



DOI: 10.58423/2786-6742/2025-10-545-559

УДК 336.761

Станіслав ШИШКОВ

кандидат економічних наук, докторант,
Національний технічний університет «Дніпровська політехніка»,
м. Дніпро, Україна

ORCID ID: [0000-0003-4440-9572](https://orcid.org/0000-0003-4440-9572)

e-mail: Shishkov.S.Y@nmu.one

(Corresponding author)

Діана ШИШКОВА

здобувачка вищої освіти,
Національний технічний університет «Дніпровська політехніка»,
м. Дніпро, Україна

ORCID ID: [0000-0001-6673-8196](https://orcid.org/0000-0001-6673-8196)

ЕВОЛЮЦІЯ ФОНДОВИХ БІРЖ УКРАЇНИ: ГЕОГРАФІЧНІ ТА ІНСТИТУЦІЙНІ ЧИННИКИ

Анотація. Встановлено відсутність прямої залежності ступеню розвитку фондових ринків постсоціалістичних держав від факту залучення біржового оператора з більш розвинутих ринків до локальної ринкової інфраструктури. Проаналізовано конкурентне середовище та структуру власності провідних українських фондових бірж. Визначено передумови та наслідки корпоративного та технологічного впливу російських бірж на організований фондовий ринок України. Констатовано складнощі обрання стратегічного інвестора для забезпечення розвитку локальної біржової інфраструктури на незрілому ринку капіталу в умовах зростання геополітичного напруження та поширення санкційних обмежень. Обґрунтовано, що відмова фондових бірж України від статусу публічних компаній та обігу власних цінних паперів на регульованому ринку, а також недотримання біржами низки правил та вимог, які біржі вимагають виконувати від емітентів та інвестиційних фірм, зокрема щодо захисту прав міноритаріїв та фінансової спроможності, має наслідком низьку довіру до бірж як ключової складової інституційного середовища ринків капіталу. Виявлено принципово різні регуляторні підходи до порушень біржами ліцензійних вимог в залежності від ринкової частки, інструментарію та ролі основних учасників біржових торгів у фінансовій системі. Визначено причини попередньої слабкої зацікавленості провідних бірж світу у поширенні діяльності на фондовий ринок України та виявлено поточне збереження чинності більшості цих чинників. Виявлено нещодавнє відновлення процесів злиття та поглинань на європейському біржовому ринку, що вкрай важливо для України в контексті державної політики інтеграції до економіки та ринків капіталу ЄС шляхом залучення стратегічного інвестора для побудови вертикально інтегрованого холдингу у складі біржі та суб'єктів пост-трейдингової інфраструктури. Підсумовано складнощі для учасників ринків капіталу від попередніх випадків скорочення кількості фондових бірж. Узагальнено наслідки очікуваної монополізації локального ринку біржових послуг України в умовах євроінтеграції.

Ключові слова: фондовий ринок, фондова біржа, цінні папери, санкції, воєнний стан, інфраструктура ринків капіталу



This is an Open Access article distributed under the terms of the [Creative Commons CC BY-NC 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

JEL Classification: F51, G28, G32, K22

Absztrakt. A cikkben megállapítást nyert, hogy a posztszocialista államok tőkepiacainak fejlettségi szintje nem mutat közvetlen összefüggést azzal a ténnyel, hogy a helyi piaci infrastruktúrába bevonásra került-e egy fejlettebb piacról származó tőzsdeüzemeltető. Elemzésre került az ukrán vezető értéktőzsdék versenykörnyezete és tulajdonosi szerkezete. Meghatározásra kerültek az orosz tőzsdéknek az ukrán szervezett tőkepiacra gyakorolt vállalatirányítási és technológiai hatásának előfeltételei és következményei. Rögzítésre kerültek a stratégiai befektető kiválasztásának nehézségei a helyi tőzsdei infrastruktúra fejlesztése érdekében egy éretlen tőkepiacon a fokozódó geopolitikai feszültségek és a szankciós korlátozások terjedése közepette. Bizonyításra került, hogy az ukrán tőzsdéknek a nyilvános társasági státuszról és a saját értékpapírok szabályozott piacon való forgalmazásáról való lemondása, valamint számos olyan szabály és követelmény be nem tartása, amelyeket a tőzsdék az emitensektől és befektetési vállalkozásoktól megkövetelnek – különösen a kisebbségi részvényesek jogainak védelme és a pénzügyi megbízhatóság terén – bizalomvesztéshez vezetett a tőzsdék iránt, valamint a tőkepiacok intézményi környezetének kulcsszereplői iránt is. Feltárásra kerültek az alapvetően eltérő szabályozói megközelítések a tőzsdék engedélyezési követelmények megsértése kapcsán a piaci részesedés, az eszköztár és a fő kereskedési szereplők pénzügyi rendszerben betöltött szerepének függvényében. Azonosításra kerültek a világ vezető tőzsdéinek korábbi csekély érdeklődésének okai az ukrán tőkepiacra történő belépés iránt, valamint megállapítást nyert, hogy e tényezők többsége jelenleg is fennáll. Feltárásra került a közelmúltban újraindult fúziós és felvásárlási folyamat az európai tőzsdei piacon, amely kiemelt jelentőségű Ukrajna számára az állami politika azon célkitűzése szempontjából, hogy a gazdaság és a tőkepiacok EU-hoz való integrációja érdekében stratégiai befektetőt vonjon be egy vertikálisan integrált holding felépítéséhez, amely magában foglalja a tőzsdét és az utókereskedési infrastruktúra szereplőit. Összegzésre kerültek a tőkepiaci szereplők számára jelentkező nehézségek a korábbi tőzsdei létszámcsökkenések következtében. Általánosításra kerültek az ukrán tőzsdei szolgáltatási piac várható monopolizációjának következményei az európai integráció körülményei között.

Kulcsszavak: tőkepiac, értéktőzsde, értékpapírok, szankciók, hadiállapot, tőkepiaci infrastruktúra.

Abstract. This study finds no direct correlation between the development level of stock markets in post-socialist countries and the involvement of stock exchange operators from more developed markets in local market infrastructure. It analyzes the competitive landscape and ownership structure of Ukraine's leading stock exchanges. The article identifies the prerequisites and consequences of Russian exchanges' corporate and technological influence on Ukraine's organized stock market. It highlights the challenges of selecting a strategic investor to support the development of local stock exchange's infrastructure within an immature capital market, especially amid rising geopolitical tensions and expanding sanctions. The research argues that Ukrainian stock exchanges' refusal to operate as public companies or list their own securities on the regulated market, as well as their failure to comply with certain rules and requirements that they impose on issuers and investment firms (including those concerning minority shareholder rights and financial capacity), has undermined trust in exchanges as key component of the capital markets' institutional environment. The study reveals fundamentally different regulatory responses to licensing violations by stock exchanges, depending on their market share, financial instruments and the role of key trading participants in the financial system. It also examines the historically limited interest of leading global stock exchanges in entering the Ukrainian stock market and finds that most of the underlying factors remain relevant today. The paper notes a recent resurgence in mergers and acquisitions within the European stock exchange's landscape, which is an important trend for Ukraine, given its national policy of integration with the EU economy and capital markets. This integration could be pursued by attracting a strategic investor to create a vertically integrated holding company comprising a stock exchange and post-trade infrastructure entities. Finally, the study summarizes the challenges faced by capital market



participants due to past reductions in the number of stock exchanges and outlines the implications of the anticipated monopolization of Ukraine's local stock exchange services market in the context of European integration.

Keywords: stock market, stock exchange, securities, issuer, sanctions, Wartime, capital market infrastructure

Постановка проблеми. Фондові біржі як оператори організованих ринків капіталу є ключовою складовою їхнього інституційного середовища, адже формують та контролюють дотримання широкого кола правил та вимог, зокрема у сфері ціноутворення, розкриття інформації, допуску активів до торгів, забезпечення ліквідності, протидії ринковим зловживанням. Отже дослідження діяльності бірж зазвичай фокусується саме на умовах та наслідках їх функціонування: кількісних та якісних параметрах організованих ринків, бенчмарках, фінансовому інструментарії, пов'язаній інфраструктурі клірингу та розрахунків. Значно менше уваги приділяється самим біржам, їхньому фінансовому стану, структурі власності та процесам біржової конкуренції, особливо якщо не йдеться про відомі та розвинуті ринки.

При цьому ефективність управління локальними біржами має критичне значення для надійного функціонування саме незрілих ринків, які традиційно недостатньо інтегровані до міжнародної фінансової інфраструктури. Розвинуті ринки капіталу істотно глобалізовані через державне стимулювання конкуренції між біржами, тобто в інвестиційних фірм є достатньо альтернатив щодо місця укладення правочинів з фінансовими інструментами. Натомість на незрілих локальних ринках, подібних до українського, таких альтернатив значно менше, отже будь-які ситуації невизначеності у діяльності біржі, де інвестиційні фірми звикли проводити операції та налагодили технології та бізнес-процеси, можуть негативно позначитися на ринковій ліквідності, інвестиційній діяльності та якості ринкових інститутів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Умови функціонування біржової інфраструктури є предметом широкого кола досліджень, зважаючи на інтенсивну глобалізацію, інтеграцію та відповідний істотний вплив провідних ринків капіталу на світову економіку, необхідність ретельного регулювання у цій сфері.

Після формування низки міжнародних біржових холдингів, (Euronext, ICE, NASDAQ) які забезпечують допуск інвесторів до торгівлі на десятках до цього локальних торговельних майданчиків та максимально географічно розгалуженого фінансового інструментарію, а також за наслідком євроінтеграційних процесів щодо побудови єдиного фінансового ринку ЄС, останнім часом такі дослідження (зокрема, А. Бхаті, Н. Верон, Ч. Виплощ [1-3]), акцентують увагу переважно на процесах забезпечення конкуренції та нагляду на глобалізованих ринках, уніфікації правил торгів торгівлі на основі директив MiFID I та II. Значна увага міжнародними дослідниками приділяється наслідкам Brexit, взаємодії провідних бірж з пост-трейдинговою інфраструктурою, різниці у підходах до розвитку та регулювання ринків ЄС та США (П. Сагуато, Г. Фераріні [4]), а також інституційному середовищу ринків капіталу (зокрема,

порівняння ринків Польщі та Австрії у роботі Р. Ліндорфера [5] та дослідження А. Хана [6] щодо 21 ринку, що розвиваються).

З огляду на істотний вплив на світову економіку повномасштабної збройної агресії проти України, науковці досліджують питання впливу міжнародних санкцій проти держави-агресора, заморожування російських активів міжнародними депозитаріями цінних паперів, складнощі воєнного стану для ринків капіталу в Україні та світі (С. Роузфілд, З.Лапішко, П. Віблій [7-9]).

Українські дослідники (А. Водолазська, Ю. Шулик [10-11]), відповідно до державної стратегії та зобов'язань України як кандидата у члени ЄС, визначають очевидні ознаки незрілості національних ринків капіталу та розглядають питання реформування ринку та біржової інфраструктури переважно у контексті якнайшвидшої імплементації *acquis* ЄС та подальшого підвищення вимог до учасників ринків капіталу, а також підтримують скорочення кількості фондових бірж.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. На відміну від узагальнюючих доповідей регуляторів фінансових ринків ЄС та профільних матеріалах [12-13] у сучасних наукових дослідженнях недостатньо враховано, що процеси злиття та поглинання на європейському біржовому ринку не припинилися після побудови та першого етапу експансії Euronext у 2000-2007 рр., а знову активізувалися (придбання бірж у Осло, Мілані та Афінах у 2019-2025 рр.). Це вкрай важливо для України в контексті державної політики інтеграції до економіки та ринків капіталу ЄС, адже державні програмні документи щодо розвитку фінансового сектору України та інфраструктури ринків капіталу щонайменше з 2017 р. [14] передбачають залучення зовнішнього стратегічного інвестора для побудови вертикально інтегрованого біржового холдингу, який має фактично монополізувати послуги організації торгівлі, клірингу та розрахунків за цінним паперами.

Дослідження санкцій та інших обмежень щодо діяльності резидентів держави-агресора в Україні та розвинутих державах в контексті фондового ринку обмежуються питаннями замороження активів та напрямів їхнього використання для відновлення України, проте вкрай епізодично стосуються еволюції ролі резидентів рф в корпоративному управлінні та технологіях провідних українських фондових бірж. Крім того, досить обмежено розглядається роль Китаю у національному фінансовому секторі, попри посилення геополітичного протистояння між євроатлантичною спільнотою, що підтримує Україну для протидії збройній агресії, та КНР як найважливішим союзником держави-агресора.

Також потребують більшої деталізації перспективи ймовірної ліквідації в Україні фондових бірж з приватним капіталом, тобто необхідність співставлення переваг від концентрації торгів та ціноутворення на єдиній фондовій біржі з істотною державною участю, з одного боку, та неочевидних наслідків від обмеження конкуренції та зростання вартості біржових послуг, з іншого боку.



Досвід реформування інших ринків в Україні, на жаль, не свідчить про те, що корпоративний контроль держави є запорукою ефективного бізнесу.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Метою дослідження є визначення причин слабкої зацікавленості провідних бірж світу у поширенні діяльності на фондовий ринок України, аналіз конкурентного середовища та структури власності українських фондових бірж, узагальнення наслідків монополізації локального ринку біржових послуг в умовах євроінтеграції.

Виклад основного матеріалу дослідження. Протягом останніх десятиріч відбулася масштабна глобалізація біржових ринків: утворилися оператори, що володіють біржами та їхньою інфраструктурою у багатьох державах одночасно та обслуговують максимальний географічний охопит емітентів та інвесторів. [4] В Європі процеси злиття та поглинання відбувалися найбільш активно через поставлену мету усунення транскордонних бар'єрів та сприяння конкуренції на фінансових ринках ЄС. Окремі біржі постсоціалістичних держав були включені до складу міжнародних біржових груп (наприклад, біржі Балтії та Вірменії – до групи Nasdaq), хоча самі їх ринки і не стали від цього розвинутими, інші (Польща) – спромоглись самостійно збудувати розвинутий ринок, а деякі (зокрема, Україна) поки що залишилися на узбіччі інтересу міжнародних інвесторів.

Єдиним прикладом інвестицій в Україну представників європейської біржової індустрії є придбання у 2008 р. Варшавською біржою (WSE) 24,98% акцій донецької біржі INNEX за 1,8 млн USD (у 6 разів вище за номінальну вартість). Згідно звіту WSE за 2011 р., планувалося перетворити INNEX на сучасний майданчик для торгівлі українськими цінними паперами та розпочати торгівлю деривативами. Проте ці плани не виправдалися, і вартість інвестиції регулярно переоцінювалася у бік зменшення. У 2012 р. WSE не брала участі у збільшенні статутного капіталу INNEX, а у 2020 р. INNEX втратила ліцензію.

Значно більш активними інвесторами в український біржовий бізнес виявилися російські та китайські установи.

Спочатку за місце на українському ринку конкурували російські біржі – АТ «Фондова біржа РТС» (РТС) та АТ «Московська міжбанківська валютна біржа» (ММББ, МІСЕХ). Вони бажали здійснити масштабну експансію на пострадянському просторі, зокрема, в Україні планувалося придбати провідний торговельний майданчик ПФТС, який був створений у 1996 р. за підтримки USAID та виглядав найбільш ліквідним й технологічним (принаймні порівняно з іншими українськими біржами, що обслуговували насамперед приватизаційні торги).

Перемовини РТС з ПФТС тривали протягом 2005-2008 рр., але сторони не дійшли згоди. Як наслідок, РТС разом з українськими брокерами (значною мірою, також з російським капіталом) створила принципово новий майданчик – АТ «Українська біржа» (УБ), яка стартувала у 2009 р. та запропонувала привабливі технології (Order-Driven Market, гарантії розрахунків, централізований кліринг, розрахунок індексу акцій у режимі реального часу,

щедрі програми для маркет-мейкерів, брокерське ПЗ російських розробників для обслуговування масового інвестора).

Також біржа ПФТС почала втрачати ринкову частку через активність створеної у 2006 р. АТ «Фондова біржа «Перспектива» (ФБП), яка запропонувала торги у режимі Order-Driven Market та численні сценарії аукціонів з первинного розміщення облігацій, реалізувала моделі розрахунків, орієнтовані саме на обслуговування біржових торгів, а також поширювала ІТ для автоматизації внутрішнього обліку та звітності брокерів через створену на базі членів біржі саморегулювну організацію.

В результаті наприкінці 2009 р. ПФТС вже не виглядала настільки однозначним лідером ринку за обсягами торгів (за рік ринкова частка зменшилася з 90,0% до 39,6%) і вже точно не була лідером за технологічністю, кількістю трансакцій та ліквідністю обігу акцій (основного на той час ринкового інструменту). За таких умов власники ПФТС (асоціація брокерів, яка у 2007 р. втратила статус саморегулювної організації) погодилися на продаж 50%+1 акція російській біржі ММВБ за 10 млн USD та право використовувати значно більш прогресивну ІТ платформу.

Загалом на біржовому ринку України, попри його обмежений розмір, у 2009 р. функціонувало 10 фондових бірж. 7 з них поступово пішли з ринку, отже конкуренція відбувалася насамперед між ПФТС, УБ та ФБП. З них 2 біржі протягом 2009-2015 рр. не менш ніж на 50% контролювалися російськими власниками, а ФБП – практично винятково локальними (українськими) інвесторами (табл. 1).

Фінансова та ІТ підтримка російських власників не надто допомогли ПФТС та УБ у внутрішньодержавній конкуренції. У 2010-2015 рр. їхня сукупна частка у загальному обсязі торгів на фондових біржах скоротилася з 67,5% до 20,8%. Це було пов'язано з конкуренцією мажоритаріїв (РТС та ММВБ), згодом із їхньою зайнятістю важливішими завданнями (об'єднання у Московську біржу, проведення IPO), втратою попиту на основний інструментарій УБ (акції), складнощами оновлення російського ІТ в умовах частих регуляторних змін – на відміну від ФБП, яка використовувала власне ІТ та була менш обмежена у технологічних новаціях.

А у 2014-2015 рр., з початку зовнішньої агресії, наявність російських власників взагалі стала токсичним питанням. Проте позбавлення корпоративного впливу резидента держави-агресора було складним, тривалим і не самостійним рішенням українських бірж. У червні 2015 р. набули чинності зміни до законодавства України, згідно з якими встановлення органом ліцензування факту контролю (вирішального впливу) за діяльністю ліцензіата осіб держав, що здійснюють збройну агресію проти України, є підставою для анулювання ліцензії. Знадобилось надання НКЦПФР кількох місяців на вирішення біржами проблем структури власності та навіть тимчасове позбавлення ліцензій, аби стимулювати біржі до виконання вимог законодавства, отже лише у 2016 р. Московська біржа вийшла з капіталу ПФТС та УБ, припинення використання



російського ІТ відбулося лише на УБ та лише після прийняття рішення РНБО від 02.05.2018 р. про персональні санкції до Московської біржі.

Таблиця 1

**Основні власники провідних українських фондових бірж
у 2008-2024 рр.***

Рік	Статутний капітал, млн грн	Основні власники (із зазначенням резидентності бенефіціарів)
АТ «Українська біржа» (УБ)		
2008	12	PTC (рф) – 49%, брокери, пов'язані з рф (Troika Dialog, Alpha Capital, Veles Capital, Renaissance Capital, Prospect Investments) – 15%, інші брокери – 36%
2011	25	Московська біржа (ММВБ-PTC),(рф) – 43%
2016	25	Dragon Capital (Чехія) – 24%, Univer Capital (Україна) – 23%, SIB (Cyprus) LTD (рф) – 5%
2020	41,006	Freedom Holding Corp. (США, рф, Казахстан) – 24,3%, Dragon Capital (Чехія) – 22,6%, менеджмент – 12,4%
2024	50,006	Freedom Holding Corp. (США, рф, Казахстан) – 24,3%, менеджмент – 13,9%, экс-міністр фінансів України – 9%, SIB (Cyprus) LTD (рф) – 2,5%, брокери (Україна): Univer Capital – 9,9%, KINTO – 2,4%, Eavex Capital – 2,1%, Concord Capital – 2%
АТ «Фондова біржа «Перспектива» (ФБП)		
2008	6,5	АТ "Дом-Інвест" (Україна) – 33,4%, АТ "Тера-Інвест" (Україна) – 49,0%, фізичні особи (Україна) – 15,5%, брокери (Україна) – 1,1%
2009	41	АТ "Дом-Інвест" (Україна) – 41,4%, АТ "Тера-Інвест" (Україна) – 55,9%, брокери (Україна) – 2,7%
2010	50	АТ "Дом-Інвест" (Україна) – 87,1%, брокери, фізичні особи (Україна) – 12,9%
2015	50	АТ "Біржова група Перспектива" (зміна назви, Україна) – 94,2%, КНПФ НБУ – 3,8%, брокери, фізичні особи (Україна) – 2,0%
2024	50	ТОВ "Біржова група Перспектива" (Україна) – 94,2%, брокери, юридичні та фізичні особи (Україна) – 5,8%
АТ «Фондова біржа ПФТС» (ПФТС)		
2008	16,00	Асоціація ПФТС (Україна) – 100%
2010	32,01	Московська біржа (ММВБ) (рф) – 50%, Асоціація ПФТС (Україна) – 18,3%
2017	32,01	Dakal LTD, Crookston LTD та Primeview LTD (Беліз) – 9,4%+9,1%+8,5%, Parvana LTD та Boline LTD (Маршалові острови) – 8,9%+9,2%
2019	32,01	BOCE (Hong Kong) Co., Limited (Китай) – 49,9%, ТОВ "Альтана Інвестмент Менеджмент" (Україна) – 5,1%
2024	32,01	BOCE (Hong Kong) Co., Limited (Китай) – 49,9%, ТОВ "Альтана Інвестмент Менеджмент" (Україна) – 8,1%, ТОВ "Емпоріум" (Україна) – 8,9%, ТОВ «ТАСК-ІНВЕСТ» (Україна) – 4,7%, ТОВ "Інвестиційний капітал Україна" (Україна) – 4,3%, фізична особа (Україна) – 2,8%

* Джерела: сформовано авторами на підставі даних НКЦПФР та звітності фондових бірж [15-19]

У структурі капіталу ПФТС росіян замінили бенефіціари компаній з Белізу та Маршалових островів (власники пакетів по 8,5-9,4%, сукупно 45,1%), що залишилися невідомими широкому загалу, а ключовими акціонерами УБ стали інвестиційні групи Dragon Capital та Univer Capital, які поступово консолідували 24% та 23% акцій біржі відповідно. Однак пошуки стратегічного інвестора для ПФТС та УБ тривали.

Зважаючи на попередні проблеми та враховуючи безумовно євроатлантичний вектор розвитку України, логічним географічним напрямом для вибору нових стратегічних інвесторів мали б біржові групи, насамперед, з ЄС або США. Однак акціонери ПФТС та УБ прийняли значно менш очевидні рішення та знайшли стратегічного інвестора в Китаї.

Китайська Bohai Commodity Exchange Co., Ltd (BOCE) влітку 2017 р. придбала в Україні невеликий банк (УБРР) та була націлена на інші придбання. Протягом травня-грудня 2018 р. Антимонопольний комітет України погоджував заявку BOCE на придбання понад 25% акцій ПФТС. Паралельно, у серпні 2018 р., акціонери УБ вирішили збільшити статутний капітал з 25 до 39,063 млн грн та запропонували BOCE додатково випущені акції. Боротьба за китайського інвестора завершилася придбанням BOCE 49,9% акцій ПФТС (насамперед, у офшорних компаній) у 2020 р.

Втім УБ також не залишилася без стратегічного іноземного інвестора. У 2017 р. одного з значущих членів біржі придбала міжнародна компанія Freedom Holding Corp., яка зареєстрована у США та надає інвестиційні послуги на численних ринках (США, Казахстан, рф, Узбекистан, Киргизія, Німеччина, Кіпр). Придбаний онлайн-брокер змінив назву на Freedom Finance Ukraine Ltd, став одним з лідерів торгів на УБ та був визнаний «проривом 2019 року» на фінансовому ринку України. А у травні 2020 р. НКЦПФР дозволила Freedom Holding Corp. придбати 24,3% акцій УБ.

Отже напередодні повномасштабної агресії ПФТС та УБ, начебто, остаточно позбулися проблемних акціонерів та відновили ринкову частку. Проте неочікувано для більшості акціонерів та учасників торгів на ПФТС та УБ виявилось, що чергові результати залучення іноземних інвесторів не настільки позитивні, як здається.

Провідний онлайн-брокер УБ (Freedom Finance Ukraine Ltd, що належав Freedom Holding Corp.), у жовтні 2022 р. попав під санкції РНБО, після чого НКЦПФР зупинила дію ліцензій брокера, а активи 12,7 тис клієнтів на загальну суму 3,5 млрд грн були заблоковані. Також під санкції попав засновник Freedom Holding Corp. – російсько-казахський мільярдер Тимур Турлов, попри його відмову від російського громадянства та продаж російського бізнесу місцевому менеджменту. Істотна частка Турлова у структурі власності УБ стала підставою суперечила законодавчим нормам щодо заборони особі, до якої застосовані санкції відповідно до законодавства України, бути власником істотної участі у професійному учаснику ринків капіталу. Також серед власників УБ є

міністерство фінансів рф (через "Сбербанк росії" та офшорну компанію SIB (Cyprus) LTD) – на 2,5% (табл. 1).

У ПФТС проблеми з китайським акціонером були іншого характеру. Попри зростання частки на ринку, біржа залишалася операційно збитковою. Це не влаштовувало акціонерів, які, на відміну від росіян, не бажали підтримувати додатковими коштами збиткову діяльність ПФТС. Негативні фінансові показники ускладнювали дотримання пруденційних нормативів. З початком повномасштабного вторгнення ситуація загострилася, адже НКЦПФР рішенням від 29.09.2022 р. № 1221 впровадила жорсткий норматив ліквідності: наявність високоліквідних активів (коштів, держоблігацій та іноземних цінних паперів), за вирахуванням зобов'язань, на рівні 50% початкового капіталу. Для бірж, які влітку 2021 р. після змін у законодавстві отримали замість однієї ліцензії одразу п'ять (4 – на організацію торгівлі фінансовими інструментами на різних організованих ринках, 1 – на клірингову діяльність), вимоги до мінімального розміру початкового капіталу сягнули 25 млн грн. Тобто, біржі мали забезпечити наявність щонайменше 12,5 млн грн високоліквідних активів (фактично більше, зважаючи на розмір зобов'язань).

Ані ПФТС, ані УБ нормативи не виконали. Вперше про це стало відомо з оприлюднених результатів засідань регулятора за 22.11.2023 р., де рішеннями НКЦПФР № 1311 та № 1316 було погоджено плани заходів щодо поліпшення фінансового стану для ПФТС та УБ внаслідок недотримання пруденційного нормативу ліквідності активів, тобто невиконання ліцензійних умов.

НКЦПФР, розуміючи, що від бірж залежить функціонування багатьох інших учасників ринку, попросила менеджмент розробити механізм усунення цього порушення. Час минав, НКЦПФР почала цікавитися позицією акціонерів бірж. З'ясувалося, що менеджмент бірж не доносив цієї інформації до власників, а на ПФТС, до того ж, присутні ознаки корпоративного конфлікту. До регулятора звернулася частина міноритаріїв ПФТС з листом про те, що мажоритарний акціонер (BOCE) не відповідає на їхні запити, збори акціонерів не проводяться, спроби міноритаріїв контактувати з китайським акціонером про стратегію подальшого розвитку ні до чого не призводять, і, як результат, міноритарії не бачать сенсу подальшого функціонування біржі.

За таких умов регулятор був змушений 18.03.2024 р. зібрати представників ринку, зокрема саморегулівні асоціації, менеджмент бірж та занепокоєних банків-торговців держоблігаціями. Через місяць було підписано акти про порушення ліцензійних умов, а 26.04.2024 р. ситуація вийшла у публічний простір, адже НКЦПФР оприлюднила звернення [19] до всіх учасників ринку, попередила про ризик втрати ліцензій двома біржами з трьох і запропонувала розглянути опцію створення нової біржі, якщо наявність однієї біржі не влаштовує інвестфірми та інвесторів.

Кількаразові збори акціонерів на ПФТС (у січні та квітні 2024 р.) не вирішили питання шляхів покращення фінансового стану. Планувалося провести додаткову емісію на 30 млн грн, але більшість акціонерів (зокрема, китайські

інвестори) вирішили, що не зможуть взяти участь у збільшенні статутного капіталу. Керівник ВОСЕ повідомив, що письмово звертався до української влади з проханням відтермінувати норми щодо дотримання пруденційних нормативів до кінця війни, а також підтвердив, що через введення воєнного стану в Україні, китайський інвестор обмежений внутрішніми вимогами у можливостях брати участь у додатковій емісії акцій. Вірогідно, позиція ВОСЕ може бути пов'язана з геополітичними чинниками.

Ліцензійні складнощі мали для українських бірж з іноземним капіталом різні наслідки. Щодо УБ 06.06.2024 р. прийнято рішення про анулювання ліцензій протягом місяця, отже 05.07.2024 р. на УБ відбувся останній торговельний день. ПФТС з 2021 р. відновила лідерство за обсягом торгів (зокрема, винятково на ПФТС здійснює операції Citibank Ukraine, який обслуговує іноземних інвесторів в українські держоблігації та є розрахунковою складовою лінку між Clearstream Banking S.A. та НБУ), отже регулятор прийняв менш жорстке рішення. НКЦПФР ухвалила постанову про затвердження угоди з ПФТС про врегулювання наслідків вчинення порушення законодавства. Регулятор припинив притягнення ПФТС до відповідальності, біржа визнала факт правопорушення та зобов'язалася протягом 7 місяців (до 28.02.2025 р.) виконати пруденційний норматив ліквідності, сплатити штраф, а у разі невиконання угоди – подати заяву про анулювання ліцензії. Наразі ПФТС функціонує та дещо покращила фінансовий стан (через підвищення у вересні 2024 р. тарифів у 1,8 разів).

Таким чином, з липня 2024 р. на ринку залишилося 2 біржі. ПФТС обслуговує переважно банки, які укладають невелику кількість угод на великі суми та готові сплачувати високу фіксовану абонентську плату, ФБП – переважно небанківські інвестиційні фірми, які надають доступ до торгів значному колу індивідуальних інвесторів та зацікавлені у мінімізації вартості трансакцій. Як наслідок, у першому півріччі 2025 р. ПФТС лідирувала за загальним обсягом торгів фінансовими інструментами (з часткою 82%), ФБП – за кількістю угод (з часткою 88%) та кількістю брокерів (64 проти 50), в окремих сегментах конкурентні позиції істотно коливаються.

Складна та неоднозначна історія українського фондового ринку (неефективна приватизація, скандали через недостатній захист прав акціонерів, вади ціноутворення) не додають довіри до існуючих бірж та інших складових пост-трейдингової інфраструктури. В світі біржі не тільки встановлюють численні норми та правила для інших учасників ринку, але й самі часто здійснюють публічні залучення капіталу та забезпечують обіг власних акцій, тобто виконують ті самі норми, що і інші емітенти. виступають емітентами акцій Натомість в Україні фондові біржі є приватними акціонерними товариствами, тобто свідомо відмовилися від статусу публічних компаній та не виглядають взірцем дотримання законодавчих норм та правил.

Напевне, саме тому ще у 2017 р. НБУ та НКЦПФР як регулятори ринків фінансових послуг України домовилися [14], що треба створювати нову фондову

біржу за участі зовнішнього інвестора та держави (як домінуючого власника інших суб'єктів інфраструктури – центрального контрагента та Центрального депозитарію). 11.05.2025 р. ця домовленість набула більш практичного вигляду – через підписання державними органами України меморандуму з ЄБРР [20] про побудову інтегрованої інфраструктури ринків капіталу в Україні. Меморандумом передбачено: створення єдиного холдингу, який об'єднає ключові інституції інфраструктури ринку; участь держави у новій структурі на рівні не менше 25%; залучення міжнародного стратегічного інвестора через публічний конкурс та запуск нової фондової біржі.

Досвід попередніх (не надто вдалий) прикладів придбання нерезидентами фондових бірж в Україні дозволяє спрогнозувати складнощі з пошуком такого стратегічного інвестора та визначити наступні причини недостатньої зацікавленості міжнародних біржових операторів у таких інвестиціях:

- *інституційні*: 1) низькі темпи реформування законодавства про фондовий ринок, неефективність інших важливих для інвесторів інститутів (верховенство права, захист прав власності, протидія корупції тощо), високі ризики (насамперед, валютні та вже тривалий час – воєнні); 2) слабка довіра до ринку, відсутність інтересу українських емітентів та мажоритаріїв до публічного залучення капіталу та об'єктивного визначення вартості активів на локальному ринку; незадоволений попит на зовнішнє залучення/розміщення капіталу та ціноутворення (через валютні, регуляторні, інфраструктурні та інші обмеження транскордонного руху капіталу);

- *економічні*: 1) істотні витрати на адаптацію правил та технологій на українському ринку до міжнародних підходів; 2) невеликий розмір ринку (окрім боргового сегменту) та, відповідно, неочевидні перспективи зростання доходів та низька маржинальність біржових послуг в умовах жорсткої локальної конкуренції між вже існуючими біржами;

- *конкурентні*: 1) традиційно значна (до останнього часу) роль російських та афілійованих з ними компаній в економіці та на фондовому ринку України порівняно з відносно низьким рівнем проникнення фінансових установ з розвинутих економік – (єдине виключення – банківські установи, які концентрувалися майже виключно на боргових цінних паперах); 2) наявність держав, ринки та біржі яких виглядали значно більш прибутковими та готовими до інтеграції.

Якщо окремі конкурентні чинники (щодо ролі рф на фондовому ринку України) втратили наразі свою актуальність, то інші фактори залишаються чинними.

Висновки та перспективи подальших досліджень. Організований фондовий ринок України пройшов значний шлях від десятка бірж з приватним українським капіталом, більшість яких створювалася для обслуговування приватизаційних торгів, до концентрації ліквідності на трьох найбільш технологічних біржах з істотними іноземними інвестиціями. У 2024 р. кількість бірж скоротилася до двох, а в найближчі роки може залишитися єдина біржа. З

огляду на неочевидні перспективи розвитку ринку, залучення стратегічного інвестора, скоріше, матиме політичні причини.

Учасники ринку вже відчули наслідки обмеження конкуренції. З 2024 р. спостерігаються чималі складнощі для брокерів, які роками вибудовували бізнес-процеси щодо інтеграції з УБ, що позначилося на скороченні кількості біржових угод у січні-червні 2025 р. порівняно I півріччям 2024 р. – на 34% за держоблігаціями (з 198,96 до 131,10 тис) та на 25% загалом (з 211,92 до 158,06 тис). Підвищення тарифів на ПФТС у вересні 2024 р. дозволило стабілізувати фінансовий стан біржі, але призвело до перетікання брокерів до ФБП. Ще більш болючою стала проблема складнощів доступу до архівної інформації про ціни та інші результати торгів на біржах, що припинили діяльність. Невідомо, які програмні засоби будуть в новій державній біржі та чи функціонуватимуть одночасно з нею існуючі, отже брокерам, емітентам та інвесторам вкрай складно прогнозувати подальшу діяльність на ринку.

Практично єдина конкретика, що передбачається у Меморандумі з ЄБРР, стосується частки держави у створюваному біржовому холдингу, хоча процеси виходу міжнародного біржового оператора на новий ринок передбачають низку не менш важливих питань, які потребують подальшого дослідження: ступень адаптації IT та правил нової біржі до українського ринку, баланс між прибутковістю інвестицій та адекватною вартістю послуг біржового холдингу, порядок забезпечення умов для конкуренції, що є принциповою позицією на фінансових ринках ЄС. Серед іншого варто враховувати, що війна загальмувала і без того нешвидкий процес приведення правил учасників фондового ринку (зокрема бірж) до оновлених норм законодавства про ринки капіталу, які набрали чинності ще у 2021 р., але дотримання їхніх вимог відтерміновано до кінця дії воєнного стану. Отже для створення належного інституційного середовища біржової торгівлі буде ще складніше наздоганяти правові норми ЄС, які також не стоять на місці.

Список використаних джерел

1. Bhatia A.V., Mitra S., Weber A. A Capital Market Union for Europe. *IMF Staff Discussion Notes*. 2019. No. 19/07. 30 p. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2019/09/06/A-Capital-Market-Union-For-Europe-46856> (дата звернення: 01.07.2025)
2. Veron N. Breaking the deadlock: a single supervisor to unshackle Europe's capital markets union. *Blueprint, Bruegel*: Brussels, 2025. 122 p. URL: https://www.bruegel.org/sites/default/files/2025-07/Bruegel%20Blueprint%2035_0.pdf (дата звернення: 01.07.2025)
3. Wyplosz C. One Money, One Financial Market: The Capital Markets Union. *In-Depth Analysis PE 760.250*, European Parliament, 2024. 32 p. URL: https://www.bruegel.org/sites/default/files/2025-07/Bruegel%20Blueprint%2035_0.pdf (дата звернення: 01.07.2025)
4. Saguato P., Ferrarini G., Pan E. Financial Market Infrastructures: Law and Regulation. Oxford University Press, 2022. 624 p. DOI: <https://doi.org/10.1093/law/9780198865858.001.0001>
5. Lindorfer R., d'Arcy A., Filatotchev I. When Institutional Plates Collide: The Dynamic Impact of Informal Institutions on Capital Market Development. *J. Risk Financial Manag.* 2023. № 16(3), 178. 18 p. DOI: <https://doi.org/10.3390/jrfm16030178>



6. Khan M. A., Haddad H., Odeh M., Haider A. Institutions, Culture, or Interaction: What Determines the Financial Market Development in Emerging Markets? *Sustainability*. 2022. № 14. 15883. DOI: <https://doi.org/10.3390/su142315883>
7. Rosefielde S. Impairing Globalization: The Russo-Ukrainian War, Western Economic Sanctions and Asset Seizures. *J. Risk Financial Manag.* 2024. № 17(9), 402. 11 p. DOI: <https://doi.org/10.3390/jrfm17090402>
8. Лапішко З., Грудзевич У., Тищенко А. Вплив військових конфліктів на біржову торгівлю на міжнародних фондових ринках. *Економіка та суспільство*. 2024. № 65. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-65-122>
9. Віблій П., Костевич Ю. Вплив війни на території України на світовий фондовий ринок. *Галицький економічний вісник*. 2023. Том 80. № 1. С 39-48. DOI: https://doi.org/10.33108/galicianvisnyk_tntu2023.01.039
10. Водолазська О. А., Колеснік С. В. Розвиток фондових бірж в Україні: тенденції, проблеми та перспективи. *Інвестиції: практика та досвід*. 2025. № 1. С. 113-119. DOI: <https://doi.org/10.32702/2306-6814.2025.1.113>
11. Шулик Ю. В. Стан та перспективи розвитку фондового ринку України. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»: науковий журнал*. Острог: Вид-во НаУОА, 2024. № 33(61). С. 69–80. DOI: 10.25264/2311-5149-2024-33(61)-69-80
12. Za V., Protard M., Barbaglia P. Euronext and Italy's CDP confirm talks to bid for Borsa Italiana. *Reuters*, 2020. URL: <https://www.reuters.com/article/us-italy-borsa-uronext/uronext-and-italys-cdp-confirm-talks-to-bid-for-borsa-italiana-idUSKBN2620OC/> (дата звернення: 01.07.2025)
13. Adghirni S. Euronext Says It's in Talks to Buy Athens Stock Exchange. *Bloomberg*, 2025. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-07-01/uronext-says-it-s-in-talks-to-buy-athens-stock-exchange> (дата звернення: 01.07.2025)
14. Меморандум про взаєморозуміння стосовно співробітництва у розвитку інфраструктури ринків капіталу в Україні. *НБУ, НКЦПФР*, 2017. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-ta-nktsprf-pidpisali-memorandum-pro-vzayemorozuminnya-stosovno-spivrobitnistva-u-rozvitku-infrastrukturi-rinkiv-kapitalu-v-ukrayini> (дата звернення: 01.07.2025)
15. Реєстр професійних учасників ринків капіталу: Діяльність з організації торгівлі фінансовими інструментами. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, 2025. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/profesiina-diialnist-na-rynkakh-kapitalu/> (дата звернення: 01.07.2025)
16. Інформація для акціонерів та стейкхолдерів: Структура власності. Фінансова звітність і додаткова інформація. АТ «Українська біржа». 2025. URL: <https://www.ux.ua/s281> (дата звернення: 01.07.2025)
17. Інформація для акціонерів та стейкхолдерів: Регулярна інформація. Структура власності. АТ «Фондова біржа «Перспектива». 2025. URL: <https://fbp.com.ua/About/EmmitPages.aspx> (дата звернення: 01.07.2025)
18. Оприлюднення інформації: Звітність емітента. АТ «Фондова біржа ПФТС», 2025. URL: <https://pfts.ua/stock-exchange-pfts/pfts-publication/pfts-report> (дата звернення: 01.07.2025)
19. НКЦПФР попередила ринок про ризик втрати ліцензій біржами PFTS і UX і запропонувала розглянути опцію створення нової біржі. Інтерфакс Україна, 2024. URL: <https://interfax.com.ua/news/economic/983047.html> (дата звернення: 01.07.2025)
20. Посилення ефективності та прозорості ринку капіталу: Україна та ЄБРР підписали Меморандум про взаєморозуміння. Міністерство фінансів України, 2025. URL: https://mof.gov.ua/uk/news/enhancing_capital_market_efficiency_and_transparency_ukraine_and_ebrd_signed_memorandum_of_understanding-5244 (дата звернення: 01.07.2025)

References

1. Bhatia, A.V., Mitra, S., Weber, A. (2019). A Capital Market Union for Europe. *IMF Staff Discussion Notes*, no. 19/07. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2019/09/06/A-Capital-Market-Union-For-Europe-46856>
2. Veron, N. (2025) Breaking the deadlock: a single supervisor to unshackle Europe's capital markets union. *Blueprint, Bruegel*, 122 p. URL: https://www.bruegel.org/sites/default/files/2025-07/Bruegel%20Blueprint%2035_0.pdf
3. Wyplosz, C. (2024). One Money, One Financial Market: The Capital Markets Union. *In-Depth Analysis PE* 760.250, European Parliament, 32 p. URL: https://www.bruegel.org/sites/default/files/2025-07/Bruegel%20Blueprint%2035_0.pdf
4. Saguato, P., Ferrarini, G., Pan, E. (2022). Financial Market Infrastructures: Law and Regulation. *Oxford University Press*, 624 p. DOI: <https://doi.org/10.1093/law/9780198865858.001.0001>
5. Lindorfer, R., d'Arcy, A., Filatotchev, I. (2023). When Institutional Plates Collide: The Dynamic Impact of Informal Institutions on Capital Market Development. *J. Risk Financial Manag*, 16(3), 178, 18 p. DOI: <https://doi.org/10.3390/jrfm16030178>
6. Khan, M. A., Haddad, H., Odeh, M., Haider, A. (2022). Institutions, Culture, or Interaction: What Determines the Financial Market Development in Emerging Markets? *Sustainability*, 14, 15883. DOI: <https://doi.org/10.3390/su142315883>
7. Rosefielde, S. (2024) Impairing Globalization: The Russo-Ukrainian War, Western Economic Sanctions and Asset Seizures. *J. Risk Financial Manag*, 17(9), 402, 11 p. DOI: <https://doi.org/10.3390/jrfm17090402>
8. Lapishko, Z., Grudzevuch, U., Tyshchenko, A. (2024). Impact of military conflicts on stock trading in international stock markets. *Economy and Society*, (65). DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-65-122> [in Ukrainian]
9. Viblyi, P., Kostevych, Yu. (2023). Impact of the war in Ukraine on the global stock market. *Galician economic journal*, vol. 80, no 1, 39-48. DOI: https://doi.org/10.33108/galicianvisnyk_tntu2023.01.039 [in Ukrainian]
10. Vodolazska, O. Koliesnik, S. (2025). Development of stock exchanges in Ukraine: trends, problems and prospects. *Investytsiyi: praktyka ta dosvid*, № 1, 113-119. DOI: <https://doi.org/10.32702/2306-6814.2025.1.113> [in Ukrainian]
11. Shulyk, Y. (2024). State and prospects for the development of the stock market in Ukraine. *Scientific Notes of Ostroh Academy National University, Economics Series*, № 33(61), 69–80. DOI: 10.25264/2311-5149-2024-33(61)-69-80 [in Ukrainian]
12. Za, V., Protard, M., Barbaglia, P. (2020). Euronext and Italy's CDP confirm talks to bid for Borsa Italiana. *Reuters*. URL: <https://www.reuters.com/article/us-italy-borsa-uronext/uronext-and-italys-cdp-confirm-talks-to-bid-for-borsa-italiana-idUSKBN2620OC/>
13. Adghirni, S. (2025). Euronext Says It's in Talks to Buy Athens Stock Exchange. *Bloomberg*. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-07-01/uronext-says-it-s-in-talks-to-buy-athens-stock-exchange>
14. NBU, NSSMC (2017). Memorandum of Understanding on Cooperation in the Area of Capital Market Infrastructure Development in Ukraine. URL: <https://bank.gov.ua/en/news/all/nbu-ta-nktspfr-pidpisali-memorandum-pro-vzayemorozuminnya-stosovno-spivrobitnitstva-u-rozvitku-infrastrukturi-rinkiv-kapitalu-v-ukrayini> [in Ukrainian]
15. The National Securities and Stock Market Commission (2025). Register of Professional Capital Market Participants: Organized Capital Markets Operators. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/en/profesiina-diialnist-na-rynkakh-kapitalu/> [in Ukrainian]
16. JSC "Ukrainian Stock Exchange" (2025). Information for shareholders and stakeholders: Ownership structure. Financial statements and additional information. URL: <https://www.ux.ua/s281> [in Ukrainian]



17. JSC "Perspektiva Stock Exchange" (2025). Information for shareholders and stakeholders: Regular information. Ownership structure. URL: <https://fbp.com.ua/About/EmmitPages.aspx> [in Ukrainian]
18. JSC "PFTS Stock Exchange" (2025). Disclosure of information: Issuer reporting. URL: <https://pfts.ua/stock-exchange-pfts/pfts-publication/pfts-report> [in Ukrainian]
19. Interfax Ukraine (2024). The National Securities and Markets Commission of Ukraine warned the market about the risk of losing licenses for the PFTS and UX exchanges and suggested considering the option of creating a new exchange. URL: <https://interfax.com.ua/news/economic/983047.html> [in Ukrainian]
20. Ministry of Finance of Ukraine (2025). Enhancing capital market efficiency and transparency: Ukraine and EBRD signed Memorandum of Understanding. URL: https://mof.gov.ua/en/news/enhancing_capital_market_efficiency_and_transparency_ukraine_and_ebrd_signed_memorandum_of_understanding-5244 [in Ukrainian]

<i>Отримано:</i>	28.07.2025	<i>Beérkezett:</i>	2025.07.28	<i>Received:</i>	28.07.2025
<i>Прийнято до друку:</i>	29.08.2025	<i>Elfogadva:</i>	2025.08.29	<i>Accepted:</i>	29.08.2025
<i>Опубліковано:</i>	30.09.2025	<i>Megjelent:</i>	2025.09.30	<i>Published:</i>	30.09.2025