

<https://doi.org/10.15407/socium2022.01.063>
УДК 336.761



Creative Commons Attribution 4.0 International

Шишков С.Є., канд. екон. наук, директор ПрАТ ФБ “Перспектива”, вул. Воскресенська, 30, Дніпро, 49000, Україна, email: s.shishkov@fbp.com.ua, ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0003-4440-9572>

НАСЛІДКИ ВПРОВАДЖЕННЯ ВОЄННОГО СТАНУ ДЛЯ РИНКІВ КАПІТАЛУ УКРАЇНИ

Визначено особливості регулювання ринків фінансових послуг в Україні з урахуванням перерозподілу сфери повноважень державних регуляторів. Виявлено, що значущими факторами позитивного сприйняття якості регулювання та ефективності функціонування ринків є операційна надійність, гнучкість, публічність позиції, інформаційна активність, оперативність реакції на зовнішні виклики, прогнозованість дій щодо впровадження обмежень та лібералізації. Встановлено, що суттєві ризики для цілісності ринків капіталу пов'язані з операційною спроможністю не тільки фінансових установ та суб'єктів фінансової інфраструктури, але й регулятора. Констатовано, що тотальне припинення обігу фінансових інструментів та проведення операцій може розглядатись як обґрунтоване лише на нетривалій та прогнозований строк, зокрема для мінімізації впливу резидентів держави-агресора, що в сучасних умовах не потребує суттєвих технологічних складнощів, а виключно політичної волі регулятора. Обґрунтовано, що дозвіл на обіг лише незначної частки державних цінних паперів (військових облигацій) є недостатнім для інвестиційної діяльності, диверсифікації портфелів фінансових інститутів і задоволення попиту населення, яке в таких умовах може вдається до інвестицій в активи, що позбавлені регуляторних обмежень або перебувають за межами наявного правового поля. Визначено ступінь обґрунтованості підстав для припинення обігу державних облигацій в умовах воєнного стану та механізми мінімізації відповідних ризиків державою, а також проаналізовано інтереси власників держоблигацій щодо недопущення панічного падіння цін внутрішніх державних зобов'язань. Підсумовано наслідки тривалих обмежень обігу фінансового інструментарію та напрямів діяльності інституційних інвесторів для ринків капіталу та окремих галузей економіки, зокрема будівництва.

Ключові слова: фондовий ринок, фондова біржа, цінні папери, емітент, воєнний стан, облигації внутрішньої державної позики, облигації зовнішньої державної позики, військові облигації.

Shyshkov S.Ye., PhD. in Economics, Chief Executive Officer of Stock Exchange “Perspektiva”, 30, Voskresenska Str., Dnipro, 49000, Ukraine, email: s.shishkov@fbp.com.ua, ORCID iD: <https://orcid.org/https://orcid.org/0000-0003-4440-9572>

IMPOSITION OF MARTIAL LAW AND ITS CONSEQUENCES FOR UKRAINIAN CAPITAL MARKETS

The paper dwells upon peculiarities of regulation of financial services markets in Ukraine, considering the state regulators' redistribution of powers. It was revealed that significant factors of positive perception of the regulation quality and efficiency of markets are operational reliability, flexibility, publicity, information activity, the efficiency of response to external challenges, predictability of actions to implement restrictions and liberalization. The author established that significant risks to the integrity of capital markets are associated with the operational capacity of financial institutions and financial infrastructure entities, and the regulator. The paper states that the total cessation of financial instruments and transactions can be considered justified only for a short and predictable period to minimize the influence of residents of the aggressor state, which in current

© Шишков С.Є., 2022

ISSN 1681-116X. Український соціум, 2022, № 1 (80): 63–86

63

conditions does not require significant technological difficulties, but only the political will of the regulator. It is substantiated that the permission to circulate only a small share of government securities (military bonds) is insufficient for investment activities, diversification of portfolios of financial institutions and meeting the population's demand, which in the following conditions can invest in assets devoid of regulatory restrictions or outside the available legal field. The paper discusses the validity of the grounds for termination of government bonds circulation in martial law and mechanisms to minimize the relevant risks of the state and the interests of government bond owners to prevent panic fall in domestic government prices. The author summarized the consequences of long-term restrictions on the circulation of financial instruments and activities of institutional investors for capital markets and specific sectors of the economy, including construction.

Keywords: stock market, stock exchange, securities, issuer, Wartime, Domestic government bonds, Eurobonds, local bonds issued during the Wartime.

В Україні вже майже два місяці тривають бойові дії, які за географією, кількістю жертв і біженців, масштабом руйнувань не мають аналогів з часів Другої світової війни. В економічному аспекті інтерес українських та іноземних дослідників, експертів і міжнародної спільноти переважно сконцентрований на глобальному впливі війни на світову економіку, провідні фінансові ринки та вартість енергоносіїв, на загрозах світової продовольчої кризи. Натомість, з огляду на достатньо локальний характер і незначний обсяг українських ринків капіталу (крім боргового сегмента), вплив на них чергової фази збройної агресії Росії поки що викликає значно менше інтересу.

Тим не менше, у сучасній війні важливою зброєю є не тільки мужність військових, відданість волонтерів, патріотизм населення, залучення всіх ресурсів для оборони, правдива інформаційна політика та ініціювання санкцій проти ворога, але й забезпечення стабільності економіки та критичної інфраструктури, зокрема якісного функціонування й адекватного регулювання ринків капіталу, підтримки довіри до зобов'язань держави, надійності фінансових інструментів.

Проблемні питання функціонування та регулювання ринків капіталу, зокрема, щодо застосування фінансового інструментарію, знайшли відображення в дослідженнях вітчизняних науковців: А. Головка, В. Опаріна, С. Мошенського, Т. Рекуненка, Н. Шелудько [1–5] та інших. У працях відомих зарубіжних дослідників питань обігу фінансових інструментів, зокрема Р. Мічі, Ф. Модільяні, Б. Рубцова, Ф. Фабозці, Дж. Стігліца [6–9], основну увагу спрямовано на розвинуті та ліквідні ринки. Попри наявний науковий доробок з проблем функціонування ринків капіталу, особливостей обігу фінансових інструментів та їх обмежень, зокрема, в умовах санкцій, залишаються недостатньо висвітленими питання умов регулювання локальних, нерозвинутих ринків в умовах сучасної війни та подолання її наслідків.

Отже, актуальність дослідження цих питань зумовлена необхідністю прийняття зважених регуляторних рішень щодо збалансування обмежувальних заходів під час дії воєнного стану в Україні та стимулювання відновлення інвестиційних процесів.

З огляду на це, **мета статті** – визначити особливості регуляторних обмежень на ринках капіталу в кризових воєнних умовах, з'ясувати ступінь їхньої обґрунтованості й тривалості, передумови для відновлення обігу й інвестиційної привабливості ін-

струментів публічного боргу з метою забезпечення відновлення економіки та обороноспроможності держави.

Особливості регулювання ринків фінансових послуг в Україні. До 2020 р. державне регулювання ринків фінансових послуг в Україні здійснювали 3 регулятори: 1) Національний банк України (НБУ) – щодо ринку банківських послуг і діяльності з переказу коштів; 2) Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) – щодо ринків цінних паперів і деривативів; 3) Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (Нацкомфінпослуг) – щодо інших ринків фінансових послуг. Натомість після внесення змін до законодавства щодо захисту прав споживачів фінансових послуг¹ (“спліт”) функції Нацкомфінпослуг були розподілені між НБУ та НКЦПФР. Центральний банк крім нагляду за банківською системою розпочав регулювати страхові, лізингові, фінансові компанії, кредитні спілки, ломбарди та бюро кредитних історій. НКЦПФР крім учасників ринків капіталу став регулювати недержавні пенсійні фонди (НПФ), фонди фінансування будівництва (ФФБ), фонди операцій з нерухомістю (ФОН), а згодом – ще й товарні біржі.

Водночас складність структури фінансового ринку та природна пов’язаність його складових зумовлює віднесення регулювання діяльності певної частки фінансових установ до компетенції двох регуляторів одночасно (наприклад, додатково до загального банківського нагляду НБУ діяльність банків на ринках капіталу регулюється НКЦПФР).

Фінансові та регуляторні можливості, функції, повноваження та механізми їх реалізації у центрального банку природно були суттєво ширші за НКЦПФР, що спричиняло ініціювання законодавчих ініціатив щодо інституціонального розширення сфери повноважень і фінансової спроможності регулятора ринків капіталу. Зокрема, після 5 років дискусій та обговорення 4 законопроектів істотна частка побажань НКЦПФР реалізувалась у 2020 р. на законодавчому рівні². Попри те, що для приведення нормативних актів у відповідність до бажаних для регулятора змін у законодавстві надавався рік (з 19.06.2020 р. по 01.07.2021 р.), переважна більшість цієї роботи НКЦПФР не була виконана не тільки у встановлені законодавством строки, але й до 24.02.2022 р. і дотепер. Це створює ситуації правової невизначеності: призводить до проблем для учасників ринків капіталу щодо виконання неочевидних правових норм (за відсутності або недостатності їх впорядкування на рівні нормативних актів НКЦПФР), вимагає регулярних звернень саморегулювальних організацій щодо роз’яснення зазначених норм³.

¹ Закон України “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг” від 12.09.2019 р. № 79-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/79-20#n208>

² Закон України “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів” від 19.06.2020 р. № 738-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20#n2>

³ Типовим прикладом наслідків такої правової невизначеності стала досить складна класифікація деривативів в оновленому законодавстві про ринки капіталу та організовані товарні ринки. Це призвело до складнощів правової класифікації досить поширених в Україні форвардних контрактів,

Це суттєво відрізняється від діяльності НБУ, який достатньо оперативно забезпечив суб'єктів регулювання оновленою правовою базою.

Наслідки розподілу ринків фінансових послуг та їх учасників, зокрема у контексті суттєвої відмінності як регулювання та ефективності функціонування ринків, стали ще більш помітними в умовах воєнного стану в Україні.

Впровадження воєнного стану в Україні та досвід регулювання центрального банку. Після численних прогнозів про високу ймовірність активізації військової агресії проти України та поступового здешевлення вартості українських єврооблігацій події різко прискорилися наприкінці лютого 2022 р. 21.02.2022 р. президент Росії підписав укази про визнання двох самопроголошених утворень на тимчасово окупованих територіях Донецької та Луганської областей України та надання їм військової допомоги; 22.02.2022 р. було проголошено, що кордони цих квазіреспублік збігаються з кордонами Донецької та Луганської областей у складі України, а російська армія отримала дозвіл на дії за кордоном. 23.02.2022 р. в Україні запроваджено надзвичайний стан, а вранці наступного дня, одразу після початку війни держави-агресора проти України, Президент України оперативно підписав Указ № 64/2022, яким в Україні запроваджено воєнний стан з 24.02.2022 р. – спочатку строком на 30 діб, а згодом через триваючі бойові дії цей строк подовжувався.

З огляду на необхідність інформаційної підтримки суспільства та суб'єктів регулювання про поточну ситуацію, НБУ створив на власному вебсайті постійно оновлюваний розділ з інформаційними повідомленнями. Першою новиною природно стала публікація постанови Правління НБУ № 18 про роботу банківської системи в період дії воєнного стану. Цю новину опубліковано 24.02.2022 р. о 9:52. Йшлося про забезпечення банками роботи відділень у безперебійному режимі (звісно, в умовах відсутності загрози життю та здоров'ю населення), здійснення безготівкових розрахунків і підкріплення банкоматів готівкою, здійснення НБУ підкріплення готівкою та бланкового рефінансування банків для підтримки ліквідності тощо. Зафіксовано курс і впроваджено певні обмеження щодо зняття готівки. У перший день війни, як і надалі, система електронних платежів працювала без перебоїв, банки забезпечували платежі та розрахунки, необхідні для функціонування економіки, бюджетної сфери, зокрема фінансування Збройних сил України, обслуговували потреби населення.

Вже 25.02.2022 р. НБУ вжив чергові заходи для підтримання стабільності банківської системи на час дії в Україні воєнного стану: затверджено Правила роботи банків у зв'язку з введенням в Україні воєнного стану, визначено особливості проведення у 2022 р. оцінки стійкості банків, ухвалено рішення про незастосування заходів впливу

пов'язаних з продажем нерухомості, тимчасового припинення укладення таких деривативних контрактів, призупинення продажу вагової частки квартир у новозбудованих об'єктах нерухомості, складнощів у забудовників і фінансових установ, що забезпечували фінансування будівництва. Впорядкування цього питання регулятором (на рівні рішення НКЦПФР від 05.10.2021 р. № 888, де позиція відрізнялася від попередніх індивідуальних роз'яснень учасникам ринку) відбулося лише через більше ніж 15 місяців після прийняття зазначених змін у законодавстві та через понад 3 місяці після набуття ними чинності.

за порушення⁴, відкликано банківські ліцензії та ліквідовано банки, що перебувають під контролем Росії⁵. Не забули і про небанківські установи: страховикам рекомендовано спростити процедуру врегулювання страхових випадків; терміни подання річної звітності небанківськими фінансовими установами подовжено.

І надалі щодня спостерігалася активна робота для регулювання діяльності банків та інших суб'єктів регулювання НБУ⁶.

З 01.01.2022 р. по 23.02.2022 р. в правовій базі Верховної Ради України зареєстровано 92 нормативно-правові акти центрального банку (переважно постанов Правління НБУ), а з 24.02.2022 р. по 24.04.2022 р. – 109. Отже, темпи прийняття необхідних ринку документів зросли з 1,7 (до війни) до 1,9 документа на день (у воєнний час). І це крім численних розпоряджень НБУ більш технічного характеру, оприлюднених на офіційному вебсайті НБУ. Серед цих документів більш ніж суттєва частка стосується не тільки банківської системи, а широкого кола суб'єктів фінансової системи (учасників ринку небанківських фінансових послуг) та їхніх клієнтів. Отже, очевидна активізація нормотворчої роботи НБУ, що цілком природно протягом воєнного часу, коли у суб'єктів регулювання виникають надзвичайні проблеми та об'єктивні особливості у діяльності⁷.

Банківська система України залишалася стійкою і ліквідною навіть у перші дні військового вторгнення⁸, так само як і контрольована НБУ інфраструктура фінансових

⁴ Постанова Правління Національного банку України “Про деякі питання діяльності банків України та банківських груп” від 25.02.2022 р. № 23. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_25022022_23

⁵ Рішення Правління Національного банку України “Про відкликання банківської ліцензії та ліквідацію Публічного акціонерного товариства “Акціонерний комерційний промислово-інвестиційний банк” від 25.02.2022 р. № 90-рш/БТ. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Decision_25022022_90_rsh_bt; Рішення Правління Національного банку України “Про відкликання банківської ліцензії та ліквідацію Акціонерного товариства “Міжнародний резервний банк” від 25.02.2022 р. № 91-рш/БТ. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Decision_25022022_91_rsh_bt

⁶ Попри війну та численні складнощі, продовжує працювати ринок страхування, зокрема завдяки активності Національного банку України та постійному діалогу регулятора з учасниками ринку. Більшість страховиків організували свою роботу, здійснили евакуацію співробітників у безпечніші регіони, забезпечили віддалену роботу персоналу, збереження технічних засобів і баз даних. За даними НБУ станом на 12.04.2022 р., із 132 суб'єктів страхування нон-лайф 90 компаній, на які припадає 89% страхових премій, продовжують працювати, своєчасно та в повному обсязі виконувати власні зобов'язання за договорами страхування і навіть укладати нові договори. Крім того, усі 13 компаній зі страхування життя обслуговують клієнтів і здійснюють страхові виплати (Див.: Під час дії воєнного стану ринок страхування продовжує працювати – результати опитування. НБУ. 12.04.2022 р. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/pid-chas-diyi-voennogo-stanu-rinok-strahuvannya-prodovjuye-pratsyuvati--rezultati-opituvannya>).

⁷ Для порівняння: нормативно-правових актів іншого регулятора фінансових ринків (НКЦПФР), до компетенції якого належить нагляд за тисячами суб'єктів ринку небанківських фінансових послуг, у зазначеній базі за 01.01–23.02.2022 р. зареєстровано 7, а з початку дії воєнного стану – жодного. І справа тут не тільки у складнощах державної реєстрації нормативних документів.

⁸ Стан фінансового сектору України та заходи НБУ з підтримки його безперебійного функціонування в умовах воєнного стану. Національний банк України. 03.03.2022 р. URL: <https://bank.gov.ua/>

ринків, зокрема депозитарій НБУ та АТ “Розрахунковий центр”, які швидко повністю відновили можливість обслуговування клірингу та розрахунків.

Важливо, що після поміркованих, але нетривалих регуляторних обмежень відновилося кредитування, йде лібералізація процедур зняття коштів з рахунків та обговорюється відновлення ринкового курсоутворення після фіксації курсу гривні до долара, а залишки на рахунках фізичних осіб навіть зростають⁹.

Напевне, ми ще побачимо багато досліджень та оцінок достатньо позитивному досвіду НБУ щодо підтримання стабільної роботи фінансової системи, гнучкості підходів, публічності позиції, інформаційної активності та оперативності реакції на зовнішні виклики. Проте варто приділити увагу більш проблемним складовим фінансових ринків України, що перебувають у компетенції іншого регулятора.

Регулювання ринків капіталу: тотальні обмеження та операційна неспроможність. Напередодні вторгнення (23.02.2022 р.) НКЦПФР гучно повідомила, що введення надзвичайного стану *не вплине* на роботу ринків капіталу і товарних ринків. Було заявлено, що ринки та їхні інфраструктурні елементи працюють в звичайному режимі, на біржах продовжуватимуться торги, депозитарна система гарантуватиме *стабільність* і незмінність угод і прав власності на цінні папери, а регулятор робитиме все можливе для *надійної* та *безперебійної* роботи ринків¹⁰.

Проте одразу після вторгнення, 24.02.2022 р. НКЦПФР прийняла рішення № 136: з 11:00 зупинити розміщення, обіг і викуп *всіх* цінних паперів, а також проведення операцій у системі депозитарного обліку та системах клірингового обліку¹¹. Єдиний виняток становили операції, необхідні для здійснення Національним банком України монетарної та грошово-кредитної політики та Міністерством фінансів України операцій з обслуговування державного боргу. Всіх підконтрольних НКЦПФР інституційних інвесторів зобов'язали припинити роботу: компанії з управління активами, зберігачі активів інститутів спільного інвестування (ІСІ) та недержавних пенсійних фондів, адміністратори НПФ та особи, які провадять діяльність з управління майном для фінансування об'єктів будівництва та/або здійснення операцій з нерухомістю, мали зупинити проведення *всіх* операцій з активами ІСІ, НПФ, ФФБ та ФОН відповідно.

Таким чином, десятки тисяч інвесторів, сотні інвестиційних фірм та інших фінансових установ втратили можливість укладати угоди щодо будь-яких цінних паперів, а

ua/news/all/stan-finansovogo-sektoru-ukrayini-ta-zahodi-nbu-z-pidtrimki-yogo-bezperebiyogo-funktsionuvannya-v-umovah-voyennogo-stanu

⁹ Щоправда, громадяни здебільшого акумулюють кошти на гривневих поточних рахунках, а термінові та валютні вклади скорочуються, адже населення змушене витратити кошти, насамперед, на споживання, зокрема в умовах евакуації.

¹⁰ Введення надзвичайного стану не вплине на роботу ринків капіталу і товарних ринків. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. 23.02.2022 р. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/vvedennia-nadzvychnoho-stanu-ne-vplyne-na-robotu-rynki-kapitalu-i-tovarnykh-rynki/>

¹¹ Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку “Про тимчасове обмеження проведення операцій на ринках капіталу” від 24.02.2022 р. № 136. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/nktspfr-rishennia-u-zv-iazku-iz-vvedenniam-voiennoho-stanu/>

також можливість виконувати розрахунки на виконання зобов'язань за численними вже наявними угодами. Йдеться про обмеження можливостей виконання угод з відстроченим виконанням (у тому числі угод репо) на мільярди гривень.

Можливо, саме так регулятор розуміє *стабільність* і *надійність* роботи ринків? Дійсно, ніхто не інвестує, не залучає капітал, не торгує, не заробляє, ні з чого платити персоналу та покривати інші витрати, немає доходів, з яких варто сплачувати податки.

Ще один важливий момент. До вторгнення Росії в Україну багато учасників ринку цілком обгрунтовано критикували факт, що звітність до НКЦПФР подається через посередника – монопольну державну установу (Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України – АРІФРУ) на платних умовах. На якому ще ринку за подання звітності регулятору треба платити? Проте АРІФРУ хоча б працювало та надавало квитанції про прийняття звітності й публікацію певних її складових у системі розкриття інформації. Натомість НКЦПФР не приймала звітність учасників ринку півтора місяця (аж до 14.04.2022 р.).

Тривалий час (до 31.03.2022 р.¹²) не працювали офіційні електронні поштові скриньки НКЦПФР, не функціонував поштовий сервер. Офіційним каналом зв'язку з НКЦПФР на понад 3 тижні стала поштова скринька у сервісі Google (nssmc.official@gmail.com). Крім того, про цей офіційний канал НКЦПФР повідомила 07.03.2022 р.¹³, а до цього протягом 11 днів офіційного каналу зв'язку з регулятором не було.

До кінця березня не працювали значущі для ринку інформаційні сервіси на офіційному вебсайті НКЦПФР. Непрацездатними були всі реєстри (Державний реєстр випусків цінних паперів, Реєстр професійних учасників ринків капіталу та організованих товарних ринків, Реєстр недержавних пенсійних фондів, Реєстр ІСІ, Державний реєстр фінансових установ, Реєстр сертифікованих спеціалістів та ін.), відсутні результати попередніх засідань НКЦПФР, проєктів регуляторних актів тощо. Чи дійсно з такими сумнівними операційними та технологічними можливостями треба було вимагати, щоб на законодавчому рівні відмінити необхідність офіційної реєстрації Міністерством юстиції України нормативно-правових актів НКЦПФР? У такій ситуації вони були б недоступними для учасників ринку.

Варто підкреслити, що на рівні Закону України не передбачено обов'язок і відповідальність регулятора щодо нормального функціонування та забезпечення безперервності діяльності, на відміну від вимог до учасників ринків капіталу. У цьому контексті також постає питання ефективності витрачання значних коштів бюджету та міжнародних донорів, що роками вкладались у ІТ НКЦПФР, сервери, системи документообігу та захисту інформації.

Часткове відновлення операцій і мізерність фінансового інструментарію. Через 4 дні після тотальної заборони операцій НКЦПФР опублікувала друге своє рі-

¹² НКЦПФР: електронні адреси регулятора працюють в штатному режимі. 31.03.2022 р. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/nktspfr-elektronni-adresy-rehuliatora-pratsiuiut-v-shtatnomu-rezhymi/>

¹³ Офіційна електронна адреса НКЦПФР на час воєнного стану в країні. НКЦПФР. 07.03.2022 р. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/ofitsiina-elektronna-adresa-nktspfr-na-chas-viiskovoho-stanu-v-kraini/>

шення з початку війни: торгувати знову можна, проте лише первинним дилерам (11 банків¹⁴) та лише 1 випуском держоблігацій UA4000221436¹⁵. Цей випуск і ті, що здійснювалися після 24.02.2022 р., отримали статус військових облігацій, єдино придатних до обігу.

Отже, наступного дня НКЦПФР (можливо, внаслідок спілкування з Національним банком України та Міністерством фінансів України, які проводили більш активну державну політику) прийняла рішення № 138 від 01.03.2022 р., де було дещо розширено вікно можливостей: отримали можливість торгувати отримали не тільки первинні дилери, але й всі інвестиційні фірми (торговці цінними паперами), не одним, а двома випусками доступних для інвестування військових облігацій, а також у цю “безліч” інструментарію дозволили вкладати вільні кошти ще й ІСІ.

Багато це чи мало – 2 випуски держоблігацій для національного ринку капіталу?

Станом на 01.02.2022 р. в обігу перебували 182 випуски облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) та 14 випусків облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП), всього – 196. Всі вони були доступні для інвестування як на біржах, так і поза ними. Проте військових облігацій, обіг яких дозволила НКЦПФР, первісно було лише 2 випуски, тобто станом на 01.03.2022 р. доступними для інвесторів залишилися 1,0% кількості випусків і 1,6% вартості наявних держоблігацій. До кінця квітня ситуація істотно не змінилася (табл. 1).

Таблиця 1

Частка держоблігацій, дозволених НКЦПФР для інвестування, у січні – квітні 2022 р.

Показники на дату		01.01.22	01.02.22	24.02.22	01.03.22	01.04.22	20.04.22
Держоблігації в обігу	кількість випусків, <i>шт.</i>	197	196	190	191	195	193
	вартість, <i>млрд грн</i>	1664,60	1686,59	1663,25	1663,48	1694,90	1712,29
Держоблігації, дозволені НКЦПФР для інвестування	кількість випусків, <i>шт.</i>	197	196	0	2	5	5
	вартість, <i>млрд грн</i>	1664,60	1686,59	0,00	26,84	50,04	59,66
Частка доступних інструментів	кількість випусків, %	100,0	100,0	0,0	1,0	2,6	2,6
	вартість, %	100,0	100,0	0,0	1,6	3,0	3,5

Джерело: ОВДП, які знаходяться в обігу, за номінально-амортизаційною вартістю за 2022 р. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/files/Depositary/T-bills_nom.xlsx; ОВДП, що перебувають в обігу. Міністерство фінансів України. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/ovdp-shho-перебуvajut-v-obigu>; ОЗДП. Міністерство фінансів України. <https://mof.gov.ua/uk/ozdp>; Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку “Про порядок проведення окремих операцій на ринках капіталу та уточнення положень окремих рішень НКЦПФР” від 01.03.2022 р. № 138. URL: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2022/03/rishennia_138_-_vsi_if_-_01.03.2022.pdf

¹⁴ Перелік первинних дилерів. Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/perelik-pervinnih-dileriv>

¹⁵ Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку “Про порядок проведення окремих операцій на ринках капіталу” від 28.02.2022 р. № 137. URL: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2022/02/rishennia_voiennyu-_stan_protenty_za_ovhz_28_02_2022.pdf

І це вже не кажучи про неможливість укладення та виконання угод з тисячами випусків недержавних цінних паперів (акцій, облігацій, інвестиційних сертифікатів тощо, що обліковуються у Центральному депозитарії) навіть з майже сотнею допущених до обігу в Україні випусків цінних паперів іноземних емітентів¹⁶, в яких, начебто, не було особливих проблем через бойові дії в Україні.

Вже на початку березня Депозитарій НБУ та Центральний депозитарій відновили свою роботу. Розміщення ОВДП Міністерством фінансів України триває. Отже, до квітня доступними до обігу стали вже 5 випусків військових облігацій, хоча цього все ще замало, з огляду на попит інвесторів і необхідність заміщення у портфелях фінансових інститутів ОВДП, що підлягають погашенню, та забезпечення диверсифікації інвестиційних портфелів.

Обмеження обігу держоблігацій: аналіз імовірних підстав і доцільності. Обмежувальні дії, впроваджені НКЦПФР, не супроводжувалися поясненнями їхніх мотивів (так само як і взагалі публічним висловленням позиції регулятора щодо поточного стану та перспектив відновлення ринків капіталу¹⁷). Отже, залишається лише здогадуватися, які були підстави для припинення обігу держоблігацій, які ризики планувалося мінімізувати.

1. Інформаційні та інфраструктурні ризики. У перші дні війни вони могли виглядати значущими. Принаймні, це суттєво турбувало НКЦПФР, з огляду на вже згадане рішення від 24.02.2022 р. № 136. Зокрема, депозитарні установи, яким Національним депозитарієм України відкрито агреговані рахунки, мали невідкладно забезпечити передання копій оригінальних інформаційних масивів системи депозитарного обліку, а адміністратори недержавних пенсійних фондів – передання копій оригінальних інформаційних масивів систем персоніфікованого обліку учасників фондів. Декларувалося, що регулятор робить все, щоб зберегти дані та запобігти їхній втраті й закликає всіх сприяти йому в цьому.

Щодо переважної більшості учасників ринку, то це було виконано, адже вони вже звикли до дистанційної праці, оптимізації бізнес-процесів і мінімізації операційних ризиків¹⁸. Натомість, як вже зазначалося, тривалий невтішний стан поштових серверів

¹⁶ Цінні папери іноземних емітентів, допущених до обігу в Україні. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/register/litsenzuvannia-ta-reestratsiia/tsp-inozemnykh-emitentiv/>

¹⁷ Протягом 2-х місяців з початку війни публічна активність НКЦПФР обмежується виключно інформаційними повідомленнями про міжнародні санкції до держави-агресора (це корисно, але характеризує зовнішні дії партнерів України, а не діяльність НКЦПФР), нечисленні рішення регулятора та відновлення певних аспектів його операційної спроможності.

¹⁸ Варто констатувати загальну стійкість у воєнних умовах усіх українських суб'єктів інфраструктури – фінансової, військової, інформаційної, енергетичної, комунальної, торговельної, попри тривалі обстріли, руйнування та втрату доступу до частини об'єктів на тимчасово неконтрольованих територіях. Висока операційна спроможність державних і фінансових установ, українських компаній у цілому пояснюється не тільки організованістю, професійністю та справжнім патріотизмом персоналу, але й досвідом дистанційного характеру доступу до робочих місць, накопиченим за часи пандемії коронавірусної хвороби, та нормативними вимогами щодо побудови дієвих систем управління

та офіційного вебсайту НКЦПФР викликає сумніви, що самому регулятору вдалося повністю зберегти власні дані, хоча ведення та підтримання державних реєстрів (зокрема, цінних паперів) є законодавчим обов'язком НКЦПФР (хоча слід визнати, що керівництво регулятора більше опікувалось розширенням своїх прав, а не дотриманням власних обов'язків).

Проте вже у перші дні березня стало очевидно, що система електронних платежів та банки функціонують, депозитарій Національного банку України та ПАТ “Розрахунковий центр” проводять кліринг і розрахунки, біржі організують торги хоча б мізерною кількістю випусків держоблігацій, інвестиційні фірми обслуговують інвесторів, зокрема завдяки численним мобільним додаткам, які саме незадовго до війни стали стрімко розвиватися. Таким чином, у ключових учасників ринку дані збережено, а інфраструктура ринків капіталу є цілком працездатною.

2. *Ризики продажу або отримання доходів за цінними паперами резидентами країни-агресора.* Не могли не передбачатися заходи щодо блокування або позбавлення прав таких власників за цінними паперами. Проте санкції й інші обмеження щодо резидентів Росії існують не перший рік¹⁹, а депозитарна система чітко фіксує будь-яких власників за різними критеріями, у тому числі резидентністю. Отже, такі ризики виглядають достатньо надуманими. Регулятор мав всі можливості одразу довести до учасників ринку вимогу стосовно щонайменше заборони проведення операцій з цінними паперами за участі резидентів країни-агресора²⁰. Проте проведення виплат за держоблігаціями на користь резидентів Росії (крім тих, які проживають на території України на законних підставах) було заборонено регулятором лише на 16 день війни (рішення НКЦПФР від 11.03.2022 р. № 157).

НКЦПФР лише через два місяці війни анонсувала аналіз залученості резидентів і компаній Росії до вітчизняних ринків капіталу, щоб зменшити їх вплив і мінімізувати загрози для фінансових ринків України²¹. Регулятор зобов'язав компанії з управління активами (КУА), інститути спільного інвестування, корпоративні інвестиційні фонди та недержавні пенсійні фонди надати інформацію щодо наявності/відсутності осіб, пов'язаних з Росією, в структурі власності КУА та адміністратора НПФ, серед учасни-

ризиками й дублюванням доступу до інфраструктури, зважаючи на попередні приклади кібератак, поширення вірусів, тимчасових обмежень енергопостачання тощо.

¹⁹ Закон України “Про санкції” від 14.08.2014 р. № 1644-VII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1644-18#Text>; Закон України “Про ліцензування видів господарської діяльності” від 02.03.2015 р. № 222-VIII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/222-19#Text>; Закон України “Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення” від 06.12.2019 р. № 361-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/361-20#Text> тощо.

²⁰ Для порівняння: Національний банк України вже на другий день війни відкликав ліцензії банків, що перебували під контролем Росії. Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сферах енергетики та комунальних послуг, після консультацій зі Службою безпеки України, 20 квітня вже анулювала ліцензії 5 компаній у сфері виробництва та постачання природного газу й електроенергії.

²¹ Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку “Щодо надання інформації” від 20.04.2022 р. № 312. URL: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2022/04/rish_312-1.pdf

ків ІСІ, членів наглядових рад корпоративних інвестиційних фондів, НПФ, власників нерухомого майна, корпоративних прав, дебіторської заборгованості, іншого майна в складі активів ІСІ/НПФ, а також перелік всіх операцій з активами ІСІ/НПФ за 24.02.2022 р. – 19.04.2022 р. (тобто за період технічної неспроможності регулятора обробити звітність учасників ринку).

Це дивно, оскільки поточний термін розгляду НКЦПФР документів на отримання ліцензії професійних учасників ринків капіталу сягає 6 місяців²². За цей період регулятор перевіряє усі аспекти діяльності компанії, зокрема, структуру власності, пов'язаних осіб і склад активів. Після цього учасники ринку мають повідомляти регулятору про будь-які зміни у ліцензійних даних і звітувати про фінансові операції. Уся інформація про власників, пов'язаних осіб й активи, які пов'язані з резидентами держави-агресора, вже є у базах даних регулятора та контрольованої ним інформаційної інфраструктури. Давно наявні численні законодавчі обмеження щодо участі резидентів держави-агресора в українській економіці. І зненацька, через 2 місяці після початку бойових дій, регулятор запитує ці дані у суб'єктів регулювання, вкотре перекладаючи на них власні регуляторні функції.

Після отримання від учасників ринку інформації, яка і до цього була у розпорядженні регулятора, НКЦПФР ще не вживе практичних заходів, а лише приступить до аналізу даних. Скільки часу пройде від аналізу до реальних дій щодо унеможливлення користування державою-агресором активами та іншими засобами впливу на інвестиційний бізнес України, невідомо, але попередній досвід не дає підстав очікувати оперативності НКЦПФР в цих питаннях²³.

3. *Ризики неадекватної оцінки вартості цінних паперів в умовах панічних настроїв на ринках – як внутрішніх, так і зовнішніх.* Падіння вартості ОЗДП України на європейських біржах розпочалося ще восени та різко прискорилося у січні – лютому 2022 р., саме на очікуваннях вторгнення. Так, за даними Франкфуртської біржі (рис. 1), ціна номінованих у доларах єврооблігацій XS1303921214 з найближчим терміном погашення (01.09.2022 р.) та ставкою купону 7,75% рухалася таким чином: за вересень – грудень 2021 р. – скоротилася на 5% (з 104% до 99% номіналу), до 18.01.2022 р. –

²² Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку “Про затвердження Порядку видачі, зупинення дії та анулювання ліцензії на провадження професійної діяльності на ринках капіталу” від 21.10.2021 р. № 982. Розділ III. П. 3. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1563-21#n9>

²³ Закон України “Про ліцензування видів господарської діяльності” від 02.03.2015 р. № 222-VIII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/222-19#Text>. Він передбачав анулювання ліцензії у разі встановлення факту контролю за діяльністю ліцензіата осіб держав, що здійснюють збройну агресію проти України, і набрав чинності 28.06.2015 р. Проте рішення НКЦПФР про тимчасове позбавлення ліцензій українських фондових бірж, підконтрольних Московській біржі, були прийняті 06.10.2015 р. (щодо біржі ПФТС) та 17.11.2015 р. (щодо “Української біржі”), тобто через 5 місяців після набуття чинності закону. Навіть після виходу Московської біржі з капіталу цих 2 з 3 провідних суб'єктів біржової інфраструктури знадобилося рішення СНБО України від 02.05.2018 р., щоб змусити “Українську біржу” відмовитися від застосування торговельної платформи російської розробки. Натомість НКЦПФР майже 3 роки після набуття чинності Закону України подібних заходів не вживала, хоча питання програмних засобів безпосередньо пов'язане з ліцензійними вимогами та, начебто, мало б стати предметом уваги регулятора [10].

знизилися ще на 11% (88% номіналу), до 11.02.2022 р. – зросла на 10%, майже до рівня початку 2022 р. (98% номіналу), до 23.02.2022 р. – коливалася, але загалом скоротилася на 7% (91% номіналу), у день вторгнення 24.02.2022 р. – катастрофічно впала на 41% (50% номіналу), до 07.03.2022 р. – втратила ще 20% (30% номіналу), до 05.04.2022 р. – відіграла 36% (66% номіналу), на новинах про успіхи української армії, до 22.04.2022 р. – знизилася на 9% (57% номіналу) на очікуваннях нової фази агресії²⁴.

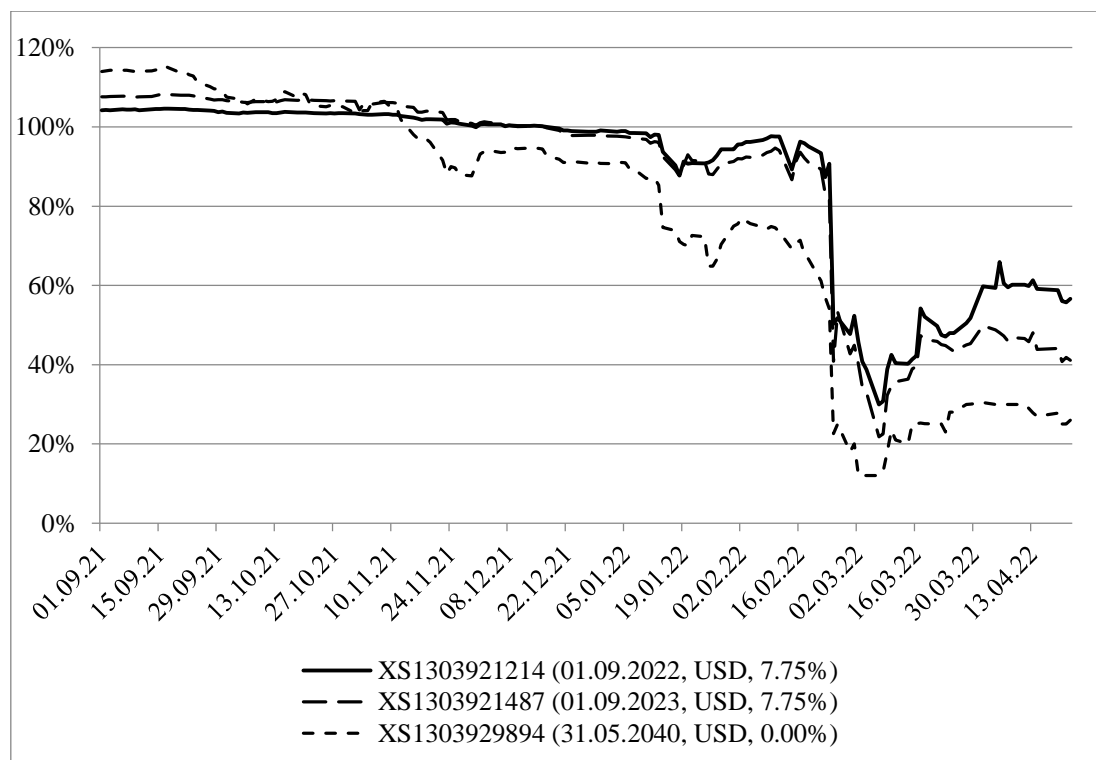


Рис. 1. Ціни закриття за окремими випусками ОЗДП з 01.09.2021 р. до 22.04.2022 р., %

Джерело: Ukraine, Republik 7,75% 15/22. Börse Frankfurt. URL: <https://www.boerse-frankfurt.de/bond/xs1303921214-ukraine-republik-7-75-15-22>; Ukraine, Republik 7,75% 15/23. URL: <https://www.boerse-frankfurt.de/bond/xs1303921487-ukraine-republik-7-75-15-23>; Ukraine, Republik 0,000%. URL: <https://www.boerse-frankfurt.de/bond/xs1303929894-ukraine-republik-0-000>

²⁴ Ціни українських єврооблігацій з довгими термінами погашення знизилися (рис. 1), адже є певна ймовірність реструктуризації. Зокрема, ціна доларових ОЗДП XS1303921487 з погашенням 01.09.2023 р. та ставкою купону 7,75% зменшилася з 98% номіналу на початку 2022 р. до 23% на 07.03.2022 р., а до 22.04.2022 р. відновилися лише до 42%. Державні деривативи (варанти) XS1303929894 з погашенням 31.05.2040 р., власники яких очікували на значні темпи зростання ВВП України, поки що оцінюються найбільш песимістично – їхні ціни впали з 91% номіналу на початку 2022 р. до 12% на 07.03.2022 р., а до 22.04.2022 р. відновилися лише до 26%.

Попри позитивні тенденції березня – квітня 2022 р., коли стало зрозуміло, що бліцкриг не вдався, і Україна мужньо протистоїть агресії, помітним є значне падіння вартості зовнішніх зобов'язань України.

На зовнішні ціни ОЗДП ще до війни звертали увагу внутрішні інвестори, хоча переважна більшість єврооблігацій природно була сконцентрована у власників-нерезидентів. Низька ціна та, відповідно, екстремально висока доходність спричинили постійне зростання внутрішнього попиту та обсягу торгів ОЗДП на українських фондових біржах²⁵.

Щодо внутрішніх зобов'язань, частка яких у структурі торгів і активах українських фінансових установ є на порядок вищою за ОЗДП²⁶, то зростання доходності та зниження цін ОВДП напередодні вторгнення було помітним, але менш відчутним.

У перший день війни, напевне, важко було оцінити, наскільки може скоротитися вартість ОВДП на українських біржах за умови їх панічного продажу нерезидентами або іншими інвесторами. А наслідки були б вкрай негативними, оскільки частка ОВДП у сукупних активах банків достатньо значуща (близько чверті), отже, переоцінка держоблігацій банками внаслідок падіння ринкових цін (скажімо до 30–40% номіналу) могла б призвести до відчутних збитків і втрати ліквідності банківської системи, якби це не суперечило інтересам найзначущих власників ОВДП, а держава не мала зрозумілих механізмів для мінімізації таких ризиків.

Інтереси власників ОВДП. Станом на 24.02.2022 р. до структури власників ОВДП належали: банки – 51,6%; НБУ – 30,5%; юридичні особи – 7,9%; нерезиденти – 7,4%; фізичні особи – 2,5% (табл. 2).

Для НБУ та банків, що контролювали сукупно 82,1% вартості ОВДП, навряд чи був сенс продавати ОВДП за екстремально заниженими цінами та фіксувати збитки як внаслідок продажу ОВДП, так і внаслідок наступної переоцінки залишків ОВДП у портфелях. Про це свідчить і подальша динаміка їх портфелів: якщо до початку війни НБУ та банки дещо зменшили свої вкладення в ОВДП порівняно з початком року (на 2,5 млрд грн та 22,6 млрд грн відповідно), то до 22.04.2022 р. завдяки придбанню військових облігацій, що розміщувалися Міністерством фінансів України, портфель НБУ збільшився на 60 млрд грн, банків – на 21,1 млрд грн. Отже, частка НБУ та банків зросла до 83,9% вартості ОВДП. З огляду на ризикованість інших напрямів активних операцій, банківська система була б цілком спроможна придбавати держоблігації (і не тільки військові облігації), якби не було регуляторних обмежень.

Щодо ризиків переоцінки держоблігацій банками, то питання оцінки вартості будь-яких цінних паперів у портфелі кожного банку має індивідуальний характер. Отже, розрахунки НБУ, зазначені у табл. 2, базуються, насамперед, на загальних умовах випуску облігацій. Натомість балансова вартість цінних паперів у портфелях кон-

²⁵ Вересень 2021 р. – 49 млн грн, жовтень – 140 млн грн, листопад – 365 млн грн, грудень – 827 млн грн, січень 2022 р. – 1447 млн грн, лютий – 2255 млн грн, тобто у 46 разів більше, ніж у вересні.

²⁶ За 2021 р. обсяг біржових торгів ОВДП в Україні становив 443,8 млрд грн (у 159 разів більше за ОЗДП), за січень – березень 2022 р. – 89,3 млрд грн (у 25 разів більше).

кретних банків первісно залежить від вартості придбання, але згодом здійснюється переоцінка відповідно до ринкових орієнтирів (справедливої вартості) та кредитних ризиків, що розраховуються на індивідуальній основі. При цьому ризик за ОВДП оцінюється як нульовий, а за ОЗДП – відповідно до кредитного рейтингу за класифікацією відповідного рейтингового агентства²⁷. Як справедливу вартість для ОЗДП банк, відповідно до своєї облікової політики, може застосувати ціни, що склалися на регульованому ринку (ймовірніше, на біржах ЄС, а не на українських біржах). Натомість для ОВДП (як гривневих, так і валютних) існують більш звичні для банків цінові орієнтири, а саме справедлива вартість ОВДП та дисконти, які щодня публікуються НБУ. Як альтернативу можна застосовувати і котировки українських фондових бірж, проте останні також орієнтуються на розрахунки центрального банку, отже, локальні біржові ціни не відрізняються від бенчмарків НБУ більше ніж на 10% (через нормативні вимоги НКЦПФР щодо функціонування бірж). Таким чином, у держави наявні інструменти контролю за адекватністю як ринкових цін ОВДП, так і їхньої вартості в активах банків.

Таблиця 2

Структура власників ОВДП у січні – квітні 2022 р.

Показники	Дата/період	НБУ	Банки	Нерезиденти	Юридичні особи	Фізичні особи	Всього
Номінально-амортизаційна вартість ОВДП на дату, млрд грн	01.01.2022 р.	312,6	547,1	92,6	83,2	25,2	1060,7
	01.02.2022 р.	310,1	555,8	81,4	84,6	25,9	1057,8
	24.02.2022 р.	310,1	524,5	74,8	80,7	25,5	1015,6
	01.03.2022 р.	310,1	524,8	74,8	80,7	25,5	1015,8
	01.04.2022 р.	330,1	538,1	74,8	80,0	25,7	1048,8
	22.04.2022 р.	370,1	545,6	74,4	76,1	25,7	1091,9
Зміна номінально-амортизаційної вартості за період, млрд грн	01.01–24.02.2022 р.	-2,5	-22,6	-17,8	-2,5	+0,3	-45,1
	24.02–22.04.2022 р.	+60,0	+21,1	-0,4	-4,6	+0,2	+76,3
	01.01–22.04.2022 р.	+57,5	-1,5	-18,2	-7,1	+0,5	+31,2
Частка власників на дату, %	01.01.2022 р.	29,5	51,6	8,7	7,8	2,4	100,0
	01.02.2022 р.	29,3	52,5	7,7	8,0	2,4	100,0
	24.02.2022 р.	30,5	51,6	7,4	7,9	2,5	100,0
	01.03.2022 р.	30,5	51,7	7,4	7,9	2,5	100,0
	01.04.2022 р.	31,5	51,3	7,1	7,6	2,5	100,0
	22.04.2022 р.	33,9	50,0	6,8	7,0	2,4	100,0
Зміна частки за період, %	01.01–24.02.2022 р.	+1,0	0,0	-1,3	+0,1	+0,1	0,0
	24.02–22.04.2022 р.	+3,4	-1,6	-0,6	-0,9	-0,1	0,0
	01.01–22.04.2022 р.	+4,4	-1,6	-1,9	-0,8	0,0	0,0

Джерело: ОВДП, які знаходяться в обігу за номінально-амортизаційною вартістю. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/files/Depository/T-bills_nom.xlsx

²⁷ Постанова Правління Національного банку України “Про затвердження Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями” від 30.06.2016 р. № 351. Розділи XV-XVI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0351500-16#n18>

У юридичних осіб і нерезидентів мотивація могла бути менш очевидною. Зокрема, українські компанії могли б продати ОВДП з метою отримання додаткових коштів для стабілізації фінансового стану або відновлення бізнес-процесів після евакуації. Окремі нерезиденти могли почати інтенсивно продавати українські облигації через консервативні підходи до оцінки ризиків, але навряд чи всі²⁸. Більше того, поступове скорочення зовнішнього попиту на держоблігації стартувало ще навесні 2021 р.: вкладення нерезидентів у ОВДП з 22.03.2021 р. до 24.02.2022 р. вже скоротилися на 31,2 млрд грн (з 106,0 млрд грн до 74,8 млрд грн, тобто з 10,3% до 7,4% сукупної вартості ОВДП). Отже, з огляду на збереження ліквідності банківської системи, обмеженість напрямів розміщення фінансових ресурсів і можливості рефінансування під забезпечення держоблігацій, банки могли б навіть додатково заробити на придбанні ОВДП у нерезидентів за зниженими цінами та наступному перепродажу або заставі. Натомість, через регуляторні обмеження нерезиденти були позбавлені можливості продати власні активи та мінімізувати ризики, а учасники ринку, що мали вільну ліквідність, – можливості заробити та диверсифікувати свої інвестиційні портфелі. В умовах, коли очевидною є зацікавленість центрального банку у підтримці ліквідності та вартості державних облигацій, не вбачається високою імовірність активного продажу ОВДП нерезидентами за зниженими цінами.

Фізичні особи ще у 2021 р. активізувалися на ринку ОВДП, як через податкові пільги при інвестуванні у держоблігації, так і через появу значної кількості вебзастосунків банків та інвестиційних фірм, що дозволило скоротити трансакційні витрати. Нині в умовах природного зростання патріотизму та бажання допомогти державі, фіксується ще більший бум попиту на державні цінні папери. І це підтримується учасниками ринку. Міністерство фінансів України публікує на власному вебсайті не тільки перелік військових облигацій, але й чималий перелік фінансових установ²⁹, які пропонують населенню спрощені процедури авторизації, мобільні додатки та мінімальні (чи навіть нульові) тарифи. За даними НБУ, станом на 18.04.2022 р. вже 7,1 тис. громадян України придбали військові облигації на первинному та вторинному ринках на 1,5 млрд грн.

До речі, цьому сприяв один з небагатьох дійсно корисних для ринку заходів регулятора під час війни, а саме дозвіл інвестиційним фірмам використовувати спрощений порядок при проведенні процедур ідентифікації та верифікацій клієнтів, зокрема, з використанням засобів мобільного зв'язку та/або електронної пошти. Проте це лише тимчасова лібералізація, і протягом 10 робочих днів після завершення дії

²⁸ Позбавлення нерезидентами українських цінних паперів в умовах війни та тотальної міжнародної підтримки могло виглядати просто неетично. А досвід виходу з Росії значного кола міжнародних компаній, попри складнощі та витрати, свідчить про те, що етика та мораль для світового бізнесу й фінансів – не пустий звук.

²⁹ Ліцензовані брокери (ICU через додаток ICU Trade, Univer Capital через додаток Wotan, Dragon Capital, BTC Broker через додаток Bond UA, KINTO) та банки (Ощадбанк, Приватбанк через додаток Приват24, Кредобанк, ОТП банк, Таскомбанк, Райффайзен Банк, Credit Agricole).

воєнного часу інвестиційні фірми мають завершити процедури ідентифікації та верифікації клієнтів³⁰.

Це не вирішує проблеми того, що наразі попит населення обмежений вузьким переліком з лише 5 випусків військових облігацій.

Наявні механізми мінімізації ризиків падіння цін держоблігацій.

1. *Контроль біржового ціноутворення.* Законодавство про ринки капіталу та нормативні документи НКЦПФР щодо регулювання діяльності фондових бірж визначають граничні межі коливань, випадки зупинки біржових торгів у разі екстремальної волатильності, необхідність протидії цінній нестабільності та маніпулюванню цінами³¹. На жаль, це далеко не перша кризова ситуація в Україні, і учасники фондового ринку мають досвід функціонування, попри складнощі.

Понад це, у регулятора є можливість зупинити обіг не всіх одразу цінних паперів, а зробити це вибірково, тобто обмежити в обігу найбільш ризиковані категорії цінних паперів (в розрізі валют, строків обігу, способу виплати відсотків тощо).

Можливо, доцільно було зупинити обіг в Україні саме ОЗДП, з огляду на їх переважно зовнішнє ціноутворення та незначний обсяг в активах українських фінансових інститутів.

Варто було скористатися досвідом НБУ, який визначив перелік цінних паперів, придатних як застава для рефінансування та операцій прямого репо з НБУ. Нині до переліку НБУ належать 164 випуски, зокрема 157 випусків ОВДП, 3 випуски облігацій внутрішньої місцевої позики (Харкова, Львова) та 4 випуски корпоративних облігацій (Укравтодору)³². Отже, йдеться про коло цінних паперів, яке у 33 рази є ширшим за перелік випусків, дозволених до обігу НКЦПФР.

Якщо обмеження НКЦПФР однаково не поширюються на монетарну політику НБУ, то було б логічно визнати: якщо такі цінні папери придатні для операцій між НБУ та банками, то мають бути придатними і для операцій інших учасників ринків капіталу.

2. *Монетарна, наглядова та інформаційна політика.* НБУ має можливості врегулювати як порядок оцінки активів банків, так і розрахунок справедливої вартості для кожного випуску ОВДП, а також дисконтів, з урахуванням яких НБУ може надати

³⁰ Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку “Про упорядкування проведення операцій на ринках капіталу на період дії воєнного стану” від 08.03.2022 р. № 144. URL: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2022/04/rishennia_144_zi_zimnamy_stanom_na_24_04_2022_1_.pdf

³¹ Найзначущими серед них є такі: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку “Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж” від 22.11.2012 р. № 1688. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12#Text>; Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку “Про затвердження Порядку запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій з цінними паперами на фондовій біржі” від 14.06.2011 р. № 716. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1045-11#Text>

³² Умови випуску облігацій, які приймаються Національним банком України в заставу за операціями з рефінансування банків (Див.: Довідник облігацій. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/files/Fair_value/sec_hdbk.xls).

рефінансування під заставу облігацій. Відповідні бенчмарки (справедлива вартість і доходність ОВДП, дисконти, узагальнені криві доходності), які щодня розраховуються та публікуються НБУ³³, насправді є більш популярними та авторитетними на ринку, ніж ціни та доходність, що оприлюднюються українськими фондовими біржами. Більше того, самі біржі орієнтуються на справедливі ціни НБУ для контролю об'єктивності біржового ціноутворення щодо ОВДП та протидії ситуаціям цінової нестабільності.

Принципово бенчмарки НБУ не змінилися. Зокрема, за гривневими ОВДП з погашенням у 2022 р. ціни за різними випусками на початку січня коливались у межах 95–104,6% номіналу (доходність 10,6–13%), на початку лютого – 94,9–103,2% номіналу (доходність 11,6–14,5%), напередодні вторгнення – 95,5–103,1% номіналу (доходність 11,6–14,2%), на початку березня – 95,7–102,8% номіналу (доходність 12,4–14,6%), у середині березня – 96,1–102,7% номіналу (доходність 12,5–14,6%). Доходність з початку року зросла на 1,5–2%, а апокаліптичного падіння цін не спостерігається. Це не дивно, адже НБУ веде зважену та професійну монетарну політику, облікова ставка 10% є достатньо адекватною та такою, що стримує інфляцію, тому ставку навіть не підвищували з початку війни³⁴.

Як наслідок, НБУ може надавати (і надає) банкам рефінансування під ОВДП (і не тільки під військові облігації). При цьому саме НБУ встановлює справедливу ціну ОВДП і саме для операцій з підтримання ліквідності банків. Це є черговим інструментом забезпечення стабільності цін ОВДП.

Підкреслимо, що крім справедливої ціни, НБУ для кожного випуску ОВДП визначає і дисконт (коригуючий коефіцієнт), який базується на оцінці ризиків ліквідності та коливання цін. Саме з урахуванням такого дисконту НБУ приймає ОВДП у забезпечення при операціях рефінансування та прямого репо. Попри воєнний стан, протягом січня – квітня 2022 р. дисконти істотно не змінилися³⁵. Понад те, для розширення можливостей банків з отримання кредитів рефінансування під заставу ОВДП, НБУ пом'якшив підходи до оцінки заставної вартості та починаючи з 04.05.2022 р. не застосовуватиме дисконтів³⁶.

Таким чином, НБУ виконав свої монетарні та регулятивні функції, а також сприяв бюджетному процесу через підтримку випуску й обігу військових облігацій.

³³ Справедлива вартість облігацій та коригуючі коефіцієнти. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp/fair-value>

³⁴ На відміну від держави-агресора, де ключова ставка (дорівнює ставці рефінансування) вже 28 лютого зросла вдвічі – з 9,5% до 20% (максимальне значення з 2003 р.), а у квітні скоротилася лише до 17% (до максимальних рівнів, що фіксувались у період попередньої фази агресії та впливу первісних санкцій наприкінці 2014 р.).

³⁵ Зокрема, для короткострокових гривневих ОВДП дисконт залишився на рівні 8–10%, для валютних – 5%.

³⁶ Рішення Правління Національного банку України “Про застосування коригуючих коефіцієнтів для облігацій внутрішніх державних позик в умовах запровадження воєнного стану” від 19.04.2022 р. № 190-рш. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Decision_19042022_190-rsh

3. *Боргова політика.* Міністерство фінансів України як емітент держоблігацій має широкі можливості щодо диверсифікації обсягів випуску ОВДП, валюти номіналу, строків обігу, різних умов випуску та, відповідно, пропонованих рівнів доходності. Тим більше, з урахуванням масштабної міжнародної допомоги.

Слід підкреслити, що під час війни вартість запозичення для Міністерства фінансів України навіть скоротилася на фоні патріотичних настроїв: якщо у січні – лютому 2022 р. гривневі ОВДП залучалися під 11,6–12,1% річних, то у березні – квітні 2022 р. – під 10–11%.

Отже, в державі наявні механізми стабілізації цін ОВДП. Для більшості інвесторів не вигідним є падіння цін і відсутні раціональні мотиви для паніки.

Наслідки для ринків капіталу обмежень інструментарію та напрямів діяльності.

1. *Скорочення ліквідності організованого ринку.* Багато хто глузував над припиненням торгів цінними паперами на Московській біржі через карколомне падіння вартості акцій російських компаній та курсу рубля внаслідок санкцій і міжнародного бойкоту інвестицій у активи держави-агресора. Саме фінансовий ринок держави-агресора отримав нищівного удару. Якщо вплив санкцій на економіку агресора у цілому ще недостатньо помітний, оскільки остаточне позбавлення Росії її енергетичної зброї потребує часу та спільних зусиль держав-партнерів України, то заборона міжнародним інвесторам придбавати російські цінні папери одразу вплинула на вартість російських інвестиційних активів і фактично знищила їх інвестиційну привабливість.

На відміну від Росії, інвестувати в Україну ніхто не забороняв. Проте з цим впоралася НКЦПФР. Отже, через попередні незадовільні тенденції розвитку ринків капіталу та поточні обмеження НКЦПФР, в Україні ситуація є складною. І до початку війни біржова ліквідність була сконцентрована виключно у держоблігаціях, а угоди з цінними паперами недержавних емітентів мали епізодичний характер. Нині на трьох українських фондових біржах можливо торгувати лише 5 випусками військових облігацій.

Таке звуження інструментарію й обмеження діяльності для низки інституційних інвесторів вкрай негативно позначилися на показниках біржових торгів. Навіть значний попит населення та відповідне зростання кількості угод не змогли компенсувати кількаразове зменшення інвестиційної активності фінансових установ. У IV кварталі 2021 р. середньомісячний обсяг торгів держоблігаціями становив 44,1 млрд грн, у січні 2022 р. – 48,6 млрд грн, і навіть до 24 лютого – 44,4 млрд грн, проте у березні обсяг біржових торгів скоротився до 1,8 млрд грн (у 25 разів), показники квітня також навряд чи сягнуть хоча б 4 млрд грн. Фактично ліквідність обігу інструментів публічного державного боргу України штучно обмежено, що не сприяє довірі до об'єктивності ціноутворення та зовнішнім оцінкам адекватної доходності.

2. *Складнощі врегулювання зобов'язань за угодами з цінними паперами.* За державними облігаціями традиційно досить значна частка угод укладалася на умовах від-

строченого виконання, зокрема для оформлення операцій репо³⁷. Через обмеження обігу такі угоди стало неможливо виконати, попри наявність у фінансових установ відповідних активів, адже суб'єктам інфраструктури фінансових ринків дозволялося проводити кліринг і розрахунки лише за військовими облігаціями. Отже, сторони угод мали або лонгувати їх виконання, або анулювати угоди, або просто не виконувати, що навіть в умовах воєнного стану та спрощення Торгово-промисловою палатою України процедури засвідчення форс-мажорних обставин було не кращим правовим рішенням. У найскрутнішому становищі опинилися учасники ринку, які не могли коректно врегулювати правові відносини щодо держоблігацій, за якими вже настав або наближався термін погашення, тобто лонгувати виконання зобов'язань було вже неможливо. Жодних рекомендацій з боку регулятора не було.

Лише 8 березня НКЦПФР дозволила здійснювати розрахунки хоча б з метою виконання зобов'язань за договорами репо, що уклалися в режимі “репо з контролем ризиків” до 00.00 24.02.2022 р. за участі АТ “Розрахунковий центр” як центрального контрагента³⁸.

Згодом стало відомо про можливість виконувати зобов'язання за угодами репо, укладеними поза режимом “репо з контролем ризиків”, з держоблігаціями, відмінними від військових. Для цього були необхідні звернення учасників ринку, щоб НКЦПФР приймала окремі рішення щодо дозволу біржам, АТ “Розрахунковий центр” та депозитарію НБУ ініціювати та провести відповідні розрахунки. Така процедура дотепер є непублічною, невпорядкованою на рівні нормативних документів і залишає простір для корупції. Слід підкреслити, що суб'єкти інфраструктури цілком спроможні проводити розрахунки за будь-якими держоблігаціями, тобто обмеження не стосуються технічних складнощів, а перебувають суто у регуляторній площині.

Щодо можливості та порядку розрахунків за іншими угодами з відстроченим виконанням, відмінними від репо, впорядкування НКЦПФР також відсутнє.

3. *Сумнівність законодавчих підстав для впровадження обмежень і скорочення інвестиційної привабливості держоблігацій.* Попри вимоги національного законодавства, рішення НКЦПФР щодо обмеження обігу цінних паперів, зокрема більшості державних облігацій, не зареєстровано Міністерством юстиції України у встановленому порядку, що дає підстави для сумніву у його легітимності³⁹.

³⁷ Обсяг операцій репо на фондових біржах у 2021 р. сягнув 86 млрд грн (19% загального обсягу біржових торгів державними облігаціями).

³⁸ Попри безумовну пов'язаність цих операцій саме з ринками капіталу, Національний банк України, який серед іншого виконує функції депозитарію державних облігацій, впорядкував цю лібералізацію раніше за Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку (Див.: Постанова Національного банку України “Про внесення зміни до постанови Правління Національного банку України від 24 лютого 2022 року № 20” від 05.03.2022 р. № 37. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0037500-22#Text>).

³⁹ Тотальні й необґрунтовані зазіхання на права власності практично усіх інвесторів у цінні папери (а не тільки резидентів держави-агресора) суперечать положенням Конституції України, які не обмежуються вимогами законодавства про введення воєнного стану, зокрема, щодо непорушності права приватної власності та неможливості його протиправного позбавлення, забезпечення держа-

Навряд чи фізичні особи, нерезиденти та українські компанії позитивно сприйняли той факт, що в ситуації зростання локальних і геополітичних ризиків вони були позбавлені можливості скористатися своїм правом на продаж цінних паперів. Зокрема, можливість продати ОВДП та отримати додаткові кошти абсолютно не завадила б мільйонам біженців і внутрішніх переміщених осіб, фінансовий стан більшості яких вкрай незадовільний, попри масштабну державну та міжнародну підтримку.

Такими заходами населення змушують інвестувати збереження (хоча вони наразі у більшості українців природно обмежені) у активи, що позбавлені регуляторних обмежень або взагалі перебувають за межами наявного правового поля (наприклад, у криптовалюти). Звісно, міжнародний досвід застосування криптовалют характеризується достатньо суперечливими чинниками (як правовими ризиками, так і певними перевагами для інвесторів). Тим не менше, досить сумнівно, що державі, яка веде війну, варто виштовхувати з економіки внутрішні інвестиції, зокрема, у непрозорі сектори фінансових ринків, за відсутності фіскальних перспектив та інших можливостей застосування коштів домогосподарств на суспільні потреби, зокрема підвищення обороноспроможності⁴⁰.

Чому взагалі варто говорити саме про державні облигації та про їх обіг? Тому що це далеко не тільки інструмент фінансування дефіциту бюджету. Роль держоблігацій у національній фінансовій системі не просто ключова, а домінуюча.

Держоблігації у 2021 р. забезпечили 99% обороту організованого фондового ринку⁴¹. Це основний інструмент забезпечення за численними фінансовими операціями (міжбанківські угоди, угоди між банками та іншими фінансовими установами, між банками та НБУ, зокрема з метою рефінансування). Це найбільш ліквідні та надійні фінансові інструменти, якими користуються учасники банківської системи та інші значущі гравці фондового ринку. Це дуже значуща частина активів українських банків та інших інституційних інвесторів (табл. 2)⁴². В останні роки це ще й значущий інвестиційний інструмент для населення.

вою захисту прав усіх суб'єктів права власності та господарювання і рівності усіх суб'єктів права власності перед законом (ст. 13). Натомість згідно з рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, органи державної влади (Національний банк України та Міністерство фінансів України) не позбавлені права проводити операції з цінними паперами.

⁴⁰ Незадовго до вступу в силу було прийнято Закон України "Про віртуальні активи" від 17.02.2022 р. № 2074-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2074-20#Text>. Проте цей Закон України, із зрозумілих причин, навіть через 2 місяці не був підписаний Президентом України та не набрав чинності. Крім того, передбачається 6 місяців на приведення Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку нормативних документів у відповідність до вимог Закону України, але, за наявною практикою, імовірність виконання цієї норми у зазначений строк є невисокою. Отже, до остаточного правового впорядкування криптовалют в Україні ще доволі далеко.

⁴¹ У 2021 р. обсяг біржових торгів ОВДП становив 443,76 млрд грн, ОЗДП – 2,78 млрд грн, всього держоблігаціями – 446,54 млрд грн, загальний обсяг торгів на фондових біржах – 451,96 млрд грн (Див.: Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/>).

⁴² Обсяг вкладень українських банків у ОВДП у 2022 р. стабільно перевищує 500 млрд грн. На початку лютого ОВДП були наявні в активах 66 з 71 діючого банку, середня частка ОВДП в активах банків

Державні регулятори роками привчали банки та інші фінансові установи інвестувати саме у держоблігації – як безумовно більш надійні, ніж будь-які інші фінансові інструменти (акції, облігації та інші цінні папери приватних емітентів, які в умовах попередньої кризової ситуації у 2014–2015 рр. виявилися ризикованими та значно переоціненими, що стало додатковим поштовхом для хвилі виведених з ринку банків, так званого “банкопаду”).

Нині левову частку державних облігацій зупинили в обігу – подібно тому, як до цього припиняли обіг цінних паперів емітентів, які мають ознаки фіктивності, банкрутів тощо. Навряд чи НКЦПФР вважає державу (в особі Міністерства фінансів України) фіктивним емітентом чи банкрутом, проте у такому контексті обмеження виглядають ще менш обгрунтованими та не надто патріотичними. І навряд чи це має позитивно вплинути на довіру інвесторів. У 2014 р., коли ситуація в Україні також була кризовою, торги ОВДП не припинялися ні на день.

Крім того, міжнародні інформаційні агенції, які постійно отримують відомості про ціни та інші результати торгів від українських фондових бірж, були вкрай здивовані повним припиненням торговельної активності протягом кінця лютого – початку березня. Це не надто позитивний меседж для поточних і потенційних міжнародних інвесторів. Тим більше, що через відсутність публічного роз’яснення НКЦПФР своєї позиції та планів навіть внутрішнім експертам незрозумілі строки відновлення торгів щодо сотень випусків цінних паперів держави та недержавних емітентів, допущених до торгів на біржах України.

4. *Складнощі диверсифікації активів і фінансування економіки інституційними інвесторами.* Обмеження операцій з фінансовими інструментами лише підсилило вже наявну в Україні інвестиційну дисфункцію: дисбаланс між багаторічним дефіцитом адекватного фінансового інструментарію, відмінного від держоблігацій, та необхідністю дотримуватися нормативних вимог щодо структури активів. Така дисфункція є однією з причин, з яких в Україні вкрай повільно розвиваються недержавні пенсійні фонди, майже відсутні публічні інвестиційні фонди, а лєвова частка індустрії спільного інвестування представлена венчурними фондами, які тим не менше, виконують значущу для економіки функцію фінансування операцій на ринку нерухомості [11].

Операції за рахунок активів ІСІ спочатку були зовсім зупинені, 08.03.2022 р. дозволено придбавати військові облігації, 11.03.2022 р. – лонгувати або укладати нові депозити на аналогічну суму, 23.03.2022 р. – сплачувати послуги КУА, зберігача активів та наглядової ради ІСІ. Проте після 2 місяців війни інвестиційні фонди все ще позбавлені можливості інвестувати у жодні українські або іноземні цінні папери (крім військових облігацій), золото чи валюту (хоча це цілком захисні активи в умовах кризи), нерухомість або проводити операції з іншими активами. Не менш жорсткі обмеження стосуються діяльності НПФ, фондів фінансування будівництва та фондів операцій з нерухомістю.

– 24% (Див.: Показники фінансової діяльності (Активи банків України). URL: https://bank.gov.ua/files/stat/aggregation_2022-02-01.xlsx).

Обмеження бумерангом вдарили і по будівельній галузі, адже саме за участі ІСІ (насамперед, венчурних), ФФБ та ФОН реалізується фінансування житлової нерухомості в Україні. Через два тижні після впровадження воєнного стану НКЦПФР дозволила ФФБ/ФОН та венчурним ІСІ виконувати договори, укладені із забудовниками до 24.02.2022 р. Проте така лібералізація стосувалася лише тих об'єктів будівництва, що розташовані на території 9 областей, переважно Західної України⁴³. Отже, дотепер у інституційних інвесторів відсутні можливості виконувати свої зобов'язання перед забудовниками з Києва, Київської, Дніпропетровської, Одеської, Харківської та інших областей, які є традиційними лідерами у будівництві житла, контролюються Збройними силами України, забезпечують влаштування біженців з більш проблемних регіонів і потребують подовження наявного будівництва та відновлення зруйнованих будівель й інфраструктури.

Українська асоціація інвестиційного бізнесу (саморегульована організація, що об'єднує КУА та адміністраторів НПФ) 11.04.2022 р. направила лист до Кабінету Міністрів України, Верховної Ради України, Національного банку України та НКЦПФР з проханням розблокувати діяльність суб'єктів ринку спільного інвестування та недержавного пенсійного забезпечення, щоб накопичений потенціал ринку (500 млрд грн під управлінням КУА) був використаний на благо вітчизняної економіки та зберегти довіру десятків тисяч учасників ІСІ та НПФ. Поки що результат відсутній, але варто сподіватися, що залучення до проблеми широкого кола органів влади стане відчутним.

Висновки. В умовах впровадження воєнного стану як ніколи важливим стає поміркованість рішень регуляторів, їх анонсування, передбачуваність і зрозумілість для суспільства та суб'єктів регулювання, досягнення балансу обмежувальних і стимулюючих дій. На жаль, на відміну від банківського, страхового та інших сегментів фінансових ринків, контрольованих центральним банком, фондовий ринок стикнувся з жорсткими та не завжди обґрунтованими регуляторними обмеженнями щодо напрямів діяльності й інструментарію. Як наслідок, учасники ринку позбавлені можливості подовжувати нормальну діяльність і користуватися наявними активами, зокрема для інвестицій у підвищення обороноздатності держави. При цьому обмеження стосуються не тільки цінних паперів усіх приватних емітентів, але й більшості державних облігацій, хоча від їх ліквідності й інвестиційної привабливості прямо залежить залучення фінансових ресурсів для подовження спротиву зовнішній агресії, стабілізації бюджетної політики, підтримки національної економіки та інфраструктури. І якщо фінансовий ринок Росії знищують санкції, то в Україні йому завдає шкоди неадекватність дій регулятора.

⁴³ Такими областями є: Вінницька, Волинська, Закарпатська, Івано-Франківська, Львівська, Тернопільська, Рівненська, Хмельницька, Чернівецька (Див.: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку "Щодо функціонування ФФБ на території окремих областей" від 09.03.2022 р. № 151. URL: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2022/03/rishennia_151_ffb_v_zakhidnykh_oblastiakh_09_03_2022.pdf; Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку "Щодо доповнення переліку операцій, що можуть проводитись з активами ІСІ у період дії воєнного стану" від 11.03.2022 р. № 157. URL: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2022/03/rishennia_157_17_vynahoroda_ta_dyvidendy_isi_10_03_2022.pdf).

Більшість ризиків для відновлення обігу держоблігацій є не настільки значущими або принаймні наявні зрозумілі механізми для їх мінімізації. Якщо у перші дні війни обмеження могли сприйматися з розумінням, то через два місяці виглядають як невідповідні реальній ситуації. Тим більше, що Україна завжди наполегливо виконувала свої боргові зобов'язання, які б не були скрутні часи та проблеми.

Тривала обмежувальна регуляторна політика руйнує українські ринки капіталів, позбавляє їхніх учасників можливості ефективно функціонувати, залучати та розміщувати інвестиції, забезпечувати обіг активів, допомагати державі у складних воєнних умовах. Значною мірою такі регуляторні дії контрастують з публічною позицією Президента України та Кабінету Міністрів України щодо економічного патріотизму, стимулювання бізнесу, необхідності якнайскорішого перезапуску та відновлення національної економіки.

Найближчого часу, одразу після перемоги, державі знадобляться значно більші запозичення, щоб відбудувати нову та кращу Україну. Інвестиції до України мають піти через звичні для зовнішнього інвестора фінансові інструменти. Саме тому довіра інвесторів до державних облігацій має вирішальне значення, отже, варто якнайшвидше вжити заходи для розблокування ринків капіталу та посилення економічного фронту протидії агресору.

Список використаних джерел

1. Головка А.Т., Лаптев С.М., Кабанов В.Г. Ринки фінансових інструментів та їх інфраструктура: монографія. Київ: Університет економіки та права "КРОК", 2009. 560 с.
2. Мошенський С.З. Хаос та синергія. Ринок цінних паперів постіндустріальної епохи. Київ: ВБ Випол, 2018. 504 с.
3. Рекуненко І.І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія. Суми: ДВНЗ "УАБС НБУ", 2013. 411с. URL: <https://essuir.sumdu.edu.ua/handle/123456789/50078>
4. Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку / за заг. ред. В.М. Опаріна, В.М. Федосова. Київ: КНЕУ, 2016. 695 с.
5. Шелудько Н.М. Інвестиційна дисфункція фондового ринку в Україні: інституційна складова. *Економічні свободи для зміцнення соціально-економічного розвитку України в умовах глобальних трансформацій* / за ред. В. Юрчишина. Київ: Заповіт, 2020. С. 126–137.
6. Fabozzi F.J., Modigliani F.P., Jones F.J. Foundations of Financial Markets and Institutions. 4-th edition. New-York: Prentice Hall, 2009. 696 p.
7. Michie R. The Global Securities Market. A History. Oxford: Oxford University Press, 2006. 399 p. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199280612.001.0001>
8. Stiglitz J.E. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. *World Development*. 2000. Vol. 28 (6). P. 1075–1086. [https://doi.org/10.1016/S0305-750X\(00\)00006-1](https://doi.org/10.1016/S0305-750X(00)00006-1)
9. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. Москва: Альпина Бизнес Букс, 2007. 928 с.
10. Зловживання на ринку капіталів: економіко-правові аспекти / за ред. О.Г. Кошового, В.М. Тертишника, Н.М. Шелудько. Дніпро: Ліра, 2019. 532 с. URL <http://biblio.umsf.dp.ua/xmlui/handle/123456789/4058>
11. Шелудько Н.М., Шишков С.Є. Інститути спільного інвестування в Україні: масштаби і наслідки інвестиційної дисфункції. *Економіка і прогнозування*. 2020. № 2. С. 120–138. <https://doi.org/10.15407/eip2020.02.120>

Отримано 11.04.22 та оновлено 25.04.22

References

1. Holovko, A.T., Laptiev, S.M., Kabanov, V.H. (2009). Financial instruments markets and their infrastructure: a monograph. Kyiv: "KROK" University [in Ukrainian]
2. Moshenskyi, S.Z. (2018). Chaos and synergy. Securities market of the post-industrial era. Kyiv: VB Vypol [in Ukrainian]
3. Rekunenko, I.I. (2013). Infrastructure of the financial market of Ukraine: current status and prospects: monograph. Sumy: State higher educational institution "Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine" URL: <https://essuir.sumdu.edu.ua/handle/123456789/50078> [in Ukrainian]
4. Oparin, V.M., Fedosov, V.M. (Eds.). (2016). Financial infrastructure of Ukraine: state, problems and prospects for development. Kyiv: State University Kyiv National Economic University Vadym Hetman [in Ukrainian]
5. Sheludko, N.M. (2020). Investment dysfunction of the stock market in Ukraine: institutional component. In V. Yurchyshyn (Ed.), *Economic freedom to strengthen Ukraine's social and economic development in the context of global transformations* (pp. 126-137). Kyiv: Zapovit [in Ukrainian]
6. Fabozzi, F.J., Modigliani, F.P., Jones, F.J. (2009). Foundations of Financial Markets and Institutions. 4th edition. New York: Prentice-Hall.
7. Michie, R. (2006). The Global Securities Market. A History. Oxford: Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199280612.001.0001>
8. Stiglitz, J.E. (2000). Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. *World Development*, 28 (6), 1075-1086. [https://doi.org/10.1016/S0305-750X\(00\)00006-1](https://doi.org/10.1016/S0305-750X(00)00006-1)
9. Rubtsov, B.B. (2007). Modern stock markets. Moscow: Alpina Biznes Buks [in Russian]
10. Koshovyi, O.H., Tertyshnyk, V.M., Sheludko, N.M. (Eds.). (2019). Capital market abuse: economic and legal aspects. Dnipro: Lira. URL <http://biblio.umsf.dp.ua/xmlui/handle/123456789/4058> [in Ukrainian]
11. Sheludko, N.M., Shyshkov, S.Ye. (2020). Institutions of collective investment in Ukraine: scale and consequences of investment dysfunction. *Ekon. prognozuvannâ – Economics and forecasting*, 2, 120-138. <https://doi.org/10.15407/eip2020.02.120> [in Ukrainian]

Received on 11.04.22 and updated on 25.04.22