до Закону України «Про організацію формування та обігу кредитних історій» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2005^[43]), НБУ розробляє нормативно-правові акти щодо діяльності бюро кредитних історій і контролює відповідність діяльності бюро вимогам цього Закону.

Принцип 12. Розгляд скарг і відшкодування

Принцип 12 передбачає, що споживачі мають мати доступ до відповідних механізмів розгляду скарг і відшкодування, які є доступними, недорогими, незалежними, справедливими, підзвітними, своєчасними й ефективними.

Закон України «Про звернення громадян» регулює загальні процедури розгляду скарг споживачів надавачами фінансових або платіжних послуг і зацікавленими державними органами (Verkhovna Rada of Ukraine, 1996^[44]). Окремі норми Закону України «Про захист прав (Verkhovna Rada of Ukraine, 2023^[45]) споживачів» стосуються розгляду скарг споживачів.

Законодавство України не передбачає конкретного порядку, за яким споживачі мають звертатися до надавачів фінансових послуг, відповідних регуляторів ринку чи судів чи інших органів позасудового врегулювання спорів. Наразі в українському законодавстві не передбачено спеціальної процедури альтернативного врегулювання спорів (АПС) для врегулювання спорів, пов'язаних із фінансовими чи платіжними послугами.

Обробка скарг надавачами фінансових або платіжних послуг

Споживачі в Україні можуть подавати скарги безпосередньо до надавача фінансових або платіжних послуг. Звернення може бути подано споживачем усно через контакт-центри, як-от «гарячі лінії», або письмово, з можливістю подання на пошті або в приміщенні надавача фінансових чи платіжних послуг. Загальний строк розв'язання питань, порушених у всіх видах звернень, не може перевищувати сорока п'яти днів.

Для врегулювання процедури розгляду банками скарг споживачів НБУ видав рекомендації, які передбачають впровадження внутрішнього процесу розгляду скарг, інформування споживачів про цей процес перед наданням будь-яких послуг і під час укладення договору. Це також вимагає документування процедури та чіткого визначення повноважень і обов'язків осіб, які беруть участь у розслідуванні скарг клієнтів.

Також НБУ вимагає від банків публікувати на своїх сайтах інформацію про порядок розгляду скарг споживачів (NBU, 2019^[46]).

Що стосується небанківських надавачів фінансових послуг, українські закони та нормативні акти визначають спеціальні вимоги.

- НБУ вимагає від небанківських установ оприлюднити інформацію щодо порядку розгляду скарг споживачів щодо споживчого кредитування (НБУ, 2021).
- Перед укладенням договору страхування страховики або страхові посередники мають проінформувати споживачів про порядок розгляду скарг зі страховиком і страховими посередниками (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[14]).
- Перед підписанням договору про надання платіжних послуг надавачі платіжних послуг зобов'язані розкрити процедуру розв'язання питань, пов'язаних із відхиленими, помилковими або неналежними транзакціями, а також процес запиту компенсації за збитки, спричинені платіжною транзакцією (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[15]).
- Закон України «Про фінансові послуги та фінансові компанії» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[13]) також вимагає від фінансового надавача повідомляти споживачам про наявні механізми розгляду скарг, зокрема про можливість і порядок розгляду скарг споживачів у позасудовому порядку.
- Що стосується діяльності на ринку капіталу, умови ліцензування НКЦПФР вимагають від ліцензіатів створення спеціального підрозділу або призначення відповідального працівника для розгляду скарг споживачів. Відповідні нормативно-правові акти НКЦПФР також

вимагають від фахівців, що працюють на ринку капіталу, затвердження внутрішніх документів, що визначають процедуру розгляду скарг.

Розгляд скарг контролюючими та наглядовими органами

НБУ та НКЦПФР поділяють відповідальність за розгляд скарг споживачів фінансових послуг у рамках своїх регуляторних та наглядових функцій відповідно до розподілу повноважень, визначеного Законом України «Про фінансові послуги та фінансові компанії» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2021^[13]).

Національний банк України (НБУ)

Споживачі можуть звертатися зі скаргами щодо кредитів, роздрібних банківських послуг, платежів і страхування до Управління захисту прав споживачів фінансових послуг НБУ. Споживачі можуть подати скаргу різними способами, наприклад, онлайн, через телефонну «гарячу лінію» НБУ, письмово або особисто. Рішення, ухвалені після скарги, не є обов'язковими для відповідних надавачів фінансових або платіжних послуг. Розгляд скарг споживачів здійснюється відповідно до Закону України «Про звернення громадян» (Verkhovna Rada of Ukraine, 1996^[44]) і внутрішнього розпорядку НБУ. Інформація про порядок подання скарг доступна на сайті НБУ та сторінках у соціальних мережах.

У 2022 році до НБУ надійшло приблизно 17 620 скарг від фізичних і юридичних осіб, які здебільшого стосувалися споживчого кредитування й іпотеки, потім йдуть скарги щодо роздрібно-банківського обслуговування та страхування. Кількість скарг, які надійшли у 2022 році, зменшилася, як порівняти з 2021 роком, коли їх було 36 630 (OECD, 2024^[47]). Велика кількість скарг на апеляції у 2021 році переважно пов'язана з наслідками реформи фінансової системи в Україні у 2020 році, під час якої НБУ став регулятором небанківських фінансових установ з метою вдосконалення та зміцнення їх нормативно-правової бази. Ці зміни супроводжувалися загальнонаціональною комунікаційною кампанією «Знай свої права», спрямованою на популяризацію захисту прав споживачів у сфері фінансових послуг (NBU, 2020^[48]). Інформацію також оприлюднили на сайті НБУ. Як наслідок, до НБУ зростає кількість скарг на небанківські фінансові установи, кількість яких у 2022 році стабілізувалася та зменшилася.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР)

Споживачі можуть подавати скарги до НКЦПФР як у паперовій формі, так і онлайн через вебпортал регулятора відповідно до Закону України «Про звернення громадян» (Verkhovna Rada of Ukraine, 1996^[44]). НКЦПФР розглядає скарги в межах своєї юрисдикції та вживає необхідних заходів відповідно до законодавства, що регулює ринки капіталу та організовані товарні ринки.

5.2.2. Фінансова грамотність в Україні

Фінансово грамотні споживачі краще готові ухвалювати обґрунтовані рішення щодо витрат, заощаджень та інвестування, що призводить до більшої фінансової стійкості та добробуту (OECD, 2023^[4]; 2020^[5]). Фінансова грамотність також має вирішальне значення для власників мікро- та малого бізнесу для ефективного управління фінансами свого бізнесу, розгляду варіантів фінансування та розвитку свого бізнесу (OECD, 2021^[49]). У контексті поточної війни фінансова грамотність може допомогти українцям зміцнити свою фінансову стійкість перед лицем фінансового тиску та труднощів, а також надати їм знання та навички, які допоможуть їм вживати обґрунтованих і активних кроків для відновлення та повернення фінансового добробуту.

Протягом останніх років Україна докладала постійних зусиль для оцінювання та підвищення рівня фінансової грамотності серед свого населення, а також зробила кроки для посилення співпраці з

ОЕСР у цій сфері політики. Україна також розробила політику та практику фінансової грамотності, переважно відповідно до Рекомендації ОЕСР щодо фінансової грамотності. Водночас Україна не є прихильником Рекомендації ОЕСР щодо фінансової грамотності, яка є провідним стандартом фінансової грамотності. Україна висловила зацікавленість у дотриманні Рекомендацій ОЕСР щодо принципів високого рівня захисту прав споживачів фінансових послуг у межах Програми ОЕСР для України (OECD, 2023^[6]) та як зазначено в Плані дій щодо реалізації Програми ОЕСР для України, який було ухвалено постановою Кабінету Міністрів України (Verkhovna Rada of Ukraine, 2023^[50]).

НБУ є повноправним членом Міжнародної мережі фінансової освіти ОЕСР (OECD/INFE) з 2018 року й активно бере участь у робочих групах OECD/INFE, як-от робоча група з цифрової фінансової грамотності. НКЦПФР та Державна установа «Офіс сприяння підприємству та експорту» Міністерства економіки України є постійними членами OECD/INFE.

З 2023 року Україна співпрацює з ОЕСР у рамках другого етапу Проєкту технічної допомоги з фінансової освіти в межах програми Міністерства фінансів Нідерландів, що здійснюється за фінансової підтримання Міністерства фінансів Нідерландів. Проєкт триває з 2023 по 2027 роки, у ньому беруть участь десять країн, серед яких і Україна. Проєкт пропонує практичну допомогу в проведенні досліджень щодо фінансової грамотності дорослих, підтримує реалізацію політики фінансової грамотності через спільного навчання та заходів з розвитку потенціалу, адаптованих до потреб країн-учасниць, а також покращує обмін знаннями та комунікацію щодо передового досвіду, пов'язаного з національними стратегіями фінансової грамотності.

У цьому розділі описується поточна ситуація щодо стану впровадження політики та практики фінансової грамотності відповідно до Рекомендації ОЕСР стосовно фінансової грамотності (2020).

Рівень фінансової грамотності в Україні

Рекомендація ОЕСР щодо фінансової грамотності (Рекомендація FL) наголошує, що базові та регулярні опитування, дослідження та експерименти є важливими інструментами для впровадження політики та програм фінансової грамотності, що ґрунтуються на фактах. В останні роки в Україні було докладено важливих зусиль для оцінювання та моніторингу рівня фінансової грамотності на національному рівні. Це надзвичайно важливо для виявлення прогалин і розроблення ефективної національної стратегії фінансової грамотності.

У цьому пункті описані деякі ключові заходи зі збору даних, які проводяться різними зацікавленими сторонами в Україні, і наведено короткий огляд результатів.

Діяльність зі збору даних

НБУ у співпраці з USAID провів два дослідження фінансової грамотності та фінансової інклюзії серед дорослого населення у 2018 та 2021 роках за методологією OECD/INFE. Це дозволило Україні порівняти себе з країнами, які брали участь у навчаннях зі збору даних OECD/INFE у 2016 та 2020 роках, результати яких були представлені у відповідних звітах (USAID, 2021^[3]).

У 2023 році ФГВФО спільно з USAID провів загальнонаціональне опитування щодо оцінювання рівня поінформованості населення про систему гарантування вкладів серед дорослого населення, яке має банківські рахунки та/або користується різними фінансовими послугами.

У 2023 році Незалежна асоціація банків України (НАБУ) провела дослідження щодо кредитної поведінки під час війни серед споживачів банків-учасників Асоціації (NABU, 2023^[22]). Міністерство цифрової трансформації України впровадило національні опитування щодо цифрової грамотності серед дорослого населення (Ministry of Digital Transformation of Ukraine, 2023^[51]). Результати цих досліджень були використані для планування діяльності з фінансової освіти в країні.

У 2023 році НБУ за підтримки проєкту USAID «Інвестиції для сталого розвитку бізнесу» провів перше національно-репрезентативне опитування населення України щодо безпеки платежів та правил боротьби з шахрайством. Метою було визначити рівень знань українців у сфері безпеки платежів і виявити прогалини у цій сфері.

НБУ спільно з Міністерством освіти і науки та Junior Achievement Ukraine у квітні 2024 року провели дослідження для оцінювання фінансової грамотності десятикласників за методикою, натхненною оцінюванням фінансової грамотності OECD PISA. Результати ще не опубліковані. Мета — оцінити рівень фінансової грамотності учнів до включення фінансової грамотності в шкільну програму, як описано в наступному пункті (Політика та практика фінансової грамотності в Україні). Подальше дослідження заплановано на 2027 рік.

Огляд рівня фінансової грамотності дорослих в Україні

У 2021 році середній бал фінансової грамотності в Україні серед дорослих становив 58 зі 100 (USAID, 2021^[3]), що нижче показника 2023 року для країн ОЕСР, для яких доступні дані (63 зі 100) (OECD, 2023^[4]). Бал фінансової грамотності в Україні у 2021 році трохи покращився, як порівняти з результатом 2018 року, коли він був 55 зі 100.

Загальний показник фінансової грамотності українських жінок суттєво не відрізняється від показника українських чоловіків. Низькі показники спостерігалися серед молоді 18–24 років (54 бали зі 100) та осіб 60–79 років (55 балів зі 100 у 2021 році).

Оцінювання фінансової грамотності можна розбити на три компоненти: фінансові знання, поведінка та ставлення.

- Фінансові знання дорослих оцінюються за допомогою запитань про основні фінансові поняття, як-от інфляція, прості та складні відсоткові ставки, ризики та прибуток. Середній бал фінансових знань в Україні у 2021 році склав 61 зі 100, що є нижчим за середній бал ОЕСР у 2023 році (67 зі 100 у країнах-учасницях ОЕСР). Приблизно 48% дорослого населення України правильно відповіли принаймні на 5 із 7 запитань знань (що вважається мінімальним показником) у 2021 році проти 43% у 2018 році. Приблизно 48% дорослого населення України правильно відповіли принаймні на 5 із 7 запитань знань (що вважається мінімальним показником) у 2021 році проти 43% у 2018 році.
- Фінансова поведінка оцінюється за допомогою питань про заощадження та довгострокове планування, здійснення зважених покупок та відстеження грошових потоків. Україна набрала 61 зі 100 у 2021 році, що подібно до середнього показника по ОЕСР (62 бали) у 2023 році.
- Фінансове ставлення оцінюється за допомогою запитань, спрямованих на визначення орієнтації людей на витрачання грошей у короткостроковій перспективі, а не на довгострокове планування. У 2021 році середній бал в Україні становив 50 балів зі 100, що нижче показника ОЕСР у 2023 році (58 балів).

Хоча за останні роки загальний рівень фінансової грамотності дорослих в Україні дещо покращився, дослідження фінансової грамотності USAID, проведене у 2021 році, виявило деякі прогалини (USAID, 2021^[3]).

- У 2021 році фінансова грамотність молоді та людей похилого віку була нижчою, ніж у дорослих середнього віку.
- Рівень фінансової грамотності населення України у 2021 році був пов'язаний із рівнем освіти та доходів.
- Результати опитування також задокументували розрив у фінансовій грамотності між сільським (56 балів зі 100) і міським населенням (60 балів зі 100).

- Рівень фінансової грамотності відрізнявся від одного регіону до іншого, причому Північний і Центральний регіони отримали нижчі показники, ніж загальне населення.
- Менш обізнані в цифрових технологіях люди показали набагато нижчий показник фінансової грамотності (47 балів зі 100), ніж середній (58 балів зі 100).
- Результати опитування показали, що заощадження мали переважно короткостроковий характер: 41% дорослих могли покрити витрати на проживання протягом одного місяця у разі втрати основного джерела доходу, а 41% — від одного до шести місяців. Лише 7% повідомили, що можуть покривати свої витрати більше ніж на півроку.
- Результати дослідження також показали обмежене планування виходу на пенсію та відсутність довіри до пенсійної системи. Майже три чверті дорослих (71%) розраховували отримати державну пенсію. Однак отримання державної пенсії передбачає значне падіння доходу, здебільшого через загалом низький рівень державних пенсій у більшості випадків. Українці з вищими доходами рідше, ніж люди з низькими доходами, розраховували покладатися на державну пенсію, і більш імовірно поклалися на власні ресурси. У 2021 році третина дорослих (33%) планувала працювати після виходу на пенсію, приблизно 15% планували розраховувати на родичів і заощадження, приблизно 5% — на дохід від власного бізнесу чи інших активів, приблизно 3% — на отримання доходу. пенсія з недержавного пенсійного фонду.

Політика та практика фінансової грамотності в Україні

У цьому пункті розглянуто політику та практику фінансової грамотності в Україні, включно з національною стратегією фінансової грамотності, заходами, спрямованими на конкретні цільові аудиторії та теми, а також діяльністю з оцінювання, яку проводять різні зацікавлені сторони.

Національна стратегія розвитку фінансової грамотності України до 2030 року (НСРФ).

Рекомендація FL наголошує на важливості стратегічного підходу до фінансової грамотності та заохочує розроблення національних стратегій фінансової грамотності, які створюють ефективні механізми координації та залучають усіх відповідних зацікавлених сторін.

Національну стратегію розвитку фінансової грамотності України до 2030 року (НСФГ) було схвалено в березні 2024 року на 2024–2030 роки (НБУ, 2024^[27]) Міжвідомчою робочою групою під керівництвом НБУ у складі Фонду гарантування вкладів фізичних осіб; НКЦПФР; Міністерство освіти і науки України; Міністерство економіки України; Міністерство цифрової трансформації України; та Державна установа «Офіс сприяння підприємству та експорту». Кожен член Міжвідомчої робочої групи також окремим офіційним рішенням ухвалив НФЛС.

НФЛС побудовано на основі попередньої Національної стратегії фінансової грамотності, яку реалізував НБУ на 2019–2023 роки.

Механізми управління та роль зацікавлених сторін у НСФГ

НБУ ініціював розроблення НФЛС та очолює Міжвідомчу робочу групу, виконуючи функції секретаріату та організовуючи її засідання. Контроль за впровадженням НФЛС до 2030 року покладено на Міжвідомчу робочу групу.

Інші державні, приватні та некомерційні організації (включно з представниками органів місцевого самоврядування, різних навчальних закладів, асоціацій фінансових, банківських і небанківських установ, НУО, експертами фінансового ринку, ЗМІ тощо) входять до складу консультативної (дорадчої) платформи, яка бере участь у розробці програм фінансової освіти, які проводимуться в межах НСФГ в Україні.

Цілі НСФГ

Основні цілі стратегії згруповані в п'ять категорій:

- розробка якісних базових фінансових освітніх матеріалів і програм та їх поширення серед відповідних цільових груп;
- просування поведінки, яка сприятиме здоровому та відповідальному фінансовому життю;
- надання підприємцям фінансових знань і навичок;
- розширення цифрової фінансової грамотності населення;
- створення сприятливої екосистеми, яка сприятиме фінансовій грамотності.

Дорожня карта

НСФГ містить дорожню карту, що визначає програми та заходи, а також обов'язки різних зацікавлених сторін для досягнення п'яти цілей НСФГ. Заходи та програми з фінансової грамотності в межах дорожньої карти заплановані на період з 2024 по 2030 рік.

Ресурси та фінансування

Для реалізації програм і діяльності в межах НСФГ буде мобілізовано сукупність таких ресурсів:

- ресурси державних установ, які беруть участь у реалізації НСФГ у межах повноважень, визначених законодавством України;
- ресурси від міжнародних і українських донорських організацій, які бажають підтримати певну діяльність НСФГ, узгоджуючи її з відповідними місіями та сферами діяльності;
- ресурси від постачальників фінансових послуг, які організують і фінансують освітні ініціативи, покликані підвищити фінансову грамотність населення і сприяти відповідальному використанню фінансових послуг;
- ресурси від інших організацій, які можуть зробити внесок у впровадження НСФГ на добровільній основі, поширюючи інформацію та матеріали для підвищення обізнаності, пропонуючи приміщення та/або надаючи персоналу доступ до освітніх заходів.

Моніторинг і оцінювання НСФГ

На Міжвідомчу робочу групу покладено контроль за впровадженням НСФГ шляхом збору й аналізу інформації про вжиті заходи щодо підвищення фінансової грамотності населення. Крім того, НСФГ визначає 10 показників для досягнення основних цілей стратегії та їх проміжні цільові рівні. За цими показниками буде оцінюватись ефективність НСФГ. Ці показники мають бути переглянуті на початку 2026 року за результатами другого загальнонаціонального дослідження фінансової грамотності, запланованого на 2025 рік.

Задоволення потреб у фінансовій грамотності відповідних цільових аудиторій

Рекомендація ФГ заохочує юрисдикції визначати відповідні цільові аудиторії та звертатися до них за допомогою ефективних ініціатив з урахуванням їхніх конкретних обставин.

Відповідно до цього НФЛС України фокусується на кількох цільових групах: діти та молодь; вчителі та вихователі; доросле населення; власники мікропідприємств. У наступних розділах описано основні ініціативи, реалізовані на цей момент для задоволення потреб у фінансовій грамотності відповідних цільових груп.

Діти й молодь

Дослідження фінансової грамотності (USAID, 2021^[3]) USAID у 2022 році виявило необхідність підвищення рівня фінансової грамотності серед молоді. У НСФГ діти й молодь віком від 5 до 24 років є основною цільовою групою. В Україні ініціативи щодо підвищення фінансової грамотності дітей та молоді включають запровадження обов'язкового предмета в школах, організацію інформаційно-просвітницьких кампаній на всіх рівнях освіти (від дошкільної освіти до університетів) та проведення навчальних курсів для вчителів, як описано нижче.

- **Впровадження фінансової грамотності як предмета в школі:** однією з основних заходів НСФГ є запровадження обов'язкового курсу «Підприємливість та фінансова грамотність» у всіх українських школах у восьмому класі з 2025 року та в дев'ятому класі з 2026 року під керівництвом Міністерства освіти і науки України. В Українському національному університеті підготовлено типову навчальну програму з цього предмету, затверджену МОН. НБУ готує підручники для 8 і 9 класів, а також онлайн-курси для дітей і вчителів. У межах освітньої реформи «Нова українська школа (НУШ)» Міністерство освіти і науки України планує розширити курс «Підприємливість та фінансова грамотність» для 10 та 11 класів. Факультативи з фінансової грамотності для 10 та 11 класів (старшокласники) з 2019 року вже викладаються в 10–15% шкіл.
- **Просвітницька та позакласна робота:** НБУ у співпраці з місцевими та міжнародними зацікавленими сторонами (наприклад, USAID, Незалежною асоціацією українських банків тощо) залучає дітей і молодь під час різноманітних просвітницьких заходів, як-от Global Money Week, European Money Quiz, День банківського працівника, День гривні (день національної валюти) тощо, а також через Музей грошей НБУ. Інформація поширюється через сайт фінансової освіти TALAN, соціальні мережі, інформаційний бюлетень для вчителів та інформаційні канали МОН.

Global Money Week — це найбільша освітня ініціатива для дітей та молоді в Україні, до якої Україна бере участь з 2014 року. НБУ є національним координатором кампанії та співпрацює з основними зацікавленими сторонами, як-от ФГВФО, банки та представники фінансового сектора.

У 2023 році ФГВФО спільно з Управлінням освіти і науки Криворізької міської ради та ПриватБанком ПУМБ створили клуби фінансової освіти в середніх школах Кривого Рогу. У 2024 році в криворізьких ліцей у межах пілотного проєкту працюють 20 клубів фінансової освіти. Ці клуби працюють у межах спеціалізованої програми, яка включає в себе інноваційні методики навчання та узгоджується з Українською системою фінансових компетенцій дітей і молоді.

Вчителі/вихователі

Вчителі й вихователі є важливою цільовою групою НСФГ, оскільки вони відіграють важливу роль у викладанні фінансової освіти в школах. Впроваджується кілька ініціатив, спрямованих на навчання вчителів в Україні для покращення їхніх фінансових і педагогічних знань і навичок, а також для ефективного надання фінансової освіти в школах. Ініціативи описано нижче.

- НБУ створив спеціальний сайт для вчителів TALAN Financial Knowledge Centre, на якому розміщено навчальні матеріали з фінансової грамотності, які вчителі можуть використовувати для підготовки уроків. Вебсайт реєструє від 3000 до 5000 відвідувань на день. Вебсайт просувається через соціальні мережі та щомісячну розсилку.
- Наприкінці 2023 року НБУ створив онлайн-курс фінансової освіти для освітян, за успішним проходженням якого видається сертифікат. На курс вже зареєструвалося понад 14 300 вчителів, а за два місяці його пройшли та отримали сертифікат понад 4000 вчителів. Курс розроблено за підтримки Міжнародної фінансової корпорації (IFC) у партнерстві з

Державним секретаріатом з економічних питань Швейцарії (SECO) і Фондом належного управління Великої Британії (GGF).

- Протягом 2022–2023 років ФГВФО у співпраці з регіональними інститутами післядипломної педагогічної освіти організував приблизно 200 онлайн-навчань з фінансової грамотності для понад 5000 українських вчителів.
- ФГВФО, НБУ, НКЦПФР та МОН розробили Рамку фінансових компетенцій дітей та молоді, яку вчителі можуть використовувати для розроблення своїх програм. Її було представлено на конференції для освітян у межах Global Money Week у березні 2024 року.

Дорослі

Нещодавні опитування показали, що загальний рівень фінансової грамотності дорослого населення в Україні зріс, але він усе ще нижчий за середній рівень по ОЕСР. У результаті кілька зацікавлених сторін реалізували ініціативи щодо підвищення фінансової грамотності дорослого населення, з особливим акцентом на працездатному населенні, внутрішньо переміщених особах, ветеранах, пенсіонерах. Кожна з цих груп постає перед специфічними проблемами, як-от підвищена вразливість до шахрайства або низький рівень фінансової грамотності, що вимагає цілеспрямованої підтримки. Нижче наведено приклади програм, які реалізують НБУ та ФГВФО.

- У 2022 році робоча група під керівництвом ФГВФО у співпраці з НБУ та НКЦПФР розробила Рамку фінансових компетенцій для дорослих. Основу було розроблено й адаптовано до українського контексту на основі найкращих практик ОЕСР та ЄС, включно з Рамкою фінансової компетенції для дорослих у Європейському Союзі (EU, OECD, 2022^[52]).
- У 2023 році НБУ запустив вебсайт з фінансової освіти для дорослих під назвою Harazd (NBU, 2023^[53]), створений за підтримки Міжнародної фінансової корпорації (IFC) у межах чотирирічної Програми технічної допомоги фінансової інклюзії для економічного зростання (у партнерстві зі Швейцарською державою Секретаріату з економічних питань (SECO) і Фонду належного врядування Великої Британії (GGF)). Проект підтримано Проектом технічної допомоги Європейського Союзу «Посилення регулювання та нагляду за небанківським фінансовим ринком (EU-FINREG)». Вебсайт містить практичну інформацію про управління грошима, фінансове планування, безпеку платежів і шахрайство, а також фінансові послуги, як-от депозити, позики, страхування. Користувачі також можуть перевірити свої фінансові знання на вебсайті. Державні установи, банки та банківські асоціації, страхові асоціації тощо беруть участь у підвищенні обізнаності про вебсайт Harazd серед громадськості.
- НБУ проводить щорічні інформаційні кампанії щодо підвищення обізнаності щодо фінансових махінацій і шахрайства. Наприклад, у 2023 році НБУ спільно з ООН та Міністерством оборони організували інформаційно-просвітницьку кампанію GoodbyeToFraud для всього населення, з особливим акцентом на внутрішньо переміщених особах, військовослужбовцях і ветеранах війни. Метою було поінформувати людей про схеми шахрайства з платежами, націлені на ці групи, і про правила безпеки платежів. У межах кампанії НБУ разом із партнерами інформували громадян про те, як захиститися від платіжних шахрайств, зокрема через оновлену тематичну сторінку #GoodbyeToFraud з детальною інформацією про акцію.
- У 2024 році НБУ спільно з Державною службою спеціального зв'язку та захисту інформації України проводять інформаційну кампанію щодо безпеки платежів (#Кібербезпекафінансів, #cybersecurityinfinance) для всього населення. Його мета — підвищити обізнаність громадян щодо безпеки платежів і розвинути навички захисту фінансових даних у віртуальному просторі. У межах кампанії НБУ запустив спеціальну вебсторінку «Кібербезпека фінансів» (NBU, 2023^[53]) з детальною інформацією про акцію.

- У 2023 році НБУ запустив соціальну газету «Фінансова мудрість для пенсіонерів», яку безкоштовно розповсюджують пенсійні фонди по всій Україні. Кожне видання друкується тиражем 500 000 примірників. У цій газеті НБУ порушує питання платіжного шахрайства та захисту прав споживачів, навчаючи людей похилого віку цифровій фінансовій грамотності.
- У 2021 році ФГВФО створив Лігу амбасадорів фінансової освіти для підвищення обізнаності про систему гарантування вкладів на регіональному рівні. Наразі асоціація налічує 94 члени, які системно й активно сприяють фінансовій освіті через різноманітні освітні заходи, включно з онлайн-сесії, ігрові заходи та конференції по всій Україні.
- Також ФГВФО запустив «Національний проєкт з фінансової грамотності 2.0» у партнерстві з ГО «Бізнес Клуб Партнер». Метою є створення мережі центрів фінансової освіти на регіональному рівні, орієнтованих на різні вікові та соціально-демографічні групи, з метою підвищення рівня їх фінансової грамотності.
- ФГВФО розробив освітній вебсайт під назвою Savings Guide, щоб сприяти розумінню системи гарантування вкладів і вдосконалювати фінансові знання громадян щодо заощаджень та управління грошима. Крім того, ФГВФО запустив освітню кампанію «Фінкульт», яка включає інформаційні сторінки про фінансову грамотність у соціальних мережах, а також спеціальний YouTube-канал.

ММСП

- Кінцевою цільовою групою НСФГ є власники мікропідприємств. Одна з причин націлювання на них полягає в тому, щоб спонукати їх розрізняти управління особистими фінансами від ділових. Наразі планується створити структуру компетенції фінансової грамотності, адаптовану до мікропідприємців, розробити різні навчальні інструменти та провести детальне дослідження для оцінювання їхніх конкретних потреб у фінансовій грамотності.
- Державна установа «Офіс сприяння підприємництву та експорту» реалізувала кілька проєктів для ММСП спільно з міжнародними організаціями та приватним сектором, зокрема:
 - Серія «Фінансова грамотність для підприємців» із 20 освітніх відео, спрямована на потенційних і чинних підприємців. Освітня програма Le Financier, яка зосереджується на специфіці фінансового менеджменту, трендах українського підприємництва, технологічних рішеннях і маркетингових стратегіях. Також вона доступна на платформі національного проєкту для підприємців «Дія.Бізнес» (Diia Business, 2024^[54]). З 2023 року було організовано приблизно 90 семінарів. У 2023 році в програмі взяли участь приблизно 3800 осіб.
 - Серія вебінарів «Інтернет до бізнесу доведе: 10 кроків до продажів онлайн» для ММСП та тих, хто планує відкрити бізнес, організованих у 2024 році. Вона також доступна на платформі «Дія.Бізнес». Однією з тем програми є онлайн-платежі та цифрові платежі.
 - Онлайн-сервіс Financial Opportunities Marketplace for Businesses для підприємців, який допоможе отримати доступ до фінансування. Сервіс надає інформацію про понад 470 фінансових програм, спрямованих на розвиток і розширення бізнесу, включно з даними про кредити, лізинг, гранти, державні та міжнародні програми фінансової підтримки. Крім того, користувачі можуть отримати безкоштовні консультації з правових і фінансових аспектів ведення бізнесу у воєнний час.

Програми фінансової грамотності для окремих фінансових секторів

Рекомендація щодо ФГ також виступає за розроблення програм фінансової грамотності для підтримання прийняття рішень у різних фінансових секторах, включно з заощадженнями, кредитуванням, інвестиціями, страхуванням, пенсіями.

Освітні програми в Україні постійно передбачають різні тематичні заходи, спрямовані на бюджетування, кредитування, заощадження, страхування, цифровізацію фінансів та інші теми. Зокрема, вебсайти фінансової грамотності для громадськості Nagazd і вебсайт для вчителів TALAN містять спеціальні матеріали на ключові фінансові теми, як-от складання бюджету, заощадження, управління боргом, страхування, довгострокове планування та вихід на пенсію, а також цифровізація фінансів. Ці теми також обговорювалися під час різноманітних загальнонаціональних інформаційних кампаній, як-от кампанія з управління боргом у 2022 році (NBU, 2022^[55]), платіжного шахрайства (NBU, 2023^[56]) у 2023 році, безготівкових розрахунків і заощаджень та інвестицій під час Міжнародного дня заощаджень.

НБУ в співпраці з Міністерством цифрової трансформації також розробив чотири освітні курси з цифрової фінансової грамотності для різних цільових аудиторій.

Оцінювання впливу ініціатив з фінансової грамотності

В Україні немає визначеного єдиного підходу до оцінювання впливу програм фінансової грамотності. Здебільшого програми в Україні моніторяться за кількістю учасників (пряме охоплення), кількістю повідомлень, донесених за допомогою інформаційних кампаній (непряме охоплення), а також за допомогою опитувань учасників. Для кількох програм НБУ проводив тематичні опитування, як-от нещодавнє соціологічне дослідження щодо безпеки платежів у 2023 році, яке показало, що під час просвітницької кампанії GoodbyeToFraud 70% населення чули про правила безпеки платежів, а 20% запам'ятали назву компанії. Проте виявляється, що жодні програми фінансової освіти в Україні не оцінюються суворо.

5.3. Основні проблеми

У цьому розділі викладено ключові проблеми, визначені за результатами картографування, включно з кількома прогалинами або сферами потенційних покращень, усунення яких може бути корисним для України.

Поточна війна й обмеження воєнного стану, запроваджені у 2022 році, можуть змінити пріоритети й призвести до ухвалення окремих законів і нормативно-правових актів чи впровадження програм фінансової грамотності населення, відтак перешкоджаючи заходам, спрямованим на розв'язання цих проблем.

5.3.1. Виклики, пов'язані із захистом споживачів фінансових послуг

Оскільки картографування показало, що принципи FCP впроваджені в Україні частково, є низка прогалин і сфер, які можна покращити. Їх узагальнено нижче.

Принцип 1. Правова, нормативна та наглядова база

В Україні є комплексна законодавча база для захисту споживачів фінансових послуг, яка була підкріплена діями щодо узгодження українського законодавства з відповідними директивами ЄС, включно з положеннями, що стосуються захисту споживачів фінансових послуг. У зв'язку з основними реформами в українському секторі фінансових послуг у 2020 році лише нещодавно (у 2022–2024 роках) було ухвалено кілька українських законів і нормативних актів, які встановлюють нові правила для відповідних учасників ринку та розширюють спектр їх діяльності. Тому важливою проблемою є забезпечення ефективного впровадження та виконання цих нових правил.

Водночас Україні ще потрібно зробити певний шлях, щоб узгодити своє законодавство з Принципами FCP, а також із законодавством ЄС щодо захисту споживачів фінансових послуг,

наприклад щодо заходів, які підтримують вразливих споживачів у доступі до основних фінансових послуг, як-от базові рахунки, або щодо порівнянності комісій, пов'язаних із платіжними рахунками, перемиканням платіжних рахунків і доступом до платіжних рахунків з основними функціями (Директива 2014/92/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 23 липня 2014) або пов'язані з кредитним договором для споживачів щодо житлової нерухомості (Директива 2014/17/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 4 лютого 2014 р.). Ці виклики також стосуються тих, що згадані в Принципах 3 і 5 нижче.

Принцип 2. Органи нагляду

Відповідно до нещодавніх реформ у фінансовому секторі у 2020 році НБУ та НКЦПФР отримали додаткові повноваження щодо регулювання та нагляду, розширивши коло їхніх обов'язків щодо захисту споживачів фінансових послуг.

Отже, залишається визначити, наскільки ефективними є ці повноваження з погляду їх обсягу, а також ресурсів і можливостей відповідних органів нагляду та ефективності їх діяльності з нагляду за поведінкою на ринку. Що стосується співпраці з іншими органами нагляду за фінансовими послугами, а також між органами чи відомствами, що відповідають за галузеві питання, НБУ та НКЦПФР заохочується і далі зміцнювати механізми взаємодії між собою та іншими відповідними органами. НКЦПФР також заохочується посилити співпрацю з Уповноваженим Верховної Ради України з прав людини у 2020 році щодо питань захисту даних.

Що стосується підтримки інноваційних технологій, регуляторна платформа («пісочниця») для тестування сервісів, технологій та інструментів на фінансових і платіжних ринках обмежена лише для надавачів фінансових і платіжних послуг, які регулюються НБУ. Для надавачів фінансових послуг, які регулюються НКЦПФР і пропонують роздрібні інвестиційні послуги, пенсійні заощадження та пенсійні продукти, регуляторна платформа недоступна. Це створює розрив у термінах розроблення та впровадження інноваційних технологій для цих секторів.

Принцип 3. Доступ та інклюзія

В Україні рівень фінансової інклюзії залишається низьким, як порівняти з країнами ОЕСР та ЄС. Попри зусилля України щодо покращення фінансової доступності, певні проблеми залишаються. Основною проблемою є те, що низький рівень довіри населення до фінансової системи та низький рівень фінансової грамотності (як описано в розділі 5.2.2), усе ще стримують її зростання.

Згідно із загальнонаціональним опитуванням, проведеним ФГВФО та USAID у 2023 році, третина респондентів заявили, що не довіряють банкам, а 40% повідомили, що не зберігають свої гроші в банках (DGF, 2024^[23]). Не кращою була ситуація і до війни, до 2022 року 59% громадян зберігали свої заощадження готівкою (USAID, 2021^[3]). Певною мірою низька довіра до фінансової системи пов'язана з фінансовими кризами 1998, 2008, 2014 років, під час яких багато українців втратили свої заощадження.

Відсутні заходи для підтримання вразливих споживачів у доступі до основних фінансових послуг, як-от базові рахунки, як зазначено в Принципі 1.

Іншою проблемою є недостатня обізнаність про наявні механізми захисту споживачів фінансових послуг та заходи, вжиті з початку повномасштабного вторгнення, що може перешкоджати використанню фінансових послуг. Наприклад, за даними загальнонаціонального опитування у 2023 році майже 50% респондентів не знали про систему гарантування вкладів, а 80% не знали про запровадження повної компенсації за вкладами фізичних осіб у банках у період воєнного стану (DGF, 2024^[23]).

Принцип 5. Конкуренція

Заходи щодо сприяння чесній і ефективній конкуренції на фінансовому ринку в Україні обмежені. Не вистачає заходів для полегшення порівняння та легкого переходу між фінансовими продуктами та послугами.

НБУ має продовжити впровадження Директиви 2014/92/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 23 липня 2014 року щодо порівнянності комісій, пов'язаних із платіжними рахунками, перемикання платіжних рахунків і доступу до платіжних рахунків із базовими функціями в межах переговорного процесу щодо вступу України до Європейського Союзу, а також Делегований регламент Комісії (ЄС) 2018/32, 2018/33 та 2018/34 від 28 вересня 2017 року.

Крім того, НБУ та НКЦПФР мають обмежені повноваження у цій сфері та обмежену офіційну співпрацю з Антимонопольним комітетом України для забезпечення функціонування чесного та конкурентного фінансового сектору.

Принцип 6. Справедливе та чесне ставлення до споживачів і принцип 7. Розкриття інформації та прозорість

Щодо поводження зі споживачами, які можуть бути вразливими, Україна запровадила тимчасові заходи для їх захисту під час пандемії COVID-19 та в умовах війни. Крім цього, окрім деяких вимог щодо етичної поведінки кредиторів і колекторських агентств під час погашення непогашених боргів, є обмежені приклади постійних заходів у фінансовому регулюванні для захисту споживачів, які можуть бути вразливими в Україні.

Принцип 8. Якісні фінансові продукти

Що стосується якісних фінансових продуктів, немає заходів, які б гарантували, що дизайн фінансових продуктів відповідає інтересам і цілям цільових споживачів. Наприклад, немає жодних вимог, що стосуються управління або нагляду за продуктом, як-от відповідна система розроблення, затвердження, управління та моніторингу фінансових продуктів протягом їх життєвого циклу, щоби переконатися, що вони відповідають інтересам і цілям.

У зв'язку з тестуванням продукту та використанням аналізу поведінки НБУ створив регуляторну «пісочницю» для інноваційних продуктів у сфері фінансових і платіжних послуг, але вона не включає роздрібні інвестиції та пенсійні заощадження та пенсійні продукти.

Принцип 9. Відповідальна ділова поведінка та культура надавачів фінансових послуг і посередників

Є прогалини щодо відповідальної ділової поведінки та культури надавачів фінансових послуг і посередників. Наприклад, окрім деяких вимог щодо оцінювання кредитоспроможності, немає вимог до надавачів фінансових послуг оцінювати фінансові можливості, ситуацію та потреби потенційних клієнтів перед тим, як погодитися надавати їм фінансові послуги.

Принцип 10. Захист споживчих активів від шахрайства, афери та нецільового використання

Як і в багатьох країнах світу, фінансове шахрайство та схеми в Україні зростають через збільшення використання цифрових фінансів і платформ онлайн-платежів (OECD, 2024^[57]), а населення України може бути особливо вразливим у контексті війни.

Як описано в пункті 2, Україна провела спеціальні загальнонаціональні опитування щодо фінансового шахрайства та шахрайства, які використовувалися в кампаніях з підвищення

обізнаності. Водночас можна сприяти регулярному збору даних про категорії шахрайства, які вражають населення, щоб забезпечити постійний моніторинг і своєчасне втручання.

Низький рівень фінансової та цифрової грамотності також може зробити населення вразливим до шахрайства та схем. Україна вже провела кілька відповідних кампаній, щоб підвищити обізнаність населення про шахрайство та схеми, як описано в розділі 5.2.2.

Що стосується захисту фінансових активів споживачів у разі банкрутства надавача фінансових послуг, то в Україні охоплюється лише банківський сектор. Наприклад, кредитні спілки не беруть участі у Фонді гарантування вкладів фізичних осіб в Україні. Відшкодування вкладів у разі банкрутства кредитної спілки в Україні не покривається гарантією ФГВФО. Також відсутні система гарантій чи механізм компенсації, пов'язані зі страхуванням та пенсією.

Принцип 11. Захист даних і конфіденційності споживачів

Що стосується захисту персональних даних, заходи GDPR у ЄС не застосовуються в Україні, але Україна зобов'язується застосовувати їх відповідно до умов угоди Україна-ЄС, як описано в розділі 5.2.1 вище.

Чинне українське законодавство щодо створення та обігу кредитних історій містить низку перешкод для здійснення ефективного державного регулювання та нагляду за діяльністю бюро кредитних історій та захисту прав осіб, які постраждали від кредитних історій. Наприклад, Закон України «Про організацію формування та обігу кредитних історій» (Verkhovna Rada of Ukraine, 2005^[43]) надає обмежені повноваження НБУ щодо державного регулювання діяльності бюро кредитних історій, зокрема щодо вимог щодо захисту прав суб'єктів кредитних історій. Що стосується примусового стягнення, то НБУ не може самостійно приймати рішення про застосування фінансових санкцій до бюро кредитних історій, а має звернутися до суду для застосування таких санкцій.

НБУ має продовжити оновлення законодавства про бюро кредитних історій, важливим аспектом якого є реалізація НБУ ефективної наглядової функції за дотриманням законодавства щодо формування та обігу кредитних історій.

В Україні немає прикладів заходів щодо захисту даних, пов'язаних із роздрібними інвестиційними продуктами та послугами, включно з фінансовими консультаціями.

Принцип 12. Розгляд скарг і відшкодування

Важливою проблемою є відсутність уніфікованого регулювання для банків і небанківських фінансових установ щодо управління внутрішніми процедурами розслідування отриманих скарг.

НБУ затвердив відповідні рекомендації щодо врегулювання процедури розгляду банками скарг споживачів, однак ці рекомендації не поширюються на інші послуги, які пропонують небанківські фінансові установи.

Відповідно до українського законодавства, небанківські фінансові установи, наприклад ті, що надають споживчі кредити, страхування та платіжні послуги, насамперед зобов'язані інформувати споживачів про механізми врегулювання скарг. Однак відсутні нормативні акти, які б регулювали внутрішні процедури розгляду скарг у небанківських фінансових установах, що може призвести до неузгодженого ставлення та потенційно негативних наслідків для споживачів зі скаргами.

Визнається, що деякі закони в Україні були ухвалені нещодавно, а відповідні нормативно-правові акти, що стосуються процедур розгляду скарг, ще перебувають на стадії розроблення. Наприклад, із січня 2024 року НБУ має повноваження наглядати за тим, як надавачі платіжних і фінансових послуг розглядають скарги споживачів через внутрішні процедури врегулювання спорів. Для забезпечення ефективного розгляду та врегулювання спорів НБУ планує запровадити спеціальні

нормативні акти, які визначають процедури, яких мають дотримуватися надавачі платіжних і фінансових послуг.

Іншою важливою проблемою є відсутність вимог щодо збору даних про скарги споживачів. Це пояснюється тим, що чинне законодавство в Україні не зобов'язує надавачів фінансових послуг зберігати цю статистичну інформацію, а також надавати її НБУ чи НКЦПФР. Збір даних про скарги споживачів, який зараз недоступний в Україні, є важливим джерелом інформації як для надавачів фінансових послуг, так і для регуляторів і наглядових органів.

Визнається, що тривають зусилля щодо узгодження законодавства з відповідною Директивою 2013/11/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 21 травня 2013 року (EU, 2013^[58]), яка встановлює основу для альтернативного врегулювання спорів у споживчих спорах. Уже є новий Закон України «Про захист прав споживачів» (2023), який дозволить розглядати скарги споживачів органами позасудового врегулювання спорів і встановлює відповідні вимоги, але вони ще не набули чинності через війну. Нові вимоги, спрямовані на вдосконалення альтернативних механізмів врегулювання спорів та встановлення єдиних правил розгляду внутрішніх скарг, посилять механізми розгляду спорів в Україні.

5.3.2. Проблеми, пов'язані з фінансовою грамотністю

Рівень фінансової грамотності в Україні залишається низьким і нижчим, ніж середній показник по ОЕСР, як описано в розділі 5.2.2. Україна доклала значних зусиль для підвищення фінансової грамотності в країні та ухвалила Національну стратегію фінансової грамотності (НСФГ). Однак на ефективне впровадження політики фінансової грамотності можуть впливати кілька факторів, які наведено нижче.

Докази фінансової грамотності

Докази щодо фінансової грамотності в поточній воєнній ситуації можуть бути застарілими. ОЕСР наголошує, що впровадження політики та програм фінансової грамотності має спиратися на надійні емпіричні дані, коли це можливо. В Україні останнє загальнонаціональне дослідження рівня фінансової грамотності за методологією ОЕСР було проведено у 2021 році (USAID, 2021^[3]). Однак ці дані можуть бути неточними або неактуальними в контексті війни. Останні події можуть змінити потреби та виклики, що стосуються населення. Склад населення також міг змінитися через внутрішні переміщення та міграцію частини українців. Пропонується провести нове дослідження фінансової грамотності, коли дозволять умови.

Моніторинг та управління конфліктами інтересів між приватними та некомерційними організаціями, які беруть участь у НСФГ

Немає вказівок щодо забезпечення ефективного моніторингу й управління конфліктами інтересів, що виникають через залучення приватних і некомерційних організацій до впровадження НСФГ. Міжвідомча робоча група з активним залученням громадських зацікавлених сторін є ефективним механізмом управління, який створює міцну основу для НСФГ. НСФГ планує подальше посилення механізмів співпраці та залучення різних зацікавлених сторін, включно з державними установами, приватним сектором та іншими суб'єктами (як-от засоби масової інформації, лідери громадської думки, експерти фінансового ринку) до реалізації стратегії. Проте в Україні немає рекомендацій, які б забезпечили належну координацію, моніторинг і оцінювання зусиль приватного сектора та неприбуткових організацій, а також відповідне врегулювання конфліктів інтересів.

Фінансування й інші ресурси

Спроможність реалізувати НСФГ з погляду фінансування чи інших ресурсів може зазнати негативного впливу пріоритетів війни. Однією з головних проблем, визначених Україною, є відсутність фінансування та потенціалу для розробки та впровадження програм фінансової грамотності в школах та для населення. Навіть попри те, що НСФГ передбачає комплекс заходів та ініціатив з підвищення фінансової грамотності, труднощі в забезпеченні стабільного фінансування можуть перешкодити їх повному виконанню. Наприклад, багато програм залежать від донорів і добровільного фінансування установ, що впроваджують НСФГ, які можуть розглядати фінансову грамотність як проблему обмеженого стратегічного значення в контексті війни.

Задоволення потреб у фінансовій грамотності відповідних цільових аудиторій

В Україні існує обмежена кількість програм для задоволення потреб певних груп з обмеженою фінансовою грамотністю. Дані свідчать про те, що деякі групи населення, наприклад люди з низьким рівнем освіти, обмеженою цифровою грамотністю або люди, які проживають у сільській місцевості, можуть мати нижчий рівень фінансової грамотності, ніж інші групи населення, як описано в розділі 5.2.2 вище (USAID, 2021^[3]). Проте, як видається, є небагато ініціатив щодо фінансової освіти для цих груп, які можуть не мати достатнього доступу до якісних ресурсів фінансової освіти та навчання.

Затверджена у 2024 році дорожня карта НСФГ в Україні містить плани розвитку програм, спрямованих на задоволення потреб деяких із цих груп, наприклад тих, що мають обмежену цифрову грамотність.

Програми фінансової грамотності в окремих фінансових секторах

Немає структурованих і спеціалізованих програм для підтримки прийняття фінансових рішень у різних фінансових секторах. Здебільшого фінансові освітні ініціативи, спрямовані на підтримання прийняття рішень у різних фінансових секторах (як-от заощадження, кредит, інвестиції, страхування, пенсійне забезпечення та пенсійне забезпечення), проводяться за допомогою кампаній з обміну інформацією та підвищення обізнаності або поширюються через вебсайти фінансової освіти. Можна докласти більше зусиль для розроблення програм фінансової грамотності щодо конкретних фінансових секторів/проблем, які є більш структурованими та спрямованими на сприяння змінам поведінки.

Дорожня карта НСФГ в Україні містить плани щодо впровадження навчальних курсів для дорослих, які охоплюють конкретні фінансові сектори та питання.

Оцінювання впливу програм фінансової грамотності

Оцінювання впливу програм фінансової грамотності обмежена. Здебільшого програми в Україні відстежуються через кількість учасників (пряме охоплення), кількість повідомлень, доставлених у разі інформаційних кампаній (непряме охоплення) і опитування учасників. Однак вплив і ефективність програм безпосередньо не оцінюються. Немає загального підходу до оцінювання та стандартизованого збору інформації.

5.4. Пріоритетні напрямки реформування політики

Хоча Україна може отримати вигоду від усунення всіх прогалин, згаданих у попередньому пункті, для забезпечення повної відповідності стандартам ОЕСР, цей розділ зосереджується на безпосередніх пріоритетах України на 2025 рік, нагадуючи про пріоритети Програми ОЕСР³ для України та на основі обговорень з Україною.

5.4.1. Пріоритетні напрями діяльності, пов'язані із захистом споживачів фінансових послуг

Зміцнення механізмів розгляду скарг і відшкодування (Принцип 12)

Принципи FCP наголошують на важливості ефективної незалежної процедури відшкодування для розгляду скарг, які не вдалося ефективно врегулювати за допомогою внутрішніх механізмів врегулювання суперечок надавачів фінансових послуг і посередників.

У чинній системі в Україні НБУ та НКЦПФР розділяють відповідальність за розгляд скарг споживачів фінансових послуг у межах своїх регуляторних і наглядових функцій.

Україна заявила, що посилення зусиль щодо вдосконалення механізмів розгляду скарг між фінансовими установами та споживачами в країні є пріоритетом реформи. Мета — удосконалити процес розгляду скарг і посилити збір і звітність про скарги.

З набранням чинності нового Закону України «Про захист прав споживачів» (2023) Україна планує посилити зовнішні (позасудові) механізми врегулювання спорів між надавачами фінансових послуг і споживачами. Також важливо зробити ці механізми більш доступними й ефективними для споживачів, забезпечивши охоплення всіх фінансових послуг.

ОЕСР могла б підтримати зусилля України, надаючи консультації високого рівня з відповідних питань та/або організовуючи семінар з колегіального навчання за участю ОЕСР та міжнародних експертів.

Посилення заходів щодо покращення захисту прав споживачів у сфері споживчого кредитування

У 2023 році з метою підтримки відповідального кредитування в країні та вдосконалення положень щодо захисту прав споживачів Україна внесла зміни до деяких законів, як описано в Принципі 9 розділу про картування. Наприклад, ці зміни посилили вимогу щодо оцінювання кредитоспроможності споживача перед укладенням договору споживчого кредиту та запровадили максимальну вартість кредиту для споживача.

Водночас з огляду на те, що ці положення є новими, НБУ має забезпечити належне виконання цих заходів надавачами фінансових послуг, здійснюючи нагляд, а також розробляючи заходи, які допомагають запобігти надмірній заборгованості або зменшити його.

Україна висловила зобов'язання дотримуватися Рекомендації Ради захисту прав споживачів ОЕСР у сфері споживчого кредитування, у межах Програми ОЕСР для України (OECD, 2023^[6]) та як зазначено в Плані заходів щодо її реалізації (Verkhovna Rada of Ukraine, 2023^[50]).

Рекомендація Ради із захисту прав споживачів ОЕСР у сфері споживчого кредитування розроблена з метою запровадити типову політику та нормативну базу для операцій у сфері споживчого кредитування в інтересах уникнення надмірної заборгованості. Україна могла б продовжити свої заходи з вивчення та впровадження Рекомендації ОЕСР, а також щодо формального дотримання її.

ОЕСР могла б підтримати зусилля України, надаючи консультації високого рівня з відповідних питань та/або організовуючи семінар з колегіального навчання за участю ОЕСР та міжнародних експертів.

Дотримання Рекомендації ОЕСР щодо принципів високого рівня захисту споживачів фінансових послуг (2022)

Дотримання рекомендацій ОЕСР свідчить про рішучу політичну відданість узгодженню місцевої політики з передовою практикою ОЕСР. Україна офіційно не дотримується принципів FCP, але висловила своє зобов'язання дотримуватися їх у межах Програми ОЕСР для України (OECD, 2023^[6]) і як зазначено в Плані дій щодо їх впровадження (Verkhovna Rada of Ukraine, 2023^[50]).

Україна могла б продовжувати свої заходи щодо офіційного дотримання принципів FCP, що підкреслило б готовність і офіційне зобов'язання України продовжувати покращувати й узгоджувати свою систему захисту споживачів фінансових послуг із політикою та практикою ОЕСР, враховуючи національні факти й обставини, а також підтримуючи тіснішу співпрацю між Україною та ОЕСР

ОЕСР могла б підтримати зусилля України, надаючи консультації високого рівня щодо процесу дотримання Рекомендації ОЕСР щодо Принципів FCP.

Участь у міжнародному співробітництві та координації, які є дуже важливими, особливо щодо обміну передовою практикою (усі принципи)

Робоча група є провідним міжнародним форумом для розроблення політики захисту прав споживачів фінансових послуг і діє як форум для обміну інформацією та досвідом щодо розвитку політики та нових проблем у різних юрисдикціях. Зокрема, робоча група відповідає за моніторинг і дотримання Принципів FCP і Рекомендації ОЕСР щодо захисту прав споживачів у сфері споживчого кредитування. Щоб бути в курсі відповідних політичних подій, а також отримати вигоду від досліджень, аналізу та керівництва, Україні можна заохотити стежити за роботою Цільової групи та брати участь у проєктах, відкритих для тих, хто не є членами.

Крім того, ОЕСР виконує функції Секретаріату FinCoNet, міжнародної мережі органів нагляду за поведінкою ринку, які відповідають за захист фінансових споживачів. Метою FinCoNet є сприяння здоровій поведінці на ринку та посилення захисту споживачів фінансових послуг через ефективного та дієвого нагляду за поведінкою фінансового ринку з акцентом на банківську та кредитну діяльність.

Відповідні наглядові органи в Україні, відповідальні за нагляд за поведінкою на ринку, як-от НБУ, також можуть розглянути можливість подання заявки на членство або асоційованого члена FinCoNet. Членство у FinCoNet дозволить органам нагляду в Україні скористатися досвідом інших організацій і ознайомитись із передовою практикою в застосуванні інструментів нагляду за поведінкою на ринку та правозастосування.

ОЕСР може підтримати зусилля України, надаючи консультації високого рівня з відповідних питань, як-от доступ до відповідних ресурсів, навігація в процесі подання заявки на членство чи асоційованого члена FinCoNet, якщо Україна висловить зацікавленість.

Інші вибрані пріоритетні напрями для розгляду

ОЕСР визначила додаткові конкретні сфери в рамках FCP, які Україна може отримати користь від покращення. Ці сфери пов'язані з такими принципами FCP: Принцип 3: доступ і включення; Принцип 5: конкуренція; Принцип 7: розкриття інформації та прозорість; Принцип 8: якісні фінансові продукти; Принцип 10: захист споживчих активів від шахрайства, схем і зловживання; Принцип 11: захист даних і конфіденційності споживачів.

ОЕСР планує обговорити ці напрями для розгляду з Україною у 2025 році, однак ці пропозиції не будуть включені до запланованої підтримки ОЕСР у межах свого огляду.

5.4.2. Пріоритетні напрями діяльності, пов'язані з фінансовою грамотністю

Підтримка залучення приватних і некомерційних зацікавлених сторін до НСФГ і розробка рекомендацій щодо їх участі

Координація зацікавлених сторін і управління відносинами є життєво важливими для всіх політик і програм фінансової освіти, як підкреслюється в Рекомендаціях ОЕСР щодо фінансової грамотності. В Україні Міжвідомча робоча група за активного залучення громадських зацікавлених сторін є механізмом управління, який створює міцну основу для координації та впровадження НФЛС.

Однак участь приватних і некомерційних організацій у НСФГ обмежена. Залучення їх до розроблення та впровадження програм фінансової освіти та загальної НСФГ в Україні може бути корисним, оскільки ці організації приносять широкий спектр досвіду та знань і можуть допомогти охопити велику кількість людей.

Україна висловила зацікавленість у розширенні співпраці з приватними та некомерційними організаціями. Водночас, як підкреслюється в Рекомендації ОЕСР щодо фінансової грамотності, залучення приватних і некомерційних зацікавлених сторін має ґрунтуватися на чітко визначених керівних принципах або принципах, щоб гарантувати уникнення всіх конфліктів інтересів і потенційних недоліків, наприклад, використання фінансової освіти для поширення комерційних повідомлень або орієнтація лише на «прибуткові» верстви населення.

ОЕСР могла б підтримати зусилля України у розробці таких настанов чи принципів, надаючи консультації високого рівня з відповідних питань та/або організовуючи навчальний семінар із відповідними членами OECD/INFE та міжнародними експертами.

Сприяння оцінці впливу ініціатив із фінансової грамотності

Важливість моніторингу й оцінювання впливу програм фінансової грамотності наголошується в Рекомендації ОЕСР щодо фінансової грамотності. Проте дані пілотних проєктів і оцінювання впливу програм фінансової грамотності в Україні обмежені, а ефективного та спільного підходу до оцінювання ініціатив у межах НСФГ немає.

Україна могла б сприяти більш системному підходу до моніторингу й оцінювання ініціатив фінансової грамотності. Наприклад, зацікавлені сторони НСФГ можуть далі розв'язувати ці проблеми, підтримуючи збір стандартизованої інформації та заохочуючи оцінювання впливу ініціатив з фінансової грамотності щодо спільного набору цілей. Вони також можуть сприяти обміну передовою практикою та результатами оцінювання між зацікавленими сторонами.

ОЕСР могла б підтримати заходи України у розробці спільного підходу до моніторингу та оцінювання, надаючи консультації високого рівня з відповідних питань та організувавши навчальний семінар з відповідними членами OECD/INFE та міжнародними експертами.

Дотримання Рекомендації щодо фінансової грамотності та посилення фінансової грамотності за допомогою комплексних політичних рамок

Як провідний міжнародний стандарт фінансової грамотності, Рекомендація ОЕСР щодо фінансової грамотності (OECD, 2020^[51]) становить єдиний комплексний інструмент фінансової грамотності для допомоги урядам, іншим органам державної влади та відповідним зацікавленим сторонам у їхніх зусиллях з розроблення, впровадження та оцінювання політики фінансової грамотності.

Як обговорювалося в попередніх пунктах, Україна має досить просунуту політику й ініціативи щодо фінансової грамотності, переважно відповідно до Рекомендації ОЕСР щодо фінансової грамотності. Україна також зробила кроки для посилення співпраці з ОЕСР у цій сфері політики, ставши через НБУ повноправним членом Міжнародної мережі фінансової освіти ОЕСР та беручи активну участь у Проєкті технічної допомоги з фінансової освіти в Програмі Міністерства фінансів Нідерландів, яка проводиться за фінансової підтримки Міністерства фінансів Нідерландів (з 2023 р. див. Блок 5.2).

Україна не дотримується Рекомендації ОЕСР щодо фінансової грамотності, але висловила зобов'язання дотримуватися її в межах Програми ОЕСР для України (OECD, 2023^[61]) та як зазначено в Плані дій щодо впровадження. (Verkhovna Rada of Ukraine, 2023^[50]) Україна може продовжувати свої зусилля щодо офіційного дотримання Рекомендації ОЕСР щодо фінансової грамотності, яка підкреслить бажання та зобов'язання України узгодити свою систему фінансової грамотності з політикою та практикою ОЕСР з метою досягнення більш тісної співпраці між Україною та ОЕСР.

ОЕСР могла б підтримати заходи України, надаючи поради на високому рівні стосовно процесу дотримання Рекомендації ОЕСР щодо фінансової грамотності.

Інший пріоритетний напрямок: використання цифрових інструментів для широкого та швидкого поширення спеціального контенту

Сприяння використанню цифрових каналів для просування цифрової фінансової грамотності для підвищення рівня охоплення та ефективності може бути особливо актуальним для України, особливо з огляду на заходи безпеки та високий рівень переміщення в країні. Інструменти цифрової фінансової освіти дадуть можливість охопити більшу аудиторію та вразливі групи, як-от молодь, населення деокупованих територій, внутрішньо переміщені особи та ветерани.

Україна висловила зацікавленість у розробці онлайн-курсів з фінансової та цифрової грамотності, наприклад через мобільні додатки для дорослих і дітей.

ОЕСР могла б підтримати зусилля України, надавши можливості для обміну з іншими країнами через OECD/INFE.

Блок 5.2. Підтримка України в межах Проєкту технічної допомоги з фінансової освіти в програмі Міністерства фінансів Нідерландів

З 2023 року Україна співпрацює з ОЕСР у рамках другого етапу Проєкту технічної допомоги з фінансової освіти в межах програми Міністерства фінансів Нідерландів, що здійснюється за фінансової підтримання Міністерства фінансів Нідерландів. Проєкт триває з 2023 по 2027 роки, у ньому беруть участь десять країн, серед яких і Україна.

Проєкт пропонує практичну допомогу в проведенні досліджень щодо фінансової грамотності дорослих, підтримує реалізацію політики фінансової грамотності через спільного навчання та заходів з розвитку потенціалу, адаптованих до потреб країн-учасниць, а також покращує обмін знаннями та комунікацію щодо передового досвіду, пов'язаного з національними стратегіями фінансової грамотності.

Протягом 2023–2024 років у межах Проєкту технічної допомоги з фінансової освіти за Програмою Міністерства фінансів Нідерландів ОЕСР організувала два заходи з рівного навчання, присвячені порталам фінансової грамотності та методології оцінювання PISA.

На найближчі роки запланована така підтримка:

- ОЕСР підтримає Україну у зборі даних про фінансову грамотність та фінансову інклюзивність дорослого населення, що відбудеться протягом 2025–2026 років;
- ОЕСР надаватиме Україні рекомендації та консультації високого рівня щодо «управління ресурсами та залучення фінансування» для реалізації ініціатив НСФГ.

Довідково

- DGF (2024), *Ukrainian financial consumer's awareness of the deposit guarantee system - 2023*, [23]
<https://www.fg.gov.ua/storage/files/dgf-opinion-survey-report-march2024-en.pdf>.
- DGF (2016), *Decision No. 874/29004 of the Executive Directorate of the Individual Deposit Guarantee Fund on "Instructions on the procedure for guaranteeing deposits of natural persons by the Fund to protect the rights and legally protected interest of depositors"*, [12]
<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0874-16#Text>.
- Diia Business (2024), *Financial literacy for entrepreneurs*, [54]
https://business.diia.gov.ua/education/finansova_gramotnist_dla_pidpriemciv.
- EU (2014), *Association Agreement between the European Union and its Member States, of the one part, and Ukraine, of the other part*, [7]
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A22014A0529%2801%29>.
- EU (2014), *Official Journal of the European Union; Association agreement between the European Union and its Member States, of the one part, and Ukraine, of the other part; L 161/3*, [1]
https://publications.europa.eu/resource/cellar/4589a50c-e6e3-11e3-8cd4-01aa75ed71a1.0006.03/DOC_1.

- EU (2013), *Directive 2013/11/EU of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 on alternative dispute resolution for consumer disputes and amending Regulation (EC) No 2006/2004 and Directive 2009/22/EC (Directive on consumer ADR)*, <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2013/11/oj>. [58]
- EU, OECD (2022), *Financial competence framework for adults in the European Union*. [52]
- Ministry of Digital Transformation of Ukraine (2023), *Research on digital skills of Ukrainians: Third Edition*, https://osvita.diiia.gov.ua/uploads/1/8801-en_cifrova_gramotnist_naselenna_ukraini_2023.pdf. [51]
- Ministry of Economy of Ukraine (2024), *Government portal*, <https://www.kmu.gov.ua/en/news/yeoselia-75-tys-ukrainskykh-rodyn-otrymaly-dostupni-kredyty-na-prydbannia-zhytla-vid-pochatku-roku>. [35]
- NABU (2023), *MASS ACTIVE Financial Behavior Analysis - Lending: Impact of War*, <https://nabu.ua/ua/vidbulasya-prezentatsiya-doslidzhennya-analiz-finansovoyi-povedinki-mass-active-kredituvannya.html>. [22]
- NBU (2024), *Draft NBU regulation on the Approval of the Regulation on Consumer Disclosure on Insurance Intermediaries and the Procedure for Offering Insurance Products as Add-Ons to Other Non-Insurance Goods, Works, or Services; Amendments to Certain NBU Regulations*. [37]
- NBU (2024), *Methodological recommendations on rules for inclusive provision of financial services in financial entities of Ukraine; Decision of the Board of the National Bank dated 05.07.2024 No 240-rsh*. [26]
- NBU (2024), *National Strategy for Financial Literacy Development until 2030*, <https://bank.gov.ua/en/about/strategy-fin-literacy>. [27]
- NBU (2023), *Cashless payments*, <https://promo.bank.gov.ua/cashless/>. [56]
- NBU (2023), *Harazd*, <https://harazd.bank.gov.ua/article/strahuvanna>. [53]
- NBU (2023), *Resolution of the Board of National Bank of Ukraine on the approval of the Regulation on the disclosure of information and the posting of an information document about a standard insurance product on the websites of insurers and insurance intermediaries*, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0174500-23#Text>. [36]
- NBU (2023), *Resolution of the Board of the National Bank of Ukraine on On Approval of the Regulation on the Specifics of Concluding Insurance Contracts with Consumers*, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0175500-23#Text>. [31]
- NBU (2023), *Resolution of the Board of the National Bank of Ukraine on the approval of the Regulation on the regulatory platform for testing services, technologies and tools in the markets of financial services, the payment market, based on innovative technologies*, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0039500-23?lang=en#Text>. [21]
- NBU (2023), *Results of the survey on payment security from the NBU and Opendatabot*, <https://bank.gov.ua/ua/news/all/rezultati-opituvannya-vid-nbu-ta-opendatabot-kojen-devyatiy-opitaniy-stavav-jertvoyu-shahrayiv-z-pochatku-voyennogo-stanu>. [38]
- NBU (2023), *The Concept of Open Banking in Ukraine*, https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Open_banking_conception_NBU_2023.pdf?v=9. [24]

- NBU (2022), *Campaign on debt management*, <https://promo.bank.gov.ua/know-your-rights-loans/>. [55]
- NBU (2020), *An information campaign to protect the rights of financial services consumers launched in Ukraine*, <https://bank.gov.ua/ua/news/all/v-ukrayini-startovala-informatsiyna-kampaniya-iz-zahistu-prav-spojivachiv-finposlug>. [48]
- NBU (2019), *Regulation on Information Provision by Banks to Clients Regarding Banking and Other Financial Services*, approved by NBU Board No. 141. [46]
- NBU; Ministry of Finance of Ukraine; NSSMC; DGF (2023), *Strategy of Ukrainian Financial Sector Development*, <https://bank.gov.ua/en/news/all/strategiya-rozvitku-finansovogo-sektoru-ukrayini>. [18]
- OECD (2024), *Consumer Finance Risk Monitor*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/047b2ea6-en>. [57]
- OECD (2024), *NBU responses to the questionnaires of the OECD*. [47]
- OECD (2023), *OECD Corporate Governance Factbook 2023*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/31d6ea0b-en>. [60]
- OECD (2023), *OECD/INFE 2023 International Survey of Adult Financial Literacy*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/56003a32-en>. [4]
- OECD (2023), *Ukraine Country Programme*, <https://www.oecd.org/en/about/programmes/oecd-ukraine-country-programme.html>. [6]
- OECD (2022), *Recommendation of the Council on High-Level Principles on Financial Consumer Protection*, <https://legalinstruments.oecd.org/en/instruments/OECD-LEGAL-0394#committees>. [2]
- OECD (2021), *G20/OECD-INFE report on navigating the storm: MSMEs' financial and digital competencies in COVID-19 times*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/002529a9-en> (accessed on 28 August 2023). [49]
- OECD (2020), *Recommendation of the Council on Financial Literacy*, <https://legalinstruments.oecd.org/en/instruments/OECD-LEGAL-0461> (accessed on 28 April 2022). [5]
- OECD (2019), *Recommendation of the Council on Consumer Protection in the field of Consumer Credit*, <https://legalinstruments.oecd.org/en/instruments/oecd-legal-0453>. [59]
- USAID (2021), *Financial literacy, financial inclusion and financial well-being in Ukraine in 2021*, USAID, https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Research_Financial_Literacy_Inclusion_Welfare_2021_en.pdf. [3]
- Verkhovna Rada of Ukraine (2023), *Law of Ukraine on Credit Unions; № 3254-IX*, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3254-20#n1363>. [16]
- Verkhovna Rada of Ukraine (2023), *Law of Ukraine on Making Amendments to Certain Laws of Ukraine Regarding the Improvement of the Functions of the State Regulation of Financial Services Markets; No. 3498-IX*, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3498-20#Text>. [17]

- Verkhovna Rada of Ukraine (2023), *Law of Ukraine on the protection of consumer rights*; No. 3153-IX, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3153-20#Text>. [45]
- Verkhovna Rada of Ukraine (2023), *Some issues of cooperation between the Cabinet of Ministers of Ukraine and the Organization for Economic Cooperation and Development in the context of the dialogue on joining the Organization*; Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine; No. 1165, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/en/1165-2023-%D0%BF?lang=uk#Text>. [50]
- Verkhovna Rada of Ukraine (2022), *Law of Ukraine on Amendments to Certain Laws of Ukraine Concerning Ensuring the Stability of the Households Deposit Guarantee System*; № 2180-IX, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2180-20#Text>. [39]
- Verkhovna Rada of Ukraine (2022), *Law of Ukraine on the Main Principles of Forced Seizure in Ukraine of Objects of Property Rights of the Russian Federation and its Residents*; No. 2116-IX, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2116-20#Text>. [40]
- Verkhovna Rada of Ukraine (2021), *Law of Ukraine On Amendments to Certain Laws of Ukraine Concerning Consumer Protection in Settlement of Overdue Debts*, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1349-20#Text>. [42]
- Verkhovna Rada of Ukraine (2021), *Law of Ukraine on Financial Services and Financial Companies*, No. 1953-IX, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1953-20#Text>. [13]
- Verkhovna Rada of Ukraine (2021), *Law of Ukraine on Insurance*, № 1909-IX, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1909-20#Text>. [14]
- Verkhovna Rada of Ukraine (2021), *Law of Ukraine on Payment Services*, No. 1591-IX, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1591-20/conv#n1046>. [15]
- Verkhovna Rada of Ukraine (2021), “News: The Committee on Finance, Taxation and Customs Policy considered a number of bills aimed at settling the issue of repayment of loans granted to citizens of Ukraine in foreign currency”, <https://www.rada.gov.ua/en/news/News/204729.html>. [32]
- Verkhovna Rada of Ukraine (2019), *Law of Ukraine on amendments to some legislative acts of Ukraine regarding the protection of the rights of consumers of financial services*; No. 122-IX, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/122-20#Text>. [11]
- Verkhovna Rada of Ukraine (2016), *Law of Ukraine on Consumer Lending*, No. 1734-VIII, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1734-19#Text>. [8]
- Verkhovna Rada of Ukraine (2014), *Regulation on the implementation of non-state pension fund administration activities of State Commission for Regulation of Financial Services Markets of Ukraine*, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0218-14#Text>. [41]
- Verkhovna Rada of Ukraine (2012), *Law of Ukraine on the system of guaranteeing deposits of individuals*; № 4452-VI, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/4452-17#Text>. [20]
- Verkhovna Rada of Ukraine (2006), *Law of Ukraine about capital markets and organized commodity markets*; No. 3480-IV, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>. [33]

- Verkhovna Rada of Ukraine (2005), *Law of Ukraine on the organization of formation and circulation of credit histories*; No. 2704-IV, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2704-15#Text>. [43]
- Verkhovna Rada of Ukraine (2003), *Law of Ukraine on Non-State Pension provision*; No. 1057-IV, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1057-15#Text>. [10]
- Verkhovna Rada of Ukraine (2001), *Law of Ukraine about banks and banking activity*, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2121-14?lang=en#Text>. [25]
- Verkhovna Rada of Ukraine (2001), *Law of Ukraine on the protection of the economic competition*; No. 2210-III, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2210-14#Text>. [28]
- Verkhovna Rada of Ukraine (1999), *Law of Ukraine on the National Bank of Ukraine*; No. 679-XIV, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14#Text>. [19]
- Verkhovna Rada of Ukraine (1996), *Law of Ukraine on Citizen's Appeal*, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/393/96-%D0%B2%D1%80#Text>. [44]
- Verkhovna Rada of Ukraine (1996), *Law of Ukraine on protection from unfair competition*; No. 236/96-VR, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/236/96-%D0%B2%D1%80#Text>. [30]
- Verkhovna Rada of Ukraine (1996), *Law of Ukraine on state regulation of capital markets and organized commodity markets*; No. 448/96-VR, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80#Text>. [9]
- Verkhovna Rada of Ukraine (1993), *Law of Ukraine on the Antimonopoly Committee of Ukraine*; No. 3659-XII, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3659-12#Text>. [29]
- Verkhovna Rada of Ukraine (2022), *Law of Ukraine on "Approval of the Decree of the President of Ukraine "On the Introduction of Martial Law in Ukraine"*, <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2102-20#Text>. [34]

Примітки

¹ Проведено онлайн-опитування 1021 респондента з цільової аудиторії — сегмента Mass Active (жителі України віком 18–60 років, які проживають у містах із населенням від 50 тис. осіб) (без урахування окупованих територій). Додаткову вибірку з 152 інтерв'ю було проведено серед зовнішньо переміщених осіб (NABU, 2023_[22]).

² Листи НБУ від 04.07.2018 № 57-0009/36366 та від 11.02.2022 № 56-0009/13399.

³ Зокрема: підтримка внутрішніх пріоритетів України; підтримка узгодження з юридичними документами ОЕСР; сприяння подальшій співпраці з органами ОЕСР (OECD, 2023_[60]).

6 Пенсії, забезпечені активами в Україні

Пенсії, забезпечені активами, відіграють важливу роль у покращенні результатів виходу громадян на пенсію та стійкості пенсійних систем. Вони також можуть сприяти розвитку ринку капіталу, надаючи джерело капіталу для довгострокових інвестицій. Відповідно, у цьому розділі представлена схема пенсійної системи України й обговорено основні характеристики як приватної, так і майбутньої державної пенсійної системи, забезпеченої активами. У ньому викладено законодавчу, нормативну та наглядову базу, яка наразі дозволяє створювати добровільні пенсійні фонди, забезпечені активами. Визнаючи, що обов'язкових пенсій, забезпечених активами, наразі немає, у розділі описано основні питання, які політики мають враховувати під час розроблення законодавчої бази стосовно державної пенсійної системи, забезпеченої активи, і запропоновано подальший аналіз і підвищення обізнаності з боку ОЕСР для підтримання цього процесу.

6.1. Короткий зміст розділу

Україна вже досить довго розглядає питання про запровадження обов'язкової пенсійної системи, забезпеченої активами. Законодавство, ухвалене у 2003 році, створює певну основу для майбутньої обов'язкової пенсійної системи, однак з того часу жодних подальших кроків не було зроблено. Нинішня воєнна ситуація створює додатковий виклик для запровадження пенсійної системи, забезпеченої активами, яка вимагатиме економічної стабільності та політичного консенсусу. У цьому розділі представлено миттєвий огляд поточної пенсійної системи України, визначено основні проблеми, з якими стикаються ті, хто розробляє пенсійну політику, і запропоновано пріоритетні сфери, у яких ОЕСР могла б підтримати програму пенсійної реформи України в 2025 році.

Основні тези

У цьому розділі наведено описані нижче основні висновки щодо пенсійної системи України, забезпеченої активами.

- **Забезпечена активами пенсійна система в Україні ще не завершена.** Законодавство від 2003 року встановлює наявну державну розподільну (PAYG) систему визначених виплат і добровільну пенсійну систему, забезпечену активами, а також забезпечує інституційну основу високого рівня для майбутньої обов'язкової пенсійної складової, забезпечення активами.
- **Нинішня добровільна пенсійна система, забезпечена активами, охоплює лише незначну частину населення і не забезпечує суттєвих заощаджень в економіці.** Лише приблизно 5,2% працівників станом на кінець 2021 року та 8,3% осіб, охоплених загальнообов'язковою державною пенсійною системою станом на липень 2024 року, є учасниками добровільної пенсійної системи, забезпеченої активами. Для більшої безпеки для майбутніх пенсіонерів, а також для сприяння довгостроковому розвитку економіки та ринку капіталу в Україні необхідна пенсійна система, забезпечена активами (обов'язкова або напів обов'язкова), у якій братиме участь більшість людей.
- **Пенсійний нагляд функціонує порівняно добре, однак самооцінювання наглядового органу за 2012 рік визначає ключові сфери для майбутнього вдосконалення.** Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) завершила самооцінювання згідно з Принципами нагляду за недержавним пенсійним забезпеченням Міжнародної організації пенсійних інспекторів. Основні прогалини стосуються ресурсного забезпечення НКЦПФР, практики нагляду на основі оцінювання ризиків, а також пропорційності та послідовності нагляду.
- **Запровадження пенсійної системи вимагає політичного консенсусу між усіма сторонами та їх довгострокової відданості.** Попри те, що цього важко досягти в умовах поточної війни, уряд України вже вживає заходів, нещодавно представивши проект закону «Про загальнообов'язкове накопичувальне пенсійне забезпечення».
- **Погляди на пенсійну реформу, спрямовану на запровадження обов'язкових пенсій, забезпечених активами, видаються неоднозначними.** Щоб допомогти досягти політичного та соціального консенсусу, ОЕСР може сприяти підвищенню обізнаності та сприяти соціальному діалогу щодо концепцій та основних елементів запропонованої пенсійної системи. Це може передбачати один або кілька семінарів для надання інформації про варіанти, які потрібно розглянути під час процесу реформування, а також обговорення відповідних переваг і недоліків.

- **ОЕСР може підтримати українських урядовців при розгляді ними наступних елементів майбутньої обов'язкової державної пенсійної системи, забезпеченої активами:** джерела фінансування пенсійних внесків; розподіл активів та інвестиційна політика; роль забезпечених активами пенсійних фондів в економіці України; як забезпечити ефективність витрат і політичну надійність; адекватний захист від інфляції; структура етапу виплат, серед іншого.

6.2. Сучасний контекст в Україні

6.2.1. Довідково

До пенсій, забезпечених активами, належать усі пенсійні механізми, у які інвестуються внески, вони отримують прибуток, а під час виходу на пенсію накопичені активи використовуються для фінансування пенсії. Вони включають усі фінансові приватні пенсійні плани (повністю чи частково фінансові), а також державні пенсійні плани, забезпечені активами (спонсоровані державою, але з активами в приватному управлінні). До них також належать державні пенсійні резервні фонди, які інвестують державні резерви або надлишки від PAYG пенсій, щоб допомогти фінансувати видатки, що виникають у зв'язку з державними незабезпеченими, розподільними пенсійними планами (PAYG).

У 2003 році Україна запровадила законодавство про пенсійне забезпечення, а добровільні пенсійні фонди почали працювати з 2004 року. Також передбачалося, що обов'язкова пенсійна система, забезпечена активами, з визначеним внеском почне працювати з державним накопичувальним фондом, а після 11 років роботи фонду його члени матимуть право передавати свої пенсійні активи до недержавних пенсійних фондів (Poteraј, 2012^[11]). Система була деталізована в законодавстві. Однак на сьогоднішній день воно ще не впроваджене й обговорення ще тривають.

Пенсійні реформи, розпочаті в Україні з того часу, стосувалися вдосконалення обов'язкової розрахункової системи. Серед них, ухвалення Закону України «Про заходи щодо законодавчого забезпечення реформування пенсійної системи» 2011 року щодо скорочення дефіциту бюджету Пенсійного фонду й ухвалення Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо пенсійного забезпечення» 2015 року, що стосується реформування системи спеціального пенсійного забезпечення (державних службовців, прокурорів, суддів тощо), впроваджені у 2017 році (Shumylo, 2020^[21]).

6.2.2. Структура пенсійної системи в Україні

Закон України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» 2003 року (Verkhovna Rada, 2003^[33]) в статті 2 визначає, що пенсійна система в Україні складається з трьох рівнів. Перший і другий рівень становлять систему загальнообов'язкового державного пенсійного страхування.

Перший рівень наразі є основним джерелом пенсійного доходу в Україні. Він забезпечується державною солідарною системою пенсійного страхування, яка фінансується на безстроковій основі та адмініструється Пенсійним фондом України, який відповідає за розподіл виплат, зокрема пенсій за віком, у зв'язку з втратою годувальника та інвалідністю (Høj and Klimchuk, 2024^[41]). Пенсійні виплати за віком розраховують на основі формули, яка враховує кількість років роботи та певний показник доходу, це визначена виплата.

Другим рівнем, як зазначено в законі, передбачається загальнообов'язкове державне пенсійне страхування, засноване на принципі обов'язкового накопичення заощаджень працівників у Накопичувальному фонді або у відповідних недержавних пенсійних фондах. Фонд і недержавні

пенсійні фонди є суб'єктами, які фінансуватимуть виплати під час виходу на пенсію за договорами страхування життя, ануїтетні виплати, запропоновані страховими компаніями, а також одноразові виплати. Ці фонди управляють активами для фінансування виходу на пенсію, а тому вони є пенсійними угодами із «забезпеченими активами».

Третій рівень — це система недержавного майнового пенсійного забезпечення, яка ґрунтується на принципі добровільної участі громадян, роботодавців та їх об'єднань у формуванні пенсійних фондів із метою утворення накопичень, які в майбутньому будуть використовуватися для пенсійного забезпечення на умовах та в порядку, передбачених Законом України «Про недержавне пенсійне забезпечення» (2003 р.) (Verkhovna Rada, 2003^[5]). Система діє вже багато років, однак вона має досить обмежений розмір і участь, оскільки є добровільною.

Станом на кінець 2024 року уряд України розглядає можливість проведення пенсійної реформи, яка може змінити архітектуру або модальності пенсійної системи. У жовтні 2024 року Міністерство соціальної політики винесло на консультації із зацікавленими сторонами проект Закону України «Про загальнообов'язкове накопичувальне пенсійне забезпечення» (№ 106547-5-24) (Ministry of Social Policy of Ukraine, 2024^[6]). Це має на меті виконання завдання, визначеного пунктом 4 протоколу наради з питань реформування системи пенсійного забезпечення в Україні під головуванням Прем'єр-міністра України від 27 червня 2024 року, а також проекту Закону України «Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо загальнообов'язкового накопичувального пенсійного страхування». Оскільки цей закон все ще розробляється, звіт не містить детальної інформації про його дизайн та ключові елементи, які можуть бути змінені під час законодавчого процесу.

6.2.3. Структура пенсійного фонду

Закон про загальнообов'язкове державне пенсійне забезпечення регулює діяльність державного накопичувального фонду другого рівня та недержавних пенсійних фондів¹. Проте на момент написання звіту інститути обов'язкової системи пенсійного забезпечення (як державних, так і недержавних фондів) ще не були створені.

Крім того, наразі в Україні діють недержавні пенсійні фонди в системі добровільного пенсійного забезпечення. Відповідно до Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» 2003 року (Verkhovna Rada, 2003^[5]), недержавний пенсійний фонд — юридична особа, створена відповідно до цього Закону, яка має статус неприбуткової організації (непідприємницького товариства), функціонує та провадить діяльність виключно з метою накопичення пенсійних внесків на користь учасників пенсійного фонду з подальшим управлінням пенсійними активами, а також здійснює пенсійні виплати учасникам зазначеного фонду. Він також відповідає за здійснення пенсійних виплат учасникам фонду в порядку, визначеному законами України.

Закон про недержавне пенсійне забезпечення визначає два види пенсійного забезпечення: пенсійні виплати, які можуть бути фіксованим або довічним ануїтетом чи одноразовою виплатою. Виплати сплачує пенсійний фонд у разі одноразової виплати або компанія зі страхування життя у випадку ануїтету. Вони виплачуються у віці, визначеному учасником, але в усіх випадках вище мінімального віку виходу на пенсію, визначеного загальнообов'язковим державним пенсійним страхуванням (наразі 60–65 років залежно від тривалості страхового стажу)², і не більш як 10 років після цього мінімального віку. Пільги також можуть передаватися в спадок відповідно до цивільного законодавства України.

За видами пенсійні фонди можуть бути утворені як відкриті пенсійні фонди, корпоративні пенсійні фонди та професійні пенсійні фонди. Ці організації функціонують як фонди з визначеними внесками. Відкриті фонди можуть бути створені як однією, так і кількома юридичними особами. Корпоративні пенсійні фонди можуть створюватися одним або кількома роботодавцями, а професійні пенсійні

фонди — об'єднанням юридичних осіб (роботодавцями, об'єднаннями фізичних осіб, зокрема профспілками або їх об'єднаннями) або фізичними особами, пов'язаними між собою професійною діяльністю (заняттями).³ Професійний пенсійний фонд може створюватися організаціями роботодавців, їх об'єднаннями, об'єднаннями громадян, професійними спілками, їх об'єднаннями або фізичними особами, пов'язаними за родом професійної діяльності (занять), визначеним у статуті фонду. У такому фонді можуть брати участь лише особи, пов'язані за родом професійної діяльності, визначеною у статуті фонду, а також особи, які є працівниками засновника.

Добровільні недержавні пенсійні фонди організовані як окремі юридичні особи зі статусом неприбуткової установи, зареєстровані НКЦПФР. Ліцензованими адміністраторами можуть бути спеціалізовані особи, компанії з управління активами або засновники в порядку, встановленому НКЦПФР. Управляти активами фонду може ліцензована компанія з управління активами або комерційний банк. Активи пенсійних фондів зберігаються в ліцензованих банках-зберігачах, з якими недержавний пенсійний фонд укладає договір.⁴ Банк-зберігач несе матеріальну відповідальність за збитки, завдані ним пенсійному фонду внаслідок невиконання або неналежного виконання зберігачем умов договору про обслуговування пенсійного фонду. Вимоги до учасників системи встановлено ст. 20-1. і ст. 35 Закону про недержавне пенсійне забезпечення.

Добровільні недержавні пенсійні фонди зобов'язані складати інвестиційну декларацію, яку затверджує рада директорів фонду і яка підлягає обов'язковій реєстрації в НКЦПФР. Інвестиційна декларація визначає інвестиційну політику фонду. Вона містить основні напрями інвестування пенсійних активів та обмеження інвестиційної діяльності з пенсійними активами, встановлені в межах загальних вимог та обмежень інвестиційної діяльності, визначених цитованим законом.

Недержавні пенсійні фонди в системі добровільного пенсійного забезпечення можуть інвестувати в такі активи:

- готівка;
- цінні папери, гарантовані державою й органами місцевого самоврядування;
- акції та облігації українських емітентів, які мають інвестиційний рівень або торгуються на регульованому фондовому ринку, що відповідає вимогам НКЦПФР;
- цінні папери, гарантовані урядами іноземних держав, з рейтинговими вимогами, визначеними НКЦПФР;
- облігації міжнародних фінансових організацій, зареєстрованих в Україні;
- облігації іноземних емітентів з інвестиційним рейтингом, визначеним НКЦПФР;
- акції іноземних емітентів, які торгуються на регульованих фондових ринках і допущені до торгів на іноземних фондових біржах (як-от Нью-Йорк, Лондон, Токіо чи Франкфурт), або в системі торгової інформації NASDAQ;
- іпотечні облігації.

Заборонені активи:

- цінні папери, випущені зберігачем фондів, керуючим активами, адміністрацією, аудитором, консультантами й іншими пов'язаними особами;
- цінні папери, що не обертаються на регульованому фондовому ринку, якщо ці облігації не мають інвестиційного рівня згідно з Українською національною рейтинговою шкалою
- цінні папери, емітовані інститутами спільного інвестування, якщо інше не передбачено нормативно-правовими актами НКЦПФР;
- векселі;
- деривативи.

Цитований закон також визначає ліміти концентрації інвестицій. НКЦПФР, як орган нагляду, також встановлює ліміти витрат фонду.

6.2.4. Огляд системи добровільного пенсійного забезпечення в Україні

Станом на 30 вересня 2024 року зареєстровано 60 недержавних пенсійних фондів і 18 адміністраторів. Їх кількість зменшилася з 63 і 19 відповідно, зареєстрованих у вересні 2023 року. За даними реєстру недержавних пенсійних фондів НКЦПФР⁵, станом на 11 листопада 2024 року з початку функціонування системи знято з обліку 64 пенсійних фонди (Studennikova, 2024^[7]).

Наведений нижче статистичний аналіз, опублікований НКЦПФР, ґрунтується на даних 15 адміністраторів і діяльності 53 недержавних пенсійних фондів. Один фонд здійснював самостійне адміністрування корпоративного недержавного пенсійного фонду і тому, відповідно до закону, не має був реєструватися в Державному реєстрі фінансових установ. Найбільше зареєстрованих недержавних пенсійних фондів діяло в м. Київ — 39 фондів.

Система добровільного пенсійного забезпечення в Україні складається з 98 600 укладених пенсійних контрактів і 887 400 учасників. Це приблизно 5,2% робочої сили в Україні станом на кінець 2021 року⁶ та 8,3% осіб, які охоплені загальнообов'язковою пенсійною системою станом на липень 2024 року.⁷ Найбільше договорів укладено з фізичними особами (91 900), як порівняти з юридичними (6 600) та фізичними особами (підприємцями) (100) (Рисунок 6.1, ілюстрація А). Пенсію отримували 94,6 тис. осіб проти 4 тис. осіб, які отримували пенсію за визначеним строком.

Загальна вартість активів становить майже 5,5 млрд грн (приблизно 132 млн дол. США).⁸ Для порівняння (ОЕСД, 2024^[8]), на кінець 2023 року пенсійні активи (усі рівні) становили 6,4 млрд доларів США в Естонії, 8,2 млрд доларів США в Литві, 8,7 млрд доларів США в Латвії, 9,7 млрд доларів США в Угорщині, 19,5 млрд доларів США в Словаччині та 71,2 млрд доларів США в Польщі (ілюстрація В).

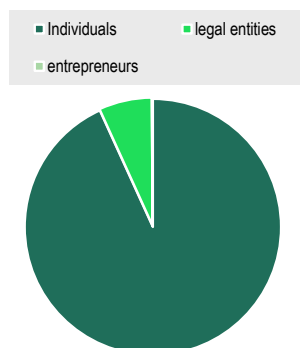
Накопичені пенсійні внески становили 3,26 млрд грн (приблизно 78,2 млн дол. США), причому переважну більшість сплатили юридичні особи (77,2% від загальної суми), решту — фізичні особи (внески ФОП були незначними).

Розподіл активів дуже консервативний. Недержавні пенсійні фонди в системі добровільного пенсійного забезпечення станом на 30 вересня 2024 року розмістили 49,4% своїх активів у державних цінних паперах, 42,8% у банківських депозитах, 4,2% у облігаціях внутрішніх підприємств, 0,9% в акціях, 0,7% у нерухомості та 0,7% у дебіторській заборгованості (ілюстрація С) (NSSMC, 2024^[9]). Такий консервативний розподіл активів може бути пов'язаний з ухиленням учасників від ризику, недостатньо розвиненим внутрішнім ринком капіталу, домінуванням банківського сектора у фінансовому ландшафті та привабливою прибутковістю казначейських облігацій. У майбутньому політики можуть забажати створити інвестиційну структуру обов'язкової системи, яка більше сприятиме внутрішньому ринку капіталу (акції, корпоративні облігації, інфраструктура).

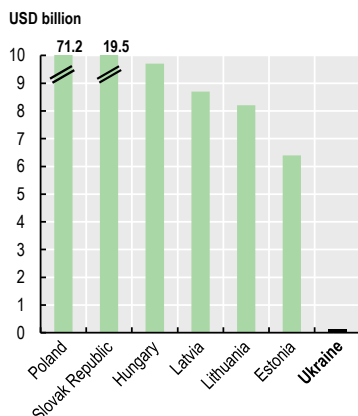
Для порівняння, станом на кінець 2023 року пенсійні фонди в Польщі інвестували 90,0% своїх активів в акції, 7,1% в недержавні облігації, 2,2% в готівку та депозити. У Литві середня вразливість акцій досягла 70,2%, облігацій і векселів — 21,8%, а готівки та депозитів — 2,9%. Для Естонії відносні цифри становили 67,3% (акції), 25,3% (векселі й облігації) і 5,6% (готівка та депозити). Фонди Латвії інвестували 50,7% в акції, 43,7% у векселі та облігації та 1,7% у готівку та депозити. Розподіл активів угорських пенсійних фондів був більш консервативним: 31,9% (акції), 60,3% (векселі та облігації), 3,0% (готівка та депозити), тоді як словацькі пенсійні фонди використовували переважно програми колективного інвестування (52,6%), а решту інвестували у векселі та облігації (37,3%), грошові кошти та депозити 7,9% та безпосередньо в акціях (1,3%) (ОЕСД, 2024^[8]).

Рисунок 6.1. Накопичувані пенсії в Україні й аналогічних країнах

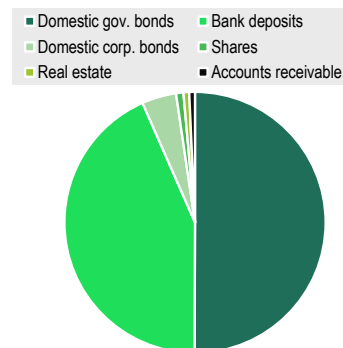
A: Number of pension contracts by type of customer



B: Total pension assets, Ukraine and peer countries



C: Ukrainian pension funds' allocation of assets by type



Джерело: Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку ОЕСР.

6.2.5. Пенсійний нагляд

Закон про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування у своєму розділі XII створює основу для державного регулювання та нагляду за загальнообов'язковим державним пенсійним страхуванням, забезпеченим активами. Стаття 103 визначає, що НКЦПФР несе відповідальність за нагляд за дотриманням пенсійними установами згаданого закону в межах обов'язкової пенсійної системи, забезпеченої активами (тобто Накопичувальний фонд, компанії з управління активами, інвестиційні консультанти), а також нагляд за їх діяльністю. Закон про недержавне пенсійне забезпечення також визначає, що НКЦПФР здійснює нагляд за недержавними добровільними пенсійними фондами, їх адміністраторами, розпорядниками активів, зберігачами та пов'язаними страховими компаніями та банківськими установами (див. статтю 67). Завданнями НКЦПФР відповідно до Закону про недержавне пенсійне забезпечення є:

- забезпечення розробки й координації єдиної державної політики щодо належного функціонування накопичувального пенсійного забезпечення;
- систематичний контроль за дотриманням законодавства та правдивістю інформації, яку надають суб'єкти контролю;
- забезпечення захисту прав учасників;
- вдосконалення пенсійного законодавства;
- розробка підзаконних актів і затвердження нормативно-правових актів, що стосуються його повноважень;
- встановлення умов і вимог до оприлюднення інформації суб'єктами контролю.

НКЦПФР також взаємодіє з Міжнародною організацією пенсійного нагляду (IOPS) у межах своєї наглядової діяльності. У червні 2018 року НКЦПФР провела самооцінювання відповідно до Принципів IOPS нагляду за недержавним пенсійним забезпеченням (IOPS, 2010_[10]). Під час навчання також проводили самооцінювання Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (НКРФП), яка на той час регулювала ринок фінансових послуг, зокрема діяльність недержавних пенсійних фондів та їх адміністраторів. Висновки наведено в Таблиця 6.1.

Таблиця 6.1. Підсумок самооцінювання НКЦПФР у 2018 році відповідно до Принципів нагляду за недержавним пенсійним забезпеченням IOPS

Принцип	Повністю відповідає	Здебільшого відповідає	Частково відповідає	Не відповідає
1) Цілі	X			
2) Незалежність			X	
3) Достатні ресурси				X
4) Належні повноваження			X	
5) Орієнтація на ризик			X (Нацкомфінпослуг)	X (НКЦПФР)
6) Пропорційність і послідовність				X
7) Консультації та співпраця			X	
8) Конфіденційність		X		
9) Прозорість		X		
10) Управління		X		

Джерело: НКЦПФР, червень 2018 року.

Після самооцінювання НКЦПФР визначила перелічені нижче пріоритетні сфери для вдосконалення відповідно до Принципів нагляду за недержавним пенсійним забезпеченням IOPS (NSSMC, 2018_[11])

- **Принцип 3 (належні ресурси):** фінансування обох (на той час) регуляторів розглядалося як «вкрай неналежне й непередбачуване», оскільки в законодавстві не було гарантованого довгострокового фінансування; законодавство не дозволяло (і досі не дозволяє) принаймні часткове фінансування органу нагляду за допомогою збору з піднаглядних осіб.
- **Принцип 5 (нагляд на основі ризику):** практично не було механізмів і рекомендацій, які б сприяли впровадженню орієнтованого на ризик підходу. Вимоги до фінансової звітності недержавних пенсійних фондів також були оцінені як «низькі», тоді як вимоги до структури портфеля (ліміти інвестицій) були надто загальними. Крім того, не було проведено жодного оцінювання ризиків керованих суб'єктів із використанням моделі, що ґрунтується на оцінюванні ризику, а також жодного оцінювання ступеня ризику, перед яким постає кожний суб'єкт.
- **Принцип 6 (пропорційність і послідовність):** регулятор не мав повноважень здійснювати нагляд за діяльністю пенсійних фондів за результатами оцінювання ризиків. Не було також доступних варіантів накладення санкцій за неправомірну поведінку професійних учасників. Насамкінець не було правової чіткості щодо захисту конфіденційної професійної інформації, отриманої в межах співпраці з іноземними контрагентами.

Крім того, у 2018 році троє членів IOPS, які виступали як рецензенти, запропонували українському органу пенсійного нагляду розглянути можливість вжиття перелічених нижче заходів.

- **Принцип 2 (незалежність):** отримати, через поступове внесення змін до закону, відшкодування від судового переслідування для директорів і персоналу органу, щоб їх здатність повноцінно виконувати свою наглядову роль не перешкоджала страху перед судовими процесами.
- **Принцип 4 (належні повноваження):** отримати гнучкі повноваження для розслідування можливих проблем під час перевірок на місці, оскільки це життєво важливе повноваження для забезпечення дотримання законодавства підконтрольними суб'єктами та можливості перевіряти дані та фактичний стан суб'єкта. Такі повноваження мають дозволити наглядовому органу вживати попереджувальних заходів на перспективній, пруденційній і ризиковій основі. Зокрема, керівник повинен мати:

- превентивні, а не лише *фактичні* повноваження;
- здатність притягувати до відповідальності та накладати адміністративні стягнення;
- повноваження проводити повні розслідування, включно з плановими та позаплановими перевітками на місці;
- здатність домагатися змін і додаткових повноважень під зовнішнім контролем або парламентським наглядом у відповідь на мінливе середовище.
- **Принцип 5 (нагляд на основі ризику):** розробити законодавство, яке поступово запроваджує нагляд, що ґрунтується на оцінюванні ризиків, і визначає методи, що дозволяють оцінювати окремі підконтрольні суб'єкти.

6.3. Основні проблеми

Накопичувану пенсійну систему в Україні ще належить розвинути. Добре дієва пенсійна система, забезпечена активами, допоможе диверсифікувати джерела пенсійного забезпечення майбутніх пенсіонерів, і вона відіграє важливу роль у довгостроковому ринку капіталу й економічному розвитку України.

Зараз не вистачає забезпечення того, щоб значна частина працездатного населення бере участь у пенсійних заощадженнях. Це передбачає запровадження обов'язкової забезпеченої активами пенсії, як уже планував український уряд. Розмір пенсій, забезпечених активами, також можна збільшити через запровадження добровільного пенсійного ринку, забезпеченого активами, на основі професійних рішень, як-от у Великій Британії (NEST, National Employment Savings Trust Corporation) і Польщі (PPK, Employee Capital Plans) з автоматичною реєстрацією, що діє як потужний стимул для збільшення участі. Це називається напів обов'язковою системою.

Запровадження пенсійної системи (солідарної чи забезпеченої активами, або, що краще, багаторівневої системи, у якій обидві системи доповнюють одна одну) потребує політичного консенсусу між усіма сторонами та їхніх довгострокових зобов'язань. Обговорення майбутнього пенсійної системи України та досягнення будь-якої політичної згоди щодо її структури є особливо складним у поточному контексті війни. Через це, попри те, що для повного досягнення цих цілей може знадобитися час, українські політики мають якнайшвидше розпочати підготовку правових та концептуальних засад майбутньої системи. Проєкт Закону «Про загальнообов'язкове накопичувальне пенсійне забезпечення» (2024) є важливим першим кроком у цьому процесі. У разі його ухвалення ОЕСР може надати детальний аналіз і рекомендації в межах другого етапу аналізу або пізніше.

Здається, в Україні є неоднозначні погляди щодо пенсійної системи, забезпеченої активами. Частково це можна пояснити негативним досвідом у деяких аналогічних країнах у регіоні Центральної та Східної Європи (Bielawska, Chłoń-Domińczak and Stańko (2017^[12])). Тому одним з основних завдань є створення платформи для суспільного діалогу щодо концепції та важливих елементів пенсійної системи за участі преси, академічної спільноти, лідерів думок, профспілок і політиків.

Основні елементи майбутньої обов'язкової чи напів обов'язкової пенсійної системи, забезпеченої активами, ще належить визначити. Особливу увагу потрібно приділити зазначеним питанням.

- Як фінансуватимуться пенсійні внески в межах обов'язкових пенсій, забезпечених активами. Чи доцільне їх перенаправлення з державної системи PAYG? Чи мають бути додаткові внески від роботодавців/працівників?
- Яким буде стратегічний розподіл активів із погляду дозволених класів активів та інструментів, інвестиційних обмежень та інвестицій в основні засоби проти пасивних

інвестицій? Це також стосуватиметься рішення про те, чи буде пенсійним фондам дозволено інвестувати за кордоном, і чи треба приділяти увагу інвестиціям у післявоєнне відновлення.

- Яким має бути варіант інвестування за замовчуванням? Фонди із цільовою датою/життєвим циклом, які коригують розподіл своїх активів із часом, щоб враховувати зміну ступеня неприйняття ризику членами пенсійних фондів, пенсійні продукти? Чи потрібно використовувати деякі моделі поведінки (приклад NEST для консервативного підходу на перших етапах?) Чи має бути обов'язкова (повна чи часткова) ануїтізація? Якщо так, то як може розвиватися ринок ануїтетів?
- Якою має бути система оцінювання ефективності (наприклад, контрольні показники та стимули на основі результатів)?
- Яку роль можуть відіграти забезпечені активами пенсійні фонди у відновленні України та розвитку ринків капіталу? Які повноваження має мати наглядовий орган, щоб не порушувати інтереси учасників пенсійного фонду?
- Як можна уникнути насичення місцевого ринку капіталу (наприклад, через підвищення співвідношення ціни/прибутку (P/E) деяких публічно компаній, які публічно торгують акціями, як це було зафіксовано в Польщі), якщо пенсійні фонди, забезпечені активами, масової обов'язкової системи будуть інвестувати на внутрішньому ринку?
- Як можна забезпечити ефективність із погляду витрат? Серед потенційних моделей можна вибрати систему обов'язкових відкритих пенсійних фондів чилійського типу, добровільні неприбуткові професійні пенсійні програми (доцільний варіант, якщо після війни ситуація на ринку праці стане вигіднішою для працівників), шведську модель із централізованим адмініструванням і конкурентними послугами з управління активами або модель накопичувального фонду.
- Як система буде захищена від політичного впливу з погляду небажаних змін її структури, передбаченого стратегічного розподілу, дозволених фінансових інструментів та використання коштів на другорядні цілі?
- Як активи будуть захищені від інфляції?
- Як має бути організований етап виплат (включно з установами, управлінням, інструментами й таблицями очікуваної тривалості життя)?

6.4. Пріоритетні напрямки реформування політики

ОЕСР має досвід і напрацювання у сфері пенсій, забезпечених активами, а також доступ до масштабного досвіду країн-членів. ОЕСР також є платформою для обміну досвідом і розв'язання загальних проблем щодо пенсійного забезпечення для урядів, політиків, регуляторів та інших зацікавлених сторін. Стандарти ОЕСР також визнані еталоном найкращих практик щодо пенсій, забезпечених активами, і широко впроваджуються як країнами-членами, так і іншими країнами. Сюди входять:

- основні принципи регулювання приватного пенсійного забезпечення ОЕСР;
- рекомендації ОЕСР щодо правильного проєктування пенсійних планів із визначеними внесками;
- належні практики OECD/IOPS щодо використання пенсійними фондами альтернативних інструментів і деривативів;
- передова практика OECD/IOPS для систем управління ризиками пенсійних фондів;
- рекомендації OECD/IOPS щодо ліцензування пенсійних установ.

Ці стандарти доповнюються дослідженнями та аналізом, включно з такими основними публікаціями:

- OECD Pensions Outlook — видається двічі на рік і аналізує останні зміни в пенсійній політиці в країнах ОЕСР і охоплює як державні, так і приватні пенсійні системи, а також оцінює тенденції в системах пенсійного доходу.
- Pension Market in Focus — щорічне видання, яке надає дані з понад 80 країн для аналізу тенденцій у фінансовій діяльності пенсійних фондів, включно з прибутковістю інвестицій і розподілом активів.
- Survey of Investment Regulation of Pension Providers — щорічне дослідження, яке описує основні кількісні нормативні акти щодо інвестування, яким підпорядковуються надавачі пенсій усіх типів у країнах ОЕСР, а також деяких інших юрисдикцій, що не входять до ОЕСР, у співпраці з IOPS.

ОЕСР також підтримує країни-члени через інтегровані огляди національних пенсійних систем⁹, а також проекти технічної допомоги з окремих аспектів.¹⁰ Відповідно, ОЕСР має добрі можливості для підтримки України, яка працює над реформуванням своєї пенсійної системи, щоб запровадити систему забезпечених активами пенсій та гарантувати її ефективне функціонування. Зокрема, ОЕСР може надати допомогу через:

- підтримку українського уряду в роз'ясненні переваг і недоліків пенсійної системи, забезпеченої активами, та її основних елементів, які мають бути враховані, із наданням прикладів позитивного й негативного досвіду інших країн;
- надання оцінки пропозиції щодо пенсійної реформи після того, як вона пройшла через процес ухвалення політичних рішень. Це передбачатиме коментування основних елементів реформи та визначення будь-яких ключових проблем або ризиків. Оцінювання спиратиметься на передову міжнародну практику й інструменти ОЕСР/IOPS. Вони можуть передбачати допомогу НКЦПФР у проведенні нового самооцінювання відповідно до Принципів нагляду за недержавним пенсійним забезпеченням IOPS на основі переглянутої правової та інституційної бази України.
- Надання — за можливості — технічної підтримки для конкретних елементів майбутньої пенсійної системи, забезпеченої активами (як-от опції за замовчуванням, регулювання інвестицій, фонди життєвого циклу, управління, збори та витрати, оцінювання ефективності, пенсійні продукти, таблиці очікуваної тривалості життя). ОЕСР у співпраці з IOPS також могла б надати підтримку щодо системи нагляду (включно з управлінням, наглядом на основі оцінювання ризику та взаємним навчанням).

Як зазначалося раніше, процес реформування потребуватиме часу та має здійснюватися поступово, забезпечуючи широкий консенсус, підтримку й залучення зацікавлених сторін, політиків, широкого загалу, громадянського суспільства тощо. Форма підтримки, яка надаватиметься Україні під час другого етапу аналізу, залежатиме від прогресу, досягнутого у 2025 році, і конкретних потреб, висловлених політиками.

Як початковий крок для підвищення обізнаності ОЕСР може організувати один або кілька семінарів, присвячених особливостям проектування та питанням, перерахованим у попередньому пункті, щоб розглянути можливі варіанти, а також їхні відповідні переваги та недоліки.

Подальший аналіз, рекомендації та обмін досвідом можуть за потреби відбутися протягом 2025 року. Крім того, ОЕСР готова надавати додаткову підтримку після завершення перегляду, залежно від потреб, висловлених українськими політиками.

Довідково

- Bielawska, K., A. Chłoń-Domińczak and D. Stańko (2017), *Retreat from mandatory pension funds in countries of the Eastern and Central Europe in result of financial and fiscal crisis: Causes, effects and recommendations for fiscal rules*, , Instytut Zarządzania Ryzykiem Społecznym, <https://mpr.ub.uni-muenchen.de/8>. [12]
- Høj, J. and V. Klimchuk (2024), "Safeguarding the sustainability of the Ukrainian pension system", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1805, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/4c202a7e-en>. [4]
- IOPS (2010), *IOPS Principles of Private Pension Supervision (2010)*, International Organisation of Pension Supervisors (IOPS), <https://www.iopsweb.org/principlesguidelines/IOPS-principles-private-pension-supervision.pdf>. [10]
- IOPS (2009), *Ukraine: Pension system profile*, <https://www.iopsweb.org/resources/45319940.pdf>. [13]
- Ministry of Social Policy of Ukraine (2024), *Draft Law "On Mandatory Accumulated Pension Security"*, in Ukrainian ("Про загальнообов'язкове накопичувальне пенсійне забезпечення"), https://oblikbudget.com.ua/files/2024/11_2024/zakonoprojekt-projekt-%E2%84%96-1065. [6]
- NSSMC (2024), *Results of the development of the non-state pension system as of September 30, 2024*, in Ukrainian ("Підсумки розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення станом на 30.09.2024"), <https://www.nssmc.gov.ua/en/news/insights/#tab-5>. [9]
- NSSMC (2018), *Ukraine: Self-assessment against IOPS Principles of Private Pension Supervision, the National Securities and Stock Market Commission*. [11]
- NSSMC (n.d.), *Register of Non-State Pension Funds*, <https://www.nssmc.gov.ua/en/reiestr-nederzhavnykh-pensiinykh-fondiv/#page-1>. [14]
- OECD (2024), *Pension Markets in Focus 2024*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/b11473d3-en>. [8]
- Poteraj, J. (2012), "Pensions in Ukraine", *International Journal of Business Management and Economic Research*, Vol. 3/4, pp. 598-606, <https://www.ijbmer.com/docs/volumes/vol3issue4/ijbmer2012030405.pdf>. [1]
- Shumylo, M. (2020), *A History of Pensions in Ukraine*, <https://doi.org/10.37491/UNZ.77.9>. [2]
- State Statistics Service of Ukraine (n.d.), *Labour force survey*, [https://stat.gov.ua/en/explorer?urn=SSSU:DF_LABOR_FORCE\(19.0.0\)](https://stat.gov.ua/en/explorer?urn=SSSU:DF_LABOR_FORCE(19.0.0)). [15]
- Studennikova, I. (2024), *Pension System in Ukraine: Citizens' Perspective*, <https://voxukraine.org/en/pension-system-in-ukraine-citizens-perspective>. [7]
- Verkhovna Rada (2003), *Law "On Mandatory State Pension Insurance"*, in Ukrainian (Закон України „Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування”), , №№ 49-51, ст. 376., Відомості Верховної Ради України (ВВР), <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1058>. [3]

Verkhovna Rada (2003), *Law “On Non-State Pension Provision”*, in *Ukrainian (Закон України „Пронедержавне пенсійне забезпечення”)*, , Відомості Верховної Ради України (ВВР), <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/en/1057-15?lang=uk#Text>. [5]

Примітки

¹ Накопичувальний фонд буде цільовим позабюджетним фондом (стаття 78), створеним відповідно до Закону про загальнообов’язкове державне пенсійне забезпечення. Він збиратиме пенсійні внески, які інвестуватимуться на рахунок його членів. У цитованому Законі визначено, що пенсія виплачуватиметься у формі довічного грошового утримання (стаття 57 визначає види таких договорів) або одноразової виплати. Недержавні пенсійні фонди створюватимуться та працюватимуть відповідно до Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» 2003 року.

² Див. (Studennikova, 2024^[7]) і (Høj and Klimchuk, 2024^[4]) , сторінка 8.

³ Профіль ІОПС України (ІОПС, 2009^[13])

⁴Профіль ІОПС України (ІОПС, 2009^[13])

⁵ (NSSMC, n.d.^[14])

⁶ (State Statistics Service of Ukraine, n.d.^[15])

⁷ 10,7 млн. застрахованих осіб на загальнообов’язковому соціальному страхуванні (Studennikova, 2024^[7])).

⁸ На основі офіційного курсу станом на 5 грудня 2024 року, див. [Офіційний курс гривні](#).

⁹ Наприклад, у Кореї та Словенії (2022), Чехії (2020).

¹⁰ Наприклад, про професійні пенсії в Іспанії та конкуренція в пенсійному секторі Мексики (2022).