

УДК: 339.7; 339.9



---

**Є. В. Редзюк,**

*к.е.н., доцент, старший науковий співробітник сектора міжнародних фінансових досліджень  
ДУ «Інститут економіки та прогнозування» НАН України,  
вул. Панаса Мирного, 26, Київ, 01011, Україна  
redzyuk@gmail.com*

---

## СТАН І ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШОГО ФОРМУВАННЯ ОБ'ЄДНАНОГО РИНКУ КАПІТАЛУ У КРАЇНАХ ЄС

**Анотація.** Автором досліджено створення і функціонування об'єднаного ринку капіталу в країнах ЄС (Capital Market Union), виявлено диспропорції фінансового ринку ЄС з переважанням банківського сектора в його структурі, що негативно впливає на ліквідність ринку капіталів в ЄС і в цілому на формування об'єднаного ринку капіталів; з'ясовано умови формування об'єднаного ринку капіталу в ЄС та охарактеризовано провідні положення і директиви, що забезпечують функціонування об'єднаного ринку капіталу в країнах-членах ЄС.

**Ключові слова:** об'єднаний ринок капіталу ЄС, фінансовий ринок країн ЄС, європейська фінансова та інвестиційна інтеграція.

**Постановка проблеми.** Сучасний об'єднаний ринок капіталу в ЄС (Capital Market Union), що сформований за принципом верховенства права, інклюзивності інститутів та спрямованістю на системне покращення інфраструктури інвестиційно-фінансового ринку ЄС, є суттєвим фактором підвищення конкурентоспроможності бізнес-структур країн ЄС, які він забезпечує фінансовими ресурсами та інструментами. Крім того, масштабність, впливовість і конвергентність з іншими потужними міжнародними фінансовими центрами характеризує об'єднаний ринок капіталу в ЄС як провідний регіональний фінансовий центр у світі. Тому аналіз сучасного стану і перспективи формування об'єднаного ринку капіталу в ЄС є актуальним завданням, що дозволить осмислити євроінтеграційні процеси на фінансових ринках країн ЄС та долучитись до цих процесів Україні.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Стан і перспективи об'єднаного ринку капіталу в країнах ЄС досліджували як вітчизняні, так і зарубіжні вчені: О. Білорус, А. Гальчинський, Т. Качка, Ю. Кравченко, Я. Міркін, Т. Міхальова, В. Пищик, О. Рогач, Б. Руб-

цов, В. Сіденко, Дж. Сорос, А. Сотніков та ін. Результати досліджень вищезазначених авторів свідчать про зростання ролі глобальних фінансів в міжнародній економіці, зміщенні регулювання від національного до наднаціонального рівня, а також в асиметричному впливі глобальних фінансів на країни ЄС, що є суттєвим для подальших перспективних досліджень. При цьому відзначимо, що зміна економічних і фінансово-інвестиційних циклів у світі і в країнах Європи, поява нових підходів і методів регулювання об'єднаного ринку капіталу в країнах ЄС, сучасні виклики і можливості країн ЄС для вирішення проблем більш гармонійного формування об'єднаного ринку капіталу в ЄС обумовлюють подальші дослідження за цією тематикою.

**Мета статті** – дослідити специфіку становлення об'єднаного ринку капіталу в країнах ЄС (Capital Market Union), виявити сучасні особливості цього інтеграційного процесу та сформулювати пропозиції для більш гармонійної і ефективної євроінтеграції на рівні держав і підприємницьких структур.

**Виклад результатів дослідження.** Формування наднаціонального загальноєвропейського фінансового ринку є логічно вбудованим компонентом реалізованої поетапної інтеграції митного регулювання, вільного руху людей і капіталів в межах Європейського союзу. Започаткована вона була ще Римським договором, стратегією щодо створення Європейського економічного співтовариства (1957 р.), яка визначала довгострокову мету формування спільного ринку з вільним переміщенням чотирьох чинників – товарів, послуг, капіталу та осіб. Тому в подальшому реалізація цієї стратегії вплинула на зародження і поширення інвестиційно-економічної лібералізації в рамках ЄС, а також на впровадження валюти євро. В основі реалізації цих процесів була гармонізація національних правил і принципу взаємного визнання. Структуруванню і об'єднанню ринку капіталів в країнах ЄС сприяла також в 2000 р. Лісабонська стратегія Європейської ради, що затвердила спрямованість на підвищення конкурентоспроможності європейської економіки і включала досягнення до 2010 р. статусу найбільш динамічно зростаючої та конкурентоспроможної економіки, заснованої на знаннях; перехід до інноваційної моделі розвитку; досягнення стійкого зростання економіки з великою кількістю робочих місць для більш кваліфікованої робочої сили з більш високим ступенем соціального згуртування. В цьому контексті договір про функціонування ЄС забороняє обмеження на капіталопотоки між країнами-членами ЄС і на платежі між країнами-членами й третіми державами. Країни ЄС мають право використовувати захисні заходи у разі, якщо заподіяння або загроза заподіяння шкоди капіталопотоками, здійснюваними у взаємних рамках й у відносинах з третіми країнами, серйозно порушують функціонування економічного і валютного союзу ЄС. Вони можуть вживати заходи протидії порушенню національного законодавства та правил, що діють у сфері оподаткування та пруденційного нагляду з боку фінансових інститутів [1].

Створення єдиного загальноєвропейського ринку фінансових послуг є одним із сучасних завдань ЄС. Для цього на наднаціональному рівні приймаються єдині стандарти розкриття інформації при публічному розміщенні цінних паперів на території ЄС, а на спри-

яння взаємного визнання проспектів емісії націлена Директива № 2003/71/ЄС. Вона побудована за принципом загальної гармонізації, отже, незважаючи на статус, все ж максимально обмежує національне регулювання. Так, державам-членам ЄС заборонено встановлювати додаткові вимоги до вже закріплених у Директиві. Таким чином, вимоги до проспекту емісії гармонізовані на території всього ЄС, а проспект емісії, зареєстрований в країні, звідки походить емітент, визнають на території країн, що входять в ЄС. При публічному первинному розміщенні або публічній пропозиції цінних паперів, зареєстрованих на одній з фондових бірж ЄС, що відбувається на території будь-якої держави-члена ЄС, проспект емісії повинен бути поданий і зареєстрований в національному домені. Проспект емісії підлягає реєстрації, якщо емітент виконав певні загальноєвропейські стандарти щодо розкриття інформації. Директива спрощує процедуру взаємного визнання проспектів емісії, встановлює вимоги до змісту і форми проспекту, дозволяє емітентам посилатися в проспекті емісії на документи, подані національному регулятору, встановлює правила визначення країни походження емітента і визначення статусу кваліфікованих інвесторів, виходячи з обсягу інвестицій, власного капіталу, інвестиційної історії та / або організаційно-правової форми.

Із цією Директивою тісно пов'язана Директива про прозорість 2004/109/ЄС, яка регулює довгострокові зобов'язання емітента, чий цінні папери допущені до лістингу на одній з фондових бірж ЄС. Зобов'язання включають опублікування річних, піврічних та інших звітів. Директива про прозорість не обмежує в сфері своєї діяльності додаткове національне регулювання.

У 2011 р була прийнята Директива про керуючих фондами альтернативних інвестицій 2011/61/ЄС. Терміном, до якого держави-члени ЄС зобов'язалися привести національне законодавство у відповідність до положень зазначеної Директиви, визначено 22 липня 2013 року – вступає ця Директива в силу. У ній передбачені єдині вимоги до фінансових посередників, що залучені до управління і адміністрування фондами альтернативних інвестицій на території ЄС. Директива визначає фонди альтернативних інвестицій як «будь-яку колективну інвестиційну схему, яка не вимагає дозволу відповідно до Директиви про зобов'язання, пов'язані з колективними інвестиціями в цінні папери, що знаходяться в обігу». Це широке визначення, що включає приватні інвестиційні фонди, хедж-фонди, фонди нерухомості та інші інституціональні інвестиційні механізми.

Вільне пересування капіталу може свідчити про відсутність обмежень його руху між державами-членами ЄС, а також між державами-членами та третіми країнами. Згідно з Угодою про функціонування ЄС принцип вільного переміщення капіталу охоплює і свободу платежів між державами-членами, а також між державами-членами та третіми країнами.

Є деякі винятки з принципу вільного руху капіталу (п. 1 ст. 65 Договору про функціонування ЄС). Так, положення про зняття заборон не стосуються компетенції держав-членів ЄС їх застосовувати, що передбачено положенням їх фінансового законодавства, де є від-

мінності між платниками податків, які знаходяться в неоднакових умовах відносно їх податкового доміцілья, або щодо місця, де було інвестовано їхній капітал; вживати необхідних заходів щодо запобігання порушенням національних законів та актів виконавчої влади, особливо в сфері оподаткування та ретельного контролю за діяльністю фінансових установ, або декларувати дані про рух капіталу для адміністративних і статистичних цілей; вживати заходи, які є доцільними для підтримання громадського порядку або державної безпеки. У виняткових випадках, коли рух капіталу в третій країні або з них спричиняє або може створити серйозні труднощі у функціонуванні економічного і валютного союзу, Рада за пропозицією Комісії і після консультацій з ЄЦБ приймає компетентною більшістю рішення про захисні заходи щодо третій країн на термін не більше шести місяців, якщо вони зумовлені крайньою необхідністю [2].

У цілому країни ЄС накопичили за останніх 70 років достатній і водночас суперечливий досвід формування єдиного внутрішнього ринку, який необхідно враховувати в процесі створення загального фінансового ринку на європейському економічному просторі. Так, у країнах ЄС виконання завдання зі створення єдиного внутрішнього ринку було задекларовано в 1992 р. та закріплено в Маастрихтському договорі про ЄС, який набрав чинності 1 листопада 1993 р. Однак практично, як відзначають представники керівництва ЄС, повноцінний спільний фінансовий ринок так і не був створений ні до запуску проекту Економічного і валютного союзу ЄС, ні в наступний період. На основі проведеного Європейським центральним банком в 2015 р. дослідження «Реальна конвергенція: стан, теорія і вплив на політику» експерти дійшли висновку, що всупереч раніше поширеній тезі використання єдиної валюти євро без опори на глибокий і диверсифікований фінансовий ринок не впливає позитивно на розвиток реальної конвергенції та інституційну консолідацію інтеграційного процесу.

Диспропорції фінансового ринку ЄС з переважанням банківського сектора в його структурі, що забезпечує до 80% потреб в інвестиціях країн регіонального об'єднання, багато в чому зумовлюють обмежені можливості країн-членів єдиного внутрішнього ринку долати негативні наслідки світової фінансової кризи в порівнянні з США, де, навпаки, фінансовий ринок є основним ресурсом – до 80% інвестиційної активності, що дозволяє країні швидше інших відновлювати економічне зростання. Як відзначають експерти Європейської комісії, при порівнянні за обсягом ВВП в економіках ЄС і США європейський ринок акцій становить менше 50% цього сегмента фондового ринку США, а ринок облігацій – менше 30%. Крім того, правові відмінності в умовах доступу на ринки капіталу країн-членів ЄС зараз суттєвіші, ніж між США і ЄС в цілому [3].

В Європейському союзі усвідомлюють вагоме значення інвестицій і їх безпосередній вплив на зайнятість, створення нових робочих місць і системне зростання. Для сприяння таким процесам в довгостроковій перспективі необхідно створити справжній єдиний ринок капіталу, тобто Союз ринків капіталу для всіх 28 держав-членів, й інвестиційний пакет в 315 млрд євро має допомогти розпочати цей процес.

У порівнянні з іншими регіонами європейський бізнес, як і раніше, суттєво залежить від банківського фінансування і менше – від ринків капіталу. Формування потужнішого і розвиненішого ринку капіталу в ЄС має доповнювати банки як джерело фінансування і буде: відкривати більше інвестицій для всіх компаній, особливо для малих і середніх підприємств, а також для інфраструктурних проектів.

Залучати більше інвестицій в ЄС з інших регіонів планети. Сприяти стабілізації фінансової системи, відкривати більш широкий спектр джерел фінансування.

Отже, головне сучасне завдання з формування об'єднаного ринку капіталів в ЄС – це знайти способи зближення інвесторів і вкладників, що спрямоване на зростання взаємодії. Єдиного шляху або чіткого плану дій, який би забезпечив появу ефективного об'єднаного ринку капіталу в ЄС, немає. Проте здійснюється ряд кроків, деякі є індивідуально незначні й непомітні, але їх вплив в сукупності буде суттєвим. Тому поступово виявляються і усуваються бар'єри між грошима інвесторів й інвестиційними можливостями, також долаються регулятивні і законодавчі перешкоди, які заважають бізнесу залучити інвесторів. Крім того, поетапно реалізується система залучення коштів на ринках капіталу в ЄС для спрямування цих фондів до пан'європейської інвестиційної мережі з більш ефективнішою інституційною структурою як на національному, так і на міждержавному рівні.

За міжнародною статистикою, середні компанії в США, які є рушіями зростання економіки в більшості країн Європи, США і ОЕСР, отримують у п'ять разів більше коштів з ринків капіталу, ніж в ЄС. Якби ринки венчурного капіталу ЄС були такими ж фундаментальними і фінансово насиченими в 2008-2013 роках, то було б доступніше додаткове фінансування компаній (90 млрд євро). При цьому, якби сек'юритизація малого і середнього бізнесу була на рівні США, то це повернуло б на ринки капіталу, в порівнянні 2007 р. з нинішнім, суму, еквівалентну додатковим коштам у 20 млрд євро [4].

Керівництво країн ЄС розуміє, що формування об'єднаного ринку капіталів – довгостроковий проект, який вимагатиме постійних зусиль протягом багатьох років, але це не повинно заважати домагатися якнайшвидшого прогресу. Тому на рівні Європейської комісії та Європейського парламенту здійснюється низка заходів:

- розробляються пропозиції щодо заохочення високоякісної сек'юритизації і звільнення банківських балансів для кредитування;
- розглядається Директива із перспектив, щоб полегшити фірмам, особливо дрібним, залучення фінансування і інвесторів з-за кордону;
- розпочинається робота з поліпшення доступності кредитної інфраструкції для малих і середніх підприємств, щоб інвесторам було легше в них інвестувати;
- налагодження співпраці з промисловістю, щоб створити загальноєвропейський режим приватного розміщення для заохочення прямих інвестицій в більш дрібні підприємства;

– підтримання залучення нових європейських довгострокових інвестиційних фондів для спрямування інвестицій в інфраструктуру та інші довгострокові проекти.

Вищенаведені заходи започатковують тримісячні консультації. У програмі – обґрунтовані думки і пропозиції від парламентаріїв держав-членів, тих, хто працює на ринках капіталу, і від усіх зацікавлених, пов'язаних з цією роботою. Такий зворотний зв'язок допоможе країнам ЄС розробити план дій та створити до 2019 р. ефективно функціонуючий об'єднаний ринок капіталу в ЄС.

Відзначимо, що рівні інвестицій станом на 2015-2016 рр. в країнах ЄС значно знизились зі своїх максимальних значень у 2007 р. і залишаються нижчими їх історичної норми. Тому Європейська комісія оголосила про інвестиційні плани, які відкривають державні і приватні інвестиції в економіку не менш ніж на 315 млрд євро протягом наступних трьох років зі створенням нового Європейського фонду стратегічних інвестицій (EFSI), і опублікувала Повідомлення про довгострокове фінансування європейської економіки, де передбачено ряд заходів щодо стимулювання інвестицій. Для цього розроблена нормативна база для європейських довгострокових інвестиційних фондів (ELTIFs), що дозволить інвесторам вкладати гроші в компанії та інфраструктурні проекти на довгострокову перспективу. ELTIFs повинні мати надзвичайну привабливість для інвесторів, особливо для таких, як страхові компанії або пенсійні фонди, що потребують стійких потоків доходів чи зацікавлені в довгостроковому зростанні капіталу.

За останні десятиліття ринки капіталу в світі і в ЄС суттєво розширилися. Так, Китай вибився на другий рядок рейтингу капіталізації після США. Із 2003 року фондовий ринок Китаю додав 1479% – майже 6,6 трлн в 2016 р. Зараз обсяг цього ринку перевищує сукупний показник Франції, Німеччини та Швейцарії. Динамічне зростання демонструє також фондовий ринок Індії (1,7 трлн євро станом на 2016 р.) з 639% зростання за цей період. Загальна капіталізація фондового ринку ЄС станом на 2013–2016 рр. склала 8,4–10,6 трлн євро (приблизно 65–71% ВВП) у порівнянні з 1,3 трлн євро в 1992 р. (22% ВВП). Загальна сума непогашених боргових цінних паперів у 2013 р. перевищила 22,3 трлн євро (171% ВВП) у порівнянні з 4,7 трлн євро (74% ВВП) в 1992 р. Проте ринки, як і раніше, недостатньо розвинені в порівнянні з іншими юрисдикціями. Публічних ринків акцій в США вдвічі більше, ніж в ЄС (у відсотках від ВВП), у Швейцарії – у три з половиною рази більше. Фондові ринки в США (25 трлн євро в 2016-2017 рр.) також в 2-2,5 раза більші, ніж в ЄС, водночас ринків приватного розміщення облігацій в США втричі більше. У країнах-членах ЄС є значні відмінності в розвитку ринку капіталу. Наприклад, капіталізація вітчизняного фондового ринку перевищувала 121% ВВП у Великобританії, у порівнянні з менш ніж 10% в Латвії, на Кіпрі і в Литві. У країнах Європи найбільше котируються компанії (7353 станом на 2016 р.) з середньою ринковою капіталізацією на суму приблизно 1,4 млрд євро. В той же час, 5204 лістингові компанії США мають середню капіталізацію 4,7 млрд євро. Статистика також свідчить, що:

- торгівля на фондових ринках ЄС зосереджена в невеликій кількості компаній;
- розрив між Європою і США зростає з щорічним середнім коефіцієнтом 14% [5].

Вищезазначені дані свідчать про асиметричний стан фінансових ринків в різних країнах ЄС, а також загалом про меншу конкурентоспроможність фондового ринку країн ЄС у порівнянні з його основними країнами-конкурентами – США і Японією, а також більш динамічним зростанням в країнах, що розвиваються (Китаї та Індії).

Пояснення ефекту недорозвиненості ринків капіталу в країнах ЄС в порівнянні з США і Японією полягає в структурі фінансування (у % від загальної суми зобов'язань). Баланс регулювання частки боргового і акціонерного капіталу в економіці країн ЄС зміщений суттєво в боргових відносинах між учасниками фінансово-інвестиційного ринку. Європейські компанії традиційно більше покладаються на банківське фінансування, при цьому банківське кредитування відіграє значно більшу роль у фінансуванні корпоративного сектора, ніж випуск боргових цінних паперів на ринки. Значна залежність від банківського кредитування робить європейську економіку, особливо підприємства малого і середнього бізнесу, більш вразливою, коли банківське кредитування розбалансоване, як це сталося за фінансової кризи 2008–2009 рр.

Є й інша негативна тенденція, коли перманентний вплив здійснюють окремі держави ЄС, які прагнуть захистити свої фінансові ринки від доступу на них іноземних операторів, що хочуть вільно конкурувати з національними компаніями. Це тому, що будь-який уряд прагне захистити інтереси своїх компаній, ніж дозволити отримати додаткові доходи іноземним компаніям, прибуток яких, за принципом міжнародного податкового права, оподатковується на території держави / установи (за винятком випадків, коли іноземна компанія діє через своє постійне представництво в державі, де надаються послуги). Тож загальна економічна політика тієї чи іншої держави відрізнятиметься в залежності від того, чи роблять компанії цієї держави ставку на внутрішній ринок (тоді уряд всіляко прагнучиме закрити свій ринок фінансових послуг для іноземних компаній, нехай навіть ціною введення заходів у відповідь з боку іноземних урядів щодо операторів цієї держави), або ці компанії зроблять експансію на ринки іноземних держав (наприклад, коли вони вже займають стабільне і лідируюче становище на своєму внутрішньому ринку, і, крім того, стан останнього не сприяє подальшому прогресивному розвитку) – тоді уряд цієї держави домагатиметься від урядів інших держав лібералізації ринків останніх, а в якості компенсації сприятиме на своєму вітчизняному ринку операторам з іноземних країн.

Крім вищезазначених протекціоністських державних заходів, кінцева мета яких полягає у створенні найбільш комфортних умов розвитку для вітчизняних компаній і, як наслідок, отримання додаткових надходжень до бюджету, існує і загальноекономічна аксіома: найбільш високий рівень лібералізації ринків товарів і послуг (зокрема фінансових послуг) дозволяє створити здорове конкурентне середовище, яке, в свою чергу, сприятиме підвищенню якості та

зниженню вартості послуг для споживачів. Ці передумови визначають зміст суспільних відносин в сфері міждержавної взаємодії щодо формування доступу на національні ринки фінансових послуг, тому конвергентність між різними країнами ЄС неоднорідна, формування об'єднаного ринку капіталу в ЄС гальмують внутрішні невирішені проблеми економік країн ЄС, але поступово в країнах ЄС переважає орієнтація на лібералізацію [6].

Загальні, системні й найбільш значимі фактори, що перешкоджають потокам капіталів в рамках ЄС, це – низька ліквідність національних ринків, особливості податкового режиму щодо нерезидентів і валютні ризики. Крім того, значними бар'єрами для зарубіжних інвесторів, зокрема й з країн ЄС, є місцеві вимоги щодо інкорпорації, національні відмінності в законодавстві щодо бухгалтерської звітності компаній, неповне покриття сум податкових кредитів, стягнення податків при переведенні прибутку за кордон. У деяких країнах ЄС зберігається особливий режим щодо резидентних фірм при сплаті ними податку на прибуток корпорацій, яке пов'язано із застосуванням принципу резиденції при оподаткуванні резидентних компаній [7].

Відзначимо, що деякі глобальні і регіональні проблеми в ЄС також відтермінують об'єднання ринків капіталу, цей процес має вийти за рамки, передбачені відповідним планом на кінець 2019 року. У країнах ЄС об'єднання ринків капіталу є довгостроковим проектом, який вимагає підтримки кількох зацікавлених сторін як з державного, так і з приватного секторів. Ринки капіталу, зокрема ринок акціонерного капіталу і довгострокові інституційні інвестори, ефективні для фінансування реальних активів в економіці. Досягнення цими учасниками контрольної конвергенції з бізнес-структурами є основною метою, коли цей процес відбувається швидкими темпами, природно і на основі повноцінної, ефективної і уніфікованої інфраструктури. Тому вихід з ЄС Великобританії (Brexit) стратегічно може привести до більш збалансованого і стабільного ландшафту клірингової діяльності щодо функціонування валюти євро в Європі. Крім того, це стосується й потенціалу технології розподілених реєстрів, тому важливо створити критичну масу учасників ринку і налагодити взаємодію з існуючими інфраструктурами, об'єднати їх і спростити для інвесторів і бізнес-структур [8].

Прискорення об'єднання ринків капіталу в ЄС вимагає від Комісії Ради ЄС і Європарламенту зосередження уваги на усуненні національних бар'єрів для потоків капіталу. Успіх інвестиційного плану розвитку для Європи в напрямку фінансування проектів, що мають додаткову вартість для європейської економіки, частково залежить від колективного потенціалу ЄС і його держав-членів щодо подолання бар'єрів для транскордонних інвестицій. Тому в рамках третього компонента інвестиційного плану розвитку, який спрямований на усунення перешкод на шляху інвестицій, Європейська комісія зобов'язалася прискорити процес створення об'єднаного ринку капіталу в ЄС. Для створення інтегрованих фінансових ринків в рамках об'єднаного ринку капіталу потрібні оперативні й продумані рішення на рівні ЄС, але також вирішальними є і зобов'язання кож-



ної держави-члена ЄС з пакетом рішень щодо усунення національних бар'єрів. Дії на національному рівні необхідні для створення чіткого, прогнозованого і стабільного середовища, яке дозволить збільшити інвестиції і ефективніше розподілити капітал в економіці, що в кінцевому підсумку збільшить фінансування бізнесу та інфраструктури.

Після засідання Ради «Екофін» в червні 2015 р. Європейська комісія і група експертів з представників держав-членів спільно з Європейським парламентом працюють спостерігачами для усунення національних бар'єрів щодо транскордонних потоків капіталу і пошуку причин, які не задовольняють суспільні інтереси або неприйнятні. Ця робота повинна привести до спільної «дорожньої карти» щодо усунення бар'єрів, яку доповнять інші ініціативи з подолання перешкод на шляху інвестицій, визначених Комісією в контексті Європейського семестру і пов'язаних з роботою об'єднаного ринку капіталів, спрямованої на розвиток ринків капіталу за сприяння Структурної служби підтримки реформ (SRSS).

Європейська комісія вважає, що метод роботи з державами-членами ЄС на основі аналізу національних потреб, експертних оцінок і обміну передовим досвідом може принести істотні вигоди. Тому група експертів працює над низкою бар'єрів, які є здебільшого національною компетенцією, що були відібрані на основі відповідей держав-членів і зацікавлених сторін щодо різних консультацій з розвитку об'єднаного ринку капіталів [9].

Варто зазначити, що за останнє десятиліття законодавство ЄС про фінансові ринки пройшло три етапи трансформації.

I. До фінансової кризи основна увага приділялася прозорості, конкуренції та рівню «ігрового поля». Головна мета полягала в створенні єдиного ринку фінансових послуг.

II. Після кризи основну увагу сконцентровано на формуванні політики стабільності фінансового ринку і реалізації принципів «великої двадцятки» (G20). ЄС був і залишається активним прихильником здійснення порядку в G20, що охоплює весь ланцюжок створення вартості інститутами фінансових ринків. Це підтверджує центральну позицію провідних операторів ринку, таких як, наприклад, найпотужніша фондова біржа ЄС – Deutsche Börse, яка загалом забезпечила політику фінансової стабільності та цілісності в ЄС.

III. Із 2015 року, після перенесення більшості заходів G20 в законодавство ЄС, акцент змістився в бік створення і зростання робочих місць. Це був фундаментальний зсув парадигми в розробці політики ЄС, найкраще проілюстрований об'єднаним ринком капіталу в ЄС, який регламентує економічні стимули замість введення заборон, що дозволяє фінансовим ринкам працювати ефективно і конкурентоспроможно.

Проте все ще відбувається поєднання етапів II і III, причому деякі з посткризових регулювань все ще знаходяться в процесі реалізації (наприклад, MiFID II / MiFIR або CSDR) або вже переглядаються (наприклад, European Market Infrastructure Regulation /EMIR/) при запровадженні об'єднаного ринку капіталу в ЄС. На цей процес негативно вплинула політична динаміка і безпрецедентна невизна-

ченість навколо «Brexit» (вихід Великобританії з ЄС). Один із найбільших фінансових центрів світу (Лондонська біржа) залишає об'єднаний ринок капіталу ЄС, тому регулювання та нагляд ЄС коригується:

1. Проект щодо впровадження об'єднаного ринку капіталу, що має на меті зміцнення конкурентоспроможності ринку капіталу ЄС і скорочення його фрагментації уздовж національних кордонів, став особливо важливим за таких умов дезінтеграції. Тому формування ринку капіталу в ЄС спрямоване на створення більш привабливих умов для інвесторів і емітентів, що не входять в ЄС, ефективно розподіляючи ресурси в ЄС і забезпечуючи інституціонально й законодавчо справедливі, стабільні і відкриті ринки для учасників ринку.

2. «Brexit» зробив актуальним для регуляторів ЄС і учасників ринку питання про те, як гарантувати ефективний контроль не тільки в ЄС, а й у системно важливих інфраструктурах за його межами. Таким чином, крім реалізації цілей G20, а також міжнародних стандартів забезпечення стабільності фінансових ринків і рівних умов діяльності, пріоритетом для законодавців ЄС залишається захист клієнтів, зв'язків і важливої інфраструктури поза межами ЄС.

3. Підготовка учасників ринку до наслідків «Brexit». Однією з найбільших проблем для учасників ринку Великобританії буде втрата паспорта ЄС для ведення бізнесу з клієнтами в ЄС і той факт, що для цього немає відповідної заміни. Режими третіх країн у фінансовому регулюванні ЄС були розроблені для забезпечення доступу для фірм, що не входять в ЄС, на ринки ЄС, але вони не охоплюють весь набір фінансових послуг, і рішення, що стосуються еквівалентності, можуть бути зняті.

Основний інтерес Deutsche Börse, як провідного учасника інфраструктурного забезпечення фінансового ринку ЄС, полягає в тому, щоб клієнти, які зараз використовують Великобританію в якості фінансового центру, також підтримували доступ до інфраструктури ЄС. Стимулюючи і підтримуючи клієнтів, які прагнуть перевести свій бізнес в ЄС, здійснюється і підтримка доступу до ринку капіталів ЄС у Великобританії після «Brexit». Саме тому Deutsche Börse створила команду переходу «Brexit», команду готовності «Brexit» і спеціальні проекти, які допомагають клієнтам підготуватися до цієї складної ситуації.

Інфраструктура фінансового ринку ЄС займає центральну роль, щоб забезпечити фінансову стабільність і гарантувати це в майбутньому. Відзначимо, що європейська інфраструктура працювала і працює безперебійно, навіть під час фінансової кризи, тобто біржові ринки чітко функціонували під час кризи в порівнянні з позабіржовими ринками. Тому регулюючі органи поставили обмін і регульовану інфраструктуру в центр регулювання фінансових ринків, що зробило інфраструктуру фінансового ринку частиною рішення, оскільки інфраструктура фінансового ринку є нейтральною, високонадійною, прозорою і регульованою. Ось чому біржі в ЄС ефективно виконують функцію відповідності нормам і надійності фінансових ринків [10].

Успіх наддержавного регулювання і управління щодо економічної інтеграції і впровадження валютного союзу в країнах ЄС підтверджує результативність формування об'єднаного ринку капіталів. Відзначимо, що між об'єднаним ринком капіталу, а також економічним і валютним союзом в ЄС існує тісний взаємозв'язок і взаємозалежність: економічний і валютний союз доповнює функціонування об'єднаного ринку капіталу, який є істотним елементом діяльності економічного і валютного союзу в країнах ЄС. Введення євро скоротило торгові бар'єри за рахунок зменшення витрат за валютообмінні операції, ліквідувало ризики, пов'язані з коливаннями валютних курсів; знизило розбіжності в цінах на аналогічні товари, а значить, сприяло зростанню прозорості та конкурентоспроможності європейської економіки. Тобто попередні реформи сформували якісну базу для подальшого фінансово-інвестиційного розвитку і об'єднання в єдиний ринок в межах країн ЄС.

Реалізувати ці заходи можна було при дотриманні базових принципів. Так, принципи європейських стратегій функціонування і розвитку об'єднаного ринку капіталів включають: а) ясність цілей; б) пріоритет системного підходу до пакета ключових напрямків; в) розробка заходів щодо активізації міждержавного співробітництва і реалізації принципу субсидіарності країн Євросоюзу в реалізації цілей і завдань внутрішнього ринку; г) формування сучасної і гнучкої системи використання напрямів європейської політики в різних сферах.

Незважаючи на успіхи і досягнення в процесі формування і розвитку об'єднаного ринку капіталів в країнах ЄС, проте станом на 2017–2018 рр. є не вирішені проблеми:

- зберігаються фрагментованість і обмеження в русі осіб та інвестицій;
- проявляється слабка ефективність правозахисного механізму між наддержавними органами країн ЄС і представниками національних урядів;
- ліквідність і зростання ринку капіталів ЄС менша в порівнянні з провідними фінансовими центрами світу;
- відзначається зарегульованість і монополізація (страховий ринок) окремих фінансових ринків;
- спостерігається роздробленість ринків державних цінних паперів у зв'язку з рішенням на національному рівні щодо питань обслуговування боргових зобов'язань;
- не ліквідовано значну кількість адміністративних бар'єрів;
- проявляються деструктивні та асиметричні ініціативи на рівні держав щодо регулювання фінансово-інвестиційного ринку;
- не враховуються значні розбіжності фінансово-інвестиційного і бюджетного забезпечення, боргового навантаження й підприємницької активності в різних країнах ЄС, а значить, і потенціал до зростання.

Отже, повністю і остаточно завершити формування об'єднаного ринку капіталів в країнах ЄС буде складно, цей процес гармонізувати майже неможливо при очевидній відмінності соціально-економічного стану між країнами ЄС (особливо, коли в деяких наявні

фінансово-економічні кризи), а тому суттєві інвестиції в країни, що приєднались після 1995 р., і зближення (підвищення) соціальних стандартів життя в них суттєво вирівняє і наблизить економічну ситуацію в країнах Балтії (Латвія, Литва, Естонія), в країнах Східної Європи (Польща, Чехія, Словаччина, Угорщина, Румунія), в південних і балканських країнах Європи (Португалія, Іспанія, Італія, Греція, Сербія, Хорватія, Словенія, Македонія, Болгарія, Боснія і Герцеговина, Албанія) до країн Західної і Північної Європи (Німеччина, Франція, Нідерланди, Бельгія, Австрія, Данія, Швеція, Норвегія, Фінляндія).

**Висновки.** Із проведеного дослідження очевидно, що формування об'єднаного ринку капіталів в країнах ЄС відбувається складно, а результати неоднозначні. З одного боку, в цьому процесі країни-члени ЄС отримали суттєві економічні переваги (європейський внутрішній ринок пов'язаний з формуванням загального ринку капіталів, який обслуговує понад 500 млн споживачів), а це посилило власну конкурентоспроможність, підвищило інвестиційну привабливість, збільшило можливості і географію для активізації бізнес-структур. Крім того, за рахунок масштабу і уніфікації на ринку капіталів ЄС в економіці цього регіону зріс товарообіг, створено значну кількість нових робочих місць, знижено ціни на товари і послуги, що посприяло зростанню міжнародної конкурентоспроможності. Але зберігаються й проблеми, що пов'язані з неоднорідністю соціально-економічного стану в країнах-членах ЄС; внутрішні проблеми країн та адміністративні бар'єри цього регіону дозволяють сформувати ефективний об'єднаний ринок капіталів в країнах ЄС. Проблемою є і ментальність бізнес-структур в ЄС, що сфокусовані на обслуговуванні в банківській системі з кредитно-борговими інструментами. Також ліквідність і розвиненість ринку капіталів ЄС менша в порівнянні з провідними фінансовими центрами світу, що потребує подальшої інтенсивної співпраці між країнами-членами ЄС та зближення і конвергенції в параметрах їх соціально-економічного розвитку.

Загалом, вільний рух товарів, осіб та введення єдиної валюти євро в розрахунках – є основоположною підтримкою і апробованою базою для подальшого успішного реформування і об'єднання ринку капіталів в ЄС. Тому при ефективній політиці стимулів щодо зміни менталітету функціонування і відходу від кредитно-боргового фінансування до активізації корпоративних розміщень акцій, венчурного фінансування тощо, а також при гармонізації національного законодавства країн-членів ЄС і поступовому вирівнюванню соціально-економічних показників в цих країнах з'явиться потужний, конкурентоспроможний і масштабний об'єднаний ринок капіталів в країнах ЄС. Відсутність прогресу у соціально-економічному вирівнюванні між країнами ЄС, недостатність стимулів і форм ефективної спільної співпраці між країнами ЄС, зростання національного егоїзму в окремих країнах, а також подальший вихід країн з ЄС – процес формування об'єднаного ринку капіталів ЄС за таких умов буде під загрозою і не реалізується.

## Список використаних джерел

1. **Lisbon** European Council. Presidency conclusions (2000) / European Parliament // A STRATEGIC GOAL FOR THE NEXT DECADE /23 and 24 March 2000/ [Електронний ресурс] / Режим доступу: [http://www.europarl.europa.eu/summits/lis1\\_en.htm](http://www.europarl.europa.eu/summits/lis1_en.htm).
2. **Михалева Т.Н., Бабкина Е.В., Лойша Д.Н., Родич М.В., Шишкарева Т.Г.** (2015) Европейское право. / 6.5. Свободное перемещение капитала / Минск, 2015. / [Електронний ресурс] / Режим доступу: <https://lawbook.online/europeyskoe-pravo-uchebnik/svobodnoe-peremeschenie-kapitala-58247.html>.
3. **Пищик В.Я.** (2016) Формирование Союза рынков капитала в зоне евро / [webeconomy.ru](http://webeconomy.ru) / рубрика: Мировая экономика / Статьи / [Електронний ресурс] Режим, доступу: [http://www.webeconomy.ru/index.php?page=cat&cat=mc&mc\\_at=151&type=news&newsid=3358](http://www.webeconomy.ru/index.php?page=cat&cat=mc&mc_at=151&type=news&newsid=3358).
4. **GREEN PAPER** Building a Capital Markets Union (2015) / COM/2015/063 final / [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52015DC0063>.
5. **ECMI** Statistical package (2014-2017); Part of the REFIT (Regulatory Fitness and Performance) programme; SIFMA/AFME European Structured Finance Data Tables (4th Quarter 2014); Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the European Fund for Strategic Investments and amending Regulations (EU) No 1291/2013 and (EU) No 1316/2013, COM(2015)10; ICMA Q3 2014 report.
6. **Баширов М.А.** (2010) Международно-правовое регулирование доступа на рынки финансовых услуг // дис. канд.юр. наук // 12.00.10 Специальность: Международное право; Европейское право // М. – 2010. – 191 с.
7. **Сотников А.В., Скурова А.В., Буренин В.А., Марков А.К.** (2015) Достижения и проблемы в формировании единого рынка ЕС / Российский внешнеэкономический вестник. – 2015. – № 9. – С. 108–118.
8. **Cosmina Amariei, Apostolos Thomadakis** Towards Variable Union in Europe's Capital Markets (2018) / (ECMI) / 21 February 2018 / <https://www.ceps.eu/publications/towards-variable-union-europes-capital-markets>.
9. **REPORT FROM THE COMMISSION TO THE COUNCIL AND THE EUROPEAN PARLIAMENT** (2017) // Accelerating the capital markets union: addressing national barriers to capital flows // EUROPEAN COMMISSION // Brussels, 24.3.2017 COM(2017) 147 final. – 2017. – 14 p.
10. **Dr. Alexandra Nachmeister**, Chief Regulatory Officer, Head of Group Regulatory Strategy, Deutsche Bourse AG (2018) / A viewpoint on the regulation of financial markets / [Електронний ресурс] / Режим доступу: <https://www.world-exchanges.org/focus/index.php/features/regulation/265-a-viewpoint-on-the-regulation-of-financial-markets>.

**Евгений Васильевич Редзюк,**

*к.э.н., доцент, старший научный сотрудник сектора  
международных финансовых исследований,  
ГУ «Институт экономики и прогнозирования» НАН Украины,  
ул. Панаса Мирного, 26, г. Киев, 01011, Украина  
[redzyuk@gmail.com](mailto:redzyuk@gmail.com)*

## Состояние и перспективы дальнейшего формирования объединенного рынка капиталов в странах ЕС

**Аннотация.** Автором проведены исследования создания и функционирования объединенного рынка капиталов в странах ЕС (Capital Market Union), выявлены диспропорции рынка ЕС с преобладанием банковского сектора в его структуре, что отрицательно влияет на ликвидность рынка капиталов в ЕС и в целом на формирование объединенного рынка капиталов; раскрыты условия формирования объединенного рынка капиталов в ЕС и охарактеризованы ведущие положения и директивы, обеспечивающие функционирование общего рынка капитала в странах-членах ЕС.

**Ключевые слова:** *объединенный рынок капитала ЕС, финансовый рынок стран ЕС, европейская финансовая и инвестиционная интеграция.*

**Evgeny Redzyuk,**

*candidate of economic sciences, associate professor,  
senior researcher of the sector*

*international financial research*

*The Institute of Economics and Forecasting of  
the National Academy of Sciences of Ukraine,  
Ul. Panasa Mirnogo, 26 Kiev, 01011, Ukraine  
redzyuk@gmail.com*

## Status and prospects for further formation of the capital market union in the eu countries

**Abstract.** The author carried out research on the creation and functioning of a unified capital market in the EU (Capital Market Union), identified the disproportions of the EU market with the predominance of the banking sector in its structure, which adversely affects the liquidity of the capital market in the EU and, in general, the formation of a unified capital market; the conditions for the formation of a unified capital market in the EU are disclosed and the leading provisions and directives that ensure the functioning of the common capital market in the EU member countries are described.

**Key words:** *Capital Market Union of EU, the EU financial market, European financial and investment integration.*