

Петрусевич Г. В.аспірант ДННУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна, gennadii.petrusevych@gmail.com
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-1002-0841>**ОРГАНІЗАЦІЯ ДОВГОСТРОКОВИХ
ПОРТФЕЛЬНИХ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ У РЕСПУБЛІЦІ ПОЛЬЩА:
УРОКИ ДЛЯ УКРАЇНИ**

Анотація. У статті розкрито процес створення європейського міжнародного ринку капіталу, нових фінансових інструментів і формування з них інвестиційного портфеля задля досягнення основної мети інвестора – диверсифікації, продиктованої його бажанням не брати участь в оперативному управлінні підприємством, а знизити ризик і отримати максимальну дохідність від вкладання капіталу. Проведено огляд профільної конференції з ринків капіталу країн Центральної та Східної Європи (CEE Capital Markets), у результаті чого виявлено, що за багатьма критеріями саме польський ринок капіталу є найбільшим у регіоні. Детально розглянуто залучення іноземних інвестицій в економіку Республіки Польща з урахуванням трьох основних передумов: створення інституціональної основи інвестування та забезпечення розвитку інфраструктури ринку капіталу; управління польським ринком капіталу; формування розвинутої інфраструктури фондового ринку. Зроблено висновок, що вітчизняна нормативно-правова база загалом відповідає вимогам сьогодення, а дві інші передумови формування прийнятого середовища для іноземного портфельного інвестора тільки починають уриватися.

Ключові слова: довгострокові портфельні інвестиції, іноземні інвестиції, державні облигації, цінні папери, боргові цінні папери, ринок капіталу, фондовий ринок, Варшавська фондова біржа, Національний депозитарій цінних паперів.

Рис. 1. Табл. 3. Літ. 27.

Gennadii PetrushevychSESE "The Academy of Financial Management", Kyiv, Ukraine, gennadii.petrusevych@gmail.com
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-1002-0841>**FORMATION OF LONG-TERM FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENTS
IN THE REPUBLIC OF POLAND: LESSONS FOR UKRAINE**

Abstract. The article describes the process of creation of the European international capital market, new financial instruments and formation of an investment portfolio from them in order to achieve the main goal of the investor – diversification, caused by investor's desire not to participate in the operational management of the enterprise, however reducing the risk and maximizing the return on investment of his capital. The article then reviews the recent CEE Capital Markets conference, which was held in Poland, and concludes that by many criteria the Polish capital market is the largest in the region. In addition, the article emphasizes that foreign investment inflows to Poland reached a record level in 2021-2022. Therefore, based on all this data, the article analyses in detail the attraction of foreign investment into the economy of the Republic of Poland, taking into account three main prerequisites, namely: the establishment of uniform and unchanging rules of the game by creating an institutional framework for investment and ensuring the development of capital market infrastructure; ensuring the management of the Polish capital market with the help of two main players (the Central Securities Depository of Poland and Polish Financial Supervision Authority), shaping the professional activities

© Петрусевич Г. В., 2023

of market participants and providing the supervision. The subsequent analysis of the state of Poland investment activity, presented in the National Banks Report "Poland International Investment Position for 2021", showed that all this has played a significant role in attracting long-term portfolio investments, the biggest share of which is treasury debt, to the neighbouring country's economy in recent years. Drawing a parallel with the current situation on the Ukrainian securities market, the article goes on to note that its regulatory framework generally meets the contemporary requirements. The other two prerequisites for creating acceptable conditions for a foreign portfolio investor are only under establishment. Right now, there is an urgent need to start building the infrastructure of Ukrainian securities market with the help of a neighbouring country.

Key words: long-term portfolio investment, foreign investment, government bonds, securities, capital market, stock market, Warsaw Stock Exchange, Catalyst trading system, Financial Supervision Authority, Central Securities Depository of Poland.

JEL classification: E22, G11.

Для повоєнного відновлення економіки України виникає необхідність швидкого залучення капіталу, при цьому термін користування ним повинен бути якомога довшим. Одним із інструментів є отримання суверенних кредитів від міжнародних фінансових організацій, проте при їх наданні зазвичай висувають певні вимоги до уряду держави стосовно реформування економіки та зменшення соціальних виплат населенню, що неприпустимо. У такій ситуації ресурси приватного інвестора можуть допомогти у вирішенні проблем. Зрозуміло, розраховувати на потужне фінансування тільки з боку національного інвестора за теперішніх реалій недалекоглядно. Тож потрібно розробити стратегію і тактику залучення приватного капіталу за кордоном, акцентувавши увагу на формуванні низки привабливих умов і державних інвестиційних гарантій. Для розроблення національної інвестиційної політики уряду України доцільно проаналізувати досвід зарубіжних країн, зокрема Польщі, щодо залучення інвестицій, зокрема портфельних.

На сьогодні існує багато наукових праць, де проаналізовано стан фондового ринку Республіки Польща, зокрема П. Превуша-Квінто [1], О. М. Іваницької [2] та ін. Також процеси залучення іноземних інвестицій в економіку країни досліджували Т. І. Єфименко, М. Войташек, К. Гомулка, М. Гуманіцький, О. І. Замковий, Е. Кацперська, Я. Красюк, К. Ольшевський [3–6]. Системи формування передумов залучення інвестицій у певні галузі та сфери діяльності в Польщі висвітлювали М. А. Вереса [7], Б. Пташинська [8]. Водночас доволі мало наукових публікацій присвячено впровадженню досвіду Польщі або окремих практик залучення іноземних портфельних інвестицій в Україні.

Мета статті – визначення основних передумов залучення іноземних інвестицій в Польщу через механізм портфельного інвестування та окреслення можливостей застосування такого досвіду в повоєнній Україні.

Основним кроком на шляху до залучення іноземних інвестицій є формування правових засад для розвитку відповідної інфраструктури, регулювання угод на фондовому ринку, створення прийнятних умов репатріації прибутку.

Інституціональні засади залучення іноземних інвестицій закладено ще у ст. 63 Римського договору про заснування Європейського співтовариства від 25.03.1957 [9], де наведено вимогу щодо заборони обмежень руху капі-

талу між країнами. А вже з 80-х років ХХ ст. у світовій економіці, внаслідок поступового скасування урядами країн, що розвиваються, контролю над припливом і відпливом капіталу за кордон, динамічно зростали масштаби міжнародного фінансового обороту [3]. До того ж розвиток інформаційно-комунікаційних технологій сприяв лібералізації руху міжнародних потоків капіталу та виникненню нових фінансових інструментів, що істотно спростило управління активами з боку інвесторів [4, с. 11].

Міжнародні потоки фінансового капіталу у світі поділяються на дві категорії: прямі (інша назва – безпосередні) та портфельні іноземні інвестиції [7, с. 7]. Прямі інвестиції або є заміщенням експорту (так звані горизонтальні), або включаються в обіг корпоративної торгівлі (так звані вертикальні). У першому випадку компанія замінює продукцію, що експортувалася, її прямим виробництвом на місці, причому окремі частини виробничого процесу розташовуються там, де генеруються найменші витрати. Продукт може продаватися в країні виробництва, вивозитися в країну походження капіталу або продаватися на інших ринках [3]. Іншим видом є портфельні іноземні інвестиції, можливість залучення яких пов'язана з роботою фінансових ринків і діяльністю їх основних учасників [7]. Найбільша кількість інструментів надходить на фондовий і грошовий ринки (казначейські облігації та векселі). Тобто, по суті, портфельні інвестиції становлять: цінні папери, які дають право на участь у капіталі; боргові цінні папери [5, с. 362].

Мета портфельного інвестування – отримання доходу шляхом пасивного володіння зазначеними вище цінними паперами, що не передбачає участі в оперативному управлінні підприємством, яке випустило ці цінні папери, хоча право голосу на зборах власників зберігається.

Отже, коли йдеться про портфельні інвестиції, то мається на увазі насамперед купівля боргових цінних паперів, котрі, з огляду на термін погашення, можна розділити на *довгострокові*, тобто більше одного року (наприклад, казначейські зобов'язання, муніципальні, корпоративні облігації), а також *короткострокові*, тобто менше одного року, які ще називаються інструментами грошового ринку (наприклад, казначейські векселі, переказні депозитні сертифікати). Їхня характерна риса – динамічний рух грошових коштів і висока ліквідність активів [3].

Портфельні інвестори під час буму фондового ринку можуть спрямовувати на нього більшу частину свого капіталу, а в разі економічного спаду – зберігати в казначейських облігаціях. Портфельні інвестиції часто використовуються спекулянтами, за рахунок діяльності яких зростає ліквідність ринку. Мета інвесторів полягає в максимізації прибутку в найкоротші терміни. Оскільки це інвестиції в ліквідні інструменти, їх можна в будь-який момент легко закрити й конвертувати в грошові активи [7].

Економічна теорія припускає, що найкращі результати дає диверсифікація. Тому з метою зниження ризику та невизначеності інвестори, як правило, інвестують не в один, а в різноманітні фінансові інструменти. Їх сукупність прийнято називати інвестиційним портфелем. Засновником портфельної теорії в інвестиційній діяльності по праву можна назвати Нобелівського лауреата з економіки Г. Марковіца, котрий ще у 1952 р. сформулював го-

ловну мету інвестора – отримання максимальної дохідності від вкладання свого капіталу в різноманітні активи, що досягається саме шляхом добору найдохідніших та безпечних фінансових інструментів. Отже, основною метою портфельних інвестицій, на відміну від прямих, є саме диверсифікація інвестиційного портфеля, продиктована бажанням знизити ризик і отримати більший прибуток від придбання іноземних цінних паперів [6, с. 8–9].

При виборі країни вкладення інвестицій іноземні інвестори керуються привабливістю ринку, визначаючи шанси ефективного залучення капіталу в довгостроковій перспективі. Один із доволі дієвих варіантів аналізу реальної ситуації на ринку – участь у профільних регіональних конференціях. Найавторитетнішою конференцією в регіоні Східної Європи є CEE Capital Markets (конференція з ринків капіталу країн Центральної та Східної Європи). Зокрема, на конференції у березні 2023 р. міністр фінансів Польщі М. Жечковська визнала, що Польща є найбільшим ринком капіталу в цьому регіоні з точки зору капіталізації, кількості зареєстрованих компаній та фондів PE/VC (private equity/venture capital – фонди з приватним і венчурним капіталом), інвестованих у країні. До того ж надходження іноземних інвестицій до Польщі у 2021–2022 рр. сягнуло рекордного рівня і, згідно зі звітом Reuters, країна мала шанси перетворитися на найпривабливіше місце в Європі для релокації інвестицій з Китаю та відігравати роль центру розвитку сталого фінансування в регіоні Трьох морів¹[10].

З огляду на викладене та беручи до уваги географічну й ментальну близькість України до Польщі, аналіз досвіду останньої стане у пригоді при відновленні національної економіки.

Першою ключовою передумовою залучення іноземних інвестицій є встановлення єдиних, незмінних правил “гри”, тобто формування інституціонального підґрунтя інвестування, а також розвиток інфраструктури ринку капіталу. Основним правовим актом, що регулював публічну торгівлю цінними паперами та управління довірчими фондами, був Закон від 22.03.1991 [8, с. 36; 11]. Однак категорію “портфельні інвестиції” була виокремлено в Польщі й представлено в статистичних збірниках з 1995 р.

У 2005–2006 рр. було ухвалено низку законів, котрі регулюють національний ринок капіталу, зокрема: Закон “Про торгівлю фінансовими інструментами” від 29.07.2005 [12]; Закон “Про публічну пропозицію та умови впровадження фінансових інструментів для організованої торгівлі та про публічні компанії” від 29.07.2005 [13]; Закон “Про нагляд за ринком капіталу” від 29.07.2005 [14]; Закон “Про нагляд за фінансовим ринком” від 21.07.2006 [15].

Другою передумовою є створення професійних управлінських органів, які мають регулювати діяльність фінансових інституцій. Польським ринком капіталу керують два головні гравці, які формують професійну діяльність учасників ринку, наглядають за нею та регулюють її.

¹ Ініціатива Трьох морів, також відома як Ініціатива Балтійського, Адріатичного, Чорного морів (БАЧМ), Тримор'я – міжнародна економічна та інфраструктурна ініціатива, що об'єднує 12 країн Європейського Союзу й Україну, розташованих поблизу Балтійського, Чорного й Адріатичного морів.

Комісія фінансового нагляду (Komisja Nadzoru Finansowego, KNF) Польщі здійснює нагляд за банківським сектором, ринком капіталу, страховим та пенсійним ринками, а також за платіжними установами й офісами платіжних послуг, установами, котрі проводять операції з електронними грошима, та сектором кооперативних кредитних спілок. Мета нагляду за фінансовим ринком полягає в забезпеченні належного функціонування цього ринку, його стабільності, безпеки та прозорості, посиленні довіри до фінансового ринку, захисту інтересів учасників ринку. Діяльність KNF контролює голова Ради міністрів [16].

Національний депозитарій цінних паперів (Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A., KDPW) відповідає за функціонування та нагляд за депозитарною і розрахунковою системами у сфері торгівлі фінансовими інструментами в Польщі. Акціонерами KDPW є в однакових частинах: Державне казначейство, Варшавська фондова біржа та Національний банк Польщі [17]. Ця установа діє як розрахункова палата на основі так званого центрального контрагента, завдання якого – кліринг угод, укладених на регульованому, позабіржовому ринках, в альтернативних торгових системах, а також запуск клірингової системи забезпечення ліквідності. Важлива особливість депозитарію – наявність власного капіталу, котрий можна використовувати як частину клірингової гарантійної системи, що позитивно впливає на безпеку клірингу та є надійною основою для комплексного управління всіма типами суттєвих ризиків, що ним піддається або може піддаватися ринок.

Національний депозитарій цінних паперів реєструє цінні папери та здійснює розрахунки за операціями на регульованому ринку та поза ним, зокрема на Варшавській фондовій біржі, NewConnect, BondSpot, Catalyst [17]. У 2020 р. KDPW було авторизовано та видано дозвіл згідно з європейськими стандартами CSDR (Central Securities Depositories Regulation – Регламент Європарламенту щодо вдосконалення процедури розрахунків за цінними паперами в ЄС та регулювання центральних депозитаріїв), підтверджуючи відповідність єдиним правовим вимогам Європейського Союзу стосовно центральних депозитаріїв цінних паперів [18].

Третьою передумовою є формування розвинутої інфраструктури фондового ринку, інституцій, здатних організувати торгівлю з урахуванням потреб різних інвесторів. Залучення інвестицій в економіку Польщі розпочалося в далекому 1991 р. зі створення Варшавської фондової біржі (*далі* – ВФБ, Біржа), що посприяло розвитку ринку капіталу. Під час першої сесії торгувалися акціями всього п'ять компаній, а оборот становив 1990 злотих (2000 дол. США). Розвиток біржі спочатку відбувався доволі повільно. Його прискорила Програма масової приватизації, реалізована в 1994–1999 рр. у Варшаві. Зросла кількість зареєстрованих компаній: у 1994 р. торгувалися акціями 44 компаній, а в 1997 р. – 143. У 1997 р. капіталізація Біржі досягла 44 млрд злотих, а в 1999 р. – перевищила 100 млрд злотих. У 1997 р. законодавча основа діяльності Біржі змінилася, а водночас розширився спектр фінансових інструментів, котрими можна було торгувати. ВФБ займає лідируючі позиції серед європейських бірж за кількістю та обсягом IPO (Initial Public Offering – первинне публічне розміщення), починаючи з 2006 р. У 2018 р.

Індексне агентство FTSE Russell класифікувало польський ринок капіталу як розвинутий. У 2021 р. ВФБ характеризувалася такими показниками [19]: 30 років досвіду роботи на професійному фондовому ринку; 331 млрд злотих – загальний обсяг торгів акціями на головному ринку Біржі; 1312,7 млрд злотих – загальна капіталізація вітчизняних та іноземних компаній, розміщених на головному ринку Біржі; близько 1000 вітчизняних та іноземних емітентів.

Станом на 2022 р. ВФБ є однією з найбільших у регіоні Трьох морів (включно з Грецією) – на неї припадає майже 47 % обороту. На другому місці – Австрійська фондова біржа з часткою 26 %, на третьому – Грецька фондова біржа з майже 11 %, за нею – Угорська з понад 8 % (дані за січень – квітень 2022 р.). Близько половини капіталізації компаній, які котируються на Біржі, припадає на польські компанії, решта – на іноземні, у тому числі українські. Одним із цікавих нововведень на допомогу інвесторам у прийнятті ними рішень є впровадження технології XBRL (eXtensible Business Reporting Language – міжнародний стандарт для подання фінансової звітності в електронному вигляді) [20].

Варшавська фондова біржа є найбільшою біржою фінансових інструментів у регіоні Центральної та Східної Європи. До того ж ВФБ є однією з найбільш упізнаваних польських фінансових структур, що здатна провадити безпосередню діяльність у сфері торгівлі фінансовими інструментами. Ці операції може здійснювати лише член біржі – особа, котра відповідає вимогам, встановленим у статуті Біржі. Зокрема, основними умовами членства є: статус юридичної особи (фізична особа не може набути статусу учасника біржі); ведення брокерської діяльності; забезпечення належного виконання обов'язків учасника біржі; гарантування безпеки торгівлі цінними паперами, що котируються на біржі; забезпечення можливості коректного розрахунку за укладеними біржовими угодами [21].

Далі розглянемо NewConnect – новий ринок акцій, організований 30 серпня 2007 р., який управляється ВФБ. За його допомогою фінансується розвиток малих і середніх підприємств з високим потенціалом зростання, які представляють інноваційні сектори, що базуються переважно на нематеріальних активах. Це є пропозицією Біржі для інвесторів, які приймають підвищений ризик в обмін на потенційно високу віддачу від інвестицій. До основних переваг ринку NewConnect належать [22]: сучасні підходи до фінансування динамічних підприємств; нижчі формальні вимоги, ніж на регульованому ринку (допуск та зобов'язання щодо інформації); низькі витрати на лістинг; відмінний доступ компанії-емітента до інвесторів; високі престиж і репутація організатора ринку; вдале просування та визнання компанії.

BondSpot S.A. – акціонерне товариство (S.A. – spółka akcyjna), що працює на польському позабіржовому ринку з метою організації грошового ринку та лістингу цінних паперів (казначейських зобов'язань, акцій менших компаній), котрі не мають шансів бути розміщеними на фондовій біржі через невідповідність певним критеріям допуску до торгів на біржі. Оскільки саме боргові зобов'язання, у тому числі казначейські, належать до довгострокових портфельних інвестицій, то саме на цьому інфраструктурному об'єкті слід зупинитися з метою дослідження внутрішньої структури та принципів

роботи ринку. До того ж важливо з'ясувати результати його діяльності та пайову участь саме цих цінних паперів у загальному обсязі інвестиційного “пирога” країни шляхом аналізу фінансових показників польського ринку капіталу. Станом на початок 2023 р. BondSpot S.A. керує: регульованим ринком (PP) BondSpot; альтернативною торговельною системою (АСО); ринком казначейських цінних паперів Treasury BondSpot Poland (TBSP).

Як регульований ринок BondSpot, так і АСО були організовані компанією BondSpot S.A. та включені як платформи до спільного проекту з ВФБ (на її транзакційних платформах) у вигляді торговельної системи Catalyst, котра є системою авторизації та торгівлі борговими фінансовими інструментами [23]. Catalyst складається з чотирьох торгових платформ (рисунок). Предметом угод на ринку можуть бути дематеріалізовані, іпотечні облігації та інші боргові фінансові інструменти, котрі містять майнові права, що впливають із виникнення боргу, емітовані на підставі відповідних положень польського або іноземного законодавства й введені в торгівлю на ринку. Така архітектура Catalyst робить його придатним для випусків різного обсягу та різних характеристик, а також потреб різних інвесторів – оптових і роздрібних, інституційних та індивідуальних. Правила сесійних котирувань на регульованих і альтернативних ринках ідентичні. Відмінності полягають лише в способі укладання пакетних угод. На всіх ринках Catalyst виконання угод гарантується KDPW, а емітенти зобов'язані надавати інформацію щодо поточної та періодичної звітності [1, с. 700–704].

Ринок Treasury BondSpot Poland – оптовий ринок торгівлі казначейськими облігаціями та векселями, котрі випускає міністр фінансів від імені Державного казначейства Польщі, а саме:

- казначейські зобов'язання – цінні папери, що пропонуються для продажу в Польщі та за кордоном, котрі приносять вигоду у формі процента або дисконту: PFI – облігації з фіксованою процентною ставкою зі строком погашення 5, 10 і 20 років. Купон за цими цінними паперами виплачується щороку і його розмір обчислюється на основі методики розрахунку кількості днів між початковою та кінцевою датами та тривалістю періоду АСТ/АСТС (далі – методика АСТ/АСТС); PFL – облігації зі змінною процентною ставкою зі строком обігу 10 років і річним купоном на основі WIBOR 6М. Конвенція для розрахунку кіль-

Характеристика ринку, що обслуговується Catalyst			
Catalyst		Для гуртових клієнтів (керовані BondSpot)	
Регульований ринок	Альтернативна торгова система	Регульований ринок	Альтернативна торгова система
Одиниця транзакції			
Одна облігація		Вартість у мінімум 100 тис. злотих або 100 тис. відповідно певної іноземної валюти	

Рисунок. Основні характеристики торговельної системи Catalyst

Побудовано за: [1].

кості днів для купонів базується на основі методики АСТ/АСТ; PZC – облігації з нульовим купоном зі строком обігу два роки. Ці облігації випускаються з дисконтом, і їхня прибутковість розраховується на основі методики АСТ/АСТ; PFX – індексовані облігації. Фіксований купон виплачується щороку на основі проіндексованої номінальної вартості облігацій. Ставка індексації базується на рівні інфляції;

- казначейські векселі – короткострокові цінні папери, що пропонуються для продажу на первинному ринку з дисконтом і погашаються за їхньою номінальною вартістю після закінчення терміну, на який вони були випущені: РТВ – казначейські векселі, випущені з дисконтом, із терміном погашення 52 тижні. Ці цінні папери продаються на аукціонах, котрі проводяться за системою аукціону з єдиною ціною, тобто кожен інвестор купує цінні папери за ціною, що дорівнює найнижчій ціні серед прийнятих заявок.

На ТБSP під час фіксингових сесій, які відбуваються двічі на день, встановлюються фіксовані ціни казначейських цінних паперів, що є еталоном для всього внутрішнього ринку боргових інструментів. Мінімальна торгова одиниця становить 5 млн злотих. Усі казначейські облігації та векселі, які продаються оптом і випущені в польській валюті, котируються на сайті Treasury BondSpot Poland, котрий є невід'ємною частиною системи дилерів казначейських цінних паперів (DSPW – Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych), розробленої Міністерством фінансів за участю Національного банку Польщі та банківської спільноти. Шляхом виокремлення певних банків у автономну групу було створено нову систему первинних дилерів, які отримали ексклюзивне право купувати нові випуски казначейських зобов'язань для їх подальшого перерозподілу на вторинному ринку – в тому числі на ринку казначейських облігацій Польщі. Наразі на ньому працюють 24 учасники, з них – 11 зі статусом первинного дилера (табл. 1).

Як бачимо з таблиці, серед учасників присутні й міжнародні фінансові інституції, поява котрих пов'язана із запуском у 2005 р. платформи на основі новітніх розробок від провайдера технологій MTS, що й досі використовуються на європейських ринках. MTS Group™ – провідний європейський ринок торгівлі борговими цінними паперами, а TradeImpact™ – електронна інфраструктура MTS для торгівлі фінансовими інструментами в режимі реального часу на електронних ринках, яка призначена для того, аби її користувачі могли здійснювати: обробку великих обсягів транзакційних даних; інтеграцію торгових платформ інших провайдерів; прямий доступ клієнтських систем до торгової платформи за допомогою кількох протоколів зв'язку.

Модульна структура системи TradeImpact дала змогу MTS швидко реагувати на мінливі потреби бізнесу без необхідності внесення істотних змін в архітектуру, завдяки чому досягла найвищого рівня ефективності на ринку боргових інструментів. MTS пропонує функціональні можливості для проведення тендерів на первинному ринку, укладання угод за допомогою функціоналу “Click and Trade” і шляхом переговорів через механізм “Запит конкурентних котирувань” у межах однієї технології й інфраструктури.

Учасники ринку Treasury BondSpot Poland

№ з/п	Назва учасника ринку	Статус первинного дилера
<i>Маркетмейкери</i>		
1	Alior Bank S.A.	–
2	Bank Gospodarstwa Krajowego	–
3	Bank Handlowy w Warszawie S.A.	+
4	Bank Millennium S.A.	–
5	Bank Pekao S.A.	+
6	Barclays Bank Ireland PLC	–
7	BNP Paribas S.A.	+
8	BofA Securities Europe SA	–
9	Deutsche Bank AG	+
10	Erste Group Bank AG	–
11	Goldman Sachs Bank Europe SE	+
12	Haitong Bank, S.A. (Oddział w Polsce)	–
13	ING Bank Śląski S.A.	+
14	J.P. Morgan SE	+
15	mBank S.A.	+
16	Morgan Stanley Europe SE	–
17	PKO Bank Polski S.A.	+
18	Santander Bank Polska S.A.	+
19	Société Générale S.A. (Oddział w Polsce)	+
<i>Інституційні інвестори</i>		
1	Bankowy Fundusz Gwarancyjny	–
2	Bank Pocztowy S.A.	–
3	Bank Polskiej Spółdzielczości S.A.	–
4	BNP Paribas Bank Polska S. A.	–
5	Bank Ochrony Środowiska S.A.	–

Складено за: [23].

Відповідно до регламенту ринку казначейських облігацій Польщі, його учасники можуть діяти як: маркетмейкери – учасники, котрі випускають власні пропозиції купівлі-продажу з визначеною мінімальною одиницею ко-тирування та спредом, що не перевищує максимального спреду, вказаного в Регламенті; маркеттейкери – учасники, які подають лише диспозиції, що свідчать про прийняття в цілому або частково пропозиції маркетмейкерів; інституційні інвестори – учасники, котрі надсилають запити лише шляхом торгової реєстрації, адресовані виключно маркетмейкерам.

Дилери та кандидати в дилери зобов'язані виступати в ролі маркетмейкерів [23].

Проаналізуємо стан інвестиційної діяльності у Польщі, відображений у звіті Національного банку “Міжнародна інвестиційна позиція Польщі за 2021 рік”. Його підготовлено на підставі даних, наданих резидентами, котрі беруть участь в іноземних операціях [24].

Вартість цінних паперів, випущених польськими суб'єктами, якими володіли іноземні портфельні інвестори на кінець 2021 р., дорівнювала 534 млрд злотих, або 20,4 % вартості зовнішніх зобов'язань Польщі. Порівняно з кінцем 2020 р. вартість портфельних інвестицій була меншою на 26 млрд злотих, тобто на 4,6 %.

Основну частину портфеля нерезидентів становили боргові цінні папери, вартість котрих дорівнювала 347 млрд злотих, тобто 64,9 % іноземних портфельних інвестицій. Нерезиденти мали у своєму портфелі боргові цінні папери польських компаній, випущені як на зовнішньому, так і на внутрішньому ринках. Це були майже цілком *довгострокові цінні папери*. Така структура зі значним переважанням довгострокових боргових цінних паперів зберігається протягом багатьох років.

Серед *довгострокових боргових цінних паперів* домінували облігації державного сектору, якими володіли нерезиденти. Їхня загальна вартість на кінець 2021 р. дорівнювала 275 млрд злотих (79,4 % вартості всіх облігацій у портфелі нерезидентів). З цієї суми 58,6 % (161 млрд) злотих були облігації, випущені на зовнішніх ринках, а 41,4 % (114 млрд злотих) – облігації, номіновані в злотих, що випускалися на внутрішній ринок.

Чиста вартість портфеля боргових цінних паперів зменшилася на 52 млрд злотих через скорочення портфеля, сформованого нерезидентами. У випадку державних облігацій, деномінованих у злотих, випущених на внутрішньому ринку, вплив капіталу становив 11 млрд злотих. Сальдо вкладень нерезидентів у казначейські облігації, випущені на зовнішніх ринках і деноміновані в іноземні валюти, також було від'ємним і становило 27 млрд злотих. Зменшення інвестицій нерезидентів стало результатом глобально високого рівня уникнення ризику, викликаного пандемією COVID-19 та її економічними наслідками. Суттєвим був також вплив політики Державного казначейства, котра проводилася до того протягом кількох років і спрямовувалася на зменшення заборгованості за облігаціями, номінованими в іноземній валюті, що призвело до переважання погашень над новими випусками.

Водночас у 2021 р. нерезиденти купували облігації інших польських емітентів, передусім нефінансових компаній. Сальдо цих інвестицій становило 12 млрд злотих. Курсові різниці та інші зміни знизили зобов'язання за борговими цінними паперами на 24 млрд злотих. Вартість польських цінних паперів, котрими володіли іноземні портфельні інвестори, вже дорівнювала 187 млрд злотих, або 35,1 % загального обсягу портфельних інвестицій нерезидентів. Більшість із них (123 млрд злотих) становили акції, зареєстровані на ВФБ. Значну частину цієї позиції (62 млрд злотих) займали паї польських інвестиційних фондів. На збільшення вартості портфеля іноземних інвесторів вплинули інші позитивні зміни, насамперед в оцінці (22 млрд злотих). Сальдо операцій нерезидентів також було додатним і дорівнювало 3 млрд злотих (табл. 2) [24].

Динаміка структури інвестиційного портфеля Республіки Польща,
млрд злотих

Показники	2017	2018	2019	2020	2021
Портфельні інвестиції (пасив)	658	641	587	560	534
Пайові цінні папери	200	193	179	161	187
Боргові цінні папери	458	448	408	399	347
Довготермінові боргові папери	458	448	408	398	347
Інструменти грошового ринку	0	0	0	1	0

Складено за: [24].

Спираючись на дані табл. 2, можна підбити певні підсумки: протягом періоду 2017–2021 рр. серед портфельних іноземних інвестицій переважали довгострокові боргові цінні папери, з яких 79,4 % вартості всіх облігацій у портфелі нерезидентів мали облігації державного сектору. Пояснити популярність казначейських боргових зобов'язань серед іноземних інвесторів частково можна, ознайомившись зі стратегією інфраструктурного підрозділу BondSpot S.A.: місія BondSpot S.A. – надання конкурентоспроможних послуг з організації торгівлі борговими інструментами й деривативами, які відповідають потребам учасників ринку; бачення BondSpot S.A. – створення суб'єкта в рамках Групи ВФБ із провідною роллю в організації торгівлі борговими інструментами та похідними процентними ставками, а також у забезпеченні ефективної підтримки ринків боргових інструментів Групи з метою задоволення потреб емітентів, інвесторів і посередників трейдингу; основна мета – мінімізація витрат на обслуговування державного боргу шляхом підвищення ліквідності, прозорості та ефективності ринку казначейських цінних паперів.

Все це відіграло істотну роль у залученні протягом останніх років у економіку Польщі довгострокових портфельних інвестицій, левову частку в яких становили саме казначейські боргові зобов'язання. Такий приклад розбудови та розвитку ринку капіталу в сусідній країні, як видається, показовий для нашої держави.

На підставі викладеного доходимо таких висновків. Належних передумов для залучення іноземних портфельних інвестицій в Україну не створено. Якщо нормативно-правова база загалом відповідає вимогам сьогодення, то два інших складники формування прийняттого середовища для іноземного портфельного інвестора відсутні. Проаналізувавши, як саме відбувається управління польським ринком капіталу, та порівнявши з тим, що є на сьогодні в нашій країні, вважаємо, що в обох державах хоч і схожа система управління ринком капіталу, бо здійснюється двома головними гравцями (в Україні – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку і Національний депозитарій), але акцент на діяльності в них дещо різний. В Україні здебільшого наглядають за ринком і регулюють, тоді як у Польщі ще й формують професійну діяльність учасників ринку.

Особливо це помітно при порівнянні акціонерів Національного депозитарія України (табл. 3) та його польського відповідника, де третиною акцій

Акціонери Національного депозитарію України

Частка, %	Акціонери/учасники Національного депозитарію України
25,00	Держава Україна (управління здійснює НКЦПФР)
25,00	Національний банк України
24,99	ПАТ “Державний ощадний банк України”
10,94	КНПФ Національного банку України
9,99	АТ “Укрексімбанк”
Менше 5	Інші власники

Складено за: [25].

володіє чи не основний інфраструктурний гравець на національному фондовому ринку – Варшавська фондова біржа. Це відіграє не останню роль у тому, що KDPW діє як розрахункова палата в ролі центрального контрагента, здійснюючи вже тривалий час кліринг угод, укладених на регульованому, позабіржовому ринках та в альтернативних торгових системах, а також запуск клірингової системи забезпечення ліквідності. Хоча окремі зміни у професійній діяльності Національного депозитарію України вже відбуваються (наприклад, впроваджуються сучасні технології розрахунків [26]), але, на нашу думку, потрібно форсувати розширення спектра діяльності установи в напрямі більш практичної площини, подібно до польського KDPW.

Критичною є ситуація з інфраструктурою фондового ринку. Хоч українські науковці давно досліджують ці проблеми та шляхи їх вирішення на основі досвіду Польщі (наприклад, О. М. Іваницька [2]), ринок цінних паперів України є одним із найслабших у Східноєвропейському регіоні. І саме тепер є нагальна необхідність та можливість за прикладом і допомогою сусідньої країни створити подібну інфраструктуру, котра б охопила якомога ширший спектр як інструментів (акції, облігації тощо), так і ринків (регульований, позабіржовий, альтернативний). Бо саме завдяки моделі фондового ринку Польщі протягом останніх років забезпечується залучення довгострокових портфельних іноземних інвестицій в економіку. Тож практично маємо алгоритм послідовних дій для розбудови інфраструктури ринку цінних паперів в Україні.

Зауважимо, однак, що перші кроки стосовно співпраці між Україною і Польщею саме по лінії казначейських облігацій вже зроблено: 29 грудня 2022 р. відбулося підписання договору про співпрацю між національними депозитаріями [27]. Це дасть можливість здійснювати розміщення українських облігацій на європейському ринку, а отже, сприятиме залученню капіталу та створенню шляхів збільшення припливу іноземних інвестицій в Україну.

Список використаних джерел

1. Prewysz-Kwinto P. Catalysts - rynek obligacji GPW w 2,5 roku od otwarcia. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H: Oeconomia*. 2012. No. 46/4. S. 699–709. URL: https://bazhum.muzhp.pl/media//files/Annales_Universitatis_Mariae_Curie_Sklodowska_Sectio_H_Oeconomia/Annales_Universitatis_Mariae_Curie_Sklodowska

Sectio_H_Oeconomia-r2012-t46-n4/Annales_Universitatis_Mariae_Curie_Sklodowska_Sectio_H_Oeconomia-r2012-t46-n4-s699-709/Annales_Universitatis_Mariae_Curie_Sklodowska_Sectio_H_Oeconomia-r2012-t46-n4-s699-709.pdf.

2. Іваницька О. М. Системні дії держави щодо входження на європейський біржовий ринок цінних паперів: досвід Польщі. *Науковий вісник Державної академії статистики, обліку та аудиту*. 2007. № 2. С. 80–86.

3. Humanicki M., Olszewski K. Trzy dekady wzrostu inwestycji na świecie. *Observator finansowy.pl*. 2011. June 3. URL: <https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/makroekonomia/trendy-gospodarcze/trzy-dekady-wzrostu-inwestycji-na-swiecie/>.

4. Gomółka K., Kasperska E., Kraciuk J., Wojtaszek M. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne. Warszawa: Wydawnictwo SGGW, 2020. 139 s. URL: <https://www.ieif.sggw.pl/wp-content/uploads/2020/07/pop2-KasperskaE-Bezposrednie-inwestycje-zagraniczne.pdf>.

5. Єфименко Т. І. Фіскальна та монетарна безпека національної економіки; ДННУ “Академія фінансового управління”, Київ, 2016. 447 с. URL: https://afu.kiev.ua/getfile.php?page_id=456&num=2.

6. Замковий О. І. Портфельні теорії інвестування: Методичні рекомендації для самостійної підготовки до практичних занять з дисципліни магістрів спеціальності 072 “Фінанси, банківська справа та страхування”. Дніпро: Національний технічний університет “Дніпровська політехніка”, 2020. 70 с.

7. Weresa M. A. Skutki inwestycji zagranicznych dla gospodarki kraju przyjmującego doświadczenia polski. *Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce*. Warszawa: CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa: BRE Bank SA, 2002. S. 7–42. URL: http://www.case-research.eu/upload/publikacja_plik/bre62_2.pdf.

8. Ptaszyńska B. Inwestycje zagraniczne czynnikiem wzrostu gospodarczego w Polsce. *Wiadomości Statystyczne. The Polish Statistician*. 2015. Iss. 2. S. 27–41. URL: <http://cejsh.icm.edu.pl/cejsh/element/bwmeta1.element.ekon-element-000171333407>.

9. Consolidated versions of the Treaty on European Union (Lisbon, 2007, December 13). URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A12016ME%2FTXT>.

10. Minister Finansów o potencjale polskiego rynku kapitałowego w Londynie / Ministerstwo Finansów. 2023. March 16. URL: <https://www.gov.pl/web/finanse/minister-finansow-o-potencjale-polskiego-rynku-kapitalowego-w-londynie>.

11. Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. URL: <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=-WDU19910350155>.

12. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. URL: <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20230000646>.

13. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. URL: <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20210001983>.

14. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. URL: <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20230000188>.

15. Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym. URL: <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20230000753>.

16. Komisja nadzoru finansowego. URL: https://www.knf.gov.pl/o_nas/komisja.

17. Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. URL: <https://www.kdpwccp.pl/pl/grupa-kdpw.html>.

18. KDPW receives the licence under CSDR / ECSDA. URL: <https://ecsd.eu/archives/12886>.

19. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. URL: <https://www.gpw.pl/o-spolce>.

20. Polska nadal atrakcyjna dla inwestorów zagranicznych. *Dziennik Gazeta Prawna*. 2022. May 30. URL: <https://finanse.gazetaprawna.pl/artykuly/8428714,polska-nadal-atrakcyjna-dla-inwestorow-zagranicznych.html>.
21. Gielda Papierów Wartościowych. URL: <https://www.gpw.pl/>.
22. Rynek NewConnect. URL: <https://newconnect.pl/o-rynku>.
23. BondSpot S.A. URL: <https://www.bondspot.pl>.
24. Międzynarodową pozycję inwestycyjną Polski w 2021 roku / Narodowy Bank Polski. 2022. URL: <https://orka.sejm.gov.pl/Druki9ka.nsf/0/28B5955D831D193EC12588E10036F1ED/%24File/2708.pdf>.
25. Впровадження сучасних технологій: Нова послуга НДУ із забезпечення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів / Національний депозитарій України. 2023. URL: https://www.csd.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=12098%3A2023-05-29-13-50-49&catid=51%3Ahot-news&Itemid=18&lang=ua.
26. Про НДУ. Загальна інформація / Національний депозитарій України. URL: https://www.csd.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=77&Itemid=27&lang=ua.
27. НДУ побудував лінк з Центральним депозитарієм Польщі / Національний депозитарій України. 2022. URL: https://www.csd.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=12073%3A2022-12-29-14-01-57&catid=51%3Ahot-news&Itemid=-18&lang=ua.

References

1. Prewysz-Kwinto, P. (2012). Catalysts - rynek obligacji GPW w 2,5 roku od otwarcia. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H: Oeconomia*, 46/4, 699–709. Retrieved from https://bazhum.muzhp.pl/media//files/Annales_Universitatis_Mariae_Curie_Sklodowska_Sectio_H_Oeconomia/Annales_Universitatis_Mariae_Curie_Sklodowska_Sectio_H_Oeconomia-r2012-t46-n4/Annales_Universitatis_Mariae_Curie_Sklodowska_Sectio_H_Oeconomia-r2012-t46-n4-s699-709/Annales_Universitatis_Mariae_Curie_Sklodowska_Sectio_H_Oeconomia-r2012-t46-n4-s699-709.pdf.
2. Ivanytska, O. M. (2007). Systemic actions of the state regarding entry into the European stock market of securities: the experience of Poland. *Scientific Bulletin of National Academy of Statistics, Accounting and Audit*, 2, 80–86 [in Ukrainian].
3. Humanicki, M., & Olszewski, K. (2011, June 3). Trzy dekady wzrostu inwestycji na świecie. *Observator finansowy.pl*. Retrieved from <https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/makroekonomia/trendy-gospodarcze/trzy-dekady-wzrostu-inwestycji-na-swiecie/>.
4. Gomółka, K., Kacperska, E., Kraciuk, J., & Wojtaszek, M. (2020). *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne*. Warszawa: Wydawnictwo SGGW. Retrieved from <https://www.ieif.sggw.pl/wp-content/uploads/2020/07/pop2-KacperskaE-Bezposrednie-inwestycje-zagraniczne.pdf>.
5. Iefymenko, T. (2016). *Fiscal and Monetary Security of National Economy*. Kyiv: SESE “The Academy of Financial Management”. Retrieved from https://afu.kiev.ua/getfile.php?page_id=456&num=2 [in Ukrainian].
6. Zamkovyi, O. I. (2020). *Portfolio investment theories: methodological recommendations for independent preparation for practical classes in the master's discipline of specialty 072 “Finance, banking and insurance”*. Dnipro: National Technical University “Dnipro Polytechnic” [in Ukrainian].
7. Weresa, M. A. (2002). Skutki inwestycji zagranicznych dla gospodarki kraju przyjmującego doswiadczenia polski. In *Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce*, S. 7–42. Warszawa: CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa: BRE Bank SA. Retrieved from http://www.case-research.eu/upload/publikacja_plik/bre62_2.pdf.

8. Ptaszyńska, B. (2015). Inwestycje zagraniczne czynnikiem wzrostu gospodarczego w Polsce. *Wiadomości Statystyczne. The Polish Statistician*, 2, 27–41. Retrieved from <http://cejsh.icm.edu.pl/cejsh/element/bwmeta1.element.ekon-element-000171333407>.
9. Consolidated versions of the Treaty on European Union (2007, December 13). Retrieved from <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%-3A12016ME%2FTXT>.
10. Ministerstwo Finansów. (2023, March 16). *Minister Finansów o potencjale polskiego rynku kapitałowego w Londynie*. Retrieved from <https://www.gov.pl/web/finanse/minister-finansow-o-potencjale-polskiego-ryнку-kapitałowego-w-londynie>.
11. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Ustawa) (1991, March 22). Retrieved from <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU19910350155>.
12. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi (2005, July 29). Retrieved from <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20230000646>.
13. Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (2005, July 29). Retrieved from <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20210001983>.
14. Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (2005, July 29). Retrieved from <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20230000188>.
15. Ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym (2006, July 21). Retrieved from <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20230000753>.
16. Komisja nadzoru finansowego. (n. d.). Retrieved from https://www.knf.gov.pl/o_nas/komisja.
17. Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. (n. d.). Retrieved from <https://www.kdpwccp.pl/pl/grupa-kdpw.html>.
18. ECSDA. (n. d.). *KDPW receives the licence under CSDR*. Retrieved from <https://ecsda.eu/archives/12886>.
19. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (n. d.). Retrieved from <https://www.gpw.pl/o-spolce>.
20. Polska nadal atrakcyjna dla inwestorów zagranicznych. (2022, May 30). *Dziennik Gazeta Prawna*. Retrieved from <https://finanse.gazetaprawna.pl/artykuly/8428714,polska-nadal-atrakcyjna-dla-inwestorow-zagranicznych.html>.
21. Giełda Papierów Wartościowych. (n. d.). Retrieved from <https://www.gpw.pl/>.
22. Rynek NewConnect. (n. d.). Retrieved from <https://newconnect.pl/o-rynku>.
23. BondSpot S.A. (n. d.). Retrieved from <https://www.bondspot.pl>.
24. Narodowy Bank Polski. (2022). *Międzynarodową pozycję inwestycyjną Polski w 2021 roku*. Retrieved from <https://orka.sejm.gov.pl/Druki9ka.nsf/0/28B5955D831D193EC12588E10036F1ED/%24File/2708.pdf>.
25. National depository of Ukraine. (2023). *Implementation of modern technologies: New service of NSU to ensure settlement of securities transactions*. Retrieved from https://www.csd.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=12098%3A2023-05-29-13-50-49&catid=51%3Ahot-news&Itemid=18&lang=ua [in Ukrainian].
26. National depository of Ukraine. (n. d.). *About NDU. General information*. Retrieved from https://www.csd.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=77&Itemid=27&lang=ua [in Ukrainian].
27. National depository of Ukraine. (2022). *NDU built a link with the Central Depository of Poland*. Retrieved from https://www.csd.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=12073%3A2022-12-29-14-01-57&catid=51%3Ahot-news-&Itemid=18&lang=ua.