

Є. В. Редзюк

УГОДА ПРО АСОЦІАЦІЮ МІЖ УКРАЇНОЮ ТА ЄВРОПЕЙСЬКИМ СОЮЗОМ І ПІДПИСАННЯ ДИРЕКТИВ ЄС: МОЖЛИВІ РИЗИКИ ДЛЯ ВІТЧИЗНЯНОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

У статті зазначено, що регулювання ринку цінних паперів країнами ЄС спрямоване на гармонійний і транспарентний розвиток фінансових інструментів як у межах національних ринків, так і з урахуванням можливості їх виходу на міжнародні фінансові ринки. Положення Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом і директив ЄС передбачають більшу взаємну відкритість між країнами Євросоюзу й Україною у фінансово-інвестиційній співпраці, а також вільний доступ капіталу (без обмежень, деформуючих податків і вилучень) та водночас здійснення уніфікованого прямого й пруденційного нагляду, а також підпорядкування національним регуляторам фінансового й фондового ринків самих учасників фінансового ринку. Порівняно з фондовими ринками країн ЄС вітчизняний ринок цінних паперів є нерозвинутим, зарегульованим і неліквідним, тому є потреба в його розвитку та імплементації європейських законодавчих ініціатив. Разом із тим у ході досліджень виявлено, що по окремих пунктах угоди неможливо досягти системного й успішного розвитку у фінансово-інвестиційній сфері України без упровадження раціональних протекційних заходів. Крім того, інтеграція з країнами Євросоюзу вимагає глибших, докорінних реформ вітчизняного державного апарату управління, макроекономічного регулювання, правовідносин власності, антикорупційної політики. Тільки масштабне й повноцінне реформування уможливить прогресивне оновлення та ефективно, соціально відповідальну інтеграцію до країн ЄС із урахуванням національних інтересів.

Ключові слова: Угода про асоціацію між Україною та ЄС, директиви ЄС, ринок цінних паперів, фондовий ринок, фінансово-інвестиційна сфера.

Літ. 12.

Є. В. Редзюк

СОГЛАШЕНИЕ ОБ АССОЦИИИ МЕЖДУ УКРАИНОЙ И ЕВРОПЕЙСКИМ СОЮЗОМ И ПОДПИСАНИЕ ДИРЕКТИВ ЕС: ВОЗМОЖНЫЕ РИСКИ ДЛЯ ОТЕЧЕСТВЕННОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

В статье отмечено, что регулирование рынка ценных бумаг странами ЕС направлено на гармоничное и транспарентное развитие финансовых инструментов как в пределах национальных рынков, так и с учетом возможности их выхода на международные финансовые рынки. Положения Соглашения об ассоциации между Украиной и Европейским Союзом и директив ЕС предусматривают большую взаимную открытость между странами Евросоюза и Украиной в финансово-инвестиционном сотрудничестве, а также свободный доступ капитала (без ограничений, деформирующих налогов и изъятий) и в то же время осуществление унифицированного прямого и пруденциального надзора, а также подчинение национальным регуляторам финансового и фондового рынков самих участников финансового рынка. По сравнению с фондовыми рынками стран ЕС отечественный рынок ценных бумаг является неразвитым, зарегулированным и неликвидным, поэтому есть необходимость в его развитии и имплементации европейских законодательных инициатив. Вместе с тем в ходе исследований выявлено, что по некоторым пунктам соглашения невозможно достичь системного и успешного развития в финансово-инвестиционной сфере Украины без внедрения рациональных протекционных мер. Кроме того, интеграция со странами Евросоюза требует более глубоких, коренных

© Редзюк Є. В., 2015

реформ отечественного государственного аппарата управления, макроэкономического регулирования, правоотношений собственности, антикоррупционной политики. Только масштабное и полноценное реформирование сделает возможными прогрессивные обновления и эффективную, социально ответственную интеграцию в ЕС с учетом национальных интересов.

Ключевые слова: Соглашение об ассоциации между Украиной и ЕС, директивы ЕС, рынок ценных бумаг, фондовый рынок, финансово-инвестиционная сфера.

Yevhenii Redziuk

THE UKRAINE – EUROPEAN UNION ASSOCIATION AGREEMENT AND SIGNING THE EU DIRECTIVES: POSSIBLE RISKS FOR THE DOMESTIC SECURITIES MARKET

Securities market regulation of the EU countries aims at harmonious and transparent development of financial instruments, both within national markets in the EU and with the further orientation towards their access to international financial markets. Particular provisions of the Ukraine-EU Association Agreement are aimed at increasing convergence between countries in financial and investment cooperation, as well as free access to capital without restrictions, distorting taxes and exemptions. That process requires implementation of unified direct and prudential supervision and the subordination of market participants to national regulators of financial and stock market. Ukrainian stock market is underdeveloped, essentially overregulated and illiquid compared to stock markets in the EU. Therefore, there is a need for its further development and implementation of legislative initiatives in the EU. At the same time, the author has identified some items of the Agreement impossible to be implemented without introduction of rational protective measures to achieve successful development in financial and investment sector in Ukraine. In addition, integration with the EU requires deeper and more fundamental reforms of the domestic State apparatus, macroeconomic regulation, legal ownership, anti-corruption policy. Only a large-scale and full reform will give progressive updates and the ability to integrate into the EU effectively, socially responsible, and without losses of national interests.

Keywords: The Ukraine-EU Association Agreement, the EU directives, securities market, stock market, financial and investment sphere.

JEL classification: F36, G10, G15, G28.

Україна обрала чіткий курс на євроінтеграцію та у зв'язку з цим узяла на себе зобов'язання законодавчо, регулятивно й адміністративно реформувати власну економіку за принципами та правилами Євросоюзу. Ринок фінансових послуг, у т. ч. ринок цінних паперів, відіграє важливу роль у економіці країн ЄС, тому правильно обраний механізм трансформації сфери фінансів і регулювання ринку цінних паперів України має істотний вплив на повноцінну інтеграцію до європейських структур. У цьому контексті дослідження впливу Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом, а також директив ЄС на вітчизняний ринок цінних паперів є актуальним і необхідним для реформування цього ринку в оптимальний спосіб.

Інтеграцію економіки України до світогосподарських процесів та до ЄС досліджували такі вчені, як О. Г. Білорус, Т. П. Богдан, В. М. Геєць, Є. О. Жук, О. В. Плотніков, О. О. Сльозко, А. В. Федоренко [1–7] та ін. Але Угоду про асоціацію між Україною та Європейським Союзом і директиви ЄС, що впливають на вітчизняний ринок цінних паперів, ані українські, ані закордонні вчені детально не досліджували.

Метою статті є виявлення особливостей положень Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом і директив ЄС, що регулюють ринок цінних паперів; проведення оцінки впровадження цих документів із урахуванням нагальних проблем України та розроблення рекомендацій щодо використання переваг і нових можливостей Угоди та зменшення пов'язаних із нею ризиків.

Загальні критерії, принципи й підходи в регулюванні ринку цінних паперів країнами ЄС орієнтовані на гармонійний і транспарентний розвиток фінансових інструментів як у межах національних ринків, так і з урахуванням можливості їх виходу на міжнародні фінансові ринки. Конкретних вимог і зобов'язань країни між собою не несуть одна перед іншою. Слід зазначити, що директиви ЄС не передбачають жорсткої субординації для країн-членів, вони спрямовані на досягнення більшої відкритості, тіснішої фінансово-інвестиційної співпраці, а також забезпечення вільного доступу капіталу, без обмежень, деформуючих податків і вилучень. При цьому від самих учасників фінансового ринку вимагається здійснення уніфікованого прямого й пруденційного нагляду та підпорядкування національним регуляторам фінансового й фондового ринків.

Угода про асоціацію з ЄС виступає стратегічним орієнтиром для більшої частини розвинутих економік співтовариства та націлена на правові рішення, закріплені в його директивах, що регулюють діяльність на фінансових ринках країн-членів.

Нормотворча діяльність європейського законодавства в галузі фінансового ринку має вже більш ніж 30-річну історію. Першим епохальним актом стала Директива 85/611/ЄС Ради ЄС “Про координацію законів та інших нормативних актів, які регулюють утворення колективного інвестування в цінні папери, що перебувають у обігу” від 20 грудня 1985 р., на основі котрої сьогодні діють ринкові схеми колективного інвестування в усіх країнах ЄС (аналогі відкритих та інтервальних фондів в Україні). Утім, на території Євросоюзу такі фонди не можуть бути інструментом для прямого інвестування та залучення кваліфікованих інвесторів. Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради “Про ринки фінансових інструментів” від 21 квітня 2004 р. покликана впорядкувати процедуру та умови випуску фінансових інструментів, обмежених у обігу. Згідно з нею до фінансових інструментів належать:

- цінні папери, що підлягають обігу;
- інструменти грошового ринку;
- цінні папери інститутів спільного інвестування;
- опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти стосовно цінних паперів, валюти, процентних ставок, ставок доходності або фінансових індексів чи фінансових показників, розрахунки за якими може бути здійснено шляхом поставки чи грошима;

— опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти щодо товарів, розрахунки за котрими повинні бути проведені грошима або можуть бути здійснені грошима, на вибір однієї зі сторін (не вдаючись до дефолту чи інших заходів припинення діяльності);

— опціони, ф'ючерси, свопи та будь-які інші деривативні контракти стосовно товарів, розрахунки за якими може бути проведено шляхом поставки за умови, що вони перебувають у обігу на регульованому ринку та/або в рамках багатосторонніх торговельних засобів (БТЗ);

— опціони, ф'ючерси, свопи форвардні та будь-які деривативні контракти стосовно товарів, розрахунки за якими може бути здійснено шляхом поставки, якщо інше не зазначено та якщо вони не для комерційних цілей, мають характерні ознаки інших похідних фінансових інструментів, зважаючи, між іншим, на те, чи кліринг здійснено через визнані клірингові установи, чи він є предметом маржинальних розрахунків;

— деривативні інструменти для передачі кредитного ризику;

— фінансові контракти щодо різниці;

— опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти, пов'язані зі змінами клімату, оплатою фрахту, знижками на емісію, рівнем інфляції або будь-якими іншими офіційними економічними статистичними даними, розрахунки щодо котрих повинні бути проведені грошима або можуть бути здійснені грошима, на вибір однієї зі сторін (не вдаючись до дефолту чи інших заходів припинення діяльності), а також інші контракти стосовно деривативів, пов'язаних із активами, правами, зобов'язаннями, індексами й заходами, не вказаними в цій секції, що мають характерні ознаки інших деривативів, фінансових інструментів, зважаючи, між іншим, на те, чи вони перебувають у обігу на регульованому ринку або БТЗ, кліринг здійснюється через визнані клірингові установи або є предметом маржинальних розрахунків [8].

Функції фінансового регулятора в країнах ЄС (у наднаціональному масштабі) покладені на профільні комітети Ради ЄС з економіки й соціальних питань та Комітет з європейських цінних паперів (European Securities Committee). Європейський центральний банк (ЄЦБ) у цьому випадку виступає тільки в ролі додаткового координуючого органу. Повноцінний фінансовий регулятор на рівні ЄС на сьогоднішній день фактично відсутній, оскільки потреба у створенні аналога ЄЦБ для ринків фінансових інструментів і послуг, не пов'язаних із банківським сектором, не очевидна. Його відсутність компенсується діяльністю згаданого вище комітету та комісій з бірж і цінних паперів у кожній країні — члені ЄС, що тісно співпрацюють між собою.

Головним завданням європейських законодавчих органів і профільних комітетів є узагальнення позитивного досвіду національних правових систем (як у рамках ЄС, так і за його межами), вироблення рамкових правових

механізмів регулювання основних сегментів ринку (в даному випадку — фінансових ринків) та сприяння їх упровадженню на національному рівні. Активна робота також проводиться на рівні Європейського комітету фінансових регуляторів (European Securities Regulators Committee, ESRC), зокрема з адаптації національних законодавств до директив ЄС.

Характерними рисами сучасного європейського фінансового ринку є:

- 1) наявність інституту взаємного визнання учасників (інвесторів) ринку в країнах, що приєднуються до директив ЄС;
- 2) відкритий характер правових норм, тобто можливість детального формування правил і вимог на рівні національного законодавства;
- 3) порівняно високий рівень інтеграції фінансових інститутів країн — членів ЄС, розвиток відносин між ними та на рівні наднаціональних утворень у рамках Євросоюзу;
- 4) формування новітніх, максимально універсальних рішень і механізмів правового регулювання відкритого фондового ринку, ринку колективних інвестицій та проектного фінансування;
- 5) високий рівень розвитку компенсаційних механізмів (підвалини закладаються на рівні директив; конкретні рішення (фонди) реалізуються на рівні країн-членів);
- 6) вільний режим руху капіталів у межах ЄС (основна риса економіки ЄС) [4].

Наведені характеристики обумовлюють нові виклики для вітчизняного фінансового ринку загалом та ринку цінних паперів зокрема.

Враховуючи те, що Україна є державою, яка динамічно розвивається, але не має достатнього обсягу ресурсів, у т. ч. фінансових, імпорту капіталу є необхідною передумовою якісного й системного зростання її економіки. У цьому контексті підписання Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом (далі — Угода про асоціацію) та впровадження в державі директив ЄС можна оцінити як позитивний і прогресивний крок на шляху до залучення капіталу на вітчизняний ринок фінансових послуг, зокрема на фондовий ринок. До того ж це наблизить Україну до європейських і світових стандартів у сфері фінансових послуг, принесе новий досвід, нові інструменти й підходи до управління фінансовим капіталом, дасть змогу привести вітчизняне законодавство у відповідність із європейськими вимогами, встановити чіткі орієнтири, критерії та принципи для більш цивілізованого розвитку місцевим учасникам ринку фінансових послуг та державному регулятору — Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР).

Разом із тим необхідно назвати загальні ризики, які можуть проявитися при впровадженні положень Угоди про асоціацію та директив ЄС. До речі, навіть фінансово потужніші за Україну держави при підписанні подібної угоди враховували можливі ризики та намагалися захистити себе від швидкого

припливу й відпливу фінансового капіталу, включивши у свої угоди відповідні доповнення та обмеження.

На нашу думку, на нинішньому етапі Україні варто налаштуватися передусім на залучення дешевого фінансового капіталу із країн ЄС у реальний сектор економіки, а вже потім, коли національна економіка зміцниться та з'явиться достатня кількість конкурентоспроможних корпоративних структур, що потребуватимуть додаткового інвестування, на його базі доцільно поступово відкривати вітчизняний ринок фінансових послуг для капіталу нерезидентів.

На фондовому ринку України обсяг торгів акціями становить 15–50 млн грн на добу. Для порівняння: на Варшавській фондовій біржі — 250–300 млн дол., на Нью-Йоркській фондовій біржі — 200–250 млрд дол. США [9–11]. Нерозвиненість вітчизняного фондового ринку, обмежена кількість цінних паперів у обігу на ньому та їхня низька інвестиційна якість за наявності реальних ліквідних активів за цими паперами, які аналогічні російським, польським, європейським підприємствам, може призвести до введення на цей ринок спекулятивних, “гарячих” грошових коштів із метою швидко в разі підвищити вартість цінних паперів, щоб потім, коли у фондовий ринок України повірять, що він зростає і справді є ліквідним, та інвестують кошти (спочатку іноземні корпоративні інвестори, за ними приватні іноземні інвестори, потім вітчизняні фінансові компанії, а за ними громадяни України), швидко вивести ці кошти з країни. Така схема була реалізована в Південній Кореї (1997 р.), Таїланді (1998 р.), Китаї (2008 р.), а також в Україні (2008–2009 рр.) — тоді 85–90 % коштів нерезидентів становили основні інвестиції у вітчизняний фондовий ринок, котрі вони вивели за перших ознак нестабільності української економіки, що істотно посилило кризові явища у фінансово-промисловому секторі та будівельній галузі. Скорочення національного ринку цінних паперів у 2008 р. сягнуло 74 % і було найбільшим у світі.

Для того щоб зменшити ймовірність настання повторної фінансово-економічної кризи, треба готувати радикальне поліпшення інвестиційного клімату під іноземні фінансові ресурси та якісні активи для приватизації. При цьому вважаємо за доцільне розподілити акції серед іноземних інвесторів, які отримуватимуть їх за гроші, міноритарних акціонерів (на основі привабливої й прозорої підписки) та державних пенсійно-інвестиційних фондів України, створених на кшталт європейських. За такого підходу іноземні фінансові ресурси підвищуватимуть капіталізацію вітчизняного фондового ринку. Утім, зазначене можливе лише за умови якісної підготовки таких підприємств до приватизації за міжнародними стандартами та наявності відповідних стимулів для інвесторів (гарантії виплати дивідендів, можливості отримання опціонів на акції, обумовлені низькі ставки оподаткування доходу інвестора тощо).

Інвестування за принципом “зеленого поля” (вкладення коштів у створення нового підприємства, коли навіть виробничі приміщення зводяться з нуля) є корисним у разі врахування екологічної й безпекової складових для реального сектору економіки та якісного зростання ВВП, проте додатковій капіталізації фондового ринку України не сприятиме, тому що передбачає прямі іноземні інвестиції переважно транснаціональних корпорацій (прикладом, “Nestle”, “Bonduelle”, “BP”) та середніх компаній-нерезидентів. Вони залучають кошти на провідних світових біржах із мінімальними комісіями, процентами й лояльними строками їх погашення, тому ці інвестори не зацікавлені в розвитку вітчизняного фондового ринку. Зокрема, компанії “Кока-Кола-Бeverідж”, “ПепсіКо”, “Макдональдс”, “Чумак” працюють в Україні протягом 5—20 років і за цей час не виявили жодного інтересу до співпраці або участі на її фондовому ринку. Між тим майже всі вони активно торгуються на фондових біржах своїх країн.

Державна політика на вітчизняному облігаційному ринку є недостатньо конструктивною та стратегічно виваженою. Це проявляється в тому, що:

- державні облігації на первинному ринку продаються переважно окремим крупним банкам, ліквідність і насиченість ринку потребують істотного підвищення;

- різнострокові державні облігації як інструмент ліквідності для корпоративного сектору та приватних осіб на фондовій біржі України здебільшого не поширені та комерційно не цікаві для юридичних і фізичних осіб (фізичним особам заборонено купувати українські євробонди, крім того, банківські депозити дають більший процентний дохід за порівняно однокового рівня ризику, якщо розмішати депозит до 200 тис. грн у державних банках);

- муніципальні облігації не поширені, не відповідальні, обласні й міські ради не стимулюють інвестування та розроблення бізнес-планів належним чином, при цьому є випадки дефолтів; окрім того, такі облігації не обертаються на фондових біржах;

- корпоративні облігації несуть у собі значні ризики непогашення, відповідальності за що емітенти майже не несуть; часто їх називають сміттєвими цінними паперами, оскільки вони виконують роль фіктивного капіталу в наповненні статутів афілійованих між собою компаній, або задіяні в інших операціях, пов’язаних із оптимізацією ухилень від оподаткування.

Тому облігаційний ринок загалом станом на перше півріччя 2014 р. не може бути системно привабливим навіть для спекулятивного іноземного капіталу та має підвищені ризики.

З підписанням Угоди про асоціацію Україна зобов’язана вжити конкретних заходів щодо імплементації основних положень, що діють у країнах ЄС. При цьому не зрозуміло, яким чином виконуватиметься низка вимог цих положень. Так, у ст. 127 Угоди про асоціацію зазначено: “кожна Сторона

зобов'язується докласти необхідних зусиль для забезпечення впровадження міжнародних стандартів регулювання та нагляду в сфері фінансових послуг та для боротьби з ухиленням від сплати податків на всій її території". Утім, обіг цінних паперів на вітчизняному ринку фінансових послуг безпосередньо пов'язаний із ухиленням від сплати податків та з оптимізацією оподаткування, й НКЦПФР мало що вдалося зробити для поліпшення ситуації.

Ст. 387 Угоди про асоціацію передбачено захист прав акціонерів і кредиторів. Але при імплементації цієї статті варто враховувати істотні ризики, пов'язані з корупцією в державних органах влади, особливо в судах. Тільки за умови справжньої боротьби з корупцією Україна зможе реально наблизитися до європейських стандартів і вимог, побудувати ефективний інститут власності й повноцінно захищати права кредиторів та інвесторів. У даному контексті першочерговими завданнями є: очищення судів і правоохоронних органів від непорядних посадовців; запровадження соціальних ліфтів для порядних чиновників і молоді; заборона працювати на державних посадах сім'ями та кланами; скорочення апарату державних чиновників, правоохоронців і суддів за рахунок впровадження електронно-інформаційних систем моніторингу, пруденційного контролю й інформування; підвищення заробітних плат із контролем рівня доходу та видатків чиновників; проведення відкритих конкурсних відборів на посаду, а також зосередження зусиль чиновників на розвитку нових підприємств і створенні робочих місць. Без таких реформ українська економіка якісно не зміниться та буде вимушена відшкодовувати збитки іноземним інвесторам із бюджету, а останні з часом дедалі більше залучатимуться до корупційних схем.

Ст. 145 Угоди про асоціацію передбачено забезпечення вільного руху капіталу, надання фінансових позик, здійснення портфельних інвестицій для інвесторів із другої сторони угоди. При імплементації цієї статті існує ризик того, що афілійовані компанії надаватимуть одна одній фінансові кредити або купуватимуть облігації афілійованої компанії для оптимізації та ухилення від оподаткування. На рівні держави крупні інвестори-нерезиденти за відповідних умов можуть синхронно вивести велику кількість фінансових ресурсів одночасно, що призведе до значного падіння вітчизняних валютного, фондового й кредитного ринків. Для запобігання таким діям необхідно запровадити системне, всеохоплююче регулювання фінансових потоків.

На нашу думку, успішне приєднання вітчизняного ринку цінних паперів до світових фінансово-інвестиційних процесів не можливе без лібералізації національного валютного законодавства в частині інвестування у фондові активи України. У цьому контексті Інструкція про порядок відкриття, використання і закриття рахунків у національній та іноземній валютах, затверджена постановою Правління Національного банку України від 12.11.2003 № 492, та Інструкція про міжбанківський переказ коштів в Україні в національній

валюти, затверджена постановою Правління Національного банку України від 16.08.2006 № 320, та інші законодавчі акти, що регулюють трансфер валют і їх обмін, не відповідають сучасним вимогам та стримують активність потенційних іноземних інвесторів. Законодавство в цій сфері треба реформувати згідно з міжнародними нормами, у т. ч. керуючись положеннями Угоди про асоціацію. На наш погляд, такий підхід можливо реалізувати, якщо НБУ істотно розширить контроль інвестиційних потоків і трансфертів капіталів — у межах всієї фінансової системи України. У нових умовах важливою метою регулюючих органів, у першу чергу НБУ, є встановлення балансу між забезпеченням динамічного розвитку інфраструктури вітчизняного фінансового ринку (включаючи певний протекціонізм і допомогу інфраструктурі) та виконанням завдань щодо захисту інтересів інвесторів і емітентів.

Для країн, де ринкові інститути тільки формуються, до котрих належить і Україна, особливе значення мають питання державної, фінансової й податкової дисципліни, а також контроль руху капіталу з метою недопущення мінімізації його оподаткування та вивезення в офшорні зони і світові фінансові центри. Оновлені функції НБУ та координація його діяльності з іншими регуляторами у фінансовій сфері дадуть змогу повноцінно, а не фрагментарно відстежувати ці процеси та оперативніше реагувати на кризи ліквідності та інші дестабілізуючі явища. Система захисту від неконтрольованого впливу капіталу за кордон, яка використовується НБУ, є недостатньо ефективною та пов'язана з численними тіньовими схемами оперативного виведення капіталу для потреб як фізичних осіб, так і корпоративного сектору.

Поряд із зазначеним для гармонійного входження ринку цінних паперів України в європейську фінансово-інвестиційну систему стратегічне значення мають такі заходи:

1) сприяння об'єднанню політичних сил і державних органів влади навколо довгострокової програми розвитку конкурентоспроможного фондового ринку України, в якій слід зазначити строки й методи реалізації реформ із детальним описом шляхів виведення корпоративних структур із тіньового сектору; передбачити впровадження моніторингу офшорного ціноутворення з відповідними штрафами, а також заходи, що унеможливлуватимуть виведення не через дивідендні виплати чистого прибутку підприємства, нормалізацію й автоматизацію відшкодування ПДВ та здійснення перевірок, прозору (за європейськими аналогами) процедуру лістингу для залучення коштів корпоративними структурами, котра запобігатиме невиконанню корпоративними утвореннями своїх боргових і емісійно-інвестиційних зобов'язань, тощо;

2) налагодження механізму реального забезпечення захисту прав власності;

3) поступова лібералізація валютного законодавства щодо інвестування у вітчизняний фондовий ринок (на нашу думку, це можливо в разі реорганізації НБУ в мегарегулятор, що відстежує всі фінансові потоки, у т. ч. на

ринку цінних паперів; упровадження валютних ф'ючерсів, а також встановлення окремого вільноконвертованого курсу (від офіційного курсу) на провідні валюти для обслуговування на ринку цінних паперів України);

4) створення в Україні єдиної багатофункціональної біржі, оскільки наявність десяти дрібних, відокремлених і неліквідних фондових бірж не сприяє залученню іноземних і вітчизняних інвесторів для вкладення коштів у вітчизняні цінні папери;

5) централізація, уніфікація та спрощення надання депозитарно-клірингових послуг із розрахунків на фондовій біржі;

6) забезпечення ліквідності наявних цінних паперів та сприяння розвитку нових інструментів фондового ринку України (потрібно змінити схему роботи маркет-мейкерів, брокерів і емітентів на цьому ринку, укрупнити їх та на цій основі зміцнити їх фінансово; крім того, емітентів варто стимулювати виплачувати дивіденди й підтримувати відповідний рівень котирувань власних акцій);

7) надання повноцінних прав міноритарним акціонерам (вважаємо за доцільне надати їм права голосувати за виплату дивідендів та отримувати їх, навіть коли мажоритарний акціонер голосує проти; захистити їхні права при проведенні додаткової емісії та при реоформленні акцій тощо);

8) усебічне сприяння виплаті дивідендів акціонерними товариствами в Україні (переважна більшість вітчизняних підприємств є або збитковими, або мають мінімальну прибутковість, що є неприйнятним для функціонування фондового ринку);

9) забезпечення регулярності й прозорості звітності акціонерних товариств (у звітності є помилки, списання, не зрозуміла для інвесторів інформація, що не пояснюється та не коментується акціонерним товариством; окрім того, для крупних емітентів було б корисним оприлюднення не лише квартальної, а й місячної звітності);

10) унеможливлення трансферного (офшорного) ціноутворення великими й середніми підприємствами України;

11) вилучення інструментів відмивання коштів за допомогою фондової біржі через механізм купівлі-продажу цінних паперів пайових недиверсифікованих венчурних закритих інвестиційних фондів, векселів, неліквідних облігацій і акцій тощо (з цією метою доцільно залучити фахівців фондового ринку, аудиторів, чиновників НКЦПФР для аналізу вартості активів, передбачивши їх преміювання в разі виявлення ознак невідповідності емітованих цінних паперів стану емітента) [7].

Директива 94/19/ЄС Європейського Парламенту та Ради “Щодо схем гарантування депозитів” від 30 травня 1994 р. (у ЄС відшкодовуються суми до 100 тис. євро) обумовлює імплементацію таких підходів в Україні. Проте Фонд гарантування вкладів має на своєму рахунку станом на 01.07.2014 8,074 млрд

грн [12], окрім того, за національним законодавством потребують відшкодування тільки банківські депозити до 200 тис. грн. З огляду на зазначене гарантувати безпечну діяльність в Україні як іноземним, так і вітчизняним інвесторам досить важко. При цьому, щоб наблизитися до стандартів ЄС, потрібно збільшити резерви для банків, інвестиційних фондів і фінансових компаній, що на сьогодні зробити неможливо через кризові явища в економіці, істотне зменшення кредитування фізичних і юридичних осіб, збиткову або на межі рентабельності діяльність інвестиційних фондів, антитерористичну операцію на Сході України, деструктивну економічну політику РФ стосовно України.

Зауважимо, що всі ці виклики не є причиною відмовитися від реформування фінансових ринків. Навпаки, рішучі дії при реформуванні по пунктах 1—11 запевнять іноземних інвесторів, що Україна реформується за принципами й стандартами Євросоюзу, й вони почнуть вкладати кошти в національну економіку, що значною мірою сприятиме її оздоровленню. Отже, до таких стандартів варто поступово й системно наблизитися, збільшуючи гарантії, але тільки після стабілізації фінансово-економічного стану нашої держави — прийняття зобов'язань фонду гарантування вкладів, як у країнах ЄС, тепер призведе до поглиблення кризових явищ та унеможливить їх гарантування повною мірою.

Директива 2009/110/ЄС “Про започаткування, здійснення та пруденційний нагляд за діяльністю установ, що працюють з електронними грошима, що вносить зміни до Директив 2005/60/ЄС та 2006/48/ЄС і припиняє дію Директиви 200/46/ЄС” від 16 вересня 2009 р. надає можливість емітувати електронні гроші не лише банкам, а й іншим фінансовим установам і компаніям, при цьому ліміти потрібно буде скасувати. Це може спричинити появу нових шахрайських схем і організацій. Із запровадженням нових електронних валют (типу “біткоїнів”), емісія яких не контролюється урядом, у більшості країн було введено захисні бар'єри, щоб запобігти їх вільному доступу до національних фінансових ринків. Україна має власний гіркий досвід активної діяльності шахрайських фінансово-інвестиційних організацій на її території протягом 1992—1997 рр., і повторення цього досвіду тільки з міжнародною пропискою допустити не можна. Необхідно внести відповідні зміни до національного законодавства щодо захисту від міжнародних фінансових пірамід, віртуальних і невідомих світових валют, міжнародних компаній із ознаками фіктивності. Треба створити оперативний контролінговий центр, котрий перешкоджатиме таким діям або стягуватиме з організатора піраміди чи компанії з явними ознаками фіктивності штрафи за ці дії, які вноситимуться на спеціальний рахунок НБУ чи Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (наприклад, 100 тис. євро за кожного нового інвестора). Такий підхід, можливо, не сприятиме цілковитій лібералізації, зате європейці зрозуміють, що в Україні захищають національні інтереси й чітко діє функція фінансової

безпеки. Водночас електронні платежі, електронну звітність, біржі обміну електронних валют необхідно впроваджувати та скасовувати обмеження для зростання української економіки.

Ст. 146 Угоди про асоціацію надає право не запроваджувати захисні заходи терміном до шести місяців, якщо є загроза монетарній або валютній політиці. Утім, деякі кризові явища в економіці тривають довше, отже, це несе певні ризики для макроекономічної стабільності в Україні. Інвестування в такі галузі, як іпотека, промислово-енергетичний, рекреаційний сектор, мають переважно довгостроковий характер, тому потребують більш стратегічно виваженого захисту інвестицій. Варто також згадати проблему житлового валютного кредитування фізичних осіб в Україні, що не розв'язується вже понад п'ять років. Враховуючи слабкість фінансового сектору національної економіки, недосконалість ринкових і конкурентних механізмів її регулювання, брак резервів НБУ, а також інтереси держави щодо стабілізації її фінансового й економічного стану, треба передбачити можливість застосування захисних заходів на термін, більший за шість місяців.

Директива 2006/49/ЄС Європейського Парламенту та Ради “Про започаткування та здійснення діяльності кредитних установ” від 14 червня 2006 р., а також Директива 98/26/ЄС Європейського Парламенту та Ради “Про незворотність розрахунків у платіжних системах та системах розрахунків по цінних паперах” від 19 травня 1998 р. піддають сумніву спроможність українських фінансових компаній, інвестиційних і пенсійних фондів реалізуватися на фінансовому ринку та конкурувати з відповідними європейськими структурами. Одним із варіантів виживання в таких умовах є акціонування вітчизняних фінансових компаній та компаній з управління активами з подальшим продажем частки пакетів їхніх акцій крупним європейським компаніям. Успішним прикладом такої співпраці є українська компанія “Драгон-Капітал”, часткою якої володіє великий інвестиційний банк США “J.P. Morgan”. Ще одним варіантом може бути обмеження присутності іноземного капіталу (іноземних банків і фінансових компаній) на території держави Антимонопольним комітетом України з міркувань економічно-фінансової безпеки.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків. Угода про асоціацію з Євросоюзом та директиви ЄС, що регулюють або безпосередньо впливають на ринок цінних паперів, узагальнюють позитивний досвід національних правових систем країн ЄС та сприяють його впровадженню в країнах-підписантах. Ці документи спрямовані на застосування вільного режиму руху капіталів у межах країн ЄС. Зазначене несе як можливості для динамічного розвитку економіки України, так і певні ризики, які потрібно врахувати й мінімізувати при підписанні цієї угоди. Тому є нагальна потреба у стратегічному реформуванні вітчизняного ринку цінних паперів та НБУ, при цьому треба не лише налаштуватися на фінансово-інвестиційні невідповідності, а й

більш структурно та радикально підійти до реформування державного апарату управління, макроекономічного регулювання, правовідносин власності, антикорупційної політики тощо. Такі заходи разом із раціональними протекційними обмеженнями надають можливість поступово й гармонійно увійти на ринок цінних паперів країн ЄС.

Список використаних джерел

1. Білорус О. Г. Глобальні стратегії Євросоюзу : монографія / О. Г. Білорус, Ю. М. Мацейко, І. І. Вітер ; ДВНЗ “Київ. нац. екон. ун-т ім. В Гетьмана” ; за наук. ред. О. Г. Білоруса. — К., 2009. — 528 с.
2. Богдан Т. П. Трансформація національної системи контролю руху капіталів в умовах реформування міжнародної фінансової архітектури / Т. П. Богдан // *Фінанси України*. — 2013. — № 7 (212). — С. 18—32.
3. Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку / за ред. В. М. Гейця ; НАН України, Ін-т екон. прогнозування. — К. : Фенікс, 2003. — 1008 с.
4. Жук Є. Зарубіжна практика регулювання фінансових ринків / Є. Жук // Інформаційно-аналітичний портал українського агентства фінансового розвитку “Україна фінансова” [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.ufin.com.ua/analit_mat/drn/020.htm.
5. Plotnikov O. Regional integration of Ukraine in the conditions of global economic crisis / O. Plotnikov // *Proceedings from the Third International Conference “Regional Cooperation and Economic Integration: Challenges and Opportunities”*, October 15th — 17th 2009, Skopje, Republic of Macedonia. — P. 31—42.
6. Сльозко О. О. Проблеми становлення фінансового ринку країн СНД : монографія / О. О. Сльозко. — К. : LAT&K, 2014. — 348 с.
7. Федоренко А. В. Шляхи інтеграції національного фондового ринку України в світові ринки капіталу / А. В. Федоренко // *Вісник Тернопільського національного економічного університету*. — 2009. — № 3. — С. 7—19.
8. Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради “Про ринки фінансових інструментів, що вносить зміни в Директиви Ради 85/611/ЄЕС і 93/6/ЄЕС та Директиву 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради і припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄЕС” від 21 квітня 2004 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/994_586.
9. Кудрявцева И. Польский рынок капитала / И. Кудрявцева // *Polskie radio*, 29.05.2014 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.radioporusski.pl/6/138/Artykul/172325>.
10. Statistics / World Federation of Exchanges [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.world-exchanges.org/statistics>.
11. Українська біржа — регулярно організований ринок цінних паперів і похідних фінансових інструментів [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ux.ua/>.
12. Статистика [станом на 01.07.2014] / Фонд гарантування вкладів фізичних осіб [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.fg.gov.ua/statistics>.