

Інформаційна довідка **щодо окремих аспектів залучення стратегічного іноземного інвестора в** **інфраструктуру ринків капіталу України***

***Анотація.** В інформаційній довідці проаналізовано особливості визначення та залучення стратегічних іноземних інвесторів у контексті проекту Закону України «Про внесення змін до деяких законів України щодо залучення стратегічного іноземного інвестора в інфраструктуру ринків капіталу України» (реєстр. № 16038 від 04.09.2026).*

***Ключові слова:** ринки капіталу, цінні папери, холдингова інфраструктурна компанія, фондова біржа, депозитарії, кліринг.*

Вступ

У державах-членах Європейського Союзу (далі – ЄС) система вертикальної інтеграції ринків капіталу (об'єднання біржі, клірингу та депозитарію в єдиний холдинг) створена за світовим та європейським стандартами. Наприклад, у Німеччині – це Deutsche Börse (Німецька біржа), у Польщі – Група GPW (Варшавська фондова біржа). Законодавче регулювання діяльності таких суб'єктів в ЄС здійснюється на двох рівнях – базові правила корпоративного управління та стандарти фінансової стійкості. Зокрема:

- Регламент (ЄС) № 648/2012 Європейського парламенту та Ради від 4 липня 2012 року про позабіржові деривативи, центральних контрагентів та торгові репозиторії¹ (EMIR) – врегульовує діяльність центральних контрагентів та клірингових установ, вимагає від них відокремлення управління фінансовими ризиками від комерційної діяльності біржі для захисту грошей клієнтів;

- Регламент (ЄС) № 909/2014 Європейського парламенту та Ради від 23 липня 2014 року про покращення розрахунків за цінними паперами в Європейському Союзі та про центральні депозитарії цінних паперів, а також про внесення змін до директив 98/26/ЄС та 2014/65/ЄС і Регламенту (ЄС) № 236/2012 CSDR² – врегульовує діяльність центральних депозитаріїв, уніфіковує правила розрахунків за цінними паперами, встановлює вимоги до капіталу та процедури нагляду, унеможливаючи монопольні зловживання інтегрованих компаній;

- Директива Європейського парламенту та Ради 2014/65/ЄС від 15 травня 2014 року про ринки фінансових інструментів та про внесення змін до Директиви 2002/92/ЄС і Директиви 2011/61/ЄС³ – унормовує роботу торгових майданчиків (бірж).

¹ Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02012R0648-20250117>

² Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02014R0909-20260117>

³ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (recast). URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02014L0065-20260606>

На сьогодні в ЄС запроваджено Пакет інтеграції та нагляду за ринком⁴ (MISP) для створення більш інтегрованої, ефективної і конкурентоспроможної фінансової системи, яка надає громадянам ЄС та бізнесу доступ до фінансування. Імплементувати цей оновлений стандарт у національне законодавство має на меті проєкт Закону України «Про внесення змін до деяких законів України щодо залучення стратегічного іноземного інвестора в інфраструктуру ринків капіталу України» (реєстр. № 16038 від 04.09.2026) (далі – законопроект).

Основна частина

Проект розроблено Кабінетом Міністрів України за підтримки Національного банку України та Європейського банку реконструкції та розвитку (ЄБРР) згідно з Меморандумом між Україною та Міжнародним валютним фондом (далі – МВФ)⁵. Законопроект передбачає:

- *створення нової моделі інфраструктури ринків капіталу* із консолідацією основних її елементів – фондової біржі, клірингової та депозитарної інфраструктури – у межах нової холдингової моделі (холдингової інфраструктурної компанії);
- *залучення стратегічного іноземного інвестора*, до якого мають встановлюватися кваліфікаційні вимоги та щодо якого передбачається проведення міжнародного відбору;
- *визначення структури участі держави та інвестора* у відповідній інфраструктурній компанії, включно з механізмами збереження державного впливу на стратегічну інфраструктуру ринку капіталу тощо.

У цьому контексті наведемо досвід іноземних держав. У Німеччині згадана Німецька біржа повністю володіє Франкфуртською біржею, Кліринговою палатою Eurex Clearing AG та міжнародним депозитарієм Clearstream⁶. Діяльність цього холдингу підпорядкована Німецькому закону про біржі⁷ та Закону про банківську діяльність⁸. Нагляд за діяльністю цього холдингу здійснюють Федеральний фінансовий регулятор Німеччини (BaFin), Бундесбанк та Європейський центральний банк (ЄЦБ). Німецька біржа – це публічне акціонерне товариство, акції якого продаються на біржі. Захист від ворожого поглинання інфраструктури регулюється не спеціальними законами, а Федеральним Законом про зовнішню торгівлю⁹ (§ 4, § 5) та Постановою про зовнішню торгівлю та платежі¹⁰ (AWV), що дозволяє уряду блокувати купівлю понад 10 % акцій інвесторами з-поза меж ЄС із міркувань національної безпеки.

⁴ Market integration and supervision package. URL: https://finance.ec.europa.eu/publications/market-integration-and-supervision-package_en

⁵ Додаток 1. Лист про наміри : МВФ оприлюднив тексти Листа про наміри та Меморандуму в рамках нової Моніторингової програми для України (PMB). URL: <https://www.kmu.gov.ua/news/mvf-opryliudnyv-teksty-lysta-pro-namiry-ta-memorandumu-v-ramkakh-novoi-monitorynhovoi-prohramy-dlia-ukrainy-pmb>

⁶ Organisation Teilen Drucken Die Deutsche Börse Group weltweit : Deutsche Borse Group. URL: <https://www.deutsche-boerse.com/dbg-de/ueber-uns/deutsche-boerse-group/organisation/fuehrungsstruktur>

⁷ Börsengesetz (BörsG). URL: https://www.gesetze-im-internet.de/b_rsg_2007/BJNR135100007.html

⁸ Kreditwesengesetz – KWG. URL: <https://share.google/S0hoBcct1x8zleT8g>

⁹ Außenwirtschaftsgesetz. URL: https://www.gesetze-im-internet.de/awg_2013/

¹⁰ Außenwirtschaftsverordnung (AWV). URL: https://www.gesetze-im-internet.de/awv_2013/BJNR286500013.html

Польський інфраструктурний холдинг – Варшавська фондова біржа (GPW) контролює Кліринговий дім (IRGiT) та інтегрована до Національного депозитарію цінних паперів Польщі (KDPW). Регулюється Законом про торгівлю фінансовими інструментами¹¹, який визначає права, обов'язки та технологічний поділ функцій між оператором торгів (біржею) і депозитарно-кліринговою системою. На відміну від Німеччини, у Польщі Державне казначейство (Skarb Państwa) є головним стратегічним акціонером GPW (контролює близько 35 % акцій)¹², що повинно гарантувати безпеку системи без створення штучних законодавчих обмежень для іноземного приватного капіталу. Нагляд здійснює Польська комісія з фінансового нагляду (KNF). Закон про обіг фінансових інструментів¹³ унормовує роботу самих торгових майданчиків (бірж) та передбачає повну прозорість формування цін і рівний доступ до торгів.

Наявність стратегічного іноземного інвестора, як пропонується законопроектом (рівня, наприклад, вищезгаданої Німецької біржі чи Nasdaq), як мажоритарного акціонера холдингової компанії стала би «знаком якості» новоствореного холдингу. Це мало б забезпечити довіру до українського фінансового ринку з боку інвесторів. Законопроектом, зокрема, визначено право Кабінету Міністрів України встановлювати вимоги та критерії вибору стратегічного іноземного інвестора з урахуванням умов воєнного та повоєнного розвитку національних ринків, які, за необхідності, можуть бути посилені або деталізовані на рівні підзаконних актів.

Хоча законопроект здебільшого відповідає вимогам згаданих вище регламентів і директив ЄС, окремі його положення, на нашу думку, можуть бути деталізовані. Зокрема, у тексті законопроекту фактично визначення «стратегічний інвестор» відсутнє, натомість надано право Кабінету Міністрів України визначати правила та критерії його відбору, що уявляється недостатньо конкретним та може створити корупційні ризики (Розділ XIII «Прикінцеві та перехідні положення» Закону України «Про депозитарну систему України», Розділ XIII «Прикінцеві та перехідні положення» Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»). Водночас саме в новому Регламенті (ЄС) 2026/1386 Європейського парламенту та Ради від 17 червня 2026 року про скринінг іноземних інвестицій у Союзі та про скасування Регламенту (ЄС) 2019/452¹⁴ визначено поняття «інвестор».

Законопроект не повною мірою відповідає антимонопольному законодавству України, оскільки фактично створює «супермонополіста». Із метою запобігання монополізму вбачається за доцільне обмежити строк повноважень стратегічного інвестора (який у законопроекті наразі не обмежено), визначити порядок проведення нового конкурсу, а також додаткові

¹¹ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. URL: <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=wdu20051831538>

¹² The Warsaw Stock Exchange Articles of Association. URL: <https://share.google/1ohwg3HhSPzkdGaoI>

¹³ USTAWA z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. URL: <https://share.google/xxYykiekKScgAjH64>

¹⁴ Regulation (EU) 2026/1386 of the European Parliament and of the Council of 17 June 2026 on the screening of foreign investments in the Union and repealing Regulation (EU) 2019/452. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2026/1386/oj/eng>

критерії, за недотримання яких стратегічний інвестор позбавлятиметься цього статусу.

Вимоги до пропонованих структури, виду та мінімального розміру внеску до статутного капіталу холдингової інфраструктурної компанії для участі в конкурсі, а також порядок визначення грошового еквіваленту пропонованого внеску до статутного капіталу, який не виражений в грошовій формі, відповідно до законопроекту визначаються Кабінетом Міністрів України, що потребує, на нашу думку, уточнення на предмет встановлення у законі мінімальних вимог.

Також доцільно розглянути забезпечення заходів захисту інтересів держави через посилення контролю корпоративного управління. Контроль холдингом-власником контрольного пакета акцій, на нашу думку, природно спричиняє питання захисту інтересів України, зокрема у кризових ситуаціях. Із цією метою пропонується розширення «золотої акції» (контрольного пакета) держави (наприклад, щодо визначення переліку можливих заборон, зокрема на зміну операційного профілю компанії, відчуження стратегічного програмного забезпечення чи баз даних українського ринку).

Злиття торгівлі, клірингу та розрахунків в один приватний холдинг під контролем іноземця може призвести до так званого «диктату тарифів» із боку холдингу (без урахування специфіки українського ринку капіталу в умовах російської агресії та необхідності залучення фінансових ресурсів для повоєнного відновлення) для українських ліцензіатів (брокерів, інвестбанків тощо). Цей аспект при визначенні ролі Національного банку України та Національної комісії з цінних паперів та фондових ринків (далі – НКЦПФР) як регуляторів має бути визначено чіткіше.

Національний банк України відповідно до положень законопроекту має право на управління державними корпоративними правами в новому холдингу. Водночас НКЦПФР згідно зі статтею 2 чинного Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» є регулятором ринків капіталу. Проте, та сама стаття передбачає, що «державне регулювання та нагляд за діяльністю на ринках капіталу та організованих товарних ринках капіталу» здійснюють і «...інші державні органи у межах повноважень, визначених законом». Отже, згідно із законопроектом Національний банк України виступатиме як акціонер і ключовий управитель холдингу, а НКЦПФР має перевіряти цей холдинг. Тому можливе виникнення конфлікту інтересів і дублювання наглядових функцій.

Також у законопроекті вбачається ризик конфлікту повноважень між новою біржею та Розрахунковим центром, наприклад, щодо суб'єкта, який має право затверджувати правила функціонування нової біржі – сам холдинг чи НКЦПФР.

Серед іншого, згідно із законопроектом процедура міжнародного конкурсу фактично визначатиметься Кабінетом Міністрів України, однак потребують уточнення принаймні основні вимоги до учасників конкурсу, а також часові рамки.

У законопроекті не враховано останні законодавчі новації ЄС, зокрема MISP (положення згаданих у довідці регламентів (ЄС) 2026/1386 та 2019/452) і нових настанов Європейського управління з цінних паперів та ринків (ESMA) та Європейської бізнес асоціації (EBA).

Висновки

Проведений аналіз свідчить, що запропонована законопроектом модель реформування інфраструктури ринків капіталу України загалом відповідає сучасному підходу щодо інтеграції біржової, клірингової та депозитарної інфраструктури, який застосовується в окремих державах-членах Європейського Союзу, зокрема Німеччині та Польщі. Створення інтегрованої інфраструктурної холдингової компанії із залученням стратегічного іноземного інвестора потенційно може сприяти розвитку українського ринку капіталу, підвищенню довіри до його інфраструктури, матиме наслідком її подальшу інтеграцію до європейського фінансового ринку.

Водночас концентрація основних елементів інфраструктури ринку капіталу в межах однієї холдингової структури зумовлює необхідність додержання належного балансу між залученням міжнародного приватного капіталу та забезпеченням державних інтересів, конкуренції, фінансової стабільності й безперервності функціонування критично важливої інфраструктури. Досвід Німеччини та Польщі свідчить, що відповідні моделі можуть істотно різнитися рівнем державної участі, структурою власності та механізмами нагляду, однак у кожному випадку особливе значення мають чітке розмежування функцій учасників ринку, належне корпоративне управління та ефективний регуляторний контроль.

З огляду на це окремі положення законопроекту потребують доопрацювання з урахуванням особливостей українського ринку капіталу, правового режиму воєнного стану та завдань повоєнного відновлення. Насамперед ідеться про визначеність і прозорість механізмів залучення й діяльності стратегічного іноземного інвестора, належний захист державних інтересів, запобігання надмірній концентрації та монополізації, чітке розмежування регуляторних і корпоративних повноважень, а також прозорість конкурсних процедур.

Важливим є також забезпечення відповідності запропонованої моделі актуальним підходам Європейського Союзу у сфері регулювання та нагляду за ринками капіталу, включаючи врахування нових регуляторних змін і рекомендацій європейських наглядових органів. Це має значення не лише для формального наближення українського законодавства до права ЄС, а й для забезпечення сумісності майбутньої інфраструктури ринків капіталу України з європейською фінансовою інфраструктурою.

Отже, залучення стратегічного іноземного інвестора до інфраструктури ринків капіталу України може стати одним з інструментів її модернізації та розвитку в контексті європейської інтеграції і повоєнного відновлення. Водночас реалізація запропонованої моделі потребує такого нормативного та інституційного забезпечення, яке гарантуватиме поєднання інвестиційної

привабливості й міжнародної інтеграції з належним захистом державних інтересів, конкурентним середовищем, ефективним регуляторним наглядом і стійкістю інфраструктури ринку капіталу.

*Дослідницька служба
Верховної Ради України*

** Цей документ підготовлений Дослідницькою службою Верховної Ради України як довідковий інформаційно-аналітичний матеріал. Інформація та позиції, викладені в документі, не є офіційною позицією Верховної Ради України, її органів або посадових осіб. Цей документ може бути цитований, відтворений та перекладений для некомерційних цілей за умови відповідного посилання на джерело.*