

СОЮЗ РИНКІВ КАПІТАЛУ ЄВРОПЕЙСЬКОГО СПІВТОВАРИСТВА ТА ФІНАНСОВА СТАБІЛЬНІСТЬ

© 2017 КРАВЧУК І. С.

УДК 336.76

Кравчук І. С.

Союз ринків капіталу європейського співтовариства та фінансова стабільність

Метою статті є дослідження процесів формування Союзу ринку капіталів європейського співтовариства у площині їх впливу на стабільність ринків і фінансової системи в цілому. Під час здійснення аналізу проекту побудови уніфікованого ринку капіталів стосовно фінансової стабільності визначено його позитивні сторони, а також загрози та виклики щодо спрощення інформаційних вимог до проспекту публічного розміщення цінних паперів, низької ліквідності і вищої волатильності ринків акцій компаній малого та середнього бізнесу, зменшення регулятивних вимог до інвестиційних фірм (торговців цінними паперами), коригування пруденційних норм щодо інфраструктурних інвестицій банківських інституцій і страхових компаній, впровадження простої, транспарентної і стандартної сек'юритизації, вторинного ринку проблемних банківських активів, потенційного поширення фінансової нестабільності за транскордонних інвестицій у цінні папери.

Ключові слова: фінансова інтеграція, Союз ринків капіталу, фінансова стабільність, сек'юритизація.

Рис.: 1. **Бібл.:** 17.

Кравчук Ігор Святославович – кандидат економічних наук, доцент, докторант кафедри банківського менеджменту та обліку, Тернопільський національний економічний університет (вул. Львівська, 11, Тернопіль, 46020, Україна)

E-mail: igskrav@gmail.com

УДК 336.76

UDC 336.76

Кравчук И. С. Союз рынков капитала европейского сообщества и финансовая стабильность

Kravchuk I. S. The EU Capital Markets Union and Financial Stability

Целью статьи является исследование процессов формирования Союза рынка капиталов европейского сообщества в плоскости их влияния на стабильность рынков и финансовой системы в целом. При осуществлении анализа проекта построения унифицированного рынка капиталов в отношении финансовой стабильности определены его положительные стороны, а также угрозы и вызовы относительно упрощения информационных требований к проспекту публичного размещения ценных бумаг, низкой ликвидности и более высокой волатильности рынков акций компаний малого и среднего бизнеса, уменьшения регулятивных требований к инвестиционным фирмам (торговцам ценными бумагами), корректировки пруденциальных норм в отношении инфраструктурных инвестиций банковских институтов и страховых компаний, внедрения простой, транспарентной и стандартной секьюритизации, вторичного рынка проблемных банковских активов, потенциального распространения финансовой нестабильности при трансграничных инвестициях в ценные бумаги.

Ключевые слова: финансовая интеграция, Союз рынка капиталов, финансовая стабильность, секьюритизация.

Рис.: 1. **Библ.:** 17.

Кравчук Игорь Святославович – кандидат экономических наук, доцент, докторант кафедры банковского менеджмента и учета, Тернопольский национальный экономический университет (ул. Львовская, 11, Тернополь, 46020, Украина)

E-mail: igskrav@gmail.com

The aim of the article is to study the processes of formation of the EU Capital Markets Union in the context of their influence on stability of the markets and the financial system as a whole. In the course of analyzing the project for the building of a single capital market with respect to financial stability, there determined its positive aspects as well as threats and challenges associated with simplification of information requirements to the prospectus of public offering of securities, low liquidity and higher volatility of the equity markets of small and medium-sized businesses, reduction of the regulatory requirements to investment firms (securities traders), correction of prudential norms for infrastructure investments of banking institutions and insurance companies, introduction of a simple, transparent and standard securitization, a secondary market for distressed banking assets, and a potential spread of financial instability at cross-border investments in securities.

Keywords: financial integration, Capital Markets Union, financial stability, securitization.

Fig.: 1. **Bibl.:** 17.

Kravchuk Igor S. – Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor, Candidate on Doctor Degree of the Department of Banking Management and Accounting, Ternopil National Economic University (11 Lvivska Str., Ternopil, 46020, Ukraine)

E-mail: igskrav@gmail.com

Вступ. Ринок капіталу є механізмом, який забезпечує перерозподіл грошових ресурсів, задовольняючи потреби як інвесторів, так реципієнтів інвестицій. Разом із банківською системою ринок капіталу формує систему зовнішнього фінансування економічних агентів. Протягом століть, зважаючи на вплив гетерогенної множини факторів міжсекторного суспільного походження, у різних країнах світу сформувалися системи з переважанням одного з ка-

налів фінансування. Ринково-центрична модель характерна, перш за все, для США. У країнах Європи переважають банки як основне джерело фінансових ресурсів для розвитку економіки. Проте рівень домінування банківських інституцій у транскордонному вимірі значно варіюється, і це відображається у значних диспропорціях щодо розвитку ринку капіталу й обсягів використання обігових фінансових інструментів у різних європейських країнах.

Значне домінування одного з каналів фінансування, як ринку обігових фінансових інструментів, так і банківського сектора, посилює крихкість фінансової системи та продукує значні загрози у площині підтримки стабільності функціонування фінансової системи, зокрема, і економіки в цілому. Так, реалізація стресового сценарію в одному з цих секторів призводить до значної редукції фінансування економічних агентів і як результат – до зменшення економічного зростання, а в найгіршому варіанті – до економічної кризи.

При збалансованому ж розвитку обох каналів фінансування зменшення спроможності одного з секторів може бути компенсоване за рахунок виконання базових фінансових функцій іншим.

На рівні європейського співтовариства протягом останніх років можна спостерігати значне зростання регуляторних вимог до банківського сектора, необхідність дотримання яких призводить до делеверизації сектора, посилення критеріїв відбору проектів для кредитування, а це, своєю чергою, звужує периметр можливостей розвитку суб'єктів господарювання, що й відображається доволі низькими темпами економічного зростання. Європейські регулятори прийняли рішення щодо підвищення економічної активності на основі зменшення фінансових диспропорцій, поглиблюючи фінансову інтеграцію, а саме формуючи уніфіковане регуляторне середовище стимулювання розвитку ринку капіталів. Однак створення союзу ринку капіталів вимагає всесторонньої оцінки ефектів від впровадження регуляторних норм, щоб забезпечити збалансованість розвитку ринку та підтримати його стабільність.

Огляд літератури. Вже з перших декад будівництва проекту ЄС усвідомлювалася важливість інтеграції фінансових ринків, що знайшло своє відображення в розроблених на рівні співтовариства документах. У 1966 році комітет експертів Комісії Європейських Співтовариств надав звіт (так званий *Segré report*), в якому було зазначено, що інтеграція ринків капіталу знизить вартість капіталу для компаній, розширить асортимент інвестиційних можливостей, буде сприяти зростанню економічного розвитку та зайнятості [1]. У 1983 році Європейська комісія запропонувала створити єдиний ринок фінансових послуг (*Single Market for Financial Services, SMFS*), а в 1985 році розробила програму (*White Paper on the Completion of the Internal Market*) заходів щодо створення такого ринку до 1992 року [2]. У 1999 р. прийнято «План дій у сфері фінансових послуг» (*Financial Services Action Plan*), який містив стратегічні цілі створення гуртового та роздрібного ринку фінансових послуг, а також системи фінансового регулювання і нагляду [3]. Пізніше, в 2001 році, опубліковано звіт Ламфалуссі про вдосконалення регулювання ринку цінних паперів, а в 2005 році – Білу і Зелену книги щодо стратегії розвитку ринку фінансових послуг на 2005–2010 роки [4; 5].

Для реалізації інвестиційного плану для Європи, запропонованого у 2014 р. головою Європейської комісії Жаном-Клодом Юнкером, на початку 2015 р. презентовано проект створення Союзу ринків капіталу (*Capital Market Union – CMU*). Так, у лютому 2015 року було опубліковано Зелену книгу з цієї проблематики [6], а у вересні цього ж року за результатами обговорення викладених пропозицій запропоновано відповідний план дій щодо побудови CMU

до 2019 року [7]. У квітні 2016 року опубліковано перший звіт про виконання плану дій, а у червні 2017 року здійснено проміжний огляд процесу формування CMU [8] та відкориговано план дій на основі включення додаткових заходів. Основні індикатори моніторингу еволюції ринків капіталу розкрито Європейською комісією у щорічному огляді фінансової стабільності та інтеграції в Європі у 2016 році.

Важливим аспектом процесу фінансової інтеграції на основі CMU має бути його узгодженість з розвитком інших елементів фінансового сектора. Зокрема, В. Ечєрія (Acharya) і С. Стеффен (Steffen) [9, с. 1] у своїй праці обґрунтовують, що Союз ринку капіталів не зможе ефективно працювати без банківського та фіскального союзів. Найбільш істотними, вже реалізованими змінами законодавства, які конституують банківський союз, є: прийняття пакета правових актів, що регулюють діяльність кредитних установ (у тому числі для реалізації рекомендацій Базель III); впровадження в 2014 році єдиного нагляду (*Single Supervisory Mechanism*) за 123 кредитними установами, які становлять 82 % банківських активів у зоні євро; створення з 2015 року Єдиної Ради з реструктуризації і впорядкованої ліквідації (*Single Resolution Board*); імплементація державами-членами ЄС правових норм у сфері єдиних систем гарантування вкладів (*Deposit Guarantee Schemes*). Крім того, з точки зору виконання банками функцій інституційних інвесторів важливе значення матиме можлива реалізація рекомендацій з так званого звіту Лііканена щодо структурних змін банківської діяльності на основі розподілу комерційної та інвестиційної функцій для великих банківських інституцій.

Побудова ж фіскального союзу на це час фактично не здійснюється.

Щодо CMU вживання терміна «союз», на думку Л. Кваглії (Quaglia), Д. Говарта (Howarth) і М. Ліббе (Liebe) [10], а також В. Райнга (Ringe) [11, с. 6], є дещо оманливим, тому що *de facto* проект включив внутрішнє вдосконалення наявної регуляторної системи, яка регламентує інтеграцію ринків капіталу країн ЄС. Крім того, на відміну від банківського союзу, CMU не ставить за основну ціль централізацію, зокрема нагляду.

У контексті законодавчих змін, які проводяться в ЄС, варто звернути увагу, що фінансова інтеграція не є самостійним процесом. Вона не здійснюється у відриві від економічної політики (зокрема фінансової політики), що реалізується в цьому регіоні. В цьому аспекті Д. Шонмейкер (рис. 1) сформулював так звану *фінансову трилему*, яка, якщо це правильний діагноз, повинна бути прийнята до уваги при конструкції банківського союзу та Союзу ринків капіталу ЄС.



Рис. 1. Фінансова трилема [12, с. 3]

Запропонована автором трилема вказує, що економічна політика не може реалізувати всі три цілі, а тільки будь-яке поєднання двох з них.

Н. Верон (Veron) і Г. Вольфф (Wolff) [13, с. 132] зазначають, що план побудови СМУ має бути націлений на надання доступу економічним агентам до найкращих із можливих фінансових опцій з одночасним збереженням фінансової стабільності.

Беручи до уваги офіційні документи ЄС та наукові праці, які ідентифікують можливі потенційні суперечності щодо реалізації проекту СМУ, **метою статті** є дослідження процесів формування Союзу ринку капіталів ЄС у площині їх впливу на стабільність ринків і фінансової системи в цілому.

Основна частина. Проект Союзу ринку капіталів у європейському фінансовому просторі включає таку ієрархію цілей [14]:

- I. Головні цілі: більша підтримка приватних і державних інвестицій на основі розвитку архітектури ринку капіталів; більш зрівноважений процес фінансової інтеграції для стабільності та покращення функціонування європейської фінансової системи.
- II. Стратегічні цілі передбачають, що ринки капіталу мають бути більш конкурентними й ефективними, інтегрованими та фінансово стабільними, а також когезивними (згуртованими).
- III. Операційні цілі: більша доступність даних і їх компаративність на транскордонній основі (для ціноутворення); більша доступність до ринків і продуктів (з чесним доступом); посилення дотримання правил і процедур (для досягнення більшої юридичної визначеності та захисту інвесторів).

Для реалізації цілей визначено сім пріоритетів (які згідно з останніми змінами станом на червень 2017 р. включають 38 різноманітних заходів, 20 з яких опрацьовано) [8]:

- (1) посилення потужності ринків капіталу в ЄС;
- (2) фінансування інновацій, стартапів і нелістингових компаній;
- (3) полегшення для фірм щодо залучення коштів на публічних ринках;
- (4) зміцнення можливостей банків із підтримки економіки;
- (5) інвестиції у довгострокові, інфраструктурні, екологічні проекти;
- (6) сприяння роздрібним інвестиціям;
- (7) полегшення транскордонних інвестицій.

Під час здійснення аналізу проекту побудови СМУ щодо фінансової стабільності можна окреслити такі позитивні сторони, загрози та виклики:

1. До головних цілей СМУ віднесено фінансову інтеграцію для забезпечення фінансової стабільності, а це, згідно з трилемою Шонмейкера, призведе до звуження повноважень національної фінансової політики окремих країн, що може викликати певні суперечності щодо пропорційності повноважень європейських і національних регуляторів, зважаючи, що одним із пріоритетів СМУ є посилення нагляду на основі розширення регуляційних мож-

ливостей Європейської комісії з ринку цінних паперів (ESMA).

2. Серед стратегічних цілей також є згадка про забезпечення більшої стабільності ринків. Однак ця ціль поставлена в один ряд з іншими бажаними характеристиками ринків капіталу, які не є рівнозначними, а тільки передумовами підтримки стабільності.
3. Досягнення усіх операційних цілей СМУ матиме значний позитивний вплив і не протирічить підтримці фінансової стабільності. Так, зростання інформаційної прозорості підвищить ефективність ринку, розширення доступу сприятиме посиленню конкуренції, що поряд із чітким дотриманням відповідних норм і правил сприятиме стабільному функціонуванню ринків капіталу.
4. Позитивним у розрізі збалансованого розвитку ринково орієнтованого фінансування у регіональному розрізі є виокремлення заходів з розробки стратегії посилення ролі ринків капіталу, зокрема країн Центральної і Східної Європи, оскільки у цьому регіоні спостерігається високий рівень домінування банківського сектора, що робить фінансову систему доволі крихкою до негативних шоків. Розвиток ринків капіталів передбачає активну участь і банківських інституцій у цьому процесі, однак більшість країн цього регіону не входять у зону Євро, а тому можливі додаткові виклики та загрози через відсутність поєднання побудови ринку капіталів із регуляторним середовищем і інституціями єдиного банківського союзу (які є обов'язковими тільки для країн зони Євро).
5. Стосовно розвитку фінансування інновацій і стартапів різними фондами Європарламент та Рада ЄС дійшли згоди (30 травня 2017 р.) прийняти зміни до відповідних розпоряджень, які дозволять розширити можливості інвестицій європейськими фондами венчурного капіталу (EuVCA) та європейськими фондами соціального підприємництва (EuSEF). Крім того, Європейська комісія підготувала звіти щодо діяльності краудфандингових платформ (2016 р.) і консультативний документ з опитуванням про розвиток фінтех-індустрії (червень 2017 р.). Одним із можливих рішень у цьому секторі є впровадження ліцензування фінтех-діяльності, що зменшить регуляційний арбітраж щодо інших фінансових інституцій, однак додаткові регуляційні вимоги, в т. ч. пруденційного характеру, навряд чи на часі, щоб не загальмувати процес модернізації фінансового сектора на основі сучасних технологій. Викликом у процесі створення уніфікованих умов для діяльності фінтехів є існуюче у певних країнах «м'яке» середовище (так звана «регуляційна пісочниця»), яке можливо доцільно тимчасово впровадити на рівні ЄС в цілому для уникнення поглиблення диспропорцій фінансового розвитку. З точки зору фінансової стабільності цей сектор на сьогодні не генерує потенційного системного ризику через ще незначне масштабування їх діяльності.

6. Значний наголос у проекті СМУ здійснено на покращення організації фінансування малого та середнього бізнесу (МСБ), зважаючи на їх значну роль у забезпеченні економічного зростання в ЄС. Цей сектор створює 57,4 % [15, с. 22] доданої вартості у корпоративній сфері реальної економіки. Зокрема, узгоджено модернізовану директиву щодо підготовки спрощеного проспекту емісії для такого типу компаній (діятиме з середини 2019 року) та буде створено публічно доступну єдину пан-європейську онлайн-базу проспектів емісії цінних паперів. Спрощення вимог щодо інформаційного розкриття діяльності для МСБ з однієї сторони є позитивним рішенням, оскільки зменшує вартість виходу на публічні ринки, однак з іншої – це призведе до звуження інформаційних корпоративних потоків для інвесторів, що може потенційно викривити оцінку інвестиційної привабливості вкладень у цінні папери МСБ і створити цінову неефективність, а це підвищить крихкість ринків, тобто їх чутливість до несприятливих шоків.

Більшість компаній сектора МСБ є непублічними і як дешевший канал фінансування можуть більш активно застосовувати непублічні розміщення боргових цінних паперів. Для зменшення бар'єрів доступу та більшої уніфікації правил діяльності цього сегмента ринку капіталу проект СМУ передбачає використання рекомендацій для масштабування найкращих практик на рівні ЄС, зокрема, використовуючи позитивний досвід функціонування *Schuldscheine* у Німеччині і ринку *Euro-PP* у Франції. Ці заходи завдяки потенційній диверсифікації джерел фінансування позитивно впливатимуть на фінансову стабільність.

У другій директиві про ринки фінансових інструментів (MiFID II) окремо визначено можливість реєстрації публічного ринку розвитку МСБ як виду багатосторонніх торговельних платформ (МТФ), щодо яких окреслено більш «м'які» інформаційні вимоги до емітентів. У 2013 році Euronext відкриває EnterNext, а у 2017 році Deutsche Boerse AG створила Scale саме для залучення коштів малими та середніми компаніями на основі емісії цінних паперів.

Розвиток ринків у цьому напрямі також сприятиме диверсифікації як джерел залучення фінансових ресурсів емітентів-МСБ, так і напрямів алокації коштів інвесторів. З однієї сторони це зменшить залежність сектора МСБ від потенційного негативного впливу банківських криз, але з іншої – збільшить чутливість на ринкові потрясіння. У площині інвесторів вкладення в акції МСБ є більш ризикованими інвестиціями, зважаючи, наприклад, на вищий рівень дефолтних кредитів МСБ порівняно з іншими економічними агентами (у 2013 р. на банківських балансах європейських банків 15 % кредитів МСБ були дефолтними, а для інших корпоративних кредитів – 10 % [15]). Для акцій цього сектора характерна також більша волатильність і менша ліквідність, а отже, і ринок є менш стабільним. Тому для забезпечення стабільності цього ринку акцій, а також сегмента корпоративних облігацій МСБ необхідні заходи зі сторони ринкових операторів щодо розвитку програм підтримки ліквідності (маркет-мейкерства). Якщо звернути увагу на результати аналізу структури інвестицій в акції

МСБ на прикладі Польщі [16], то можна зазначити значну роль на цьому сегменті ринку капіталів саме роздрібних інвесторів, а це потенційно має і позитивний вплив на ринкову стабільність *inter alia* через диверсифікацію взаємних зв'язків ринків та економічних агентів і зменшення рівня взаємної чутливості до потрясінь ринків і фінансових установ.

7. Проект СМУ також передбачає ревізію чинних вимог до інвестиційних фірм (торговців цінними паперами), діяльність яких має подвійне регулювання – згідно з CRR-CRD IV (розпорядження та директива ЄС щодо капітальних вимог до кредитних установ та інвестиційних фірм) та MiFIR-MiFID II (розпорядження та директива ЄС щодо функціонування ринку фінансових інструментів). Передбачається впровадження пропорційності рівня регулювання інвестиційних фірм, що мало б посилити конкуренцію та покращити доступ інвесторів до нових можливостей. Такі зміни можуть передбачати пом'якшення пруденційних вимог, що несе потенційні загрози зменшення стабільності цього сектора.

8. Формування Союзу ринків капіталу також передбачає вдосконалення банківництва при операціях з обіговими фінансовими інструментами. Зокрема, розроблено проект розпорядження щодо простої, транспарентної і стандартної сек'юритизації [17]. Пропозиції щодо стимулювання розвитку сек'юритизації можуть мати певні протиріччя із забезпеченням стабільності ринку й інших складових фінансової системи: (а) значне збільшення банками обсягів передачі балансових кредитних активів до SPV (компаній спеціального призначення) посилюватиме ймовірність виникнення бумів чи бульбашок на борговому ринку в цілому та продуктів сек'юритизації зокрема; (б) додатковим стимулом для зменшення банками активів і каталізації зростаючої фази циклу у сегменті сек'юритизації є дотримання пруденційних вимог щодо капіталу; (в) зважаючи на впровадження жорсткіших вимог щодо кваліфікованості базових активів при сек'юритизації, у банківських установ може погіршитися якість кредитного портфеля через продаж більш якісних кредитів SPV, а це підвищить крихкість банківських інституцій; (г) ймовірне послаблення вимог до банків як інвесторів щодо врахування фінансових інструментів сек'юритизації при розрахунку показників платоспроможності та покриття ліквідності стимулюватиме попит банків на цьому ринку та посилюватиме як нарощення циклічності, так і взаємопов'язаності між фінансовими інституціями; (д) зростання ринку сек'юритизації збільшуватиме роль сектора тіньового банкінгу, який є менш врегульованим і більш вразливим до фінансових потрясінь, а з іншої сторони цей сектор може й ініціювати виникнення ринкових стресів.

З точки зору стабільності ринків більш прийнятною є емісія покритих облігацій (саме в кризовий період обсяг емісії покритих облігацій зростає, зважаючи на меншу

схильність учасників ринку до більш ризикованих інвестицій), але потрібні різні види цінних паперів для інструментальної диверсифікації ринків, що сприятиме підтримці стабільності й уникненню структурних деформацій. Для розвитку ринку покритих облігацій доцільно розширити спектр прийнятного забезпечення. Наприкінці 2015 року Європейська комісія опублікувала консультативний документ з опитуванням щодо розвитку ринку покритих облігацій, та у першому кварталі 2018 році планується представлення проекту нормативно-правового акта, який відобразитиме уніфіковані засади функціонування цього ринку в ЄС.

У 2017 році до заходів у рамках СМУ віднесено й створення вторинного ринку для проблемних банківських активів. З однієї сторони це сприятиме покращенню фінансового стану банківських інституцій, однак з іншої – створює потенційні загрози для інших учасників ринку, оскільки відбувається трансфер вже реалізованих ризиків до інших інституцій, що може негативно вплинути на їх фінансову стійкість.

9. Важливим пріоритетом СМУ також є стимулювання довгострокових інвестицій, і для тих цілей сформована правова основа для діяльності європейських фондів довгострокових інвестицій (ELTiF), а також змінюються в сторону зменшення пруденційні вимоги щодо інвестицій в інфраструктурні проекти для страхових компаній і банків. Проте такі заходи можуть мати потенційно негативний вплив на рівень стабільності фінансової системи, а тому коригування пруденційних вимог доцільно здійснювати вибірково лише, наприклад, щодо фінансування інфраструктурних проектів, де залучені також структурні фонди ЄС або реалізація проектів здійснюється на основі державно-приватного партнерства.

10. Ресурси роздрібних інвесторів є важливим джерелом диверсифікації учасників ринку та збільшення його стабільності. Однак їх участь в операціях з цінними паперами є доволі низькою – частка домогосподарств, які мали у своєму володінні акції, зменшилася з 28 % в 1975 році до 10–11 % в 2007 році (Action plan, p. 21). Основною передумовою включення індивідуальних інвесторів до вкладень на ринку капіталів є наявність довіри та фінансова обізнаність щодо сфери обігу фінансових інструментів. Крім того, в межах проекту СМУ в 2015 році опубліковано Зелену книгу щодо розвитку роздрібних фінансових послуг, зокрема, створення умов для транскордонного надання послуг, в тому числі в режимі онлайн. Європейська комісія працює і над проектом нормативно-правового акта щодо впровадження уніфікованих індивідуальних пенсійних продуктів. Залучені кошти за посередництвом пенсійних продуктів будуть застосовуватися для довгострокових інвестицій, що сприятиме розвитку як ринку фінансових інструментів, так і економіки в цілому. Крім того, ці ресурси є менш чутливі до вилучення при ймовірних фінансових потрясіннях, а це сприятиме

формуванню менш крихкого ринку капіталу.

11. У проекті СМУ акцентується увага на сприянні транскордонним інвестиціям. Ще Римський договір передбачив вільний рух капіталу в межах європейського співтовариства. Однак високий рівень транскордонних пов'язань ринків може мати певний амбівалентний вплив на фінансову стабільність. Так, міжнародна диверсифікація вкладень зменшує чутливість інвесторів до потрясінь на локальному ринку, але ці інвестори можуть стати каналом поширення нестабільності – при виникненні кризи вони здійснюють ребалансування портфелів, зокрема, кошти можуть виводитися з одного ринку (продаж фінансових інструментів буде спричиняти падіння на ринку) для покриття збитків на іншому ринку (наприклад, виконання маржинальних вимог). Особливо чутливі на потенційну міграцію капіталу з ринків цінних паперів країни Центральної і Східної Європи, які відносяться до економік, що розвиваються (emerging economies).

В межах поглиблення транскордонної фінансової інтеграції реалізуються і заходи, що мають значний позитивний вплив на стабільне функціонування ринків капіталу. Зокрема, у площині пост-трансакційної інфраструктури сформоване профільне регуляторне середовище на основі прийняття двох важливих розпоряджень стосовно цієї сфери: у 2012 р. – щодо деривативів на неорганізованому ринку, центральних контрагентів і торговельних репозиторіїв (EMIR) та у 2014 р. – щодо центральних депозитаріїв цінних паперів (CSD). Для зменшення фрагментованості розрахункових і клірингових послуг на європейському ринку Європейський центральний банк з 2008 року почав реалізовувати проект T2S (TARGET-2 Securities) зі створення єдиної пан-європейської гармонізованої системи клірингу та розрахунків цінних паперів і трансферу грошових коштів через рахунки центральних банків. Цей проект розроблений для зони Євро, однак й інші країни (не тільки з ЄС) можуть стати учасниками цієї системи (з кінця 2018 року система доступна для Данії). У 2015 році вже була готова операційна версія T2S і 22 центральних депозитаріїв цінних паперів п'ятьма хвилями з червня 2015 року до вересня 2017 року мігрують свої розрахункові процеси на правах аутсорсингу до T2S. Впровадження цієї системи, яка використовує принцип поставки проти платежу (DVP), відповідну систему забезпечень і рахунки центральних банків, позитивно впливає на забезпечення стабільності ринку на основі нівелювання ризиків контрагентів і неплатоспроможності платіжних агентів.

12. Позитивним аспектом у процесі реалізації СМУ є визначення як необхідного заходу надання повноважень Європейській раді з системного ризику (ESRB) щодо моніторингу потенційних ризиків стосовно порушення фінансової стабільності, що виникають з активізації ринково орієнтованого фінансування.

Висновки. Проведений аналіз заходів щодо формування Союзу ринку капіталів у межах європейського фінансового простору свідчить переважно про їх узгодженість із

необхідністю забезпечення фінансової стабільності, а наявні виклики та загрози у цій площині можуть бути відкриті в процесі еволюції ринків. Однак слід також брати до уваги потребу визначення оптимального рівня регулювання, оскільки надлишкові регуляторні вимоги можуть не стимулювати, а загальмувати розвиток ринково орієнтованого фінансування та на основі посилення регуляційного арбітражу призвести до міграції капіталів на інші міжнародні ринки. З метою уникнення регуляційного арбітражу уповноважені європейські інституції також повинні вживати заходів щодо посилення міжнародної координації дій у сфері регулювання ринків капіталу.

Наявні процеси фінансової інтеграції в ЄС ставлять ряд викликів і щодо розвитку ринку капіталів в Україні. Наявна Угода про асоціацію ЄС передбачає імплементацію значної кількості профільних директив, які на цей час вже модернізуються. Висока швидкість зміни та розширення фінансового законодавства в ЄС потребують від вітчизняних уповноважених інституцій щодо реалізації реформи фінансового сектора розробки відповідних гнучких модифікованих стратегій із упровадження адаптованих до українських вимог правових норм, які дозволять як стимулювати його пришвидшений розвиток з урахуванням потреб реальної економіки, так і забезпечити стабільність ринку та фінансової системи в цілому.

ЛІТЕРАТУРА

1. Segré C. The development of a European capital market. Report of a group of experts appointed by the EEC Commission, 1966.
2. Kelemen R. Eurolegalism: the transformation of law and regulation in the European Union. Cambridge (MA): Harvard University Press, 2011.
3. European Commission. Financial services: implementing the framework for financial markets: action plan, 1999.
4. European Commission. White Paper. Financial services policy 2005 – 2010, 2005.
5. European Commission. Green Paper on Retail Financial Services in the Single Market, 2007.
6. European Commission. Green paper. Building a capital markets union, 2015.
7. European Commission. Communication. Plan on building a capital markets union, 2015.
8. European Commission. Communication. Mid-term review of the capital markets union action plan, 2017.
9. Acharya V., Steffen S. Capital markets union in Europe: why other unions must lead the way. *ZEW policy brief*. 2016. Vol. 4.
10. Quaglia L., Howarth D., Liebe M. The Political Economy of European Capital Markets Union. *Journal of Common Market Studies*. 2016. Vol. 54, No. 1. P. 185–203.
11. Ringe W. G. Capital markets union for Europe: a commitment to the single market of 28. *Law and Financial Markets Review*. 2015. Vol. 9, No. 1. P. 5–7.
12. Schoenmaker D. Post-crisis reversal in banking and insurance integration: an empirical survey. *European Economy – Economic Papers*. 2013. No. 496.
13. Veron N., Wolff G. Capital markets union: a vision for the long term. *Journal of Financial Regulation*. 2016. Vol. 2. P. 130–153.
14. European Commission. Economic analysis accompanying communication the mid-term review of the capital markets union action plan, 2017.
15. European Commission. Annual report on European SMEs 2015/2016. SME recovery continues, 2016.
16. Karkowska R., Kravchuk I. Struktura inwestorów na GPW w Warszawie w kontekście zmian makroekonomicznych i rynkowych. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*. 2016. No. 449. S. 247–256.
17. European Commission. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council laying down common rules on securitization and creating a European framework for simple and transparent securitization and amending directives 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2015.

REFERENCES

- Acharya, V., and Steffen, S. "Capital markets union in Europe: why other unions must lead the way" *ZEW policy brief*. Vol. 4, 2016.
- European Commission. Financial services: implementing the framework for financial markets: action plan, 1999.
- European Commission. White Paper. Financial services policy 2005 - 2010 (2005).
- European Commission. Green Paper on Retail Financial Services in the Single Market, 2007.
- European Commission. Green paper. Building a capital markets union, 2015.
- European Commission. Communication. Plan on building a capital markets union (2015).
- European Commission. Communication. Mid-term review of the capital markets union action plan, 2017.
- European Commission. Economic analysis accompanying communication the mid-term review of the capital markets union action plan, 2017.
- European Commission. Annual report on European SMEs 2015/2016. SME recovery continues, 2016.
- European Commission. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council laying down common rules on securitization and creating a European framework for simple and transparent securitization and amending directives 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2015.
- Kelemen, R. *Eurolegalism: the transformation of law and regulation in the European Union* Cambridge (MA): Harvard University Press, 2011.
- Karkowska, R., and Kravchuk, I. "Struktura inwestorów na GPW w Warszawie w kontekście zmian makroekonomicznych i rynkowych" *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, no. 449 (2016): 247-256.
- Quaglia, L., Howarth, D., and Liebe, M. "The Political Economy of European Capital Markets Union" *Journal of Common Market Studies* vol. 54, no. 1 (2016): 185-203.
- Ringe, W. G. "Capital markets union for Europe: a commitment to the single market of 28" *Law and Financial Markets Review* vol. 9, no. 1 (2015): 5-7.
- Segre, C. *The development of a European capital market. Report of a group of experts appointed by the EEC Commission*, 1966.
- Schoenmaker, D. "Post-crisis reversal in banking and insurance integration: an empirical survey" *European Economy - Economic Papers*, no. 496 (2013).
- Veron, N., and Wolff, G. "Capital markets union: a vision for the long term" *Journal of Financial Regulation* vol. 2 (2016): 130-153.