Інформаційна довідка
щодо окремих аспектів впровадження моделі вертикально інтегрованої інфраструктури ринків капіталу в Україні*

Анотація. *В інформаційній довідці проаналізовано окремі аспекти законодавчого регулювання впровадження моделі вертикально інтегрованої інфраструктури ринків капіталу в Україні у контексті проєкту Закону України «Про внесення змін до деяких законів України щодо залучення стратегічного іноземного інвестора в інфраструктуру ринків капіталу України» (реєстр. № 16038-1 від 21.09.2026), зокрема на прикладі Польщі та Німеччини.*

Ключові слова: *ринки капіталу, цінні папери, холдингова інфраструктурна компанія, вертикально інтегрована інфраструктура, фондова біржа, депозитарій, кліринг, розрахунки.*

Вступ

Реформа українських ринків капіталу має бути проведена відповідно до міжнародних зобов'язань України[1]. Модель вертикально інтегрованої інфраструктури ринків капіталу ґрунтується на домовленостях, досягнутих у 2025 році, та відповідному меморандумі Національного банку України, Міністерства фінансів України, Міністерства економіки України, Європейського банку реконструкції та розвитку та Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР)[2].

Для впровадження такої моделі Кабінетом Міністрів України було внесено на розгляд Верховної Ради України законопроєкт «Про внесення змін до деяких законів України щодо залучення стратегічного іноземного інвестора в інфраструктуру ринків капіталу України» реєстр. № 16038 від 04.09.2026, а згодом – альтернативний до нього реєстр. № 16038-1 від 21.09.2026 (далі – законопроєкт № 16038-1). Обома законопроєктами пропонується створення холдингової інфраструктурної компанії, яка об'єднає ключові елементи ринку капіталу – торгівлю, кліринг, розрахунки та депозитарний облік. Таким чином має бути створена цілісна інфраструктура, яка може бути привабливою для стратегічного інвестора. Залучення стратегічного партнера має забезпечити не тільки приплив капіталу, а й технології, професійний досвід та можливість інтеграції українського ринку капіталу в міжнародну фінансову систему.

Хоч загальна мета обох законопроєктів є однаковою, альтернативний проєкт містить низку принципово відмінних від основного проєкту положень (табл. 1).

---

[1] Додаток 1. Лист про наміри : МВФ оприлюднив тексти Листа про наміри та Меморандуму в рамках нової Моніторингової програми для України (PMB). *Вебсайт Кабінету Міністрів України*. URL: https://www.kmu.gov.ua/news/mvf-opryliudnyv-teksty-lystapro-namiry-ta-memorandumu-v-ramkakh-novoi-monitorynhovoi-prohramy-dlia-ukrainy-pmb

[2] Стратегічний інвестор для ринків капіталу: Комісія підтримала законопроєкт за умови доопрацювання. *Вебсайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.* URL: https://www.nssmc.gov.ua/ua-stratehichnyi-investor-dlia-rynkiv-kapitalu-komisiia-pidtrymala-zakonoproiekt-za-umovy-doopratsiuvannia/

Табл. 1

Предмет регулювання	Законопроєкт № 16038 від 04.09.2026	Законопроєкт № 16038-1 від 21.09.2026
Холдингові інфраструктурні компанії на ринку	Одна компанія за участю держави та стратегічного партнера	Може бути необмежена кількість компаній на ринку; держава та стратегічний партнер керують однією з них
Структура власності холдингової інфраструктурної компанії	Визначає частку іноземного інвестора (більше 50 %) і частку держави (25 %)	Іноземному стратегічному інвестору разом з міжнародною фінансовою організацією належить 60 % акцій, державі – 25 % + одна акція, а 15 % – одна акція – професійним учасникам ринків капіталу і банкам України
Доступ до інфраструктури після переходу холдингової інфраструктурної компанії під контроль приватного інвестора	Умови не встановлено	Обов'язок учасників інфраструктурної групи надавати послуги всім емітентам і учасникам ринку на прозорих, об'єктивних і недискримінаційних умовах

Низку пропозицій законопроєкту № 16038-1 підтримує й НКЦПФР[3]. Проте, запропоновані в альтернативних проєктах підходи суттєво відрізняються, що зумовлює, зокрема, й необхідність пошуку оптимального рішення для України.

Основна частина

Найперше слід зазначити, що у світі існують різні моделі побудови ринку капіталу. Наприклад, кардинально протилежним є досвід Німеччини та Польщі. Запропонована у законопроєктах «Про внесення змін до деяких законів України щодо залучення стратегічного іноземного інвестора в інфраструктуру ринків капіталу України», у тому числі в законопроєкті № 16038-1, модель є ближчою до тої, що існує у Польщі (табл. 2).

Табл. 2

Порівняльна таблиця інфраструктурних моделей ринків капіталу *

Критерій порівняння	Німеччина (Deutsche Börse)	Польща (GPW / KDPW)	Україна (законопроєкт № 16038-1)
Пряма частка держави	**0%** (повністю приватна корпорація)	**35.0% акцій (але 51.7% голосів)** у Варшавській біржі (GPW) через Міністерство держмайна	**Пропонується 25% + 1 акція** (блокувальний пакет)

[3] Стратегічний інвестор для ринків капіталу: Комісія підтримала законопроєкт за умови доопрацювання. *Вебсайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.* URL: https://www.nssmc.gov.ua/ua-stratehichnyi-investor-dlia-rynkiv-kapitalu-komisiia-pidtrymala-zakonoproiekt-za-umovy-doopratsiuvannia/

* Складено авторами на підставі аналізу змісту низки законодавчих актів відповідних держав

Структура власності	**Вертикально інтегрований приватний холдинг;** біржа володіє клірингом та депозитарієм (Clearstream)	**Державно-корпоративна;** біржа GPW (під контролем держави) володіє клірингом та частиною депозитарію KDPW	Холдингова інфраструктурна компанія у власності іноземного стратегічного інвестора (60 %), держави (25 % + одна акція), професійних учасників ринків (15 % – одна акція); володіє клірингом та частиною депозитарію
Механізм захисту ринку	Федеральний нагляд **BaFin**; держава має право блокувати купівлю пакетів акції 10 % і більше	**Право вето держави, передбачене у статуті** GPW; нагляд регулятора KNF	Корпоративний договір та закріплення прав держави законом; нагляд НКЦПФР
Стратегічні інвестори	**Єдиний інвестор відсутній** Інституційні інвестори, фонди та публічні акціонери	**Польська держава**	**Іноземна юридична особа**, визначена на міжнародному конкурсі

Очевидно, що застосовані моделі пов’язані зі ступенем розвитку ринку капіталу, а також можуть залежати від тих видів цінних паперів, які розміщені на ринку (наприклад, в Україні наразі значна частка ринку – це облігації внутрішньої державної позики).

Також звертаємо увагу, що залучення стратегічного іноземного інвестора у вертикально інтегровану фінансову інфраструктуру застосовувалася у міжнародній практиці для країн, що розвиваються або проходять етап глибокої модернізації фінансових ринків. Так, Греція застосувала модель Hellenic Exchanges (HELEX) для перебудови інфраструктури під час виходу з глибокої фінансової кризи. Холдинг HELEX об'єднав Афінську фондову біржу, кліринг та депозитарій. Грецька держава утримувала блокуючий пакет холдингу, тоді як міжнародні інституційні та стратегічні іноземні інвестори володіли мажоритарною часткою акцій, що забезпечувало і захист національних інтересів, і західні стандарти корпоративного управління. Однак Європейська комісія оскаржила ці блокуючі обмеження через порушення принципу вільного руху капіталу, і у межах подальших реформ і меморандумів з кредиторами положення щодо державного пакету було змінено. Однак модель HELEX дозволила Греції залучити інвестиції та структурувати ринок, і наразі вона повністю передала управління капітальною інфраструктурою міжнародному консорціуму, що є поширеною практикою для невеликих ринків (наприклад Ірландія, Бельгія, Португалія, Італія)[5].

[5] EC Statement: Free movement of capital - Commission contests Greek law on investment in strategic companies. *Website of the Mlex.* URL: https://www.mlex.com/mlex/articles/1963564/ec-statement-free-movement-of-capital-commission-contests-greek-law-on-investment-in-strategic-companies

Отже, створення моделі вертикально інтегрованої інфраструктури ринку капіталу в Україні за участю держави та іноземного стратегічного партнера виглядає доцільним. Слід також зазначити, що Європейський Союз (далі – ЄС) наразі працює над створенням Союзу ринків капіталу та удосконалює правила діяльності на цих ринках (рис. 1)[6]. У цьому контексті позитивним моментом має стати наявність стратегічного інвестора у складі холдингової інфраструктурної компанії для успішного та скорішого входження ринку капіталу України до європейського ринку.



Рис. 1.

Таким чином, прийняття одного із законопроєктів «Про внесення змін до деяких законів України щодо залучення стратегічного іноземного інвестора в інфраструктуру ринків капіталу України» (реєстр. № 16038 від 04.09.2026 та реєстр. № 16038-1 від 21.09.2026) може дати поштовх для подальшого розвитку ринків капіталу в Україні. Позитивним аспектом законопроєкту № 16038-1 є також більш деталізовані умови та порядок проведення конкурсу із вибору іноземного стратегічного інвестора порівняно з основним проєктом Закону України, запобіжні механізми з метою захисту ринку від «монопольного» впливу майбутньої холдингової інфраструктурної компанії за участю такого інвестора, розширені критерії відбору переможця конкурсу тощо.

Однак слід зазначити, що викликає сумнів можливість існування на ринку низки холдингових інфраструктурних компаній, як це пропонується законопроєктом № 16038-1. Уявляється, що інфраструктурна компанія має поєднувати біржові та позабіржові послуги. Водночас законопроєкт встановлює, що холдингова інфраструктурна компанія за участю іноземного стратегічного інвестора та держави володіє холдинговими корпоративними пакетами акцій оператора організованого ринку капіталу, Публічного акціонерного товариства «Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках» як

[6] Capital markets. *Website of the European Council, the Council of the EU.* URL: https://www.consilium.europa.eu/en/topics/capital-markets/

центрального контрагента, 100 % акцій технологічної компанії та часткою у статутному капіталі Центрального депозитарію цінних паперів 25 % і більше. У тому ж Центральному депозитарії цінних паперів відповідно до статті 9 Закону України «Про депозитарну систему України» частка в статутному капіталі одного акціонера разом з пов'язаними особами повинна становити не більш як 5 %, і зміни до цієї частки законопроєктом № 16038-1 не передбачені. Можливо, з розвитком ринків капіталу в Україні пропоновані проєктом Закону України новації стануть більш актуальними, але наразі вони лише потребуватимуть додаткових і навряд чи обґрунтованих витрат на створення реєстру холдингових інфраструктурних компаній.

Додаткових фінансових та часових витрат може потребувати й запропонований у законопроєкті № 16038-1 порядок проведення конкурсу із вибору іноземного стратегічного інвестора. На відміну від законопроєкту «Про внесення змін до деяких законів України щодо залучення стратегічного іноземного інвестора в інфраструктуру ринків капіталу України» (реєстр. № 16038 від 04.09.2026), який пропонує визнавати конкурс таким, що відбувся, навіть за участі одного учасника, в альтернативному проєкті пропонується за відсутності хоча б двох учасників проводити конкурс повторно. З одного боку, більша конкуренція може дати більше переваг ринку капіталу України в майбутньому, з іншого – в умовах збройної агресії та постійного дефіциту коштів Державного бюджету України створює додаткове навантаження на фінанси держави та її адміністративний ресурс.

Висновки

Залучення іноземного стратегічного інвестора до інфраструктури ринків капіталу є поширеною світовою практикою. Отже, прийняття будь-якого із законопроєктів «Про внесення змін до деяких законів України щодо залучення стратегічного іноземного інвестора в інфраструктуру ринків капіталу України» (реєстр. № 16038 від 04.09.2026 або реєстр. № 16038-1 від 21.09.2026) може позитивно вплинути на розвиток ринку капіталу в Україні. Законопроєкт № 16038-1 містить низку важливих доповнень щодо:

- ✓ уточненого порядку проведення конкурсу із вибору іноземного стратегічного інвестора;
- ✓ розширених критеріїв відбору переможця конкурсу;
- ✓ укладення корпоративного договору між державою та іноземним стратегічним інвестором;
- ✓ гарантій доступу учасників до інфраструктури ринку капіталу тощо.

Водночас окремі положення законопроєкту № 16038-1 щодо загальних правил регулювання діяльності холдингових інфраструктурних компаній та створення їх реєстру, а також щодо визнання результатів конкурсу із вибору іноземного стратегічного інвестора закладають додаткові витрати із Державного бюджету України. До того ж варто врахувати, що під час інтеграції України до ЄС або інтеграції національного ринку до Союзу ринків капіталу залучення держави до участі у холдинговій інфраструктурній компанії може бути визнано неприйнятним.

Принагідно варто звернути увагу на потребу уніфікації термінології законопроєкту № 16038-1 (наприклад, у тексті вживається термін «іноземний стратегічний інвестор» і одночасно «стратегічний іноземний інвестор»).

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.*