

Фінансові регулятори в умовах воєнного стану: адекватність та боєздатність

Наталія Шелудько

Минулого року в одній з публікацій¹ ми приділили увагу рішенням НБУ, які дозволили запобігти паніці і мали відчутний стабілізуючий ефект для фінансового ринку та підтримки обороноздатності держави. Нижче пропонуємо аналіз дій та рішень в умовах воєнного стану другого регулятора – Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – Нацкомісія, НКЦПФР).

На противагу НБУ, який по відношенню до своїх суб'єктів регулювання діяв з позицій відкритості, лояльності і конструктивного діалогу, Нацкомісія пішла шляхом непрозорості, неадекватності і тотальних заборон: 24.02.2022 р. Нацкомісія прийняла рішення № 136 "Про тимчасове обмеження проведення операцій на ринках капіталу", згідно з яким з 11:00 зупинилось розміщення, обіг і викуп усіх цінних паперів, а також проведення операцій у системі депозитарного обліку та системах клірингового обліку. Єдиний виняток становили операції, необхідні для здійснення НБУ грошово-кредитної політики та Мінфіном України операцій з обслуговування держборгу. Нацкомісія зобов'язала припинити роботу всіх підконтрольних інституційних інвесторів: КУА, зберігачів 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 усіх операцій з активами ІСІ, НПФ, ФФБ та ФОН відповідно.

Мораторій на випуск та обіг цінних паперів та інші регуляторні обмеження тривали протягом майже півроку (до 8 серпня). Тривалий час інвестиційну діяльність було припинено (на відміну від банків, ліквідність яких їх регулятор міг підтримувати), в обігу знаходилася лише незначна кількість випусків держоблігацій, випущених під час війни (військових облігацій).

Складнощі для фінансових інститутів – неможливість працювати та отримувати доходи для підтримання функціонування, виконувати нормативні вимоги, управляти інвестиційними портфелями, виконувати зобов'язання за угодами, укладеними до впровадження воєнного стану. Складнощі для інвесторів (населення, бізнесу, нерезидентів): неможливість продати цінні папери, у тому числі державні (за виключенням державних облігацій).

Надання учасникам ринку індивідуальних дозволів на проведення конкретних операцій жодним чином не було впорядковано та містило корупційні чинники. НКЦПФР навіть хизувалася, що з 24 лютого по 21 вересня схвалила понад 1000 рішень (переважно саме щодо надання індивідуальних дозволів (<https://fb.watch/jymqYQ4P2J/>)). Гідне заняття для регулятора під час збройної агресії (до того ж порядок надання таких дозволів НКЦПФР, всупереч Конституції, не затвердила навіть власним рішенням).

Конкретна мета піврічних обмежень невідома дотепер, але це точно не має нічого спільного з протидією корпоративного або іншого впливу держави-агресора. Незрозуміло, як це могло стабілізувати фінансову систему України.

Попри безліч нормативних вимог щодо надання емітентами та профучасниками ринку відомостей регулятору та розкриття інформації про структуру власності, в НКЦПФР чомусь не виявилось достатньої інформації щодо учасників ринку для самостійного виявлення відносин контролю з боку держави-агресора і прийняття відповідних рішень. Якщо НБУ вже на другий день вторгнення відкликав ліцензії та ліквідував банки, що перебували під контролем рф, то НКЦПФР лише у серпні 2022 р. (рішення від 04.08.2022 р. № 1056) почала вимагати в ліцензіатів (крім банків) відомості про наявність громадян рф або рб серед учасників (акціонерів) та/або кінцевих бенефіціарних власників, в органах управління та на ключових посадах.

Щодо обмеження обігу цінних паперів, то регулятор мав всі можливості одразу довести до учасників ринку вимогу стосовно щонайменше заборони проведення операцій з цінними паперами за участі резидентів країни-агресора. Контрольована НКЦПФР депозитарна система чітко фіксує будь-яких власників за різними критеріями, у тому числі резидентністю, однак НКЦПФР заборонила проведення виплат за держоблігаціями на користь резидентів рф (крім тих, які проживають на території України на законних підставах) лише на 16 день війни (рішення від 11.03.2022 р. № 157). Тим не менше, після цього заборона на обіг цінних паперів тривала ще 5 місяців.

¹ Див.: Шишков С., Шелудько Н. Національний банк України в умовах воєнного стану: ефективність дій на ринках капіталу // Фінанси України. 2022. №5. С. 61-85.

НКЦПФР під час війни впровадила новий пруденційний показник – норматив ліквідності активів (рішення від 29.09.2022 № 1221, <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v1221863-22#Text>). Зазначеним рішенням регулятор зобов'язав учасників ринку кардинально переформувати активи та сконцентрувати їх у високоліквідних активах, тобто грошових коштах на рахунках та депозитах, в державних облігаціях та іноземних цінних паперах. Мабуть, передбачається, що у власників фінансових установ (переважно представників національного бізнесу) наявні або необмежені фінансові ресурси, або купа пропозицій від потенційних інвесторів, що бажають вкласти гроші у капітал фінансових установ. Але такі очікування абсолютно безпідставні. Об'єктивне зниження ділової, інвестиційної та торговельної активності внаслідок війни природно призводить до скорочення обсягів діяльності та звуження клієнтської бази учасників ринку, а відповідно – до зменшення ризиків. Як наслідок, немає економічної логіки у терміновому нарощуванні ліквідності. Наразі невідомо жодного випадку неплатоспроможності професійних учасників ринку капіталу, контрольованих НКЦПФР, хоча це навряд чи є заслугою регулятора.

Пропонована заміна активів учасників ринку на високоліквідні активи не покращує ситуацію, адже вони не обов'язково є безризикованими (вірогідність, що банки, де містяться депозити, можуть збанкрутувати, під час війни природно підвищується) та не обов'язково максимально доходними (принаймні, доходність держоблігацій поступається обліковій ставці НБУ та показникам інфляції). До речі, спостерігається падіння ринкової вартості державних облігацій, в які стимулює вкладати НКЦПФР шляхом впровадження нового пруденційного нормативу.

Рішенням НКЦПФР декларується, що впровадження нового пруденційного нормативу має на меті мінімізацію негативного впливу наслідків військової агресії та сприяння стабільності ринків капіталу. Натомість очевидно, що негативний вплив буде лише посилений через дії регулятора. Більше того, якщо об'єктивно оцінювати деградацію ринків капіталу в останні роки та тривалий мораторій на здійснення операцій, то забезпечення стабільності може означати лише подальше погіршення ситуації – аж до знищення ринків капіталу через непродумані дії регулятора.

НКЦПФР витрачає купу часу, коштів та інших ресурсів учасників ринку на регулювання відносин в акціонерних товариствах. Але чим принципово відрізняються відносини між акціонерами від відносин між інвесторами (учасниками) компаній інших організаційно-правових форм? Захищати інтереси інвесторів необхідно незалежно від організаційно-правової форми. Але регулювання на рівні спеціалізованої структури у світі (окремі Киргизії) здійснюється лише відносно компаній, що здійснюють публічні випуски цінних паперів. Єдиною відмінністю акціонерних товариств у світі є їхня публічність, що дійсно вимагає ретельного розкриття інформації та жорсткого контролю, адже від цього залежить можливість емітентів публічно залучити капітал та можливість інвесторів розмістити кошти на найбільш конкурентних та прозорих умовах. Єдина деталь: в Україні серед тисяч акціонерних товариств є лише одиничні приклади компаній, що здійснили публічну пропозицію. То для чого всі ці додаткові вимоги та навіщо потрібне таке навантаження на учасників ринку, які не в змозі та не зацікавлені ані залучити, ані розміщувати капітал на публічних умовах?

Замість висновків

Свого часу на етапі обговорення і прийняття рішення про розділення функцій Нацкомфінпослуг між НБУ та НКЦПФР одним з аргументів була низька інституційна спроможність тодішнього регулятора (Нацкомфінпослуг).

Як всі вже переконались, причому мінімум двічі – у 2014 році і тепер – інституційна спроможність фінансових регуляторів не є якоюсь абстракцією. І якщо в мирний час можна намалювати купу презентацій, програм, проектів і доводити, що ось-ось і інституційна спроможність зросте й укріпиться, то в умовах воєнного стану рівень такої спроможності вираховується як двічі два.

Анонсування рішень, передбачуваність і зрозумілість для суспільства та суб'єктів регулювання, досягнення балансу обмежувальних і стимулюючих дій – приклад Нацбанку. Триваючі регуляторні руйнації ринку – приклад Нацкомісії.

Взагалі різниця у підходах до регулювання в умовах воєнного стану, яку продемонстрували Нацбанк і Нацкомісія, як мінімум, має бути аргументом у тривалій дискусії щодо доцільності додаткових витрат держави та учасників ринку на підвищення інституційної спроможності НКЦПФР та взагалі доцільності функціонування окремого регулятора ринків капіталу.

Але це окреме питання ...