

УДК 336.61

**Корнєєва Ю. В.**

кандидат економічних наук, докторант ДННУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна, korneevaj@ukr.net

**Кузькін Є. Ю.**

кандидат економічних наук, доцент, заслужений економіст України, директор Департаменту місцевих фінансів Міністерства фінансів України, Київ, Україна

**ПРИВАТИЗАЦІЙНІ КОМПЕНСАЦІЙНІ ГАРАНТІЇ ЯК ІНСТРУМЕНТ  
ЗАЛУЧЕННЯ ПРИВАТНИХ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ  
ДО ДЕРЖАВНОГО СЕКТОРУ**

*Наведено практичні рекомендації щодо проведення в Україні прозорої повної або часткової приватизації великих державних підприємств на міжнародних ринках капіталу шляхом первинної публічної емісії цінних паперів із метою залучення інвестиційних ресурсів. Розглянуто проблематику такої емісії для компаній, що перебувають у державній власності та не відповідають вимогам лістингу провідних фондових бірж, а отже, потребують допомоги фінансових посередників і міжнародних донорів у організації прозорої приватизації через продаж акцій на фондовому ринку. Проаналізовано переваги від співпраці з андерайтерами за схемою "твердого зобов'язання" та ризики у випадку отримання послуг за схемою "найкращі зусилля" від фінансового посередника. Розкрито гарантійні механізми підтримки приватизаційних процесів, спрямовані на залучення іноземних інвестицій. Наголошено, що надання додаткового гарантійного забезпечення сприятиме припливу капіталу. Запропоновано механізм надання приватизаційних компенсаційних гарантій андерайтерам міжнародними фінансовими організаціями для успішного первинного публічного розміщення акцій компаній, котрі перебувають у державній власності та підлягають приватизації.*

**Ключові слова:** приватизація, гарантії, прямі іноземні інвестиції, державний сектор економіки, міжнародні фінансові організації.

**Рис. 1. Літ. 20.****Iuliia Kornieieva**

Ph. D. (Economics), SESE "The Academy of Financial Management", Kyiv, Ukraine, korneevaj@ukr.net

**Ievhen Kuzkin**

Ph. D. (Economics), Associated Professor, Honored Economist of Ukraine, Ministry of Finance of Ukraine, Kyiv, Ukraine

**PRIVATIZATION COMPENSATION GUARANTEES AS A TOOL  
OF ATTRACTING FDI TO THE PUBLIC SECTOR**

*The article presents practical recommendations for carrying out in Ukraine a transparent, full or partial privatization of large state enterprises on international capital markets through the initial public issue of securities in order to attract investment resources. The lack of investment resources in Ukraine causes the need of entering foreign capital markets and attracting foreign investors for privatization processes. The attraction of foreign direct investment is considered as an effective resource for economic growth. The insufficient level of development of institutional conditions in countries with transformational economies is seen as an obstacle to the introduction of an effective system of regulation of privatization processes. The article considers the problems of conducting primary public issue for state-owned companies which do not meet the listing requirements of advanced stock exchanges, and therefore require the assistance of financial intermediaries and international donors in*

© Корнєєва Ю. В., Кузькін Є. Ю., 2018

*the organization of transparent privatization through the sale of shares in the stock markets. The author analyzes the advantages of cooperation with underwriters under the "firm commitment" scheme and risks in case of receiving services from a financial intermediary in the "best efforts" scheme. The article deals with guarantee mechanisms of support for privatization processes aimed at attracting foreign investments. It is emphasized that the provision of additional guarantees will contribute to the inflow of capital. The author proposes a mechanism for the provision of privatization compensatory guarantees to the underwriters by international financial organizations for the successful initial public offering of shares of state-owned companies which are subject to privatization.*

**Key words:** privatization, guarantees, foreign direct investment, state sector of the economy, international financial organizations.

**JEL classification:** E22, F21, G28, H54.

**Корнеева Ю. В.**

кандидат экономических наук, докторант ГУНУ "Академия финансового управления", Киев, Украина

**Кузькин Е. Ю.**

кандидат экономических наук, доцент, заслуженный экономист Украины, директор Департамента местных финансов Украины, Киев, Украина

## ПРИВАТИЗАЦИОННЫЕ КОМПЕНСАЦИОННЫЕ ГАРАНТИИ КАК ИНСТРУМЕНТ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ЧАСТНЫХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В ГОСУДАРСТВЕННЫЙ СЕКТОР

*Приведены практические рекомендации по проведению в Украине прозрачной полной или частичной приватизации крупных государственных предприятий на международных рынках капитала путем первичной публичной эмиссии ценных бумаг с целью привлечения инвестиционных ресурсов. Рассмотрена проблематика данной эмиссии для компаний, находящихся в государственной собственности и не отвечающих требованиям листинга ведущих фондовых бирж, а следовательно, нуждающихся в помощи финансовых посредников и международных доноров в организации прозрачной приватизации посредством продажи акций на фондовом рынке. Проанализированы преимущества от сотрудничества с андеррайтерами по схеме "твердого обязательства" и риски в случае получения услуг по схеме "лучшие усилия" от финансового посредника. Раскрыты гарантийные механизмы поддержки приватизационных процессов, направленные на привлечение иностранных инвестиций. Отмечено, что предоставление дополнительного гарантийного обеспечения будет способствовать притоку капитала. Предложен механизм предоставления приватизационных компенсационных гарантий андеррайтерам международными финансовыми организациями для успешного первичного публичного размещения акций компаний, находящихся в государственной собственности и подлежащих приватизации.*

**Ключевые слова:** приватизация, гарантии, прямые иностранные инвестиции, государственный сектор экономики, международные финансовые организации.

Надходження до Державного бюджету України від приватизації за підсумками 2016 р. становили 188,9 млн грн із запланованих 17,1 млрд грн [1]. Складнощі, які виникли під час проведення приватизації державних підприємств в Україні, насамперед пов'язані з наявністю непрозорих механізмів передавання державного майна в приватний сектор, про що неодноразово зазначали міжнародні експерти [2, с. 75]. Проте, як показує практика зарубіжних країн, приватизація може сприяти надходженню прямих іноземних інвестицій (ПІІ) до країни, залучаючи поряд із капіталом передові технології. Для

успішного здійснення приватизації в Україні бракує розвинутого інституційного середовища, а також інвестиційних ресурсів, що зумовлює необхідність виходу на іноземні ринки капіталу та залучення до процесів зарубіжних інвесторів. Розвиток інституційного середовища є важливим елементом у системі залучення інвестицій у країну, і надання додаткового гарантійного забезпечення інвестпроектів сприятиме припливу капіталу. Проведення приватизації у країнах з трансформаційними економіками вимагає нових нестандартних рішень, які б виступили стимулами та основою запроваджених реформ, рушійною силою структурних зрушень та економічного зростання у середньо- та довгостроковій перспективі. У статті буде розглянуто лише окремі аспекти використання гарантій з метою залучення капіталу на підприємства, котрі працюють у державному секторі та підлягають приватизації.

Велику увагу аналізу можливостей формування раціональної структури власності приділяли М. Акулова, М. Аркас, Е. Остром, Д. Сепінгтон, Дж. Стігліц [3–6]. Дослідження впливу приватизації в контексті послаблення політичного тиску на систему прийняття інвестиційних рішень на підприємстві проводили Р. Вілліг, Р. Вішні, К. Шапіро та А. Шляйфер [7; 8]. Аналізом державно-приватного партнерства (ДПП) як форми співпраці бізнесу та держави в аспекті передавання приватному сектору частини повноважень, відповідальності та ризиків щодо реалізації інвестиційних проектів, котрі традиційно фінансувалися публічним сектором, займалася Т. І. Єфименко [9]. Аналізу гарантійних механізмів стимулювання інвестиційної діяльності присвячено роботи М. Агліетта, Д. Банк Ет. Еспанье, П. Брест, [10; 11]. Розвиток гарантійних механізмів стимулювання інвестиційної діяльності в системі ДПП представлено в дослідженнях Європейського центру експертизи державного приватного партнерства (The European PPP Expertise Centre, ЕРЕС), створеного за участю Європейського інвестиційного банку (ЄІБ) та Європейської комісії [12]. Серед вітчизняних учених проблематику використання урядових гарантій для інвесторів досліджували В. Хопчан, О. Хрімлі та ін. [13; 14]. Однак, незважаючи на велику кількість публікацій, присвячених цій тематиці, у науковій літературі недостатньо висвітлено гарантійні механізми підтримки приватизаційних процесів, спрямовані на залучення іноземних інвестицій, у країнах із трансформаційними економіками.

Метою статті є розроблення практичних рекомендацій щодо впровадження гарантійного механізму стимулювання приватизаційних процесів в Україні із залученням іноземних інвесторів.

Згідно з Меморандумом про економічну і фінансову політику з МВФ Україна бере на себе зобов'язання провести структурні реформи, що охоплюють, зокрема, реформу державних підприємств у контексті прискорення приватизаційних процесів [15, с. 24–25]. Провести прозору приватизацію та залучити значні інвестиції шляхом викупу частки компанії менеджментом (management buyouts) надзвичайно важко через корупційні можливості, які створює цей механізм. Фондова біржа – ідеальна платформа для реалізації реформи, і перспектива представлення великої кількості державних підприємств на фондових ринках може бути каталізатором. Необхідним елементом ефективної системи управління державними фінансами у контексті регулю-

вання приватизаційних процесів є забезпечення прозорості здійснення операцій та відкритість фінансової інформації. Проведення повної або часткової приватизації державних підприємств за допомогою інструментів фондового ринку через механізм лістингу на провідних міжнародних фондових біржах сприятиме вирішенню цих проблем, залучаючи іноземний капітал, передовий світовий управлінський досвід, нові технології.

Цю практику активно використовують у світі, підтвердженням чого є статистичні дані щодо ринку IPO за останні роки, аналіз яких свідчить про активне проведення приватизації шляхом первинного публічного розміщення. Якщо аналізувати топ-10 IPO у світі за 2015 р., то п'ять із них – це IPO, проведені з метою приватизації. Перше місце серед найбільших IPO у світі у 2015 р. посідало розміщення акцій з метою приватизації Japan Post Holdings, яка на Токійській біржі залучила 5,179 млрд євро. На другому місці серед найбільших первинних розміщень у світі була приватизація Japan Post Bank також на Токійській біржі (4,411 млрд євро) [16, с. 19]. З п'яти найбільших розміщень у Європі три було проведено державними компаніями з метою приватизації – Aena на BME залучили 4,262 млрд євро (четверте місце у світі), ABN AMRO на Euronext Amsterdam – 3,838 млрд євро (п'яте місце у світі) та Poste Italiane на Borsa Italiana – 3,112 млрд євро (сьома позиція серед топ-10 IPO у світі) [16, с. 4–11]. Загалом у 2015 р. серед 10 найбільших розміщень у світі, сумарною вартістю на 35,469 млрд євро, 58,7 % припадало на приватизацію. У 2016 р. серед топ-10 IPO у світі з метою приватизації було проведено первинне розміщення JR Kyushu на Токійській біржі та залучено 3,640 млрд євро. Також серед найбільших розміщень варто назвати приватизацію Dong Energy A/S шляхом IPO на біржі NasdaqNordic (2,647 млрд євро) [17, с. 19].

Розроблення рекомендацій щодо залучення довгострокових інвестицій унаслідок проведення приватизації державних підприємств має надзвичайно важливе значення для соціально-економічного розвитку України, адже водночас сприятиме надходженню не тільки фінансових ресурсів, а й передових технологій та управлінського досвіду.

Одним із головних завдань, що постають перед компанією-емітентом, є ефективне розміщення випущених цінних паперів. Виконанню цього завдання передують ряд операцій, пов'язаних із визначенням обсягу та ціни паперів, підготовкою до реєстрації, тощо. С. Ламм, Р. Тан та Г. Вії стверджують, що саме політичний ризик, а не ризик, спричинений асиметрією інформації, більшою мірою пояснює зниження ціни на акції первинного розміщення приватизованої компанії, оскільки уряд зазвичай намагається залишити великий пакет акцій у себе. Політичний ризик вони також називають причиною відсутності систематичного взаємозв'язку між початковими надходженнями від підприємств, що приватизуються, та приватними підприємствами, котрі здійснюють первинні публічні розміщення [18]. З огляду на викладене, в Україні необхідно розробити дієвий механізм прозорої приватизації великих держпідприємств шляхом первинних публічних розміщень на іноземних фондових біржах, який би сприяв надходженню ПІІ до країни.

Волатильність на фінансових ринках стає нормою, тож інвесторам та компаніям, які прагнуть залучати капітал, потрібно звикати працювати в умовах турбулентності. Розробляючи стратегію виходу компанії на фондовий ринок, варто пам'ятати, що успіх первинного публічного розміщення залежить від багатьох чинників, котрі формують очікування інвесторів, інвестиційних банків, компаній. Емітент має можливості покласти управління процесом розміщення цінних паперів на фінансового посередника – андерайтера, яким зазвичай виступає інвестиційний банк. Для ефективного розміщення цінних паперів на іноземних платформах українським компаніям необхідна допомога професіоналів, тому співпраця з андерайтерами є важливим елементом у стратегії виходу на ринок. Для забезпечення фінансового та юридичного супроводу процедури лістингу в емітента мають бути висококваліфіковані працівники задля зниження ризику зриву IPO через недотримання законодавства про ринок цінних паперів на етапі підготовки документів і реєстрації випуску. Налагодити співпрацю можуть допомогти зарубіжні донори, які, крім виконання консультативних функцій, можуть стати стратегічним партнером під час приватизаційної первинної публічної емісії великих державних підприємств на світових ринках капіталу. Зважаючи на високу вартість послуг андерайтингу, міжнародні фінансові організації (МФО) можуть виступити донором, частково покривши витрати випуску, включаючи плату за юридичний супровід і аудиторську перевірку емітента.

Ще однією проблемою на шляху до ефективного залучення коштів на іноземних біржах є ймовірний брак ринкового попиту на цінні папери. Її розв'язанню також може сприяти фінансовий посередник. Андерайтери, працюючи за схемою “найкращі зусилля” (best effort underwriting), забезпечують розміщення якомога більшої кількості цінних паперів у найкоротший термін серед широкого кола інвесторів. Недоліком такого співробітництва є те, що посередник не бере на себе ризик неповного розміщення цінних паперів. Якщо андерайтер надає послуги за схемою “твердого зобов'язання” (bought deal, firm commitment), то зобов'язується викупити в емітента частину або весь обсяг емісії цінних паперів задля їх подальшого розміщення серед інших інвесторів. Такий механізм розміщення знімає ризики з емітента та перекладає його на фінансового посередника. Різниця між ціною, за якою андерайтер викупив цінні папери в емітента, та ціною їхньої реалізації на біржі, і є прибутком фінансового посередника. Проте ця схема несе для андерайтера значні фінансові ризики, адже якщо частина випуску виявиться нерозміщеною на первинному ринку, то андерайтер зобов'язаний її придбати. Водночас така практика підвищує інтерес інвесторів до вказаних паперів, адже вони мають гарантії, що нижче певної межі ціни на активи не зменшаться, андерайтер зобов'язується викупити цінні папери за певною, заздалегідь визначеною ціною, що істотно покращує стартові позиції емітента.

У цьому випадку проведення прозорої приватизації та залучення іноземних інвесторів вимагатиме участі міжнародних донорів, які спростили б вихід українським компаніям на фінансові ринки, надаючи спеціальні фінансові гарантії андерайтерам. Зміст такого інноваційного фінансового інструменту полягає в компенсаційній функції ризиків андерайтерів під час розміщен-



ня за схемою “твердого зобов’язання”. Тобто за недостатнього попиту на акції андеррайтер отримує компенсацію з боку МФО на розмір дельти між ціною емітента та ціною, за яку фактично будуть продані активи інвесторам. Постійна платформа для здійснення IPO зі спрощеним доступом до процедури лістингу після попередніх консультацій та узгоджень із міжнародними донорами, які б надавали спеціальні фінансові компенсаційні гарантії андеррайтерам під приватизацію українських великих державних підприємств, значно спростила б механізми виходу на іноземні фінансові ринки та сприяла прозорій приватизації, що відповідає умовам Меморандуму з МВФ. Спрощену схему такого механізму наведено на рисунку.

Реципієнтами міжнародної технічної допомоги будуть державні підприємства, виставлені на приватизацію згідно з переліком об’єктів державної власності, що підлягають приватизації у 2017–2020 рр., опублікованим на офіційному сайті Міністерства економічного розвитку і торгівлі України 23 липня 2017 р. Згідно з даними Міністерства, станом на липень 2017 р. у державній власності перебували 3444 об’єкти державної власності, з яких для приватизації заплановано 893 підприємства, частка об’єктів на приватизацію дорівнює 11,1 % усіх державних активів [19].

Механізм залучення інвесторів до капіталу державних компаній шляхом продажу міноритарних пакетів акцій сприятиме зниженню прямих фіскальних ризиків для державного бюджету. Додаткові випуски акцій або нові первинні публічні пропозиції держпідприємств відкривають доступ до великої групи місцевих та іноземних інституційних й індивідуальних інвесторів, при тому, що контрольні пакети акцій можуть залишатися в руках держави з метою захисту національних інтересів.

Фахівці Мережі інвестицій глобального впливу (Global Impact Investing Network, GIIN) вважають, що гарантії покликані стимулювати збільшення інвестицій приватного сектору у вирішення соціальних та екологічних проблем [20, с. 6]. Відповідно до Федеральних державних гарантійних програм США було розроблено та втілено в життя програму підтримки фінансових інститутів розвитку громади (Community Development Financial Institution, CDFI), яка мала на меті розв’язати потребу CDFI в довгостроковому капіталі, необхідному для фінансування інвестиційних проектів. Основною функцією діяльності зазначених інститутів є надання юридичним і фізичним особам фінансових послуг, що узгоджуються з концепцією сталого розвитку і позитивно впливають на економіку та суспільство, стимулюючи інвестування у соціально-економічні проекти. Відповідно до програми, урядом надавалися 100 % гарантії емісії облігацій у мінімальному розмірі 100 млн дол. США. Кваліфіковані емітенти (CDFI або довірені особи) продавали випущені облігації Федеральному банку фінансування (Federal Financing Bank). Облігації CDFI не можуть бути продані на відкритому ринку, оскільки цінні папери зі 100-відсотковою гарантією федерального уряду можуть продаватися тільки урядовим інституціям. Незважаючи на те, що мета CDFI щодо виходу на нові ринки капіталу не була досягнута, програма дала змогу фінансовим інститутам розвитку громади успішно залучити капітал на суму понад 1 млрд доларів США, які зрештою було спрямовано на фінансування інвестиційних проектів [20, с. 19].

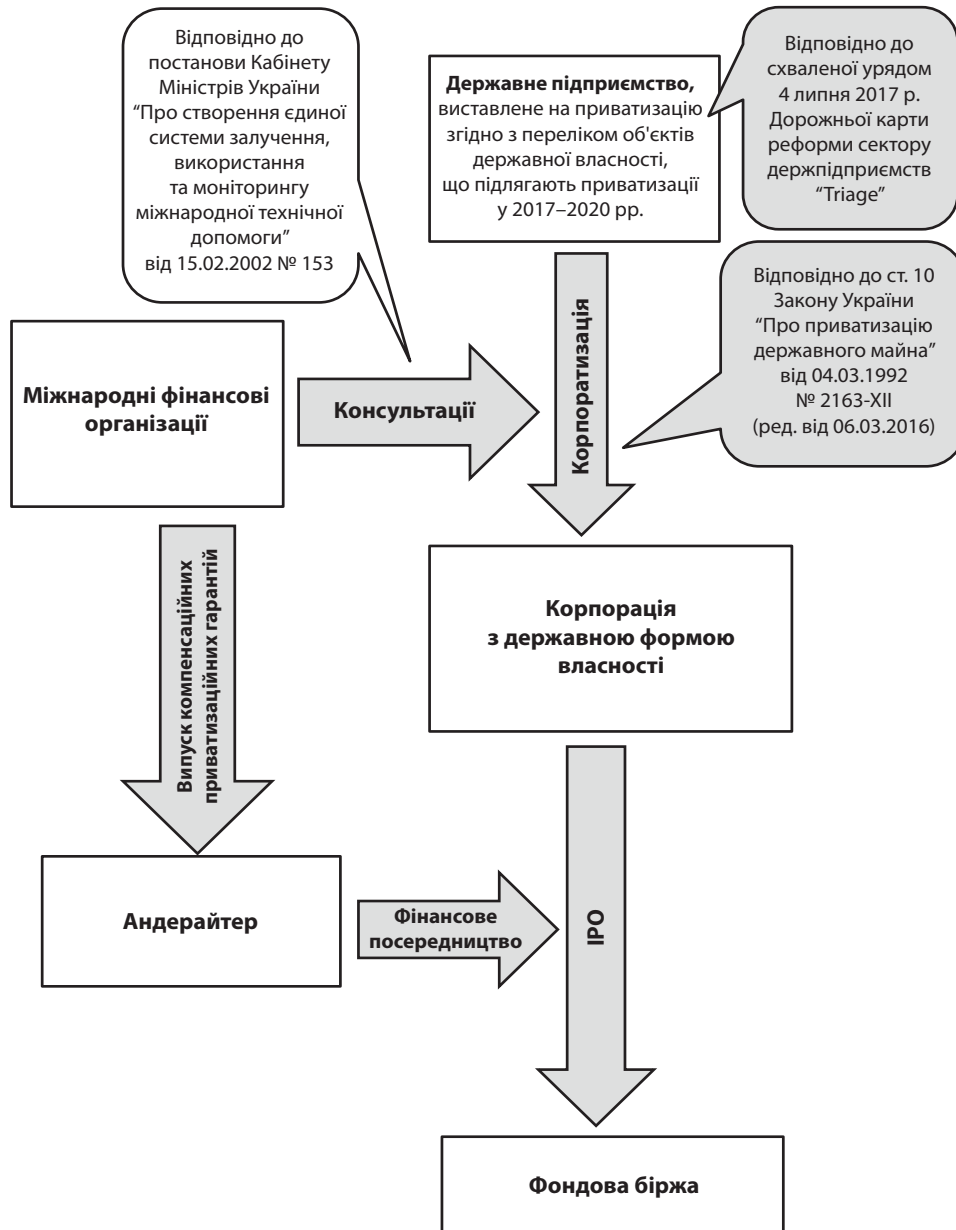


Рисунок. Механізм надання компенсаційних приватизаційних гарантій під час приватизації великих державних підприємств шляхом первинних публічних розміщень

Складено автором.

Безперечно, гарантійні механізми допомагають стимулювати інвестиційну активність у приватному секторі. Проте інноваційний розвиток гарантійних механізмів у держсекторі, котрий має на меті стимулювання приватизаційних процесів, створення нових фінансових інструментів, спрямованих на розширення співпраці з фінансовими посередниками, сприятиме залученню

іноземних інвестицій, формуватиме попит у іноземних інвесторів на цінні папери підприємств, виставлених на приватизацію.

Отже, вдосконалення механізму приватизації потребує насамперед впровадження елементів, що гарантуватимуть плановість, публічність і контроль у цій сфері. Використання сучасних способів приватизації, а саме продаж акцій великих державних підприємств на фондових біржах через механізм первинного публічного розміщення, цілком відповідатиме цим вимогам. Задля вдалої організації первинного публічного розміщення потрібна допомога професійних фінансових посередників, особливо державним компаніям, що не мають у штаті висококваліфікованих фахівців, які були б обізнані з особливостями роботи фондових ринків. З метою вдосконалення процесу приватизації на основі механізму IPO на міжнародних фондових біржах пропонується за підтримки МФО випускати спеціальні фінансові інструменти – компенсаційні приватизаційні гарантії, що допоможе забезпечити прозорий механізм приватизації, залучити довгостроковий капітал, покращити стандарти корпоративного управління.

### Список використаних джерел

1. Звіт про роботу Фонду державного майна України в 2016 році / Фонд державного майна України. URL: [http://www.spfu.gov.ua/userfiles/pdf/zvit-uryad-f1-44\\_9551.pdf](http://www.spfu.gov.ua/userfiles/pdf/zvit-uryad-f1-44_9551.pdf).
2. Україна: Звіт про надання технічної допомоги – огляд управління державними фінансами / Б. Олден, Д. Радев, К. Кауфман, Д. Деттер. *Доповідь МВФ по країні*. 2016. № 16/30. Січень. 86 с. URL: <https://www.imf.org/external/lang/ukrainian/pubs/ft/scr/2016/cr1630u.pdf>.
3. Акулова М. Мировой опыт приватизации предприятий госсектора. *BEROC Policy Paper Series*. 2016. № 35. URL: [http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/Akulova\\_PP35\\_mirovoj\\_opyt\\_privatizacija.pdf](http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/Akulova_PP35_mirovoj_opyt_privatizacija.pdf)
4. Arcas M., Bachiller P. Performance and Capital Structure of privatized Firms in Europe. *Global Economic Review*. 2008. Vol. 37, № 1. P. 107–123.
5. Ostrom E., Ostrom V. The Quest for Meaning in Public Choice / Elinor Ostrom, Vincent Ostrom. 2004. Vol. 63, No. 1. P. 105–147.
6. Stiglitz J. E., Sappington D. E. M. Privatization, Information and Incentives. *Journal of Policy Analysis and Management*. 1987. Vol. 6, No. 4. P. 567–582.
7. Shapiro C., Willig R. D. Economic rationales for the scope of privatization. *The Political Economy Of Public Sector Reform and Privatization* (Suleiman, E.N., Waterbury, J.). Westview Press, Boulder, CO, 1990. – P. 55–87.
8. Shleifer A., Vishny R. Politicians and Firms. *Quarterly Journal of Economics*. 1994. Vol. 109, № 4. P. 995–1025.
9. Державно-приватне партнерство в системі регулювання економіки : [монографія] / Т. І. Єфименко, Є. Л. Черевиков, К. В. Павлюк [та ін.] ; за заг. ред. Т. І. Єфименко. Київ : НАН України, Ін-т екон. та прогноз., 2012. 372 с.
10. Aglietta M., Espagne É. Financing energy and low carbon investment: public guarantees and the ECB. Policy Brief CEPII. 2015. № 6. URL: [http://www.cepii.fr/PDF\\_PUB/pb/2015/pb2015-06.pdf](http://www.cepii.fr/PDF_PUB/pb/2015/pb2015-06.pdf).
11. Brest P., Bank D. Making Markets Work for the Poor: How the Bill & Melinda Gates Foundation Uses Program-Related Investments. *Stanford Social Innovation Review*. 2016. P. 16–27. URL: [https://ssir.org/supplement/making\\_markets\\_work\\_for\\_the\\_poor](https://ssir.org/supplement/making_markets_work_for_the_poor).



12. State Guarantees in PPPs A Guide to Better Evaluation, Design, Implementation and Management / European PPP Expertise Centre. 2011. 40 p. URL: <http://www.eib.org/eres/resources/eres-state-guarantees-in-ppps-public>.
13. Хопчан В. Сучасний стан та перспективи державного регулювання інвестиційної діяльності в Україні. *Інвестиції: практика та досвід*. 2015. № 11. С. 20–23.
14. Хрімлі О. Державні гарантії як спосіб захисту прав інвесторів. Підприємство, господарство і право. 2016. № 2. С. 60–65.
15. Україна: Лист про наміри та Меморандум про економічну та фінансову політику від 02.03.2017. 32 с. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=46564506>.
16. IPO Watch Europe 2015 / PricewaterhouseCoopers LLP Outlook. 2016. 24 p. URL: <https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/ipo-watch-europe-2015.pdf>.
17. IPO Watch Europe 2016 / PricewaterhouseCoopers LLP Outlook. 2017. 24 p. URL: <https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/ipo-watch-europe-annual-review-2016.pdf>.
18. Lam S., Tan S.-S. L., Wee G. T.-M. Initial Public Offerings of State-Owned Enterprises: An International Study of Policy Risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2007. Vol. 42, Iss. 2. P. 313–337.
19. Дорожня карта реформи сектору держпідприємств “Triage” / Міністерство економічного розвитку і торгівлі України. 2017. 4 липня. URL: [https://issuu.com/mineconomdev/docs/triage\\_presentation\\_2\\_ukr\\_-\\_final](https://issuu.com/mineconomdev/docs/triage_presentation_2_ukr_-_final).
20. Scaling the use of guarantees in U.S. community investing / The Global Impact Investing Network (GIIN). 2017. URL: [https://thegiin.org/assets/GIIN\\_Issue\\_Brief\\_Guarantees\\_final%20for%20web.pdf](https://thegiin.org/assets/GIIN_Issue_Brief_Guarantees_final%20for%20web.pdf).

### References

1. State Property Fund of Ukraine. (2016). *Zvit pro robotu Fondu derzhavnoho majna Ukrainy` v 2016 roci* [Report on the work of the State Property Fund of Ukraine in 2016]. Retrieved from [http://www.spfu.gov.ua/userfiles/pdf/zvit-uryad-f1-44\\_9551.pdf](http://www.spfu.gov.ua/userfiles/pdf/zvit-uryad-f1-44_9551.pdf) [in Ukrainian].
2. Olden, B., Radev, D., Kauffmann, K. & Detter, D. (2016, January). *Ukrayina: Zvit pro nadannya tekhnichnoyi dopomohy` – ohlyad upravlinnya derzhavny`my` finansamy`* [Ukraine. Technical assistance report – public financial management overview]. *IMF Country Report No. 16/30*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/lang/ukrainian/pubs/ft/scr/2016/cr1630u.pdf> [in Ukrainian].
3. Akulova, M. (2016). *Mirovoj opyt`t privatizacii predpriyatij gossektora* [World experience of privatization of public sector enterprises]. *BEROC Policy Paper Series*, 35. Retrieved from [http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/Akulova\\_PP35\\_mirovoj\\_opyt\\_privatizacija.pdf](http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/Akulova_PP35_mirovoj_opyt_privatizacija.pdf) [in Russian].
4. Arcas, M., Bachiller, P. (2008). Performance and Capital Structure of privatized Firms in Europe. *Global Economic Review*, Vol. 37, No. 1, 107–123.
5. Ostrom, E., Ostrom, V. (2004). The Quest for Meaning in Public Choice. *American Journal of Economics and Sociology*, Vol. 63, No. 1, 105–147.
6. Stiglitz, J. E., Sappington, D. E. M. (1987). Privatization, Information and Incentives. *Journal of Policy Analysis and Management*, Vol. 6, No. 4, 567–582.
7. Shapiro, C., Willig, R. D. (1990). Economic rationales for the scope of privatization. In E. N. Suleiman, J. Waterbury (Eds.). *The Political Economy of Public Sector Reform and Privatization*. (pp. 55–87). Boulder, CO: Westview Press.
8. Shleifer, A., Vishny, R. (1994). Politicians and Firms. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No 4, 995–1025.

9. Yefy`menko, T. I. (Ed.). (2012). *Derzhavno-pry`vatne partnerstvo v sy`stemi rehulyuvannya ekonomiky`* [Public-private partnership in the system of regulation of the economy]. Ky`yiv: NAN Ukrayiny`, Insty`tut ekonomiky` ta prohnozuvannya [in Ukrainian].
10. Aglietta, M., Espagne, É. (2015). Financing energy and lowcarbon investment: public guarantees and the ECB. *Policy Brief CEPii*, 6. Retrieved from [http://www.cepii.fr/PDF\\_PUB/pb/2015/pb2015-06.pdf](http://www.cepii.fr/PDF_PUB/pb/2015/pb2015-06.pdf).
11. Brest, P., Bank, D. (2016). Making Markets Work for the Poor: How the Bill & Melinda Gates Foundation Uses Program-Related Investments. *Stanford Social Innovation Review*, p. 16–27. Retrieved from [https://ssir.org/supplement/making\\_markets\\_work\\_for\\_the\\_poor](https://ssir.org/supplement/making_markets_work_for_the_poor).
12. European PPP Expertise Centre. (2011). *State Guarantees in PPPs. A Guide to Better Evaluation, Design, Implementation and Management*. Retrieved from <http://www.eib.org/epcc/resources/epcc-state-guarantees-in-ppps-public>.
13. Khopchan, V. (2015). Suchasny`j stan ta perspekty`vy` derzhavnoho rehulyuvannya investy`cijnoyi diyal`nosti v Ukrayini [Current status and future regulation of investment in Ukraine]. *Investy`ciyi: prakty`ka ta dosvid* [Investments: practice and experience], 11, 20–23 [in Ukrainian].
14. Khrimli, O. (2016). Derzhavni harantiyi yak sposib zakhy`stu prav investoriv [State guarantees as a way to protect investors' rights]. *Pidpry`yemstvo, hospodarstvo i pravo* [Enterprise, economy and law], 2, 60–65 [in Ukrainian].
15. Ukraine and the IMF. (2017, March 2). *Ukrayina: Ly`st pro namiry` ta Memorandum pro ekonomichnu ta finansovu polity`ku* [Ukraine: Letter of Intent, Memorandum of Economic and Financial Policies, and Technical Memorandum of Understanding]. Retrieved from <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=46564506> [in Ukrainian].
16. PricewaterhouseCoopers LLP Outlook. (2016). *IPO Watch Europe 2015*. Retrieved from <https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/ipo-watch-europe-2015.pdf>.
17. PricewaterhouseCoopers LLP Outlook. (2017). *IPO Watch Europe 2016*. Retrieved from <https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/ipo-watch-europe-annual-review-2016.pdf>.
18. Lam, S., Tan, S.-S. L. & Wee, G. T.-M. (2007). Initial Public Offerings of State-Owned Enterprises: An International Study of Policy Risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42, Iss. 2, 313–337.
19. Ministry of Economic Development and Trade of Ukraine. (2017, July 4). *Dorozhnya karta reformy` sektoru derzhpidpry`yemstv "Triage"* [Roadmap for the reform of the state enterprises "Triage"]. Retrieved from [https://issuu.com/mineconomdev/docs/triage\\_presentation\\_2\\_ukr\\_-\\_final](https://issuu.com/mineconomdev/docs/triage_presentation_2_ukr_-_final) [in Ukrainian].
20. The Global Impact Investing Network. (2017). *Scaling the use of guarantees in U.S. community investing*. Retrieved from [https://thegiin.org/assets/GIIN\\_Issue\\_Brief\\_Guarantees\\_final%20for%20web.pdf](https://thegiin.org/assets/GIIN_Issue_Brief_Guarantees_final%20for%20web.pdf).