

## **"НЕРИНКОВИЙ" ФОНДОВИЙ РИНОК: УКРАЇНСЬКІ РЕАЛІЇ**

Об'єктивні реалії фондового ринку в Україні, повноваження його регулятора, адекватність регуляторних практик і законодавчих ініціатив НКЦПФР реаліям ринку, стан імплементації міжнародних зобов'язань України та інші актуальні теми науковці, експерти та фахівці фондового ринку обговорили 18 грудня 2019 р. на засіданні круглого столу "Неринковість" фондового ринку в Україні: економіко-правові складові", проведеного в ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України".

Було констатовано, що цільові орієнтири розвитку фондового ринку, зафіксовані у Комплексній програмі розвитку фінансового сектора України до 2020 р., залишилися банальною декларацією: заявлене у 2015 р. зобов'язання регуляторів фінансового ринку щодо отримання статусу Advanced Emerging для фінансового ринку України абсолютно недосяжне (Україна не представлена навіть у листі очікування на найгірший рівень класифікації FTSE – Frontier Market). За рівнем розвитку фінансового ринку та регулювання фондових бірж (за методикою розрахунку Індексу глобальної конкурентоспроможності) Україна посідає одне з останніх місць у світі. Співвідношення вартості активів публічних інститутів спільного інвестування (ІСІ) та недержавних пенсійних фондів (НПФ) до ВВП коливається на межі статистичної похибки.

Попри вражаючі кількісні показники п'ятирічного "очищення" фондового ринку, динаміка ключових якісних показників глибоко депресивна. За цей період не зафіксовано жодних конструктивних результатів, які б свідчили про розвиток ринку, зростання емісійної активності, залучення інвестицій через контрольовані НКЦПФР інструменти.

Практично весь біржовий ринок наразі зводиться до торгів державними облігаціями, а інвестори, в тому числі інституційні, через дефіцит біржового інструментарію обмежені в можливостях диверсифікації вкладень. За таких умов зростаючі вкладення фінансових інститутів, населення та міжнародних інвесторів винятково в інструменти державного боргу в середньостроковій перспективі можуть призвести як до непрогнозованого зростання бюджетних, боргових та валютних ризиків, так і до подальшої деградації емісійної активності та неможливості залучення інвестицій для розвитку компаніями реального сектора економіки.

Після низки некомпетентних дій НКЦПФР (як-от нормотворчі експерименти над акціонерними товариствами, профанація процедур squeeze-out, відсутність належного захисту міноритарних акціонерів, хаотична зміна лістингових вимог, неадекватна рівню розвитку вітчизняного фондового ринку, т.зв. "імплементація" в повному обсязі вимог європейського законодавства щодо розкриття інформації, яке розроблялося для розвинених ринків та для публічних компаній, не беручи до уваги незрілість національного фондового ринку і наявність у країні виключно непублічних компаній) в Україні фактично знищено біржовий ринок акцій. Обсяг біржових торгів акціями у 2018 р. становив лише 1,2 млрд грн, що в 20 раз менше, ніж у 2014 р., та є одним із найменших показників у світі. Обсяг зареєстрованих емісій акцій скоротився у 2014–2018 рр. у 6,5 разів. Підприємства повністю позбавлені мотивації до залучення інвестицій через національний ринок капіталу, оскільки не зацікавлені ані в публічності, ані в лістингу, ані взагалі в будь-якому обігу цінних паперів на українському ринку.

На ринку відсутнє об'єктивне ринкове ціноутворення за лівовою часткою випусків цінних паперів через неадекватні вимоги до формування біржових цін та правові ризики торгів на фондових біржах, які спричинені незрозумілими та вибірковими підходами при віднесенні операцій до таких, що мають ознаки маніпулювання.

За кандидію нинішнього складу НКЦПФР не ухвалено жодного законодавчого акту щодо захисту прав власників облігацій, що є обов'язковою умовою відновлення довіри інвесторів після масових дефолтів за облігаціями підприємств у 2008–2010 рр. Як наслідок, порівняно з 2014 р. обсяги біржових торгів облігаціями підприємств у 2018 р. скоротилися втричі, обсяг емісій – вдвічі.



Основним досягненням регулятора (НКЦПФР) нинішній її голова та члени комісії вважають "очищення" ринку, яке відбувалося шляхом застосування дискримінаційних норм, що не відповідають чинному законодавству, при виявленні ознак фіктивності та шляхом порушення справ щодо маніпулювання, які відзначалися непослідовністю, вибірковістю, суб'єктивністю критеріїв та підміною понять у ході судових слухань з цієї проблематики<sup>1</sup>.

Найбільш значущою причиною складнощів із підготовкою та ухваленням законопроектів, спрямованих на імplementацію вимог законодавства ЄС в Україні (зокрема, сумнозвісного проекту № 2284, який є вже четвертою спробою імplementації європейських норм щодо регульованих ринків), вбачається, що благі наміри приховують введення норм, які прямо суперечать праву ЄС та європейським принципам регулювання.

Учасники круглого столу погодились, що серйозною проблемою у процесі підготовки євроінтеграційних законопроектів є також брак або недостатня якість офіційних перекладів директив та регламентів ЄС у сфері фондового ринку та інвестиційних фондів, що можуть провокувати як викривлене розуміння норм права ЄС на етапі їх транспонування в українське правове поле, так і подальші юридичні проблеми у ході їх імplementації в Україні учасниками ринку та регулятором.

На тлі розширення можливостей для міжнародних інвесторів в Україні (практично винятково в сегменті державних цінних паперів) не вирішуються та навіть ускладнюються питання, пов'язані з доступом українських професійних учасників ринку, фондів та інших інвесторів до Спільного ринку ЄС, тож інтеграція ринків фінансових послуг наразі має односторонній характер.

На переконання учасників круглого столу, за такого ставлення НКЦПФР до ринку, коли катастрофічне зменшення його розміру та учасників сприймається регулятором як власне найбільше досягнення та навіть мета, можна вже у найближчій перспективі очікувати зникнення національного фондового ринку як явища. Як наслідок, стане незворотною міграція українських емітентів на виключно іноземні ринки капіталу, інтеграція до європейських ринків капіталу не відбудеться, запланована пенсійна реформа зіткнеться з повною відсутністю локальних інструментів (окрім державних), а національна економіка остаточно втратить внутрішні джерела фінансування через фондовий інструментарій. Тим більше, що конструктивних та реалістичних заходів для подолання таких тенденцій не містить ані попередня (до 2020 р.), ані обговорювана (до 2025 р.) стратегія розвитку фінансового сектора України.

Аби ці вкрай негативні очікування не справдилися, на думку учасників круглого столу, необхідна оперативна реалізація таких невідкладних заходів, як:

1) спрямування основних зусиль регулятора не на маніпуляцію інформацією, дискредитацію та волонтаристські дії щодо учасників фондового ринку, а саме на підтримку розвитку ринку, забезпечення його симетричної інтеграції з фінансовими ринками ЄС, впровадження нових інструментів, надання регуляторних стимулів для українських емітентів та інвесторів, спрощення процедур заснування бізнесу (ймовірно через оновлення діючого складу НКЦПФР, який скомпрометував себе та втратив довіру ринку);

2) обов'язкове залучення експертів, представників інвестиційної спільноти та надання їм домінуючої ролі у процесах розроблення Стратегії розвитку фінансового сектора України до 2025 р., інших програмних документів щодо розвитку ринку капіталу, а також законопроектів з метою якісної імplementації європейського законодавства щодо фондового ринку.

*Шелудько Н.М., д-р екон. наук*

*(за матеріалами виступів та дискусії на круглому столі)*

<sup>1</sup> Додаток 2. Приклади практики правозастосування НКЦПФР та судової практики за пунктом 11 частини 1 статті 11 Закону України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні". *Зловживання на ринку капіталу* / за ред. О.Г.Кошового, В.М.Тертишника, Н.М.Шелудько. Дніпро: Ліра, 2019. С. 464–479.