

Київський національний торговельно-економічний університет
Кафедра міжнародного публічного права

ВИПУСКНА КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА

на тему:

**ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ НАДАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПОСЛУГ
В ЄВРОПЕЙСЬКОМУ СОЮЗІ**

Студента 2 курсу, 12м групи,
спеціальності «Міжнародне право» _____

Савицького
Ігоря Вікторовича

Науковий керівник
к.ю.н., доцент _____

Буличева
Наталія Анатолівна

Керівник освітньо-професійної програми
д.ю.н., доцент _____

Дешко
Людмила Миколаївна

Київ 2018

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ.....	3
ВСТУП.....	5
РОЗДІЛ 1. ПРАВОВІ АСПЕКТИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ В ЄВРОПЕЙСЬКОМУ СОЮЗІ.....	10
1.1 Особливості міжнародно-правового регулювання інвестиційної діяльності	10
1.2 Європейське інвестиційне право як галузь права ЄС.....	18
1.3 Правові основи інвестиційної діяльності в ЄС.....	30
РОЗДІЛ 2. ОСНОВНІ ПРИНЦИПИ ЄВРОПЕЙСЬКОГО ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРАВА.....	42
2.1 Правові засади формування єдиного фінансового ринку в ЄС.....	42
2.2 Правові основи формування принципу контролю держави реєстрації інвестицій.....	49
2.3 Принцип контролю держави, що приймає інвестиційні послуги.....	52
2.4 Особливості та принципи захисту прав інвесторів в ЄС.....	57
РОЗДІЛ 3. АКТУАЛЬНІ ПРОБЛЕМИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ В ЄС.....	68
3.1 Правове регулювання інвестицій з третіх країн в ЄС за Лісабонським договором.....	68
3.2 Поділ компетенції Європейського Союзу і держав-членів при здійсненні інвестиційної діяльності.....	75
3.3 Інституційні основи інвестиційної діяльності в ЄС і їх реформування, викликане фінансовою кризою.....	89
3.4 Правові проблеми, пов'язані з наданням електронних інвестиційних послуг.....	101
ВИСНОВКИ та пропозиції.....	112
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	117

ПЕРЕЛІК УМОВИНИХ СКОРОЧЕНЬ

EMIR – Регламент (EU) 648/2012 про позабіржові деривативи, центральних контрагентів і торгових депозитаріїв

FSCS – компенсаційна схема у Великобританії (The Financial Services Compensation Scheme)

HFT – високочастотна торгівля

ICC – Міжнародний арбітражний суд Міжнародної торгової палати

ICSID – Міжнародний центр із врегулювання інвестиційних спорів

IOSCO – Міжнародна організація комісій з цінних паперів

MiFID – Директива Європарламенту та Ради від 21 квітня 2004 року 2004/39 / ЄС про ринки фінансових інструментів (Markets in Financial Instruments Directive)

MTF – багатосторонній торговельний майданчик

OTF – організований торговельний майданчик

UNCTAD – Конференція ООН з торгівлі та розвитку

БНК – Багатонаціональна корпорація

ВНП – валовий національний продукт

ГАТТ – Генеральна угода про тарифи і торгівлю

ДЄЕС – Договір про заснування Європейського економічного співтовариства

ДІС – двосторонні інвестиційні угоди

ДІУ – двосторонні інвестиційні угоди

ДФЄС – Договір про функціонування Європейського Союзу

ЕЕС – Європейська економічна спільнота

ЕКЮ – європейська платіжна одиниця (European Currency Unit)

ЄВС – Європейська валютна система

ЄЕС – Європейське економічне співтовариство
ЄС - Європейський союз
ЄСЦБ – Європейська система центральних банків
ЄЦБ – Європейський центральний банк
МБРР – Міжнародний банк реконструкції та розвитку
МВФ – Міжнародний валютний фонд
МІГА – Багатостороннє агентство з гарантії інвестицій.
МІС – міжнародні інвестиційні угоди
МТРО – Управління багатосторонньої торговельної системи
МФК – Міжнародна фінансова корпорація
МЦВІС - Міжнародний центр із врегулювання інвестиційних спорів
НАФТА – Північноамериканська угода про вільну торгівлю
ОЕСР – Організація економічного співробітництва і розвитку
ООН – Організація Об'єднаних Націй
ПДВ – податок на додану вартість
ПІ – прямі іноземні інвестиції
СОТ – Світова організація торгівлі
США – Сполучені Штати Америки
ЮНКТАД – Конференція ООН з торгівлі та розвитку
ЮНСІТРАЛ - Арбітражний регламент Комісії ООН з права міжнародної торгівлі

ВСТУП

Актуальність теми дослідження визначається досить важливою роллю інвестицій в сучасній світовій економіці. В даний час в усьому світі велика увага приділяється законодавству, спрямованому на вдосконалення розвитку інфраструктури ринку фінансових послуг, в тому числі на поліпшення правового регулювання діяльності організацій, що сприяють укладенню угод інвесторами.

Особливої актуальності роботі надає фінансова криза, яка триває в Єврозоні і загрожує цілісності ЄС, що змушує формулювати нові завдання для інститутів Європейського Союзу та лідерів держав-членів і переглянути усталені методи правового регулювання фінансових послуг в цілому та інвестиційної діяльності зокрема. Отже, правова система ЄС в зазначених обставин представляє унікальний приклад для вивчення досвіду розвитку цього економіко-політичного союзу, в тому числі і з питання залучення інвестицій, як стимулу для розвитку будь-якого регіону.

Важливе значення в ситуації кризи, що продовжується, надається залученню інвестицій особливо в так звані «проблемні» країни ЄС. Інвестиційні фірми, які працюють на території приймаючої держави, служать ключовим інструментом для вкладення капіталу, при цьому таке вкладення капіталу може здійснюватися за допомогою прямих іноземних інвестицій, портфельних інвестицій, позик, фінансового лізингу, матеріальної допомоги. На сьогоднішній день в умовах світової глобалізації економіки, інтеграції фінансових ринків, одним з пріоритетів Європейського Союзу є поступовий перехід до єдиного фінансового ринку, що відбивається в закріпленні значного числа відповідних правових норм у наднаціональному законодавстві. Економічний і фінансовий розвиток Європейського Союзу

багато в чому залежить від створення належної правової бази та подальшої гармонізації законодавств держав-членів ЄС. Створення конкурентоспроможного внутрішнього ринку є однією з найважливіших задач Європи, яка стала на шлях інтеграції. Велике значення в ЄС надається залученню інвестицій в усі сектори економіки, а захист прав інвесторів і підтримання впевненості у фінансовій системі є важливими факторами функціонування внутрішнього ринку.

Сучасні підприємства на регулярній основі стикаються з потребою здійснювати інвестування, тобто вкладення фінансового капіталу в різні проекти і заходи для отримання в кінцевому результаті прибутку, розвитку виробничих потужностей, створення нових підприємств, і в цілому, забезпечення зростання економіки. Природно, що існує потреба в удосконаленні правового регулювання інвестиційної діяльності.

Іноземні інвестиції призводять до ослаблення залежності від зовнішніх ринків, так як фактично здійснюється перенесення виробництва товарів, що імпортуються в країну-реципієнт інвестицій. Таким чином, іноземні інвестиції сприяють вирішенню традиційної проблеми економічної залежності і є одним з локомотивів економічного розвитку.

Особливо слід відзначити, що становлення і розвиток інвестиційного права України здійснювалося на підставі ретельного вивчення і запозичення досвіду зарубіжних країн і перш за все Європейського Союзу. Отже, докладне вивчення проблем і недоліків, а також нововведень нормативної системи, яка регулює інвестиційну діяльність в ЄС, пов'язаних з набуттям чинності Лісабонського договору і фінансово-економічною кризою, дуже актуально і корисно для визначення напрямків подальшого розвитку правової системи України в галузі регулювання іноземних інвестицій. До того ж одним з геополітичних пріоритетів України є створення спільного з ЄС економічного простору.

Правове регулювання інвестиційної діяльності в Європейському Союзі до теперішнього часу комплексно і всебічно не досліджувалась в українській науці і літературі. Більшість вітчизняних наукових робіт останніх років розглядає інвестиційний режим ЄС при аналізі загального міжнародно-правового регулювання іноземних інвестицій. Також необхідно відзначити праці Губи М.О і Глібко С.В. [6]. Бойчук Р.П. аналізує проблематику надання інвестиційних послуг в контексті європейського банківського права.

Наукова новизна зумовлена тим, що це перше комплексне дослідження питань правового регулювання інвестиційної діяльності в ЄС, правового положення інвестиційних фірм і кредитних установ, а також ролі права Євросоюзу в еволюції міжнародного інвестиційного права.

Об'єктом дослідження є система правового регулювання інвестиційної діяльності Європейського Союзу.

Предмет дослідження становлять норми інвестиційного права ЄС, закріплені в установчих договорах, нормативно-правових актах інститутів ЄС, судових рішеннях Суду Європейського Союзу та національного законодавства держав-членів ЄС.

Метою роботи є аналіз режиму правового регулювання інвестиційної діяльності в ЄС з точки зору обґрунтування її значення як найважливішого чинника економічного і фінансового розвитку Європейського Союзу.

Для реалізації зазначеної мети слід вирішити завдання:

- визначити особливості міжнародно-правового регулювання інвестиційної діяльності;
- дослідити європейське інвестиційне право як галузь права ЄС;
- дослідити правові основи інвестиційної діяльності в ЄС;
- визначити правові засади формування єдиного фінансового ринку в ЄС;
- проаналізувати правові основи формування принципу реєстрації інвестицій

- визначити принцип контролю держави, що приймає інвестиційні послуги;
- дослідити особливості та принципи захисту прав інвесторів в ЄС;
- дослідити правове регулювання інвестицій з третіх країн в ЄС за Лісабонським договором;
- проаналізувати поділ компетенції Європейського Союзу і держав-членів при здійсненні інвестиційної діяльності;
- визначити інституційні основи інвестиційної діяльності в ЄС і їх реформування, викликане фінансовою кризою;
- проаналізувати правові проблеми, пов'язані з наданням електронних інвестиційних послуг.

Методологічну основу наукового дослідження складають логічний, історико-правовий, порівняльно-правовий, системно-структурний та аналітичний методи, а також метод порівняння і аналогій. Принципи наукової діалектики дозволили виявити сутнісні характеристики досліджуваних процесів і форми їх прояву. В ході дослідження автор використовував фундаментальні положення теорії держави і права, теорії європейського права, теорії міжнародного права.

Теоретичну і нормативну базу роботи складають монографії, дослідження, публікації зарубіжних авторів, діючих і колишніх членів Європейської комісії, а також наукові праці видатних українських та іноземних дослідників-правознавців.

Теоретична значимість роботи полягає в тому, що результати дослідження сприяють розширенню теоретичної бази, необхідної для комплексного розуміння правового регулювання інвестиційної діяльності в ЄС в контексті формування єдиного фінансового ринку Європи. Результати дослідження можуть використовуватися при вивченні міжнародних інвестиційних процесів і тенденцій розвитку міжнародного та європейського інвестиційного права.

Практична значимість обумовлена тим, що проведене дослідження може бути використано в якості основи для вдосконалення внутрішнього законодавства з інвестиційної діяльності, а також при підготовці українських фахівців у сфері європейського права.

Структура роботи. Робота складається з вступу, трьох розділів, висновків і списку використаних джерел.

РОЗДІЛ 1. ПРАВОВІ АСПЕКТИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ В ЄВРОПЕЙСЬКОМУ СОЮЗІ

1.1 Особливості міжнародно-правового регулювання інвестиційної діяльності

З часу виникнення товарно-грошового обігу існує жорстка конкуренція за ринки збуту. За право використовувати чужий ринок треба платити визначені державою податки та збори чи вкладати інвестиції. Розвиток економічних процесів у різних країнах світу свідчить про значну роль саме інвестиційних вкладів.

На сьогодні поки що відсутня конвенція універсального характеру, яка б регулювала порядок здійснення іноземних інвестицій. Спроби врегулювати інвестиційну діяльність на міжнародно-правовому рівні були зроблені ще наприкінці XVIII ст. Спеціалісти, зокрема Бартон Легам, вважають початком сучасного етапу розгляду інвестиційних спорів підписання так званого Договору Джея в 1794 році. [24]. Таким чином, можна зробити висновок про те, що витоки практики арбітражного розгляду спорів між державою та закордонними інвесторами нараховують століття.

Тоді як міжнародний арбітраж з інвестиційних спорів має давню історію, двосторонні інвестиційні договори та Міжнародний центр із врегулювання інвестиційних спорів (МЦВІС, але більш уживана англійська аббревіатура ICSID) — це порівняно нові явища. Нині у світі вже є міжнародно-правові акти, що регулюють порядок захисту іноземних інвестицій.

18 травня 1965 року у Вашингтоні 46 держав — членів Міжнародного банку реконструкції та розвитку уклали Конвенцію «Про порядок розв'язання інвестиційних спорів між державами та іноземними особами». Конвенція набрала чинності 14 жовтня 1966 року [63]. Сьогодні учасниками Вашингтонської конвенції є понад 160 держав. Вона складається із 75 статей

та преамбули, автентичні тексти — англійський, французький та іспанський. Україна є учасником із 7 липня 2000 року.

У преамбулі Конвенції зазначено, що «Договірні держави, беручи до уваги потребу в міжнародному співробітництві для економічного розвитку та значення при цьому приватних іноземних інвестицій; маючи на увазі ймовірність того, що час від часу можуть виникати спори в зв'язку з такими іноземними інвестиціями між Договірними державами та особами інших Договірних держав; визнаючи, що, як правило, такі спори будуть підпорядковані національній процедурі вирішення, про те в певних випадках міжнародно правові засоби можуть бути застосовані; надаючи особливого значення доступності міжнародних засобів примирення або арбітражу», домовилися про заснування Міжнародного центру з врегулювання інвестиційних спорів — ICSID (ст. 1). Враховуючи важливість діяльності ICSID в сучасному економічному житті, детальніше зупинимося саме на діяльності цього центру.

ICSID є міжнародною публічною організацією, яка відповідно до Конвенції 1965 року забезпечує вирішення через примирення та арбітраж інвестиційних спорів між Договірними державами та особами інших Договірних держав. Сам Центр не займається примиренням чи арбітражем. Від допомагає розпочинати й проводити процедури примирення та арбітражу, виконуючи тут певну кількість адміністративних функцій.

Звернення до ICSID за примиренням та арбітражем відбувається цілком добровільно. Жодна Договірна держава чи громадянин цієї держави не зобов'язані звертатися за таким примиренням чи арбітражем, якщо вони на це не погодилися. Однак якщо вони дали згоду на процедуру примирення чи арбітражу, вони не можуть відмовитися від неї. Рішення арбітражу є обов'язковим для виконання. Ці рішення не підлягають опротестуванню в апеляційному порядку, за винятком тих, які передбачені в цій Конвенції [46]. До середини 1980-х років ICSID мав право вирішувати подані до нього

справи на основі письмово висловленої на це згоди в конкретному інвестиційному контракті чи подібному документі. Відтоді дедалі більше справ ґрунтуються на згоді вирішувати справи в ICSID, закріпленій в законодавчих актах та договорах з питань інвестицій. Із середини 1980-х років більшість справ, що вирішуються ICSID, обумовлені мотивами — громадські заворушення, відмова у правосудді, дії місцевих органів.

У країнах світу прийнято 20 спеціальних законів та 900 двосторонніх інвестиційних договорів, в яких уряди надали згоду вирішувати інвестиційні спори в разі їх виникнення відповідно до процедури арбітражу, передбаченого ICSID [4]. Арбітраж під егідою ICSID є одним з головних механізмів вирішення інвестиційних спорів відповідно до чотирьох міжнародних договорів про торгівлю та інвестиції (North American Free Trade Agreement, European Energy Charter, Cartagena Free Trade Agreement, Colonia Investment Protocol of Mercosur). Засідання ICSID можуть проходити там, де учасники інвестиційного спору виявляють бажання їх провести. Кількість справ, поданих до Центру, останніми роками значно збільшилася. ICSID веде значну дослідницьку роботу та надає консультації з питань інвестицій, а також оприлюднює щорічний звіт про свою діяльність.

Враховуючи необхідність зміцнення міжнародного співробітництва з метою економічного розвитку, стимулювання іноземних інвестицій, у 1985 році ряд держав підписали Сеульську конвенцію про заснування багатостороннього Агентства з гарантій інвестицій, але Україна поки що не приєдналася до неї. Конвенція включає 67 статей та 2 додатки [8].

Мета Агентства — стимулювати потік інвестицій, насамперед до країн, що розвиваються, доповнюючи діяльність МБРР. За Конвенцією під інвестиції підпадають акціонерна участь (у т. ч. середньо- та довгострокові займи, які надаються власниками акцій зацікавленому підприємству, а також форми прямих капіталовкладень, які визначаються Радою директорів), будь-яке перерахування іноземної валюти, яке проводиться з метою модернізації,

розширення або розвитку капіталовкладення тощо. У статті 13 Конвенції визначено коло інвесторів, які підпадають під гарантії.

Агентство проводить дослідження, поширює інформацію про можливість капіталовкладень у країнах — членах Сеульської конвенції, що розвиваються, прагне до зняття бар'єрів. До структури Агентства входять Рада управляючих, Рада директорів, президент і персонал для виконання обов'язків. У рамках Сеульської конвенції Агентство співробітничает з ООН та іншими міжурядовими організаціями, які спеціалізуються з цього питання, зокрема МБРР та Міжнародною фінансовою корпорацією.

Про великий інтерес ділових кіл до міжнародного інвестиційного права свідчить потужна видавнича діяльність міжнародних центрів з питань інвестицій. Серед найбільш шанованих видань — «Investment Laws of the World» («Інвестиційні закони світу») в 10-ти томах; «Investment Treaties» в 7-ми томах; розвиткові юридичних аспектів міжнародної інвестиційної діяльності присвячене дуже цікаве видання — «Огляд ICSID — Журнал іноземного інвестиційного права» («ICSID Review — Foreign Investment Law Journal»). Він містить коментарі, справи, огляди документів та книжок, виходить двічі на рік. Журнал вважається одним з 20 найкращих у галузі міжнародного права в США. Всі вищезазначені видання готує і видає Міжнародний центр з питань врегулювання інвестиційних спорів, який знаходиться у Вашингтоні. Поки що ці видання недоступні для широкого загалу американських юристів: зокрема, «Збірник інвестиційних договорів» коштує 950 доларів.

Поки що відсутня конвенція універсального характеру про порядок здійснення іноземних інвестицій. Однак вже є міжнародно-правові акти, що регулюють порядок захисту таких інвестицій.

Першоджерелом багатосторонньої міжнародно-правової практики у сфері регулювання інвестиційних правовідносин була Угода про Міжнародний валютний фонд (МВФ), що вступила в силу 27 грудня 1945 р.

Вона поклала початок правовому регулюванню міжнародного руху капіталів і міжнародно-правовій співпраці у сфері іноземних інвестицій. Потім в рамках таких міжнародних організацій, як Європейське економічне співтовариство (ЄЕС) і Організація економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР), був створений певний механізм регулювання транснаціонального руху капіталів, що сприяло вдосконаленню механізму правового регулювання іноземних інвестицій на багатобічній основі [22].

У Вашингтоні 18 березня 1965 р. 46 держав – членів МБРР уклали Конвенцію «Про порядок розв'язання інвестиційних спорів між державами та іноземними особами». Нині учасниками Вашингтонської Конвенції є понад 160 держав. Конвенція набрала чинності 14 жовтня 1966 р.

У 1985 р. було прийнято Сеульську конвенцію про заснування Багатостороннього агентства з гарантії інвестицій.

Римський договір 1957 р. передбачив вільний рух капіталу в межах Європейського Співробітництва.

Велике значення для міжнародно-правового регулювання інвестицій має Договір Європейської енергетичної хартії. Оскільки одержання енергії неможливе без інвестицій, то Договір Європейської енергетичної хартії (підписаний у Лісабоні у грудні 1994 р.) можна вважати ще міжнародним багатостороннім договором про захист інвестицій.

Країни Заходу, вкладаючи гроші в енергетику Сходу, не хочуть, щоб вони виявилися викинутими на вітер.

Важливим джерелом міжнародного інвестиційного законодавства є двосторонні договори про сприяння здійсненню та захисту інвестицій або ж відповідні розділи міжнародних торговельних договорів.

Одним з основних правових інструментів удосконалення правового захисту іноземних інвестицій є міжнародно-правова практика, яка передбачає міжнародні двосторонні договори про взаємне заохочення і захист іноземних інвестицій, так звані двосторонні інвестиційні угоди [41]. Роль міжнародних

інвестиційних угод, особливо двосторонніх, полягає в гарантуванні стабільності режиму для іноземних інвесторів, наданні їм відповідних стимулів, взаємоув'язці інтересів як іноземних вкладників капіталу, так і країн, де здійснюються інвестиції. Указані договори у сфері іноземних інвестицій призначені для забезпечення міжнародно-правового захисту, в першу чергу від некомерційних ризиків. Встановлення зрозумілих, доступних та здійснюваних правил, які покращують інвестиційний клімат і тим самим зміцнюють довіру між державами, виступає свого роду стимулятором іноземних інвестицій

Двосторонні інвестиційні договори регулюють питання, які іноземні інвестори вважають для себе важливими, спрямовані на створення надійнішого транспарентного, тобто стабільного і передбачуваного правового режиму, який не завжди може забезпечити національне законодавство.

З кінця 80-х і протягом 90-х років ХХ століття надзвичайно зросла кількість двосторонніх договорів. Станом на початок 2005 року нараховується приблизно 2392 двосторонні договори за участю 170 країн[41].

Переважає більшість таких договорів укладаються між розвиненими країнами, з одного боку, і країнами що розвиваються, але кількість двосторонніх договорів між країнами, що розвиваються, постійно зростає. За даними ЮНКТАД станом на кінець 2004 року, країнами з найбільшою кількістю двосторонніх договорів є Німеччина (130), Китай (112), Швейцарія (109), Велика Британія (101), Франція (97), Єгипет (90), Нідерланди (89), Італія (85), Румунія (83), Чеська Республіка (78) тощо [81]. У порівнянні з угодами про дружбу, комерційну діяльність та судноплавство, двосторонні інвестиційні договори рідко укладаються між розвиненими країнами. Стосовно дії цих договорів у часі треба зазначити, що вони не розповсюджуються на спори, що виникають до набрання ними чинності. Тривалість дії двосторонніх інвестиційних договорів охоплює період від 10

до 15 років. У більшості випадків зазначається, що після припинення угоди її положення будуть застосовуватись протягом певного періоду часу до інвестицій, які були здійснені протягом чинності угоди[7].

Двосторонні інвестиційні договори звичайно включають такі положення [4]:

- кожна сторона (країна) повинна забезпечити рівне ставлення до інвестиційної діяльності, як підприємств-резидентів, так і нерезидентів;
- жодна сторона (країна) своїми необґрунтованими та дискримінаційними заходами не повинна втручатися в управління, користування, залучення та розпорядження інвестиціями.

Майже всі сучасні двосторонні договори включають положення стосовно спорів між сторонами. У такому випадку, і як було зазначено вище, багатьма двосторонніми договорами передбачається передача спорів, що виникають, на вирішення арбітражу в рамках Вашингтонської конвенції 1965 року. Усе це зумовило різке збільшення в останні роки кількості арбітражів МЦВІС. Наприклад, в 2002 році МЦВІС було зареєстровано 100 справ, 60 з яких поступило в останні 5 років [18]. Що стосується України, МЦВІС зареєстрував лише 4 інвестиційні позови проти неї станом на кінець 2005 року (у вересні 2003 року Україна виграла справу про визнання експропріації інвестицій за позовом компанії «Generation Ukraine» до Київської держадміністрації на суму біля 9 млрд. доларів США) [37].

Однією з причин збільшення кількості положень щодо вирішення інвестиційних спорів в двосторонніх договорах була поява двох нових документів в 70 роках ХХ століття. В 1976 році з'явився Арбітражний регламент ЮНСІТРАЛ (який швидко став провідним засобом регулювання арбітражів ad hoc), а також в 1979 році було прийнято Правила додаткових процедур МЦВІС. В цьому контексті, необхідно зазначити, що в той час як багато інвестиційних договорів включають положення про арбітражне

вирішення спорів згідно з Вашингтонською конвенцією 1965 року, збільшується кількість арбітражів згідно з Правилами додаткових процедур МЦВІС 1979 року. Тобто інвестори, які не мають доступу до арбітражу в рамках Вашингтонської конвенції, через те що деякі види спорів виходять за рамки регулювання Конвенцією або країна, звідки надходять чи де здійснюються інвестиції, не бере в ній участь, можуть проводити арбітраж згідно з Правилами додаткових процедур. Однак, навіть коли двостороннім договором вже передбачено арбітраж згідно з Правилами додаткових процедур, необхідно також зробити посилання на арбітражне вирішення спорів в рамках Вашингтонської конвенції, тому що на момент порушення справи країна може до неї приєднатися[29].

В Україні основи правового режиму іноземних інвестицій визначаються:

– законами України: главою 38 «Іноземні інвестиції» Цивільного кодексу України; «Про режим іноземного інвестування»; «Про зовнішньоекономічну діяльність»; «Про захист економічної конкуренції»; «Про природні монополії»; «Про цінні папери і фондову біржу»; «Про митний тариф України»;

– двосторонніми міжнародними угодами про взаємне заохочення та захист інвестицій за участю України: договір між Україною та Сполученими Штатами Америки «Про заохочення та взаємний захист інвестицій» (ратифікований Законом № 226/94-ВР від 21 жовтня 1994 року). У Договорі зазначено, що режим, який надається Сполученими Штатами Америки щодо інвестицій та пов'язаною з ними діяльністю громадян та компаній України буде не менш сприятливим, ніж режим, який надаватиметься ними інвестиціям та пов'язаною з ними діяльністю громадян США, що постійно мешкають в інших штатах, на територіях або володіннях США...»;

- багатосторонніми міжнародними угодами: Вашингтонська конвенція «Про порядок розв'язання інвестиційних конфліктів між державами й

іноземними особами» (1965 р.), укладена 18 березня 1965 року під егідою МБРР, підписана 46 державами – членами МБРР, набрала чинності 14 жовтня 1966 р.; Сеульська конвенція «Про організацію багатостороннього агентства по гарантіях інвестицій» (МІГА) (1985 р.), укладена у вересні 1985 р., набрала чинності 12 квітня 1988 року.

1.2 Європейське інвестиційне право як галузь права ЄС

Установчі договори ЄС не містили окремого розділу, присвяченого регулюванню інвестиційної діяльності. Інтегрування ринку цінних паперів, фінансових послуг тощо в Європі відбувалося в результаті послідовного втілення в життя ряду основоположних принципів права ЄС: вільного руху осіб, послуг і капіталів. Наприклад, вчинення операцій з цінними паперами визначається в праві ЄС як рух капіталів, а діяльність професійних учасників ринку цінних паперів - як різновид фінансових послуг, яка розглядається в рамках свободи надання послуг. Ще в 1966 року експертною групою, яка діяла за дорученням Європейської комісії, було представлено доповідь SEGRE, де говорилося про необхідність забезпечення рівного доступу фінансово-кредитних організацій та інших учасників до спільного ринку ЄС. У 1979 р Радою була прийнята перша директива, присвячена регулюванню фондового ринку.

Сьогодні в інвестиційному праві ЄС проглядаються наступні великі блоки:

- Правове регулювання руху капіталів;
- Правове регулювання відносин на ринку цінних паперів;
- Правове регулювання руху платежів;
- Вирішення інвестиційних спорів.

Правове регулювання руху капіталів

Принцип вільного переміщення капіталів усередині держав - членів ЄС - один з трьох основоположних принципів права ЄС (п. «З» ст. 3 Договору про функціонування ЄС).

У рішенні по справі № C-286/82 *Luisi and Carbone v. Ministero del Tesoro* від 31 січня 1984 року Суд Європейських співтовариств визначив, що пересування капіталу означає фінансові операції, істотно пов'язані з інвестуванням відповідних фондів. У рішенні по справі № C-7/78 *R. v. Thompson* зазначено: «... пересування капіталу має місце, коли фінансові джерела, розташовані в одній країні, використовуються для інвестицій в іншу країну, і інвестицій не перераховується назад у країну первісного місцезнаходження фінансових ресурсів в розумний строк».

Першою директивою, присвяченій питанням вільного переміщення капіталів, була Директива від 11 травня 1960 року (відома як Перша директива), розширена і частково змінена Директивою Ради від 22 січня 1963 року.

Згодом ці директиви були змінені Директивою Ради від 24 червня 1988 року № 88/361 / ЄЕС «Про застосування ст. 68 Римського договору». У Додатку I до неї міститься перелік операцій, які кваліфікуються як руху капіталів:

- категорія I - прямі інвестиції (відбувається безпосереднє вкладення цінностей у виробництво товарів (робіт, послуг));
- категорія II - інвестиції в нерухомість;
- категорія III - операції з цінними паперами, зазвичай звертаються на ринку капіталів (не включені в категорії I, IV, V);
- категорія IV - операції з частками (паями) інвестиційних фондів;
- категорія V - операції з цінними паперами та іншими інструментами, зазвичай звертаються на грошовому ринку;
- категорія VI - поточні та строкові операції у фінансових організаціях;

- категорія VII - кредити, пов'язані з комерційними угодами або наданням послуг за участю резидентів;
- категорія VIII - позики та фінансові кредити (не включені в категорії I, VII, XI);
- категорія IX - поручительство, інші гарантії та права застави;
- категорія X - платежі, пов'язані з виконанням договорів страхування;
- категорія XI - рух капіталів особистого характеру;
- категорія XII - імпорт і експорт майнових цінностей;
- категорія XIII - інший рух капіталів. Директива запропонувала класифікацію руху капіталу відповідно до економічної природою активів¹ і встановила єдиний порядок руху капіталів у готівковій та безготівковій формах.

Нині питанням вільного переміщення капіталів і платежів присвячена гл. 4 розд. IV Договору про функціонування ЄС «Капітали і платежі» (ст. 63-66). Пункт 1 ст. 63 Договору говорить: «В рамках положень цієї глави забороняються будь-які обмеження на переміщення капіталів між державами-членами і між державами-членами та третіми країнами». Суд визнав за положеннями ст. 63 Договору пряму дію.

Стаття 65 Договору про функціонування ЄС присвячена обмеженням свободи пересування капіталів.

Перша група обмежень пов'язана з податковим правом. Договір не тільки ввів можливість для держав-членів застосовувати доречні положення національного податкового права, що вирізняють платників податків за їх місцем проживання і за місцем інвестування їх капіталу, а й дав державам-членам право вживати всіх необхідних заходів для запобігання порушень національного законодавства у сфері оподаткування та передбаченого в законодавстві спостереження за фінансовими установами. Держави-члени «можуть застосовувати заходи, виправдані цілями підтримки суспільної політики та громадської безпеки».

Друга група обмежень, під яку підпадають пересування капіталу між державами-членами та третіми країнами: «у виняткових обставинах» і при «суворій необхідності», коли пересування капіталу в треті країни або з третіх країн викликають або можуть викликати серйозні труднощі для функціонування економічного і валютного союзу, можна вводити рішенням Ради захисні заходи щодо третіх країн на термін, що не перевищує шести місяців.

Діяти ця стаття розпочала з 1 січня 1999 року. Однак ситуація, коли такі заходи можуть бути прийняті, достатньо обмежена.

Третя група обмежень пересування капіталу між державами-членами та третіми країнами складається з обмежень, викликаних політичними причинами. Такі обмеження можуть виникнути в результаті спільної зовнішньої політики, при цьому прийняті в рамках особливої процедури заходи поширюються на весь ЄС. Крім того, такі обмеження можуть бути введені окремими державами-членами з серйозних політичних міркувань.

Таким чином, обмеження свободи пересування капіталів переважно стосуються публічного права.

Правове регулювання відносин на ринку цінних паперів

Основу інвестиційного права ЄС становить правове регулювання відносин на ринку цінних паперів. Воно включає кілька сегментів.

Директива Європейського парламенту та Ради ЄС від 28 травня 2001 року 2001/34 / ЄС про допуск цінних паперів до офіційного котирування на біржі і про порядок розкриття інформації про таких цінних бумагах¹ об'єднала Директиву Ради ЄС від 5 березня 1979 року про координацію умов допуску цінних паперів до офіційного котирування на фондовій біржі; Директиву Ради від 17 березня 1980 про координації умов випуску, контролю та поширення проспекту, який підлягає опублікуванню при допуску цінних паперів до офіційного котирування на фондовій біржі; Директиву Ради від 15 лютого 1982 року про регулярної інформації, що підлягає опублікуванню

товариствами, акції яких допущені до офіційного котирування на фондовій біржі, і зміни в них [4].

Історично наступний сегмент являє Директива Європарламенту та Ради від 28 січня 2003 року 2003/6 / ЄС про інсайдерські операції і ринковому маніпулюванні (ринкових зловживаннях) (Market Abuse Directive) і прийняті до неї Комісією на основі висновків КРЦБ чотири додаткові акту:

- Директива ЄК від 22 грудня 2003 про умови застосування Директиви Європарламенту та Ради від 28 січня 2003 року щодо визначення та публікації привілейованих повідомлень і визначення маніпулювання ринком;

- Директива ЄК від 22 грудня 2003 про умови застосування Директиви Європарламенту та Ради від 28 січня 2003 року щодо інвестиційних рекомендацій і породжуваних ними конфліктів інтересів;

- Директива ЄК від 29 квітня 2004 р .;

- Регламент ЄК від 22 грудня 2003 [4]

Принципове значення для інвестиційного права має Директива Європарламенту та Ради від 4 листопада року 2003 2003/71 / ЄС про публікацію проспекту емісії при розміщенні цінних паперів серед публічних інвесторів або при допуску цінних паперів до торгів (Prospectus Directive), яка конкретизована в результаті прийняття Регламенту 809/2004 від 29 квітня 2004 року про питання інформації, що міститься в емісійних проспектах та Регламенту від 21 грудня 2007 року про механізмі визначення еквівалентності норм фінансової звітності, застосовуваних емітентами з третіх країн [18].

Мета Директиви - надати емітентам можливість провести публічне пропозицію або отримати допуск до торгів у всіх державах-учасницях з мінімальною перевіркою з боку державних органів або саморегулівних організацій, а також бірж держави, де проводиться публічне пропозицію або испрашивається допуск до торгів, тобто ввести так званий єдиний загальноєвропейський паспорт (European Union Pass) на цінні папери даного

емітента (п. 1 ст. 5). Тобто в документі зафіксовано один з ключових аспектів регулювання випуску та обігу цінних паперів в країнах ЄС - принцип взаємного визнання (mutual recognition principle).

На держави - члени ЄС покладається обов'язок не дозволяти будь-яке публічне пропозицію цінних паперів без попередньої публікації проспекту.

Публічна пропозиція цінних паперів - повідомлення, зроблене в будь-якій формі і будь-яким способом і містить достатню інформацію про умови пропозиції і про самих цінних паперах, на підставі якої інвестор може прийняти рішення про купівлю або підписці на ці цінні папери.

Значна частина розглянутої Директиви присвячена публікації проспекту емісії. Це рекламний документ, що містить важливу інформацію, яку емітент надає потенційним інвесторам при випуску цінних паперів, і публікується після затвердження компетентним органом держави походження. «Жоден проспект не може бути опублікований до затвердження компетентним органом держави-учасниці, з якого походить емітент» (п. 1 ст. 13).

Загальна вимога - проспект повинен включати всю інформацію, необхідну для того, щоб інвестор міг досить повно оцінити активи та зобов'язання емітента, його фінансовий стан, прибутки та збитки, перспективи діяльності, а також права, надані цінними паперами (п. 1 ст. 5).

Проспект, схвалений в державі його походження (Home Member State), вважається законною підставою для проведення публічного розміщення або допуску до торгів у будь-якій державі-учасниці, де буде здійснюватися така діяльність (Host Member State) без повторного затвердження цього документа (ст. 17). Нормами права передбачена лише процедура повідомлення (notifications) компетентного органу приймаючої держави (держав). У такій компетентний орган представляється сертифікат з держави походження емітента і переклад резюме проспекту.

Директива вимагає від кожної держави-члена визначити компетентний орган, повноважний виконувати передбачені їй зобов'язання, і встановлює процедуру співпраці таких компетентних органів.

Статтею 20 зазначеної Директиви встановлені також спеціальні положення щодо емітентів, зареєстрованих у третіх державах. Компетентний орган держави-учасника може схвалити проспект емісії, складений відповідно до законодавства третьої держави, за умови, що: 1) проспект складений у відповідності з міжнародними стандартами, включаючи стандарти розкриття інформації IOSCO; 2) вимоги до міститься в проспекті інформації, включаючи інформацію фінансового характеру, еквіваленти вимогам, встановленим Директивою.

Зобов'язання по публікації проспекту емісії поширюється на будь-яке публічне пропозицію цінних паперів і (або) будь допуск цих цінних паперів до торгів на регульованому ринку, розташованому або чинному на території держави - члена ЄС.

Так званий єдиний європейський паспорт (European Union Pass), введений цією Директивою, означає можливість:

- для емітентів - залучати фінансові кошти шляхом випуску і розміщення цінних паперів на всій території ЄС без необхідності реєстрації випуску та проспекту емісії в кожній державі такого розміщення;
- для професійних учасників фондового ринку - надавати послуги в будь-якій державі ЄС без необхідності отримання додаткових дозволів, за умови отримання дозволу (ліцензії) в одному з них.

В цілому регулювання процесу розміщення цінних паперів на території ЄС базується на наступних принципах: 1) розподіл компетенції між державами - членами ЄС у сфері нагляду та контролю за діяльністю суб'єктів ринку цінних паперів, в основі якого лежить юрисдикційну поділ на «держави походження» (home states) і «держави перебування» (host states); 2) уніфікація порядку розкриття емітентами інформації відповідно до

громадськими міжнародними стандартами; 3) запровадження спрощеної процедури розміщення цінних паперів емітентів, цінні папери яких допущені до торгів на організованих ринках держав - членів ЄС.

Правовий статус інвестиційних фірм і правовий режим регульованих ринків визначають Директива Європарламенту та Ради від 21 квітня 2004 року 2004/39 / ЄС про ринки фінансових інструментів (Markets in Financial Instruments Directive) та Регламент Комісії 1287/2006 до Директиви MiFID та Директиві Комісії +2006 / 73 / ЄС про організаційні вимоги та умови діяльності інвестиційних фірм.

Директива про ринки фінансових інструментів (MiFID) являє собою найбільш комплексний акт, присвячений фондового регулюванню в ЄС, центральну частину так званого Європейського Кодексу про цінні папери. Крім зазначеного вище вона встановлює певні вимоги до прозорості, містить правові приписи щодо компетентних органів з ринку цінних паперів.

Під інвестиційною фірмою розуміється «будь-яка юридична особа, що регулярно займається наданням однієї або декількох інвестиційних послуг третім сторонам і (або) здійсненням одного або декількох видів діяльності на професійній основі» (ст. 1).

Інвестиційні послуги перераховані в розділі А Додатку 1 до Директиви і включають такі види діяльності: 1) отримання і передача доручень по одному або декільком фінансовим інструментам; 2) виконання доручень від імені клієнтів; 3) здійснення торгових операцій з фінансовими інструментами у власних інтересах; 4) управління портфелем; 5) інвестиційне консультування; 6) андеррайтинг фінансових інструментів і (або) розміщення фінансових інструментів на базі твердих зобов'язань; 7) розміщення фінансових інструментів без твердих зобов'язань; 8) управління багатосторонньої торговельної системи (МТРО).

Директива про ринки фінансових інструментів передбачає, що держави-члени повинні встановити гармонізовані вимоги, що стосуються

видачі ліцензії (дозволу) інвестиційним фірмам, і визначає, що така ліцензія діє на всій території Євросоюзу, що покликане забезпечувати єдність фінансового ринку, ринку інвестиційних послуг ЄС.

Загальне правило, що закріплюється Директивою, свідчить, що кожна держава-учасниця буде вимагати, щоб регулярне надання інвестиційних послуг здійснювалося тільки на основі попереднього дозволу, що видається уповноваженим органом державою походження відповідної інвестиційної фірми.

Директива містить приписи, покликані регулювати відносини між інвестиційними фірмами та їх клієнтами, тобто вказує державам-учасницям, як повинні бути врегульовані відносини між приватними особами. Так, інвестиційні послуги повинні бути надані чесно, сумлінно і професійно, клієнт повинен бути повністю інформований про істоту пропонованих фінансових інструментів і про відповідні ризики, доручення клієнта повинні бути виконані на найбільш вигідних для нього умовах (ст. 19, 21) [4].

Великий розділ присвячений забезпеченню прозорості операцій інвестиційних фірм. Так, зокрема, інвестиційні фірми повинні розкривати компетентному органу деталі угод з фінансовими інструментами на регульованому ринку не пізніше наступного робочого дня (п. 3 ст. 25).

Питання щодо розкриття інформації продовжує Директива Європарламенту та Ради від 15 грудня 2004 року 2004/109 / ЄС про гармонізацію вимог прозорості стосовно інформації про емітентів, цінні папери яких допущені до торгів на регульованих ринках. Вона конкретизована в: Директиві від 8 березня 2007 року 2007/14 / ЄС про умови виконання деяких положень Директиви Європарламенту та Ради від 15 грудня 2004 року про гармонізацію вимог прозорості стосовно інформації про емітентів, цінні папери яких допущені до торгів на регульованих ринках ; Рекомендації Європейської комісії від 11 жовтня 2007 року про створення електронної мережі, що з'єднує офіційно призначені органи централізованого

зберігання регламентованої інформації стосовно Директиви від 15 грудня 2004 року; Регламенті Європейської комісії від 21 грудня 2007 року про механізмі визначення еквівалентності норм фінансової звітності, застосовуваних емітентами з третіх країн.

Правове регулювання руху платежів

Згідно з Угодою про функціонування ЄС принцип вільного переміщення капіталу охоплює і свободу платежів, яка полягає в забороні будь-яких обмежень на платежі між державами-членами, а також між державами-членами та третіми странами¹.

Згідно з рішенням Суду Європейських співтовариств у справі № C-286/82 *Luisi and Carbone v. Ministero del Tesoro* 1984 року під поточними платежами (торгового і податкового характеру) розуміють розрахунки (безготівкове перерахування грошей) в рахунок поставлених товарів або послуг (за винятком страхування, фінансового посередництва) у валюті однієї з держав ЄС з однієї держави в іншу. Це рішення діє з невеликою поправкою: з 1999 року євро визнається засобом транскордонного поточного платежу [42].

Відносно платежів діє Регламент Європейського парламенту та Ради від 16 вересня 2009 року № 924/2009 про транскордонні платежах в рамках Співтовариства, Директива Європейського Парламенту та Ради Європейського Союзу від 13 листопада 2007 2007/64 / ЄС про платіжні послуги на внутрішньому ринку та про внесення змін до Директиви 97/7 / ЄС, 2002/65 / ЄС, 2005/60 / ЄС та 2006/48 / ЄС і про скасування Директиви 97/5 / ЄС.

В іншому правові режими регулювання свободи пересування платежів і капіталів подібні один одному.

Інвестиційні спори

В юридичній науці під інвестиційним спором в міжнародному праві розуміється правовий спір між державою та іноземним інвестором,

пов'язаний з інвестиціями останнього на території першого. Таке визначення впливає з аналізу таких міжнародно-правових актів як, наприклад, Вашингтонської конвенції про порядок вирішення інвестиційних спорів між державами та іноземними особами 1965 року, якою був заснований Міжнародний центр по врегулюванню інвестиційних спорів між державами та приватними іноземними інвесторами (МЦВІС) (ст. 25), Договору до Енергетичної хартії 1994 року.

Основними джерелами, що регулюють захист інвестицій, вирішення інвестиційних спорів є: Вашингтонська конвенція, Конвенція про заснування Багатостороннього агентства по гарантіям інвестицій (МІГА 1985 року, Арбітражний регламент Комісії ООН з права міжнародної торгівлі (ЮНСІТРАЛ) 1976 року, Нью-Йоркська конвенція ООН про визнання та приведення у виконання іноземних арбітражних рішень 1958 року, Європейська конвенція про зовнішньоторговельний арбітраж 1961 року, двосторонні міждержавні угоди про заохочення і захист інвестицій.

Згідно Вашингтонській конвенції вирішення інвестиційних спорів здійснюється шляхом проведення примирної процедури (гол. III) або шляхом арбітражного провадження (гол. IV).

Договір до Енергетичної хартії поширюється на: торговельні спору (ст. 5), спори щодо конкуренції (ст. 6), транзитні спори (ст. 7), інвестиційні спори між договірною стороною та інвестором (ст. 26), спори між договірними сторонами (ст. 27). Вирішення спорів здійснюється шляхом двосторонніх переговорів, а якщо сторонам не вдалося досягти взаємоприйняттого результату, шляхом одного з механізмів арбітражного вирішення спору. Спир може бути переданий: а) в суди або адміністративні трибунали договірної сторони, яка є стороною в спорі; б) у відповідності з будь-якою, попередньо узгодженою процедурою вирішення спору; в) в міжнародний арбітраж [30].

Європейська конвенція про зовнішньоторговельний арбітраж була розроблена під егідою Економічної комісії ООН для Європи і в ній врегульовано більш широке коло питань, ніж в Нью-Йоркській конвенції 1958 року: закріплено однакове ставлення до інституційного арбітражу (постійно діючого) та арбітражу *ad hoc*, право іноземців бути арбітрами, порядок відводу арбітражного суду з невідсудності і державних органів за наявності арбітражної угоди, правила застосування арбітрами норм права, умов контракту та торгових звичаїв, мотивування арбітражних рішень, умови та наслідки оголошення арбітражного рішення недійсним. Згодом ці положення були розвинені в Типовому законі ЮНСІТРАЛ про міжнародний комерційний арбітраж. У IX ст. Європейської конвенції міститься кореляція її правил і правил Нью-Йоркської конвенції: 1 ч. визначені правила щодо скасування арбітражного рішення, що підпадає під дію цієї конвенції у одному з держав - її учасників. У ч. 2 - визначено порядок застосування Нью-Йоркської конвенції.

У більшості діючих в даний час двосторонніх інвестиційних договорах основний зміст зводиться до встановлення загальних правил, що стосуються надання правового захисту іноземного інвестору. Такі договори носять рамковий характер (*framework agreements*). Укладені в останні роки договори включають в себе більш детальні положення.

За оцінками UNCTAD більшість (понад 60%) інвестиційних спорів розглядається в МЦВІС. Більш 1/4 таких спорів вирішується арбітражним судом *ad hoc* за Регламентом ЮНСІТРАЛ. На Арбітражний інститут Стокгольмської торгової палати припадає 5% інвестиційних спорів, міжнародний арбітражний суд Міжнародної торгової палати (ICC) і арбітраж *ad hoc* - по 2% [81].

1.3 Правові основи інвестиційної діяльності в ЄС

Розглядаючи систему джерел європейського інвестиційного права, необхідно їх класифікувати на такі складові: засновницькі договори Співтовариства (нині Союзу); міжнародні договори Європейського Союзу і держав-членів; нормативні правові акти інститутів ЄС (регламенти, директиви, рішення); судові рішення Суду Європейського Союзу і суду першої інстанції.

Первинними джерелами інвестиційного права ЄС в широкому розумінні є засновницькі договори, що мають пряму дію. Професор Л. М. Ентін відмічає, що засновницькі договори ЄС «виконують найважливішу конституційну функцію, багато в чому аналогічну національним конституціям» [45].

Одним з основних чинників, що сприяли активізації інвестиційних процесів у післявоєнній Західній Європі, є формування цілей і принципів інвестиційного права на основі цілей і принципів міжнародного права в цілому та створення Європейської економічної спільноти (ЄЕС). Основою для уніфікації права ЄС у цій галузі став Римський договір про створення Європейської економічної спільноти [20], підписаний 25 березня 1957 року, який (зі вступом у силу Лісабонського договору йменується Договором про функціонування Європейського Союзу (ДФЄС)) в якості своїх основних цілей у ст. 2 визначив поширювати в межах усієї Спільноти гармонійний, збалансований і стабільний розвиток економічної діяльності, високий рівень зайнятості й соціального захисту, рівність жінок і чоловіків, стабільне та безінфляційне зростання, високий рівень конкурентоспроможності й конвергенції економічних показників, високий рівень захисту й поліпшення стану довкілля, підвищення рівня та якості життя, економічну й соціальну згуртованість та солідарність держав-членів [20].

В основу створення спільного ринку країн Західної Європи були закладені чотири фундаментальних принципи, а саме: свобода переміщення робочої сили, свобода обігу товарів, свобода обігу послуг, свобода руху капіталу. Закріплення в міжнародному договорі принципів регулювання означає, що держави - члени спільного ринку можуть приймати національне законодавство, у тому числі й національне законодавство про іноземні інвестиції в будь-якій формі і будь-якого змісту, якщо це законодавство не суперечить принципу регулювання, указаному в міжнародному договорі [70].

Державне регулювання економіки - це перш за все вплив держави на діяльність господарюючих суб'єктів і ринкову кон'юнктуру з метою забезпечення нормальних умов функціонування ринкового механізму [24]. Одним із засобів досягнення заданої мети є усунення у відносинах між державами-членами перешкод на шляху вільного переміщення товарів, осіб, послуг і капіталу.

Метод регулювання, виражений у нормах Римського договору, що формулюють принцип свободи руху капіталів, був використаний і при створенні універсального механізму регулювання іноземних інвестицій у ГАТТ (Генеральній угоді про тарифи і торгівлю). У результаті завершення Уругвайського раунду переговорів були підписані Генеральна угода про торгівлю послугами і Угода про заходи, що приймаються відносно інвестицій, пов'язаних із зовнішньою торгівлею. Прийняті в 1994 р. документи свідчать про те, що при розвитку правового регулювання іноземних інвестицій у рамках Генеральної угоди про тарифи і торгівлю (ГАТТ) були використані методи регулювання, прийняті в Римському договорі. Предметом регулювання ГАТТ стали не лише норми, спрямовані проти обмеження конкуренції в зовнішній торгівлі, але також і норми, спрямовані проти обмеження конкуренції в галузі промислової діяльності.

Стаття 63 (1) ДФЄС значною мірою зумовила основи функціонування інвестиційної політики ЄС: «... забороняються будь-які обмеження на

переміщення капіталів між державами-членами і між державами-членами і третіми країнами» [21]. Попри те, що термін «інвестиції» прямо не використаний у цій ст. 63 (1), загально визнано, що інвестиції складають підклас переміщення капіталів. Договір про створення Європейської економічної спільноти закладає основи інвестиційного клімату, зокрема таких його елементів, як: свобода пересування працівників (ст. 39); сприяння обмінові молодими працівниками (ст. 41); заборона обмеження свободи підприємницької діяльності громадян однієї держави-члена на території іншої держави-члена; заборона застосовувати до громадян будь-якої держави-члена обмеження на створення представництв, філій чи дочірніх підприємств на території будь-якої держави-члена; свобода підприємницької діяльності також охоплює право започатковувати та вести самостійну трудову діяльність, а також створювати підприємства й керувати ними, зокрема товариства, на умовах, установлених для своїх громадян правом держави-члена, де така підприємницька діяльність здійснюється (ст. 43); взаємне визнання дипломів, сертифікатів та інших документів, що засвідчують кваліфікацію (ст. 47), і т. д.

Зі вступом у силу Лісабонського договору 1 грудня 2009 р. правове регулювання прямих іноземних інвестицій переходить від держав-членів у виняткову компетенцію Європейського Союзу в рамках загальної торгової політики. Вищезгадані засновницькі договори ЄС згадують фінансові послуги лише побіжно і не містять норм, що регулюють безпосередньо інвестиційну діяльність у ЄС. Тому ключовими джерелами європейського інвестиційного права є спеціалізовані акти вторинного права - регламенти, директиви і рішення, що приймаються компетентними органами ЄС (інститутами) і регулюють інвестиційну діяльність, а також рекомендації і висновки, що за своєю юридичною природою не мають обов'язкової сили.

Регламент (ст. 288 ДФЄС) має загальну дію. Він є обов'язковим у повному обсязі і підлягає прямому застосуванню в усіх державах-членах. Усі

завершальні положення регламентів, що видаються інститутами Європейського Союзу, містять це формулювання. Вступ у дію регламенту не вимагає додаткової ратифікації, що сприяє більш оперативній дії на регульовані правовідносини. Маючи верховенство над національним правом, регламент витісняє закони і підзаконні акти держав-членів з регулювання конкретної сфери громадського життя [27].

Проте деякі дослідники європейського права стверджують, що регламенти потребують часткової імплементації в національне законодавство держав-членів, при цьому під «імплементацією» мається на увазі процес виконання регламенту за допомогою прийняття актів відповідними органами держави-члена, а також контроль за виконанням регламенту, що реалізовується в діяльності національних судів держави-члена.

Директиви подібно до регламентів містять правила поведінки загального характеру і відповідно є нормативними актами. Згідно з положеннями ст. 288 Договору про функціонування Європейського Союзу: «Директива має обов'язкову силу для кожної держави-члена, кому вона адресована, відносно результату, якого вимагається досягти, але залишає в компетенції національних інстанцій вибір форми і способів досягнення». Таким чином, директиви не містять детальної регламентації форм і способів досягнення результатів, які визначені нею, що повинно бути визначено національними законодавствами країн-членів.

Отже, директиви не вимагають ратифікації з боку держав-членів, але, виходячи з вищезгаданого формулювання ст. 288, впливає, що держави-члени повинні самі визначити спосіб і механізми зміни свого внутрішнього законодавства відповідно до конкретних цілей і завдань, наказаних їм у директивах інститутів ЄС. Директиви можуть бути видані як усім, так і окремим державам-членам.

Основними директивами, що регулюють інвестиційну діяльність і інвестиційні послуги в ЄС, є:

— Директива Європейського парламенту та Ради ЄС 2002/87/ЄС від 16 грудня 2002 року про додатковий нагляд за кредитними інститутами, страховими компаніями і інвестиційними фірмами в складі фінансових конгломератів і про внесення змін у Директиви 73/239/ЄЕС, 79/267/ЄЕС, 92/49/ЄЕС, 92/96/ЄЕС, 93/6/ЄЕС, 93/22/ЄЕС Ради ЄС і в Директиви 98/78/ЄС, 2000/12/ЄС Європейського парламенту та Ради ЄС [13];

— Директива комісії 2003/125/ЄС від 22 грудня 2003 року про виконання Директиви 2003/6/ЄС Європейського парламенту та Ради ЄС про інсайдерські операції та маніпуляції на ринку (зловживання на ринку) [15];

— Директива № 2003/6/ЄС Європейського парламенту та Ради ЄС про використання інсайдерської інформації в процесі торгів і маніпулювання ринком (ринковими махінаціями) від 28 січня 2003 року [12];

— 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 200/12/ЄС Європейського парламенту та Ради і припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄЕС» від 21 квітня 2004 року [9];

— Директива Комісії 2006/73/ЄС від 10 серпня 2006 року, що виконує Директиву 2004/39/ЄС Європейського парламенту і Ради відносно організаційних вимог і умови діяльності для інвестиційних фірм і визначення термінів для цілей Директиви 2004/39/ЄС [16];

— Директива Європейського парламенту та Ради ЄС 2009/65/ЄС від 13 липня 2009 року про координацію законодавчих, регламентаційних і адміністративних положень, що стосуються підприємств для колективного інвестування в обігові цінні папери (Директива про підприємства колективного інвестування в цінні папери) (нова редакція) [14];

— Директива 2011/61/ЄС Європейського парламенту та Ради від 8 червня 2011 року про юридичних осіб, які керують альтернативними інвестиційними фондами, та що вносить зміни до Директив 2003/41/ЄС і 2009/65/ЄС, та Регламенти (ЄС) № 1060/2009 та (ЄС) № 1095/2010 [10];

— Директиви № 2013/36/EU від 26 червня 2013 року «Про допуск до здійснення діяльності кредитних організацій і пруденційному нагляді за кредитними організаціями і інвестиційними фірмами, про внесення змін у директиву № 2002/87/ЄС і про відміну директив № 2006/48/ЄС і 2006/49/ЄС». Директива вступила в силу з 17 липня 2013 року, але Директиви № 2006/48/ЄС і 2006/49/ЄС втратили силу тільки із січня 2014 року (статті 163, 164) [18];

— Директива 2014/59/Євросоюз Європейського парламенту і Ради від 15 травня 2014 року, що запроваджує правові рамки для відшкодування і розпуску кредитних інституцій та інвестиційних фірм та вносить зміни до Директиви Ради 82/891/ЄЕС, Директив 2001/24/ЄС, 2002/47/ЄС, 2004/25/ЄС, 2005/56/ЄС, 2007/36/ЄС, 2011/35/Євросоюз, 2012/30/Євросоюз і 2013/36/Євросоюз, а також Регламентів (ЄС) № 1093/2010 і (ЄС) № 648/2012 Європейського парламенту і Ради ЄС [11].

Рішення також є інструментом регулювання інвестиційної діяльності в ЄС. Згідно із ст. 288 Договору про функціонування Європейського Союзу «рішення є обов'язковим у повному обсязі. Коли рішення вказує адресатів, воно обов'язкове тільки для них». Рішення є актами індивідуального характеру і відповідно до їх застосування не є обов'язковими для всіх держав - членів ЄС.

До джерел європейського інвестиційного права також можна віднести судові рішення Європейського Союзу і суду загальної юрисдикції. Приписи рішень судів ЄС є обов'язковими для національних судів усіх держав-членів, що призвело до набуття правом ЄС прецедентного характеру. У правовій науці виділяють дві складові прецеденту: *ratio decidendi* (мотиви рішення) і *obiter dictum* (думки судді, що не є рішенням по суті даної справи). Відмінності між цими складовими частинами прецеденту стираються при визнанні прецеденту джерелом права ЄС [4].

Іншим інструментом розвитку інвестиційної діяльності країн ЄС стало зближення законодавств держав-членів у тому ступені, в якому це необхідно для функціонування спільного ринку. Цьому неабиякою мірою сприяв поступовий розвиток законодавства ЄС на основі положень Римського договору про свободу руху капіталу. Правове регулювання іноземних інвестицій у країнах - членах ЄС було спрямоване на поступову відміну наявних у національному законодавстві обмежень руху капіталів. Це відображають директиви Ради ЄС, прийняті у виконання норм Римського договору. Законодавство ЄС, прийняте у виконання вказаних норм Римського договору, представлене п'ятьма директивами Ради ЄС, спрямованими на послідовне зняття обмежень у галузі регулювання руху капіталів.

Директива Ради 88/361/ЄЕС «Щодо імплементації статті 67 Договору» від 24 червня 1988 року, визначаючи види інвестицій, не розкриває цього поняття, але в пояснювальній записці вказує основні ознаки прямих інвестицій, серед яких виділяють такі: здійснення вкладу інвестором (фізичною особою або юридичною особою суб'єктом господарювання), що має форму капіталу і слугує для заснування чи підтримання тривалих і прямих зв'язків між особою, що надає капітал, і підприємцем або суб'єктом підприємницької діяльності, яким капітал є доступним з метою здійснення економічної діяльності і завдяки якому інвестор має бути в змозі робити реальний вплив на управління підприємством, що інвестується [17].

Указана директива класифікує рух капіталів на категорії і види з урахуванням першочерговості вжиття заходів із лібералізації і виділяє чотири категорії руху капіталів. У першу категорію (Список А) входять прямі інвестиції, надання короткострокових і середньострокових позик, надання гарантій по досконалих комерційних угодах. Операції або види рухів капіталів, що містяться в Списку Б, складають другу категорію видів руху капіталів. Він включає операції, рівнозначні операціям по передачі рухомого

майна, і стосується продажу/купівлі акцій, що обертаються на біржі. Операції по випуску і розміщенню цінних паперів компаній одних держав на ринку цінних паперів інших держав - членів ЄС без участі біржі складають третю категорію видів руху капіталу і включені в Список С. Операції четвертої категорії (Список Д) включають операції грошового ринку: операції по внесенню банківських вкладів, відкриттю рахунків і т. д.

Операції, що становлять третю і четверту категорії видів руху капіталів, стоять у кінці черговості вжиття заходів із лібералізації руху капіталів. Операції по випуску і розміщенню акцій і облігацій компаній поза біржею, на думку фахівців, найменшою мірою впливають на інтеграцію спільного ринку і тому не слід поспішати із вжиттям заходів із лібералізації цих операцій.

Операції ж грошового ринку є показником найбільш високої інтегрованості спільного ринку, оскільки зняття обмежень з цих операцій дозволяє резидентам держав - членів ЄС вільно розміщувати свої засоби всередині спільного ринку. Названа класифікація видів руху капіталів склала основу законодавства ЄС і відповідно змін, що вносилися в національне законодавство країн - членів ЄС відносно руху капіталів.

По суті, це був план вжиття заходів із лібералізації руху капіталів. Інша директива, прийнята Радою ЄС відносно руху капіталів, - це Директива N63/21/СЕЕ від 18 грудня 1962 року, опублікована в 1963 року (надалі - Директива 1963 року), вносила зміни й уточнення в прийняту класифікацію. Аналіз законодавства ЄС показує, що регулювання іноземних інвестицій у рамках спільного ринку не виключало відмінностей у національному законодавстві і допускало прийняття окремими державами - членами ЄС або принаймні збереження ними в якості діючої системи допуску іноземного капіталу. Система допуску іноземного капіталу, що діє в країнах - членах ЄС, не розглядається як засіб обмеження іноземного капіталу. Це впливає з визначення режиму свободи руху капіталу, поширюваного на прямі і непрямі

іноземні інвестиції. Режим відносної свободи руху капіталів спочатку стосувався операцій з акціями та облігаціями компаній, що котируються на фондових біржах держав - членів ЄС.

Необхідно розмежовувати свободу руху капіталу і право на здійснення економічної діяльності. Режим свободи руху капіталу може застосовуватися і при системі допуску іноземного капіталу, оскільки система допуску іноземного капіталу тільки виділяє певні види руху капіталів і відповідно правовідносини з метою підпорядкування їх відповідному регулюванню в національній системі права. Режим відносної свободи руху капіталів припускає спеціальний контроль з боку держави над здійсненням операцій цієї категорії в тій або іншій формі. Спеціальний контроль з боку держави означає можливість втручання державних органів у цілях захисту інтересів національних підприємців. Здійснення такого втручання можливе за наявності системи допуску іноземного капіталу, за допомогою якого створюються передумови для прийняття подібного роду заходів.

Режим контролю за рухом капіталів зберігається відносно операцій з цінними паперами на фондовій біржі, банківських операцій, операції за наданням кредитів, не пов'язаних з фінансуванням підприємницької діяльності, а також з комерційними угодами.

Це положення існувало вже в ст. 4 Директиви 88/361.86 діяльності, пов'язаній з виконанням офіційної влади, і обмеження, що містяться в ст. 56 Договору про ЄС. Договір про функціонування Європейського Союзу приділив велику увагу і визначив випадки втручання країн - членів ЄС у сферу рухів капіталу між державами-членами і «третіми» країнами. Стаття 65 визначає, що положення ст. 63 не шкодять праву держав-членів: а) застосовувати відповідні положення свого податкового законодавства, що вирізняють платників податків з відмінним становищем з огляду на місце їхнього проживання або місце, де інвестовано їхній капітал; б) вживати всіх заходів, необхідних для запобігання порушенню національних законів та

підзаконних актів, зокрема у сфері оподаткування та пруденційного нагляду за фінансовими установами, або встановити процедури декларування руху капіталу для адміністративної або статистичної інформації, а також робити кроки з міркувань суспільного порядку або суспільної безпеки.

Друга група обмежень, під яку потрапляють рухи капіталу між державами-членами і «третіми» країнами, знаходиться в ст. 66. Якщо за виняткових обставин рух капіталу до або з «третіх» країн спричиняє або може спричинити серйозні ускладнення у функціонуванні економічного та валютного союзу, Рада за пропозицією Комісії та після проведення консультацій з Європейським центральним банком може вжити захисних заходів щодо «третіх» країн на період, що не перевищує шести місяців, якщо такі заходи є вкрай необхідними.

Наступна група обмежень на рух капіталу між державами-членами і «третіми» країнами складається з обмежень, викликаних політичними причинами. Згідно зі ст. 215 ДФЕС рішення, ухвалене відповідно до Глави 2 Розділу V Договору про Європейський Союз, передбачає припинення або обмеження, частково або повністю, економічних та фінансових відносин з однією або більше третіми країнами. Рада, діючи кваліфікованою більшістю за спільною пропозицією Верховного представника Союзу з питань закордонних справ і політики безпеки та Комісії, ухвалює необхідні заходи. Рада інформує про це Європейський парламент.

Усі ці обмеження, проте, повинні відповідати двом критеріям: не створювати довільної дискримінації, не приховувати обмежень на свободу руху капіталу і платежів. Таким чином, положення Договору про функціонування Європейського Союзу надають повну свободу рухам капіталу, допускаючи лише декілька обмежень.

Класифікація видів руху капіталів, яка була дана в Директиві 1960 року, остаточно сформувалася до моменту прийняття третьої за рахунком директиви у сфері руху капіталів у 1988 року Директива N88/361/СЄЕ від 24

червня 1988 року (надалі - Директива 1988 року) носить таку ж назву, як і Директива 1960 року «Про введення в дію статті 67 Римського договору». Окрім прямих інвестицій у переліку вказуються ще 13 видів руху капіталів. Перелік видів руху капіталів, указаний у Директиві 1988 року, носить відкритий характер. Цей перелік може дати уявлення про сферу регулювання закону про іноземні інвестиції, яким він має бути, якщо поставити мету прийняття регулювання у формі всеосяжного закону, тому слід навести його повністю. Він включає: 1) прямі інвестиції; 2) операції з цінними паперами, що котируються на біржі; 3) позабіржові операції з цінними паперами; 4) операції з долями участі в майні об'єднань осіб; 5) операції з рахунками, що відкриваються у фінансових установах; 6) операції за поданням кредитів під комерційні угоди, в яких одна із сторін є резидентом держави - члена ЄС; 7) операції за поданням позик і кредитів як засобу довгострокового фінансування; 8) операції короткострокового фінансування (виключаючи прямі інвестиції, позики і кредити, перераховані в п. 7); 9) операції, пов'язані з поручительством і запорукою; 10) операції по переказу грошових коштів у виконання договорів страхування; 11) рух капіталів, що носять особистий характер; 12) імпорт і експорт матеріальних цінностей; 13) інші види руху капіталів. Перелік видів руху капіталів розпочато з «прямих інвестицій», під якими розуміються «інвестиції, здійснювані громадянами, а також будь-якого виду торговими і промисловими підприємствами з метою створення нових підприємств або збереження тривалих і прямих економічних зв'язків між особами, що надали капітал, і особами, що використали капітал для цілей здійснення економічної діяльності». Далі Директива 1988 року уточнює наведене визначення прямих інвестицій шляхом зазначення переліку видів прямих інвестицій і визначення конкретних видів прямих інвестицій. До прямих інвестицій належать: відкриття нових філій або підприємств, що повністю належать особі, що надає капітал, придбання діючих підприємств; участь у нових або діючих підприємствах з метою встановлення нових або

збереження існуючих тривалих економічних зв'язків; довгострокові позики, що надаються з метою встановлення нових або збереження існуючих тривалих економічних зв'язків; реінвестиції доходів з метою збереження існуючих тривалих економічних зв'язків. Під довгостроковими позиками, які належать до категорії прямих інвестицій, розуміються позики, що надаються на термін більш ніж 5 років і мають мету встановити тривалі економічні зв'язки. Указана категорія позик включає позики, що надаються дочірнім компаніям, а також компаніям, у майні яких компанія-позикодавець має долю участі; позики, що надають право компанії-позикодавцеві брати участь у прибутку компанії-позичальника. Окрім класифікації видів руху капіталів і визначення прямих іноземних інвестицій Директива Ради ЄС 1988 року включає власне регулюючу норму - норму про захисні заходи, які приймаються державою-учасником в екстремальному випадку, і ці заходи призводять до того, що національне законодавство входить у протиріччя з принципами регулювання, що містяться в Римському договорі.

Висновок. Представлена в Директиві 1988 року класифікація включає операції, пов'язані з імпортом і експортом матеріальних цінностей. Це означає, що поняття «рух капіталів» включає також і зовнішньоторговельні операції. Як показує практика регулювання іноземних інвестицій, правове регулювання зовнішньої торгівлі в промислово розвинених капіталістичних державах складає важливу частину характеристик режиму діяльності іноземних інвестицій. Класифікація, представлена в Директиві Ради ЄС 1988 року, складає основу для розвитку законодавства про іноземні інвестиції держав Європейського Союзу 1980-90-х рр.

РОЗДІЛ 2. ОСНОВНІ ПРИНЦИПИ ЄВРОПЕЙСЬКОГО ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРАВА

2.1 Правові засади формування єдиного фінансового ринку в ЄС

На сьогодні в рамках Європейського Співтовариства відбувається формування єдиного фінансового ринку, що припускає уніфікацію і гармонізацію правових норм регулювання фінансової діяльності в масштабі ЄС.

Ідея створення єдиного фінансового ринку бере свій початок з травня 1999 року, коли Європейською Комісією був затверджений План реформування ринків фінансових послуг на 6 років. Основними цілями реформування стали:

- створення єдиного ринку ЄС для оптового продажу фінансових послуг;
- забезпечення відкритості та безпеки роздрібних ринків з продажу фінансових послуг;
- впровадження сучасних пруденційних правил нагляду.

В основі програми було покладено заходи, які мали забезпечувати інтеграцію ринків цінних паперів та деривативів, узгодження звітів акціонерних товариств, обмеження операційних ризиків з розрахунків по цінним паперам, прозорість діяльності ТНК та створення єдиного ринку для інвестиційних фондів.

Розробка законодавства, передбаченого вищезгаданим планом, полягала у виконанні чотирьох основних етапів, що об'єднувалися під єдиною назвою «Процес Ламфалусі».

За винятком деяких директив, що не схвалили деякі члени ЄС, на сьогоднішній день план вдалося виконати близько на 98%. Це свідчить все ж таки про узгоджені дії учасників ЄС по багатьом позиціям у фінансовому секторі.

Внаслідок виконання заходів з інтеграції фінансових послуг, країни-члени ЄС отримали наступні переваги:

- комплексність у наданні фінансових послуг, створено так звані фінансові супермаркети для задоволення широкого кола інтересів споживачів послуг у фінансовому секторі;
- тісна кооперація між ринками кредитування, інвестування, та ринками похідних фінансових інструментів;
- збільшення доходності цінних паперів внаслідок диверсифікації портфелю ризиків;
- злиття компаній на страховому ринку ЄС, укрупнення капіталів, збільшення доходності від їх професійної діяльності;
- поживлення руху капіталу між країнами;

Однак, на шляху до створення повноцінного фінансового ринку, країнам слід дійти згоди ще по низці питань, які гальмують розвиток. Найбільшими проблемами, які ще необхідно подолати, це створення ефективного нагляду, особливо за банківським сектором та фондовим ринком, а також усунення існуючих бар'єрів на шляху до повної інтеграції фінансових інститутів.

З другої половини 70-х років Комісією і Радою ЄЕС було прийнято ряд нормативно-правових актів, спрямованих на зближення національних норм, які регулюють діяльність кредитних установ країн-учасниць. Значення вищезазначених документів полягає в тому, що вони заклали основи для функціонування в рамках ЄС єдиного ринку фінансових послуг, формування якого в загальному вигляді завершилося на початку 1993 року, створили правові рамки єдиної системи нагляду за діяльністю фінансових установ. У документах декларуються два важливі принципи діяльності фінансових установ ЄС.

По-перше, для здійснення фінансової діяльності на території будь-якої країни-учасниці досить отримати ліцензію в країні походження.

По-друге, основною моделлю організації європейських фінансових установ є універсальна фінансова установа, що здійснює всі види фінансових послуг [68, с. 698]. Особливий вплив на діяльність фінансових установ країн ЄС здійснює процес інтеграції цих країн, в ході якого в рамках ЄС формується єдиний ринок фінансових послуг. У його формуванні простежуються три рівні: міждержавний, державний і локальний.

Міждержавний рівень утворюють рішення, ухвали, рекомендації і т.п., що приймаються органами ЄС, а також у рамках міжнародних організацій і угод (наприклад, фінансова установа міжнародних розрахунків у Базелі). Ці рішення трансформуються у законодавство країн-учасниць. Державний рівень утворюють акти органів державної влади країн-учасниць. Локальний рівень включає акти різного характеру (організаційного, технічного і т.п.), що приймаються самими фінансовими установами, і відображає їх реакцію на зміну фінансового законодавства, умов конкуренції в масштабах об'єднаного ринку, економічної ситуації як у своїй, так і в інших країнах.

Першим кроком на шляху уніфікації законодавства ЄС стало ухвалення Директиви про інвестиційні послуги (Council Directive on investment services in the securities field № 93/22/EEC of 10.05.1993). Для імплементації цієї Директиви в країнах ЄС у другій половині 90-х років були прийняті нові закони про фінансові послуги. Слід зазначити, що вказана Директива зробила великий вплив на законодавство держав, які не були на той час членами ЄС. Насамперед мова йде про такі країни як Польща, Угорщина, Болгарія. Таким чином, можна говорити про так званий «радіаційний ефект» [29, с. 19].

Формування єдиного фінансового ринку відповідає логіці єдиного внутрішнього ринку (ЄВР), ідея створення якого (у вигляді «спільного ринку») була покладена в основі Римського договору 1957 р. про створення Європейського економічного співтовариства (ЄЕС) і знайшла практичне втілення в рішеннях, прийнятих у рамках цієї організації. Спільний

фінансовий ринок покликаний сприяти реалізації цілей, поставлених Договором перед Співтовариством: вільного переміщення між країнами-учасницями товарів, послуг (до яких належать і фінансові послуги), капіталів і громадян (тобто надання їм свободи вибору місця проживання). Ці права і свободи повинні бути забезпечені усуненням дискримінації за національною ознакою щодо громадян і підприємств країн-учасниць. 17 грудня 1977 року Радою ЄЕС була видана директива «Про координацію правових і адміністративних розпоряджень, що стосуються діяльності кредитних інститутів» (так звана Перша банківська директива), яка скасовує багато серйозних обмежень як на етапі створення фінансових установ, так і на етапі надання фінансових послуг.

Так, вона встановлювала, що для відкриття кредитної установи в будь-якій з країн-учасниць, необхідно отримати офіційний дозвіл, в якому може бути відмовлено, якщо установа не має в своєму розпорядженні достатньої кількості власних фінансових резервів, а її керівники не мають необхідної професійної підготовки або не користуються довірою.

15 грудня 1989 року була прийнята Друга директива по координації фінансових установ яка внесла деякі зміни і доповнення до директиви від 17 грудня 1977 року. Вона встановлювала право будь-якої кредитної установи ЄС здійснювати свою діяльність в інших країнах Співтовариства; свободу надання фінансових послуг у рамках ЄС, взаємне визнання країнами-учасницями національних правил регулювання діяльності кредитних установ, яке означало, що контроль за діяльністю фінансової установи і всіх її відокремлених підрозділів в інших країнах Співтовариства здійснюють органи контролю країни походження.

Директива встановлювала як одну з необхідних умов початку діяльності кредитного інституту мінімальний розмір статутного фонду 5 млн. екю (це не стосувалася установ, що вже здійснювали фінансову діяльність).

Директива визначала створення в країнах ЄС фінансових груп і вводила ряд обмежень щодо участі в капіталі банків небанківських фінансових установ.

Серед інших документів, прийнятих Радою ЄС, можна назвати також: Директиву про нагляд і контроль за кредитами значних розмірів кредитних установ (21 грудня 1992 року), що обмежує розміри великих разових кредитів, до них належать кредити, що перевищують 10% статутного капіталу банку і 25% статутного капіталу небанківської установи (порівняно із 40%, встановленими рекомендаціями Ради в 1986 року), причому загальна сума таких кредитів не повинна перевищувати власні засоби фінансової установи більш ніж у 8 разів; Директиву Ради 87/102/ЄЕС Ради від 22 грудня 1986 року щодо наближення законів, підзаконних і адміністративних положень держав-членів щодо споживчого кредиту; Директиву Ради про достатність власного капіталу кредитних інститутів і установ, що займаються операціями з цінними паперами (15 березня 1993 року), спрямовану на регулювання ринкових ризиків у торгівлі цінними паперами; з цією Директивою пов'язана Директива про послуги, пов'язані із обігом цінних паперів, від 10 травня 1993 року, яка гармонізує умови створення і правила нагляду за установами, що здійснюють операції з цінними паперами; Директиву Європейського Парламенту та Ради 2000/12/ЄС від 20 березня 2000 року щодо започаткування діяльності кредитних установ та її ведення; Директиву Європейського Парламенту та Ради 2002/47/ЄС від 6 червня 2002 року щодо угод про використання фінансових активів як предмета забезпечення виконання зобов'язання; Директиву 2002/83/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 5 листопада 2002 року щодо страхування життя; Директиву 2001/34/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 28 травня 2001 року щодо допуску цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі та про інформацію про такі цінні папери, яка підлягає опублікуванню. Значення прийнятих документів полягає в тому, що вони заклали основи для функціонування в рамках ЄС єдиного ринку фінансових послуг, формування

якого в загальному вигляді завершилося на початку 1993 року, створили правові рамки єдиної системи нагляду за фінансовою діяльністю.

Метою правового регулювання фінансових послуг у рамках ЄС є створення системи, що дозволяє вільно функціонувати в середині ЄС. З позиції порядку переміщення фінансових активів, товарів, послуг, робочої сили територія ЄС розглядається, як унітарна держава. Юридичну техніку, що вживається для досягнення цієї мети, запозичено з досвіду ЄС щодо лібералізації торгівлі товарами між країнами - членами ЄС. Вона базується на принципі взаємного визнання, який має на увазі, що держава зобов'язана визнати спосіб, за допомогою якого інші держави регулюють виробництво і постачання на ринок товарів, як еквівалентний її власній системі регулювання.

Принцип взаємного визнання дозволяє усунути додаткові бар'єри для створення та ліцензування діяльності фінансових установ, оскільки ліцензія одержана у своїй країні дає змогу здійснювати діяльність на усій території ЄС.

Це основне положення називається «контроль країни місцезнаходження», на основі якого держава-учасник, в якій зареєстрований даний фінансовий інститут, зобов'язана здійснювати нагляд. Принцип контролю країни місцезнаходження має значний вплив на кількість і характер фінансових послуг, які можуть бути надані в будь-якій країні-учасниці. У Директиві 2004/39/ ЄС Європейського Парламенту та Ради «Про ринки фінансових інструментів» задекларовано заборону на державну реєстрацію фінансових установ, які з метою уникнення адміністративних обмежень реєструють свою діяльність у країнах з найбільш ліберальним законодавством.

Зокрема, у тексті Директиви зазначено: принципи взаємного визнання та контролю з боку держави-члена походження вимагають від компетентних органів влади держав-членів ненадання або відкликання ліцензії у тих

випадках, коли такі чинники, як зміст програм операцій, географічний розподіл або види діяльності, якою насправді займається компанія, чітко показують, що інвестиційна компанія обрала законодавство однієї держави-члена, щоб уникнути більш суворих стандартів, що діють в іншій державі-члені, на території якої воно має намір здійснювати або вже здійснює більшу частину своєї діяльності. Інвестиційна компанія, яка є юридичною особою, повинна отримати ліцензію на свою діяльність у тій державі-члені, в якій знаходиться його зареєстрований офіс.

Крім того, держави-члени повинні вимагати, щоб головний офіс інвестиційної компанії був обов'язково розташований у державі-члені походження та щоб вона справді займалася там своєю діяльністю.

Зрозуміло, існують помітні відмінності в способах, за допомогою яких принцип взаємності реалізується в трьох основних фінансових секторах: у банківському секторі, у секторі страхових товариств і на ринку цінних паперів. Директива 2006/48/ЄС Європейського Парламенту та Ради про започаткування та здійснення діяльності кредитних установ окреслює сферу правового регулювання і вперше у законодавстві ЄС визначає поняття «регульований ринок», який є ліцензованою та регулярною функціонуючою багатосторонньою системою, обслуговуваною та/або керованою ринковим оператором, яка поєднує чи сприяє поєднанню чисельних інтересів третіх сторін щодо купівлі-продажу фінансових інструментів згідно із технологіями та своїми не дискреційними правилами у спосіб, що призводить до укладення угод стосовно фінансових інструментів, які були допущені до обігу відповідно до правил та/або технологій.

2.2 Правові основи формування принципу контролю держави реєстрації інвестицій

Концепція контролю державою реєстрації діяльності фінансових компаній в Європейському Союзі включає в якості однієї з цілей поступову лібералізацію фінансових ринків, що має стимулювати збільшення обсягів угод у сфері фінансових послуг в ЄС. При цьому слід мати на увазі, що фінансові, зокрема, інвестиційні послуги в Європейському Союзі досі багато в чому по-різному регулюються національними законодавствами держав-членів.

Звідси для ефективного контролю фінансових ринків потрібне знання внутрішнього законодавства, економіки та ринку певної держави-члена ЄС. З метою мінімізації ризиків, що існують на різних національних ринках, необхідно узгоджувати спільні принципи і стандарти наднаціонального контролю ЄС з національними наглядовими органами з метою забезпечення рівного захисту прав інвесторів / споживачів і створення рівних (уніфікованих) умов контролю на міждержавних і внутрішніх ринках.

Під впливом загальної тенденції лібералізації міжнародних фінансових ринків виникло кілька режимів національного і міжнародного нагляду. Відзначимо три моделі регулювання діяльності фінансових установ, що надають фінансові послуги за межами держави реєстрації компанії. Це, по-перше, повністю гармонізована система стандартів нагляду між державою реєстрації та приймаючою державою. По-друге, це контроль державою реєстрації і, по-третє, контроль приймаючою державою. Зазначені моделі мають різну юридичну основу.

Розглянемо першу модель - повністю гармонізована система стандартів нагляду між державою реєстрації та приймаючою державою.

Очевидно, що взаємозалежність сегментів глобального ринку вимагає координації і гармонізації міжнародних норм у сфері контролю. Так,

гармонізація виступала основою діяльності регіональних організацій таких, як, наприклад, ЄЕС в 70-і роки ХХ століття і Північноамериканської угоди про вільну торгівлю - НАФТА, а також була ключовою метою діяльності таких організацій, як Міжнародна організація комісій з цінних паперів (International Organization of Securities Commissions) і Міжнародна асоціація органів страхового нагляду (International Association of Insurance Supervisors). Останні вищевказані організації ґрунтуються на так званих джентльменських угодах, які не мають юридично обов'язкової сили. Тим не менш, вони є важливими механізмами для зближення і гармонізації відповідних національних нормативно-правових актів [4].

В ЄС була розроблена модель формування єдиного ринку фінансових послуг, в якій основний акцент був зроблений на контроль за діяльністю фінансових установ з боку національної влади.

Лібералізація фінансових послуг стимулювала вільне переміщення капіталу фінансових підприємств, отримання доступу до фінансових ринків на загальноєвропейському рівні. Однак інтеграція ринку інвестиційних послуг, що надаються за межами однієї юрисдикції, залишає невирішеним питання про можливість застосування законодавства не тільки країни походження послуг, але також і держави, в якому такі послуги надаються.

Для реалізації цілей установчих договорів, зокрема, основоположних свобод установи та здійснення економічної діяльності, а також надання послуг, законодавчі органи Співтовариства (нині Союзу) були зацікавлені в створенні сприятливих умов для вільного надання фінансових послуг. Зокрема метою було створення режиму, в якому будь-які кредитно-фінансові та інвестиційні установи на території ЄС могли б безперешкодно пропонувати свої послуги на аналогічних або подібних для всіх держав-членів умовах.

Очевидно, що для створення таких умов без передачі всіх наглядових повноважень загальноєвропейському регулюючому органу повинна була

потурбуватися або повна гармонізація норм всіх держав-членів ЄС з наглядом, або, як мінімум, гармонізація фундаментальних стандартів ліцензування і контролю з визнанням кожною державою-членом ЄС прийнятності норм інших держав-членів. Перший варіант усуває відмінності між національними нормами, тим самим забезпечуючи основу для конкуренції між кредитно-фінансовими установами. Другий же варіант враховує національну своєрідність держав-членів і відповідає принципу субсидіарності [46].

Комісія з прийняттям Директиви про ринки фінансових інструментів від 21 квітня 2004 року вибрала прагматичне і універсальне рішення: максимальну гармонізацію певних стандартів контролю, замість принципу мінімальної гармонізації та взаємного визнання, передбаченого Директивою про інвестиційні послуги на ринку цінних паперів від 10 травня 1993 року. З цією метою в законодавство ЄС, за допомогою прийняття відповідних директив, був введений принцип контролю державою реєстрації.

Даний принцип був вперше представлений в документі Європейської комісії Біла книга «Завершення внутрішнього ринку» від 14 червня 1985 року в якості однієї з основ програми створення внутрішнього ринку. У Білій книзі також вказувалося на недостатній рівень лібералізації на загальному ринку ЄЕС, так як більшість держав-членів не скасовували обмеження на валютні операції, іноземні інвестиції та вивезення капіталу.

Тому можна зробити висновок, що на практиці, до моменту прийняття Білої книги 1985 роки свободи пересування капіталів, проголошеної ще Римським договором, не існувало. Причина тому вказана в пункті 130 Білої книги: «На відміну від положень Договору щодо вільного пересування товарів і послуг, принцип свободи переміщень капіталів не має прямого застосування.» [4] Основною метою, поставленої Білою книгою була «повна уніфікація внутрішнього ринку в термін не пізніше 1992 року.» [45] Засоби досягнення заданої мети можна розділити на три частини: по-перше, встановлення загальних мінімальних стандартів регулювання в кожній

державі-члені ЄС, по-друге, застосування принципу взаємного визнання, по-третє, введення принципу контролю державою реєстрації як слідства взаємного визнання. Принцип контролю державою реєстрації став однією з основ для розробки директив з фінансових послуг, зокрема, Другої банківської директиви, Директиви про інвестиційні послуги на ринку цінних паперів, Директиви про інсайдерські операції та ринкових маніпуляціях, Директиви про ринки фінансових інструментів.

Отже, можна відмітити, що згідно з програмою створення єдиного ринку було передбачено створення трьох видів контролюючих норм: гармонізовані норми Співтовариства (нині Союзу), власне норми контролю державою реєстрації та норми контролю, держави, що приймає інвестиційні послуги.

2.3 Принцип контролю держави, що приймає інвестиційні послуги

Принцип контролю державою, що приймає послуги кредитно-фінансових установ в Європейському Союзі, закріплений положеннями Директиви 2004/39 / ЄС про ринки фінансових інструментів. Основні повноваження по здійсненню нагляду за наданням інвестиційних послуг або ведення інвестиційної діяльності інвестиційними фірмами на підставі отриманого дозволу (європейського паспорта), належать державі реєстрації. Однак Директива про ринки фінансових інструментів також позначає і сфери втручання держави, що приймає в економічну діяльність інвестиційних фірм. «Розмежування компетенції між державами-членами [державою реєстрації та приймаючою державою], - зазначає А.О. Четвериков, - може виступати як необхідною передумовою лібералізації транскордонних відносин, так і наслідком цього процесу, що впорядковує реалізацію владних повноважень в рамках простору без внутрішніх кордонів» .[46]

Приймаюча держава має наступні повноваження: (1) інформаційні повноваження зводяться до права компетентного органу приймаючої держави вимагати від інвестиційних фірм, що мають філії на території такої приймаючої держави, періодично цьому органу доповідати про діяльність таких філій для цілей статистичного обліку; (2) право вимагати від філій інвестиційних фірм надання інформації необхідної для контролю за виконанням такими філіями стандартів, встановлених державою, що приймає; (3) право вживати необхідних заходів для захисту прав інвесторів, включаючи право позбавити інвестиційну фірму можливості укладання угод на території приймаючої держави, в разі якщо компетентний орган такого приймаючої держави небезпідставно вважає, що інвестиційна фірма або філія, ведуть діяльність на його території, порушують зобов'язання, передбачені Директивою MiFID.

При цьому компетентний орган приймаючої держави зобов'язаний: (а) повідомити компетентний орган держави реєстрації про факти порушення, і в разі, якщо заходи, прийняті державою реєстрації, не привели до припинення неправомірних дій інвестиційної фірми або філії, компетентний орган приймаючої держави має право прийняти зазначені вище заходи, попередньо повідомивши про це компетентний орган держави реєстрації; (б) при наявності повноважень компетентного органу держави, що приймає, вимагати безпосередньо від інвестиційної фірми негайного виправлення порушення. Якщо ж інвестиційна фірма не усуне порушення, компетентний орган приймаючої держави має право вжити всіх необхідних заходів для припинення таких порушень. У разі, якщо такі заходи не зупинять неправомірних дій інвестиційної фірми, компетентний орган приймаючої держави має право вжити заходів, зазначені в третьому пункті, попередньо повідомивши про це компетентний орган держави реєстрації; (4) право позбавити регульований ринок чи багатосторонню торговельну систему можливості надавати свої системи для користування учасникам, у разі якщо

компетентний орган такого приймаючої держави обґрунтовано вважає, що регульований ринок чи багатостороння торговельна система порушують обов'язки, передбачені Директивою MiFID.

При цьому компетентний орган приймаючої держави попередньо зобов'язаний повідомити компетентний орган держави реєстрації про факти порушення, і тільки в разі, якщо заходи, прийняті державою реєстрації, не сприяють припинення неправомірних дій регульованого ринку або багатосторонньої торговельної системи, компетентний орган приймаючої держави має право прийняти зазначені вище заходи, попередньо повідомивши про це компетентний орган держави походження. Слід зазначити, що даний порядок, особливо консультації з державою реєстрації до моменту прийняття заходів органами приймаючої держави, створює певні складнощі.

Так як приймаюча держава повинна володіти рядом регулюючих і наглядових повноважень стосовно інвестиційним фірмам, що діють на його території, то необхідно забезпечити приймаючій державі можливість належного застосування своїх примусових норм, з відповідним повідомленням держави реєстрації.

Сучасні фінансові ринки дуже складні і динамічні. Тому контролюючі органи повинні не тільки розуміти загальні принципи функціонування ринку, але усвідомлювати те, що навіть незначна затримка з введенням необхідних заходів може бути небезпечним для фінансового стану інвесторів і пошкодити стабільності ринку. З метою забезпечення кращого нагляду за діяльністю інвестиційних фірм між контролюючими органами, ліквідовують інстанціями, аудиторам, правоохоронними та іншими регулюючими органами приймаючої держави та держави реєстрації передбачений обмін інформацією та співробітництво. Європейська комісія зі свого боку зобов'язала штатних аудиторів і органи, що займаються процедурами ліквідації та банкрутства, інформувати компетентні органи держави

реєстрації і держави перебування про будь-яких невідповідностей в діяльності інвестиційних та кредитно-фінансових підприємств.

Аналізуючи Директиву MiFID можна прийти до висновку, що основною метою даного акту є забезпечення свободи здійснення економічної діяльності, а також свободи надання послуг. У зв'язку з цим приймаючі держави повинні забезпечувати відсутність перешкод для інвестиційних фірм, що надають інвестиційні послуги або провідних інвестиційну діяльність на підставі дозволу, виданого державою походження, за умови, що такі дії інвестиційної фірми не суперечать нормативно-правовим актам держави, що приймає, забезпечує концепцію загального блага .

З початку 2018 року європейські фінансові ринки перейшли на новий рівень регулювання із набранням чинності нового законодавства про ринки фінансових інструментів, а саме Директиви (ЄС) 2014/65/EU про ринки фінансових інструментів (MiFID II), Регламенту (ЄС) 600/2014 про ринки фінансових інструментів (MIFIR) та низки інших актів європейського законодавства, пов'язаних з ними.

Основні зміни законодавства відбулись з таких напрямків:

- запровадження режиму розкриття інформації до і після торгів фінансовими інструментами з метою досягнення більшої прозорості ринку;
- збільшення обсягу торгів на регульованих майданчиках за рахунок створення нової торгової платформи – (організований торговельний майданчик (OTF) – для торгівлі похідними інструментами та облігаціями, а також встановлення додаткових зобов'язань щодо торгівлі акціями на регульованих майданчиках;
- врегулювання питань щодо торгівлі похідними інструментами на регульованих майданчиках, зокрема запровадження обмежень відкритих позицій та вимог до звітності щодо товарних деривативів, розширення поняття інвестиційної компанії за рахунок включення до зазначеного поняття фінансової діяльності з торгівлі похідними товарними інструментами;

- полегшення доступу до капіталу для малих та середніх підприємств шляхом запровадження ринку SME Growth Market;
- підвищення захисту інвесторів, зокрема, шляхом заборони отримання «безкоштовної» аналітики інвестиційної компанії, та впровадження додаткових вимог до незалежності щодо діяльності з консультування з питань інвестиційної стратегії;
- введення додаткових вимог до торговельних майданчиків та інвестиційних фірм, що використовують високочастотну торгівлю (HFT);
- забезпечення недискримінаційного доступу до торговельних та пост-торгівельних послуг;
- посилення загальноєвропейського регуляторного нагляду та співпраці між національними регуляторами.

Зазначені зміни стимулюватимуть торгівлю саме на регульованих платформах. З цією метою передбачені додаткові вимоги до авторизації МТФ – багатосторонніх торговельних майданчиків.

Для розвитку конкуренції нарівні з регульованими ринками та багатосторонніми торговельними майданчиками запроваджено так звані організовані торгівельні майданчики (OTF) для інструментів, не пов'язаних з акціями. Окрім торгового зобов'язання щодо акцій, також було встановлено торговельне зобов'язання щодо похідних фінансових інструментів, які також повинні відповідати додатковим вимогам щодо процедур, передбачених Регламентом (EU) 648/2012 про позабіржові деривативи, центральних контрагентів і торгових депозитаріїв (EMIR).

Нове європейське законодавство про ринки фінансових інструментів запроваджує низку додаткових організаційних вимог до діяльності інвестиційних фірм, пов'язаних із захистом активів клієнта та управлінням фінансовими продуктами, включаючи необхідність забезпечення роботи функції комплаєнс, а також підвищення вимог до поведінки з клієнтами та інформування останніх. Інвестиційні фірми повинні будуть постійно

оцінювати свою систему звітності шляхом створення механізму тестування. При цьому вимоги щодо ризик-менеджменту та внутрішнього аудиту поглиблені порівняно з MiFID I.

2.4 Особливості та принципи захисту прав інвесторів в ЄС

В Європейському Союзі компенсаційні схеми захисту прав інвесторів урегульовані такими Директивами як Директива 97/9/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 3 березня 1997 року «Про схеми компенсації інвесторам» [63] та Директива 2014/49/ЄС від 16 квітня 2014 року «Про схеми гарантування вкладів» [62].

В даному висновку увага акцентується саме на компенсаційній схемі захисту прав інвесторів при залученні їх коштів в фінансові інструменти.

Директива 97/9/ЄС Європейського парламенту та Ради від 3 березня 1997 року «Про схеми компенсації інвесторам» передбачає, що усі держави-члени повинні мати схеми компенсації для інвесторів, які б гарантували узгоджений мінімальний рівень захисту, принаймні для певних інвесторів, у випадку, коли інвестиційна компанія буде неспроможною виконати свої зобов'язання перед клієнтами свого інвестора. Слід зазначити, що не існує єдиного загальноприйнятого управлінського підходу до організації компенсаційних схем. Кожна держава ЄС самостійно приймає рішення про їх форму власності, структуру управління, відносини з регулюючим органом. Відповідно до ч. 1 ст. 2 Директива 97/9/ЄС кожна держава-член має забезпечити, щоб на її території були впроваджені і офіційно визнані одна або більше схем компенсації для інвесторів. За винятком обставин, передбачених у другому підпункті і в статті 5(3), жодна інвестиційна компанія, вповноважена у тій державі-члені, не може вести інвестиційний бізнес, поки вона не включена в одну з таких схем.

Учасниками компенсаційної гарантійної схеми є інвестор та інвестиційні компанії. Частина 1 ст. 7 Директиви 97/9/ЄС передбачає, що схеми компенсації для інвесторів, впроваджені і офіційно визнані в державі-члені відповідно до статті 2(1), мають також поширюватися на інвесторів у філіях, які засновані інвестиційними компаніями в інших державах-членах. Відповідно до ч. 4 ст. 1 зазначеної Директиви інвестор - означає будь-яку особу, котра довірила гроші або інструменти інвестиційній компанії у зв'язку з інвестиційним бізнесом. Згідно з ч. 1 ст. 4 Директиви 2014/65/ЄС «Про ринки фінансових інструментів» інвестиційна компанія означає будь-яку юридичну особу, регулярним заняттям чи бізнесом якої є надання однієї або більше інвестиційних послуг третім сторонам і / або виконання одного або декількох видів інвестиційної діяльності на професійній основі.

Частина 2 ст. 2 Директиви 97/9/ЄС передбачає, що схема має забезпечувати покриття для інвесторів у відповідності до статті 4 у випадку, коли: або компетентні органи визначили, що з їх точки зору, інвестиційна компанія на даний момент з причин, які безпосередньо пов'язані з її фінансовими умовами, неспроможна виконати свої зобов'язання, що виникли, і не має можливостей виконати їх у найближчому майбутньому; або судовий орган прийняв постанову з причин, які безпосередньо пов'язані з фінансовими умовами інвестиційної компанії, і ця постанова призупиняє спроможність інвесторів виставляти вимоги проти компанії, у залежності від того, що було раніше.

Покриття має забезпечуватися для вимог, які виникають через неспроможність інвестиційної компанії:

- повернути грошові кошти, позичені або такі, що належать інвесторам, і зберігаються від їх імені у зв'язку з інвестиційним бізнесом, або
- повернути інвесторам будь-які інструменти, що належать їм і зберігаються, перебувають в управлінні або під керівництвом від їх імені у

зв'язку з інвестиційним бізнесом, у відповідності до правових і контрактних умов, що застосовуються.

Додаток 1 Директиви 2014/65/ЄС визначає такі види інвестиційних послуг: прийом і передача замовлень щодо одного або більше фінансових інструментів, виконання замовлень за дорученням клієнтів, управління власним рахунком, управління портфелем цінних паперів, інвестиційна консультація, андеррайтинг фінансових інструментів та/або розміщення фінансових інструментів на основі твердих зобов'язань, розміщення фінансових інструментів без твердих зобов'язань, організація діяльності багатосторонньої торговельної системи, організація діяльності організованого торговельного майданчику.

Частина 4 ст. 2 Директиви 97/9/ЄС передбачає, що сума вимоги інвестора має обчислюватися у відповідності з правовими і контрактними умовами, зокрема, тими, які стосуються взаємозаліку і контр-вимог, що застосовуються до оцінки суми коштів або вартості на дату визначення або відповідної постанови, та оцінка при можливості визначається за ринковою вартістю інструментів, що належать інвестору, які інвестиційна компанія неспроможна сплатити або повернути.

Відповідно до ч. 1 ст. 4 Директиви 97/9/ЄС держава-член має гарантувати, щоб схеми забезпечували для покриття не менше 20 000 єкю на кожного інвестора у відношенні до вимог, зазначених у статті 2(2). Згідно з ч. 2 ст. 4 зазначеної Директиви держава-член може передбачити можливість того, що певні інвестори мають виключатися із покриття схемами або їм може дозволятися мати нижчий рівень покриття. Такі винятки мають застосовуватися у випадках, викладених у Додатку I Директиви 97/9/ЄС. Частина 3 ст. 4 цієї Директиви зазначає, що ця стаття не перешкоджає дотриманню або прийняттю положень, згідно з якими для інвесторів дозволяється покриття вище або більшого охоплення.

Відповідно до ч. 1 ст. 9 Директиви 97/9/ ЄС при запровадженні схеми компенсації слід вжити відповідних заходів щодо інформування інвесторів про визначення чи відповідну постанову, вказаних у статті 2(2) Директиви 97/9/ЄС, і в разі, коли вони мають одержати компенсацію, зробити це у якомога коротший термін. Можна встановити період, протягом якого інвестори можуть подавати свої вимоги. Такий період повинен бути не меншим, ніж п'ять місяців після вищезгаданої дати визначення або постанови чи від дати, коли таке визначення або постанова були оголошені. Проте, той факт, що такий період минув, не може приводити до ситуації, що інвестору було відмовлено у відшкодуванні за схемою компенсації, якщо він не зміг вчасно скористатися своїм правом на компенсацію. Частина 2. ст. 9 Директиви 97/9/ЄС встановлює, що дія схеми компенсації має забезпечувати оплату вимоги інвестора якомога скоріше і не пізніше, ніж через три місяці з часу визнання законності і суми вимоги. За виняткових обставин та у спеціальних випадках працівники схем компенсації можуть звертатися до компетентних органів з проханням продовжити часові ліміти. Однак, таке продовження не може перевищувати три місяці.

Нажаль, в даний час для захисту інтересів інвесторів фактично існує лише один механізм захисту прав - механізм страхування ймовірних ризиків, які можуть виникати на ринку фінансових послуг.

Розглянемо створення дієвих компенсаційних схем, які належним чином захищають права та інтереси інвесторів і які досить давно застосовуються в країнах ЄС.

Компенсаційна схема у Великобританії The Financial Services Compensation Scheme (FSCS) існує у вигляді компенсаційного фонду, що поширює свою дію на весь ринок фінансових послуг. Financial Services Compensation Scheme (далі – FSCS), яка поєднує 5 різних схем: по депозитам, інвестиціям, страховому посередництву, страховому бізнесу, іпотечним фірмам (іпотечні кредити і іпотека). Згідно статтею 214 п.1 Закону про ринки

фінансових послуг Великобританії 2000 р. (Financial Services and Markets Act 2000) уповноважена особа компенсаційної схеми може змінювати умови компенсаційної схеми, а саме: коло осіб на які буде поширюватися дана схема, певні вимоги для окремої категорії осіб, обставини при яких буде застосовуватися дана схема, місце розташування фінансової установи і таке інше. Дана схема, як система захисту, була створена переважно для допомоги приватним особам, проте, представники дрібного бізнесу так само підпадають під дію цієї схеми. Великі підприємці, як правило, виключаються. Хоча є деякі винятки з цього по депозиту і страхових випадках.

Схема захисту для інвесторів починає діяти, якщо фірма не може або схоже що не зможе відповідати за своїми зобов'язаннями. Стаття 404 розділу 14 Закону Про ринки фінансових послуг 2010 року (Financial Services Act 2010) передбачає схему розгляду справ споживачів. FSCS може визначити у компанії дефолт, якщо відбувається одна з наступних дій: (а) якщо фінансова установа добровільно йде на ліквідацію; (б) визначено, що дана компанія не може відповідати за своїми зобов'язаннями; (в) призначено ліквідатора або адміністратора або тимчасового адміністратора або тимчасового керуючого; (г) є припис суду про ліквідацію компанії або адміністрацію підприємства. FSCS може втручатися в процес ліквідації у разі виникнення фінансових труднощів у компанії або в разі дефолту. Стаття 404 Е Закону Про ринки фінансових послуг 2010 р. розповсюджується як на надання платіжних послуг так і на інвестиційну діяльність, тобто норми регулювання є однаковими для всіх видів послуг передбачених цією статтею.

В Великобританії, як тільки компанії оголошується дефолт, адміністратор або ліквідатор зазвичай повідомляють про існування системи захисту споживачів. Тривалість обробки претензій буде залежати від ряду факторів, таких як тип і складність претензії, рівень інформації, яку FSCS повинен зібрати з інших джерел. Деякі фактори можуть бути повністю поза контролем FSCS. Якщо фірма не здійснює свою діяльність, але як і раніше є

активи, які могли б задовольнити потреби споживачів, FSCS не зможе допомогти в цьому випадку.

У цьому випадку споживачі сами змушені вирішувати ці питання.

Що стосується суб-схеми FSCS для інвестиційного бізнесу, то вона починає діяти коли виникають претензії у споживачів до фінансових консультантів та інвестиційним компаній. FSCS спрацьовує також, коли фірма виходить з бізнесу і не може або швидше за все, на думку FSCS, не зможе виплатити грошові кошти за заявленими претензіями, висунутих проти неї. FSCS так само має місце, коли фірма припинила свою діяльність і не має достатніх активів для задоволення претензій чи є неплатоспроможною. Як тільки FSCS переконується, що фірма не може або швидше за все не зможе виплатити кошти, FSCS заявляє, що фірма знаходиться в стані дефолту. Дане оголошення є підставою для складання заяви для відшкодування компенсації. Щоб претендувати на компенсацію, інвестори повинні мати на те права, встановлені правилами Financial Conduct Authority (далі – FCA) і Prudential Regulation Authority (далі – PRA). До таких правил відноситься те, що це повинні бути приватні особи, розмір виплат здійснюються у чітко визначених межах та ін.

Для того, щоб в інвестора була можливість вимагати компенсацію, йому потрібно заповнити і повернути бланк заяви, який надсилається FSCS. За заявами щодо інвестиційних компаній, FSCS може виплатити 50000 євро як компенсацію на одну людину. 100 % від перших 50000 євро. Щоб претендувати на компенсацію в інвестора мають бути права, встановлені правилами FSCS.

Основним елементом компенсаційної схеми у Великобританії є юридична особа – FSCS, яка є приватною компанією, а саме товариством з обмеженою відповідальністю, де відповідальність учасників обмежується їх гарантіями і не має статутного капіталу. Відповідно до статті 3 ч. 1 Закону Великобританії «Про компанії» (Companies Act 2006) якщо відповідальність

учасників обмежується сумою їх вкладу в активи компанії при її ліквідації, це є товариством з обмеженою відповідальністю в гарантованих межах.

Учасниками FSCS є ліцензовані фінансові компанії та постачальники платіжних послуг. FSCS задовольняє претензії по тим фінансовим установам, діяльність яких врегульована FCA і PRA.

Процес авторизації компаній, які здійснюють інвестиційну діяльність детально описується на сайті FCA, а саме, які вимоги ставляться для авторизації учасників цих послуг. До ліцензованих фінансових компаній, які надають інвестиційні послуги і авторизуються FCA відносяться: фірми, які надають консультації з питань пенсійного забезпечення, інвестиційні фонди нерухомості, фірми, що надають інвестиційні консультації по структурованим продуктам (структуровані продукти можуть мати різну форму і, як правило, емітуються банками та інвестиційними компаніями). Європейські фірми (уповноважені національним законодавством) котрі здійснюють свою діяльність у Великобританії, так само можуть бути включені в дану схему компенсацій.

Види інвестицій, за якими виплачуються компенсації. FSCS виплачує компенсацію тільки за законними претензіями. FSCS забезпечує захист по інвестиціям якщо: була дана неякісна інвестиційна порада або якщо інвестор був введений в оману; коли інвестиційна фірма виходить з бізнесу і не може повернути гроші або інвестиції. Інвестиції охоплюють питання, пов'язані з: цінними паперами та акціями, пайовими фондами, ф'ючерсами та опціонами, довгостроковими інвестиціями, особистий пенсійний план.

FSCS проводить аналіз кожної претензії, щоб переконатися, що дана особа має право на отримання компенсації. Встановлюється: чи дійсно була дана неякісна порада і чи були понесені фінансові втрати.

Управління компенсаційною схемою в Республіці Польща здійснює Національний депозитарій цінних паперів, нагляд – Комісія фінансового нагляду.

Відповідно до ст. 46 Закону «Про торгівлю фінансовими інструментами» від 29.07.2005 р. (далі – Закон від 29 липня 2005 року) Національний депозитарій діє в формі акціонерного товариства.

Акціонерами Національного Депозитарію можуть бути: компанії, що здійснюють діяльність на біржовому та позабіржовому ринках, інвестиційні компанії, банки, Казначейство, Національний Банк Польщі, міжнародні фінансові організації, членом яких є Республіка Польща, а також юридичні особи або інші організаційні одиниці, які ведуть діяльність у сфері обліку цінних паперів, клірингу або врегулювання угод, укладених у цінних паперах або організації регульованого ринку, що мають зареєстрований офіс на території держави-члена або держави, що належить до ОЕСР і підлягають контролю з боку компетентного органу управління цієї держави.

Регулюються Законом від 29 липня 2005 року Інвестор визначається на підставі ст. 132 ч. 1 Закону від 29 липня 2005 року, як фізична особа, юридична особа або структурний підрозділ, що не має статусу юридичної особи, на користь яких брокер надає одну з послуг, перелічених в ст. 69 ч. 2 та ч. 4, п. 1, за деякими виключеннями.

Система компенсації діє при здійсненні брокерської діяльності, яка включає в себе виконання дій, спрямованих на:

- приймання та передачі замовлень, придбання або відчуження фінансових інструментів;
- виконання замовлень, про яких йде мова в п. 1, на рахунок довірителя;
- придбання або продаж за свій рахунок фінансових інструментів;
- управлінні портфелями, до складу яких входить один або більшу кількість фінансових інструментів;
- консультації щодо інвестицій;
- розміщення фінансових інструментів;

- надання послуг при виконанні укладених договорів про інвестиційний андерайтинг та сфери послуг або укладення та виконання інших подібних угод, якщо їх предметом є фінансові інструменти;
- здійснення альтернативної системи торгівлі;
- зберігання або реєстрації фінансових інструментів, у тому числі і ведення рахунків цінних паперів та накопичувальних рахунків, та веденні рахунків грошових коштів.

Основні положення функціонування схеми та виплати компенсацій встановлені в ст. 133 Закону від 29 липня 2005 року. Національний Депозитарій цінних паперів повинен встановити і підтримувати систему обов'язкової компенсації для збору коштів на виплату компенсацій інвесторам, від платежів, зазначених у ст. 137 п.п. 1 і 5.

Метою схеми є надання інвесторам платежів у розмірі, встановленому законом, засобів і компенсації вартості втрачених фінансових інструментів, накопичених ними в брокерських будинках, у тому числі їх офісів за межами території Польщі, щодо послуг, для них, з точки зору види діяльності, зазначені в ст. 69 пункт. 2 і ч. 4 п. 1, у разі:

- 1) заяву про банкрутство брокерської фірми або
- 2) остаточну відмову від застосування банкрутства через те, що активи брокерського будинку є недостатніми для покриття судових витрат, або
- 3) висновку Комісії, що брокерська фірма не в змозі, з причин, безпосередньо пов'язаних з фінансовим становищем, виконати свої зобов'язання, що випливають з вимог інвесторів і не дозволяє їм виконувати в найближчому майбутньому.

Припинення провадження по справі про банкрутство брокерського будинку не зупиняє здійснення заходів, спрямованих на виплату компенсації інвесторам.

Витрати на утримання Національного Депозитарієм схеми компенсації і збори, належні для управління схемою компенсації, покриваються за рахунок активів системи.

Відповідно до ст. 134 Закону від 29 липня 2005 року Наглядова Рада Національного депозитарію цінних паперів приймає Регламент функціонування системи компенсації.

Брокерські будинки вносять до системи компенсації в кожному календарному році обов'язкові щорічні платежі, іменовані надалі «щорічні виплати» у розмірі суми добутків:

- 1) ставки не вище, ніж 0,4 %, і середній залишок грошових коштів інвесторів;
- 2) ставки не вище, ніж 0,01 %, і середня вартість фінансових інструментів, протягом останніх 12 місяців, належних інвесторам або записаних на зведених рахунках.

Ст. 137 також передбачає порядок перерахування виплат, відповідальності за порушення відповідного порядку, розрахунок розміру накопичених внесків, при якому зупиняється перерахування внесків.

Відповідно до ст. 139 Закону від 29 липня 2005 року схема компенсації забезпечує виплату коштів інвесторів, зменшених на виплати брокерському дому інвестором за послуги, при наявності підстав в сумі заборгованості на дату настання однієї з обставин, зазначених у ст. 133 в злотих еквівалент 3000 євро – 100 % коштів, охоплених схемою компенсації, і 90 % від перевищення цієї суми, за винятком того, верхня межа для виплат, охоплених компенсаційною схемою складає еквівалент 22000 євро.

Одже, однією з найважливіших цілей, що лежить в основі функціонування сучасного ринку фінансових послуг, є забезпечення захисту активів інвесторів у цьому секторі. Інвестори, які інвестують свої гроші, повинні бути належним чином захищені. Система захисту інвесторів складається з: а) видачі дозволу на здійснення фінансовими установами своєї

діяльності; б) системи державного контролю та нагляду за поточною діяльністю, мета яких – усунути небезпеку ситуації, яка загрожує тим, хто довірив свої інвестиції; в) система компенсації інвесторам.

Найбільш доцільним є існування державного фонду гарантування інвестицій і солідарного гарантійного фонду.

РОЗДІЛ 3. АКТУАЛЬНІ ПРОБЛЕМИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ В ЄС

3.1 Правове регулювання інвестицій з третіх країн в ЄС за Лісабонським договором

Що ж стосується інвестицій з «третіх» країн, то до підписання у 1992 році Маастрихтського договору (який оформив створення Європейського Союзу) саме співтовариство фактично не відіграло ніякої ролі у визначенні умов їх припливу на території країн-членів. У той час, коли країни-члени згідно з Римським договором були вимушені надавати національний режим інвесторам з інших країн ЄС, вони могли встановлювати бар'єри для інвестицій з країн, які не є членами ЄС, якщо це не суперечило їхнім міжнародним зобов'язанням (наприклад, зобов'язанням по кодексах ОЕСР). Єдине, що гарантував закон співтовариства, це недискримінаційне ставлення до зарубіжних компаній, які діють в одній країні-члені, в інших країнах-членах (ст. 43 Римського договору).

Здатність ЄС регулювати іноземні інвестиції, що надходять в країни-члени, значно посилилася у 1993 році, коли перегляд Римського договору скасував усі обмеження стосовно руху капіталу (включаючи операції з прямими інвестиціями) як між країнами — членами ЄС, так і між країнами-членами і «третіми» країнами (ст. 56). Однак ст. 57 Договору містить положення, яке передбачає, що Рада ЄС, прийнявши рішення кваліфікованою більшістю, за пропозицією Комісії ЄС, може вводити ліміти щодо руху капіталу у «треті» країни (або з них), включаючи обмеження прямих закордонних інвестицій. Це положення є своєрідним кроком назад від лібералізації руху капіталу у «треті» країни (або з них) до права співтовариства. Тому для прийняття рішення про застосування подібних заходів необхідне одноголосне рішення Ради ЄС.

Небажання допускати на національний ринок інвесторів з інших країн-членів також проявилось у тому, що деякі країни ЄС запровадили граничні квоти на частку власності з країн ЄС у приватизованих європейських компаніях. Тому в червні 1997 року Європейською комісією було схвалено положення, яке пояснює статті Римського договору щодо руху капіталу та права на відкриття приватного бізнесу. Положення наголошує, що свобода руху капіталу та заснування приватного бізнесу складають фундаментальні свободи, установлені Римською угодою. Це означає, що громадяни одних країн-членів мають право вільно здобувати частки в компаніях інших країн-членів, користуватися правом голосу згідно з їх часткою та здійснювати управління компанією на тих самих умовах, які встановлені країною-членом для власних громадян. У квітні 2001 року Європейська комісія знову підтвердила чинність цього положення.

Тривалий час юридичного закріплення також потребували питання, пов'язані з поглинанням компанії країн-членів компаніями з країн, які не є членами ЄС. Після декількох років обговорення, у березні 2004 року Рада Міністрів домовилася про прийняття директиви з установлення правил, що регулюють цей процес. У первісному проекті планувалося скасувати всі національні закони, які дозволяють установлювати обмеження на частку у власності компанії з метою захисту від поглинання. У кінцевому результаті було знайдено компроміс, який дозволяє країнам-членам на власний розсуд приймати норми щодо встановлення таких обмежень.

Важливу роль у регулюванні припливу закордонних інвестицій з «третіх» країн у країни — члени ЄС відіграють численні двосторонні інвестиційні угоди (ДІУ) між цими державами. ЄС у цілому ще не має інвестиційних угод в їх традиційному розумінні. Однак угоди ЄС з преференційними торговельними партнерами найчастіше містять положення, які безпосередньо регулюють питання, пов'язані із закордонними інвестиціями БНК.

Серед інших регіональних та багатосторонніх угод, спрямованих на регулювання інвестиційної діяльності БНК, до яких приєднався ЄС та/або його члени, чинне місце посідають:

- по-перше, кодекс ОЕСР з лібералізації руху капіталу, який передбачає застосування заходів із ліквідації обмежень у процесі руху капіталів, включаючи прямі закордонні інвестиції, а також створення для іноземних інвестицій рівного режиму незалежно від часу їх здійснення;

- по-друге, Договір до Енергетичної хартії 1994 року, який являє собою юридично обов'язковий багатосторонній документ, спрямований на регулювання міждержавного співробітництва в енергетичному секторі. Він передбачає, що кожна з країн — учасниць договору має створювати на своїй території стабільні, рівноправні та сприятливі умови для капіталовкладень інвесторів з інших країн — учасниць договору. Цим капіталовкладенням гарантується постійний захист та безпека. Ніяка зі сторін договору не може вчиняти будь-які невинуватені або дискримінаційні заходи з метою перешкоджання управлінню, використанню, володінню або розпорядженню капіталовкладеннями іноземних інвесторів;

- нарешті, по-третє, Генеральна угода з торгівлі послугами 1995 року, в якій беруть участь усі члени Світової організації торгівлі. Метою угоди є зниження обмежень на всі види міжнародної торгівлі банківськими і фінансовими послугами, до яких також належить комерційна присутність постачальника послуг однієї країни — учасниці угоди на території будь-якої іншої країни-учасниці. Комерційна присутність включає будь-який тип підприємницької або професійної діяльності, який здійснюється з метою поставки послуг через, по-перше, заснування, придбання чи використання юридичної особи або, по-друге, створення чи використання відділення або представництва на території країни — учасниці угоди.

Країни ЄС як учасниці Генеральної угоди з торгівлі послугами повинні негайно і безумовно надавати для послуг і постачальників послуг будь-якого

іншого учасника цієї угоди режим, не менш сприятливий, аніж той, який вони надають для таких же послуг або постачальників послуг будь-якої іншої країни, тобто режим найбільшого сприяння. Положення згаданої угоди не можуть використовуватися для перешкоджання будь-якому її члену отримувати або надавати переваги сусіднім країнам із метою полегшення обміну послугами в межах прикордонних територій, виробництво і споживання яких здійснюється в рамках цих територій. Важливим також є положення, яке забороняє введення обмежень на участь іноземного капіталу у формі введення лімітів максимального відсотка іноземного володіння акціями або загальної вартості індивідуальних чи сукупних іноземних інвестицій.

Після підписання Лісабонського Договору (2007) набуло чинності положення про виключну компетенцію ЄС з питань прямих іноземних інвестицій (ПІІ).

Набуття чинності у грудні 2009 року Лісабонського договору докорінним чином змінило роль Європейської комісії, Європейської ради міністрів та Європейського парламенту у виробленні, прийнятті рішень та реалізації інвестиційної політики ЄС. Відповідно до Лісабонського договору, відбулися наступні зміни [13]:

- ПІІ розглядаються як складова частина спільної торговельної політики ЄС (ст. 207 договору);
- ЄС отримав виключну компетенцію з питань інвестиційної політики, включаючи захист інвестицій (ст. 3(1)e);
- європейські інститути застосовують звичайну процедуру прийняття рішень з питань інвестиційної політики;
- Європейський парламент дає згоду на укладання інвестиційних договорів.

Наведені зміни означають, що країни - члени ЄС не можуть самостійно продовжувати укладати двосторонні договори про інвестування, оскільки

вони «делегують всі функції» на наднаціональний рівень інститутам ЄС. За процедурним питанням, Європейська Комісія виробляє проект постанови, який передає для обговорення та затвердження Європейській Раді та Європейському парламенту. Щодо діючих двосторонніх угод, то ЄС запропонував механізм «опікування» (grandfathering) інвестицій з боку європейських інститутів. Чинні до підписання Лісабонського договору інвестиційні угоди країн визнаються легітимними та продовжують діяти, але «тестуються» на предмет відповідності європейським нормам. У разі невідповідності окремих положень країни мають переглянути положення діючих угод, створити базу для обговорення умов за новими угодами [14]. Таким чином, країни-члени делегують свої повноваження з питань інвестиційної політики ЄС, у свою чергу, ЄС надає їм повне право використовувати ці повноваження. Відповідно до Лісабонського договору інвестиційна політика перетворилась у спільну горизонтальну політику ЄС.

З 2009 року посилилась роль інвестиційних чинників розвитку країн, значимість їх як у внутрішній, так і у зовнішній економічній політиці.

Для уніфікації національного інвестиційного законодавства країн, створення однакових, недискримінаційних умов для інвестування та захисту прав міжнародних інвесторів ЄС прийняв Постанову № 1219/2012 від 12 грудня 2012 року про встановлення перехідних домовленостей для двосторонніх інвестиційних угод між державами-членами і третіми країнами. Постановою передбачено, що з січня 2013 року роль ЄС у переговорах буде постійно зростатиме і європейські угоди поступово витіснятимуть двосторонні країн-членів ЄС [18]. Відповідно до ст. 13, перш ніж розпочати процес врегулювання спору з третьою стороною, країни - члени ЄС повинні отримати згоду Європейської комісії, спільно проводити консультації, співпрацювати під час вирішення спірних рішень, використовуючи відповідні механізми. Тобто Комісія не тільки контролює процес урегулювання спорів, а й активно бере участь у розв'язанні спірних питань.

Важливою складовою інвестиційної політики ЄС є запровадження механізму врегулювання спорів, нерозривно пов'язаного із затвердженням принципів і норм міжнародно-правового захисту інвестицій у країнах-реципієнтах. ЄС орієнтується на принципи та діючі норми МЦПД та ЮНІСТРАЛ, розробляє типові інвестиційні угоди з урахуванням досвіду розвинених країн - своїх торговельно-економічних партнерів.

Новий підхід ЄС до інвестицій в угодах про вільну торгівлю є «відповіддю» на те, що європейські інвестори зазнають дискримінації по відношенню до їх іноземних конкурентів, і, таким чином, ЄС втрачає частку ринку. Велика географічна відстань від зростаючих ринків, обмежений доступ на ринки торговельних партнерів через відсутність уніфікованого європейського законодавства з питань інвестиційної політики стримує інтернаціоналізацію виробництва, залучення інвестицій та робить європейські компанії неконкурентоспроможними. Нові перспективи розвитку пов'язані з оптимізацією територіальної локації компаній через відкриття філій, дочірніх та асоційованих компаній, використанням знань, робочої сили, технологій приймаючої країни.

Відповідно до стратегії «Європа 2020», майбутнє ЄС пов'язано з виробництвом і обміном високотехнологічними, більш якісними товарами і послугами, зокрема, наданням телекомунікаційних, фінансових, транспортних послуг, розвитком «зеленої економіки», машинобудування, для яких інвестиції виступають обов'язковою, ключовою умовою розвитку галузі. Спільна європейська політика покликана відтворити ефект «вирівнювання», що дозволить компаніям у країнах з невеликою кількістю двосторонніх угод і малими обсягами притоку ПІІ мати рівні можливості для залучення іноземних інвесторів. З нашої точки зору, позитивний ефект, у першу чергу, слід очікувати тим країнам, які були «вилучені» з інвестиційного потоку. Країни із значними іноземними інвестиціями отримують вигоду, якщо ЄС вдасться залучити увесь «полюс» зовнішніх та

внутрішніх ПІІ і скористатися ефектом масштабу, щоб посилити свій вплив на світовій арені шляхом підписання регіональних торговельних угод.

Гармонізований режим надання доступу на ринки ЄС для фірм з третіх країн базується на оцінці еквівалентності юрисдикцій цих країн. Цей режим застосовується до транскордонного надання інвестиційних послуг та заходів з обслуговування роздрібного та професійного клієнта.

MIFIR висуває вимогу до наявності у всіх емітентів коду ідентифікації юридичної особи (LEI), який дозволяє отримати базову інформацію про компанію (юрисдикцію, адресу реєстрації, назву). Код LEI дозволяє безпомилково ідентифікувати контрагента, в тому числі і при транскордонних операціях. Торговельні майданчики в Європі зобов'язані збирати інформацію про коди LEI всіх емітентів, цінні папери яких торгуються на них.

Загалом зміна правил на фінансових ринках Європи дозволить усунути регуляторні прогалини, виявлені під час світової фінансової кризи, краще захищатиме інвесторів, підвищить прозорість фінансових ринків та відновить довіру до їх учасників.

Європейський вектор став визначальним також і для українського фінансового сектору. Останні роки Україна активно працює над імплементацією норм нового європейського законодавства про ринки фінансових інструментів, зокрема, MiFID II та MIFIR у своє правове поле.

Наразі вимоги MiFID II часткового містяться у прийнятому минулого року Законі щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів (№2210-VIII від 18.12.2017 року). Вимоги MiFID II також імплементовані до законопроектів, які розглядаються Верховною Радою: проекті Закону про ринки капіталу та регульовані ринки №7055 від 01.09.2017 року та проекті Закону щодо захисту інвесторів від зловживань на ринках капіталу №6303 від 06.04.2017 року.

3.2 Поділ компетенції Європейського Союзу і держав-членів при здійсненні інвестиційної діяльності.

В контексті інвестиційних повноважень ЄС вважається, що після вступу в силу Лісабонського договору Союз має виключні повноваження укладати міжнародні угоди по прямому іноземному інвестуванню. Дане твердження засноване на статті 207 (1) ДФЕС. Стаття 206 і Стаття 207 (4) ДФЕС також використовують термін прями іноземні інвестиції (ПІІ). ПІІ - це загальновідоме поняття в інвестиційному праві та економіці, яке охоплює інвестиції з певною часткою контролю, використовуваного для виключення портфельних та інших більш широких видів інвестицій, входять, в основному, в двосторонні інвестиційні угоди (ДІС) і міжнародні інвестиційні угоди (МІС). Однак в контексті зовнішньоторговельної політики, ПІІ є новим поняттям, що не визначаються ДФЕС. Тлумачення цього терміна в законодавстві ЄС може бути побічно знайдено у вторинному праві - Директиві Ради 88/361 / ЄЕС про лібералізацію капіталу. Так, дана Директива визначає прями інвестиції як «інвестиції всіх видів [...], які виробляються з метою встановлення або підтримки довгострокових і прямих зв'язків між особою, що вкладають капітал і підприємцем або підприємством, якому даний капітал переходить в розпорядження для підтримки економічної діяльності» [4]. У Додатку 1 до даної Директиви наводяться приклади прямих інвестицій: «утворення або розширення філій або нових підприємств, що належать виключно одній особі, що забезпечує капіталом т кі підприємства, а також придбання існуючих підприємств в повному обсязі,» «участь у створенні нових і функціонуванні існуючих підприємств з метою встановлення або підтримки довгострокових економічних зв'язків», «довгострокові позики з метою встановлення або підтримки довгострокових економічних зв'язків «і» повторне інвестування прибутку з метою підтримки довгострокових економічних зв'язків».

Фактично, визначення прямих інвестицій, дане в Директиві 88/361 / ЕЕС, дуже схоже з визначенням прямих іноземних інвестицій Організації економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР), яка в якості ключового елемента прямого інвестування розглядає «стратегічні довгострокові відносини», при цьому довгостроковий інтерес, який є ключовим для визначення прямого інвестування, виражається в рамках як мінімум 10% обов'язкового володіння капіталу прямим інвестором в інвестиційній фірмі.

Суд ЄС визначив межі поширення прямих інвестицій в такий спосіб: «До прямих інвестицій відносяться інвестиції всіх видів, зроблені фізичними або юридичними особами, промисловими або фінансовими підприємствами, які виробляються з метою встановлення або підтримки довгострокових і прямих зв'язків між особою, що вкладають капітал і підприємцем або підприємством, якому даний капітал переходить в розпорядження для підтримки економічної діяльності. Що стосується участі в акціонерному капіталі нових або існуючого підприємств [...], то мета встановлення або підтримки довгострокових економічних зв'язків передбачає, що частка, що належить акціонеру, дає йому можливість слідувати державним законам, які регулюють діяльність акціонерних компаній і брати участь в ефективному управлінні компанією або її контролі. «286 Суд ЄС також постановив, що участь в акціонерному капіталі компанії в розмірі 25% є прямим інвестуванням. Проте, залишається неясним, що саме означають поняття «ефективне управління» або «контроль» відповідно до права ЄС.

Визначення ПІІ, дане в Директиві Ради 88/361 / ЄЕС чітко не вказує, якими політичними інструментами володіє ЄС, крім як широкою інтерпретацією поняття «пряме інвестування». Однак загальновизнано, що основна мета прямих іноземних інвестицій «встановлювати або підтримувати довгострокові прямі зв'язки» між інвестором і підприємцем, якому був переданий або в чие підприємство було вкладено капітал з метою підтримки економічної діяльності. Дане твердження було підтверджено ЄС і його

державами-членами 15 квітня 2002 року на зустрічі Робочої Групи СОТ по торгівлі та інвестиціям: «Пряме іноземне інвестування це такий вид міжнародного інвестування, метою якого є проникнення в економіку однієї країни (прямий інвестор) для підтримки стійкого інтересу в підприємстві представником економіки іншої країни (підприємство прямого інвестування). Поняття «стійкий інтерес» включає в себе два критерії: наявність довгострокових відносин між прямим інвестором і підприємством, а також присутність значній мірі впливу, яке натомість дає прямому інвестору ефективне управління підприємством. « Як і раніше спірним залишається питання про те, якою мірою і чи входить взагалі регулювання портфельних інвестицій, які представляють найбільший після прямого інвестування вид інвестицій, в компетенцію ЄС. Це питання представляє особливу значимість, оскільки практично всі існуючі ДІС між державами-членами ЄС та третіми країнами включають як пряме, так і портфельне інвестування. ЄС продовжує володіти неявною спільною компетенцією щодо укладення міжнародних угод, що відносяться не тільки до прямого іноземному інвестуванню, але також і до портфельних інвестицій. Отже, ЄС має виняткову компетенцію щодо прямого іноземного інвестування (згідно зі статтею 207 ДФЕС), а також володіє спільною компетенцією щодо портфельного інвестування, що виражається в можливості ЄС укласти міжнародні угоди, що відповідають стандарту ДІС.

Важливим є дослідження розмежування компетенцій щодо свободи руху капіталу в ЄС. Свобода руху капіталу вперше була передбачена Договором про заснування Європейського економічного співтовариства (далі - ДЄЕС), що був підписаний у Римі 25 березня 1957 року. Відповідно до ст. 2 ДЄЕС, Співтовариство ставить своїм завданням сприяти, шляхом створення спільного ринку і прогресуючого зближення економічної політики держав-членів, гармонійному розвитку економічної діяльності в усьому Співтоваристві, безперервному і збалансованому зростанню, зростаючій

стабільності, прискореному підвищенню рівня життя і тісніших зв'язків між державами, які воно об'єднує. Згідно з положеннями ст. 3 ДЄЕС, відповідно до цілей, зазначених у ст. 2, діяльність Співтовариства передбачає, як це визначено Договором і у встановлені терміни, зокрема, усунення між державами-членами перешкод вільному руху осіб, послуг і капіталів [78].

Частиною 1 ст. 67 ДЄЕС встановлено, що протягом перехідного періоду і тією мірою, яка необхідна для належного функціонування спільного ринку, держави-члени будуть у зростаючому ступені усувати у відносинах один з одним всі обмеження на рух капіталів, що належать особам, які проживають у якості резидентів на території держав-членів, а також будь-яку дискримінацію за національною ознакою, або за місцеперебуванням сторін, або за місцем вкладення капіталу [78].

Відповідно до ст. 70 ДЄЕС, Комісія ЄС мала запропонувати Раді ЄС заходи, націлені на зростаючу координацію політики держав-членів ЄС у сфері валютних операцій у тій її частині, що стосується руху капіталів між цими державами та третіми країнами. З цією метою Рада ЄС приймає кваліфікованою більшістю директиви та буде прагнути досягнення максимально можливої лібералізації [78].

Стаття 71 ДЄЕС в пункті 1 закріплювала положення про те, що держави-члени будуть прагнути того, щоб не вводити усередині Співтовариства ніяких нових обмежень у сфері валютних операцій, які торкнулися б руху капіталів та пов'язаних з цим поточних платежів, а також не збільшувати обмеження в існуючих правилах. Проте, ст. 73 ДЄЕС встановлювала винятки: у тому випадку, якщо рух капіталів викликає порушення у функціонуванні ринку капіталів у якій-небудь із держав-членів, Європейська Комісія, після консультації з Валютним комітетом, дозволить цій державі прийняти у сфері руху капіталів захисні заходи, умови і деталі яких вона визначить [78].

Статті 108 і 109 ДЄЕС дозволяли також державам-членам діяти

всупереч принципу вільного руху капіталу «в разі серйозних труднощів чи серйозної загрози виникнення труднощів з платіжним балансом» [78].

Правові наслідки ст. 67 ДЄЕС були розглянуті Судом Європейських Співтовариств у справі *GuerrinoCasati*C-203/80 від 11 листопада 1981 року. Суд зазначив, що положення про свободу руху капіталу відрізняється від інших свобод, проголошених в ДЄЕС. Повна свобода руху капіталу може підірвати економічну політику однієї з держав-членів ЄС або створити дисбаланс в її бюджеті. Тому ст. 67 ДЄЕС не вимагає просто скасувати обмеження руху капіталу, а вимагає їх скасування «в обсязі, необхідному для забезпечення належного функціонування спільного ринку» [78]. Обсяг обмежень, які залишились чинними після закінчення перехідного періоду змінюється з плином часу і залежить від оцінки вимог Спільного ринку і від оцінки як переваг, так і ризиків, які лібералізація може спричинити для останнього, зокрема від рівня інтеграції, який було досягнуто в питаннях, для яких рух капіталу має особливо велике значення. Також було відзначено, що така оцінка була, в першу чергу, питанням для Ради і зобов'язання скасувати обмеження на рух капіталу не можуть бути відокремлені від оцінки Радою необхідності лібералізації певної категорії операцій [48]. Тобто, норма, закріплена в ст. 67 ДЄЕС не мала прямої дії, національний суд або навіть Суд Європейських Співтовариств не міг здійснювати її пряме застосування. По суті, це було питанням політики Ради і роль суду була обмежена перевіркою чи не перевищила Рада обсяг своїх повноважень [72].

У цьому ж рішенні у справі *GuerrinoCasati*C-203/80 від 11 листопада 1981 року щодо ст. 71 ДЄЕС, Суд зазначив, що п. 1 ст. 71 не накладає на держави-члени безумовне зобов'язання, на яке можуть посилатися фізичні особи [49].

Реалізація проголошеної ДЄЕС свободи руху капіталів здійснювалась повільно. Операції з капіталом були розподілені директивами на окремі категорії і стосовно кожної категорії передбачався окремий порядок

лібералізації.

Так, у 1960 році була прийнята Перша директива щодо реалізації ст. 67 ДЄЕС (далі - Перша директива), яка була доповнена Другою директивою 1962 року Перша директива в переліках «А», «В», «С» і «D» Додатка № 1 до неї розділила операції з капіталом на чотири категорії за рівнем лібералізації.

Відповідно до ст. 1 Першої директиви держави-члени повинні були дозволити вільне укладання та виконання угод, а також здійснення переказів щодо наступних операцій, зазначених у переліку «А» Додатка № 1 до Першої Директиви: прямі інвестиції; ліквідація прямих інвестицій; інвестиції в нерухомість, перекази особистого характеру (в тому числі спадщина, подарунки, матеріальна допомога) тощо[66].

Згідно з положеннями ст. 2 Першої директиви, держави-члени повинні були надати загальний дозвіл на укладення або виконання угод і перекази між резидентами держав-членів (з правом обмеження у деяких випадках щодо придбання іноземних цінних паперів), щодо наступних операцій, зазначених у переліку «В»

Додатка № 1 до Першої директиви, тобто: операції з цінними паперами; придбання нерезидентами цінних паперів на біржі і репатріація капіталу; придбання резидентами іноземних цінних паперів (за винятком придбання облігацій, випущених на іноземному ринку і номінованих у національній валюті, і придбання частин трасту) та ін. [66].

Щодо операцій, зазначених у переліку «С» (випуск і розміщення цінних паперів резидентів на закордонних ринках капіталу; випуск і розміщення цінних паперів іноземними компаніями на внутрішніх ринках капіталу та ін.), держави повинні були дозволити вільне укладання та виконання угод, а також здійснення переказів, але після консультацій з Комісією могли залишити чинними або повторно ввести валютні обмеження щодо руху капіталу, які діяли на день набрання чинності Першої директиви у разі, якщо вільний рух капіталу був перешкодою на шляху досягнення цілей

економічної політики держави-члена. Щодо операцій, зазначених у переліку «D» Додатка № 1 до Першої директиви, лібералізація руху капіталу не передбачалася [66].

Друга директива 1962 року [74] доповнила переліки «А», «С» і «D» Додатка № 1. Погоджуємося з думкою В. Селіванової, яка зазначає, що якщо Перша директива безумовно лібералізувала в основному довгострокові операції з капіталом, то Друга директива поширила лібералізацію вже на операції з цінними паперами [41].

Наступний етап лібералізації руху капіталів в ЄС був започаткований Єдиним Європейським актом, що був прийнятий 17 лютого 1986 року, стаття 13 якого доповнювала ДЄЕС новою статтею 8 а, відповідно до якої внутрішній ринок - це простір без внутрішніх кордонів, в якому, згідно з положеннями ДЄЕС, забезпечується вільний рух товарів, осіб, послуг і капіталів [75]. Лібералізації свободи руху капіталу було надане таке ж значення, як і іншим свободам внутрішнього ринку.

На основі Єдиного Європейського акту Комісія ЄС 23 травня 1986 року запропонувала Раді Програму лібералізації руху капіталу в Співтоваристві. Ця Програма визначила три рівні прогресивної лібералізації руху капіталу, які відповідають трьом наступним категоріям операцій:

- суто операції з капіталом («capitaloperations») такі, як комерційні кредити, прямі інвестиції або різні «особисті» рухи капіталу, що безпосередньо пов'язані з ефективною реалізацією інших основних свобод спільного ринку;
- операції з цінними паперами на фінансових ринках (облігації, акції та інші цінні папери, що надають право на участь у капіталі), лібералізація яких залежить від існування єдиного європейського фінансового ринку; лібералізація у цій сфері повинна поширюватися на всі операції, здійснювані як інвесторами, так і емітентами;
- операції, пов'язані з комерційними кредитами та інструментами

грошового ринку, для лібералізації яких необхідно встановлення єдиної фінансової системи у Співтоваристві [53].

У Програмі був запропонований план дій з лібералізації руху капіталу, що складався з двох етапів. Метою першого етапу було досягнення в усьому Співтоваристві фактичної лібералізації операцій з капіталом, необхідних для належного функціонування спільного ринку та ефективної взаємодії ринків капіталу держав-членів. Зокрема, пропонувалося скасувати всі раніше введені захисні застереження і обмеження (що вводилися на підставі п. 3 ст. 108 ДЄЕС у редакції 1957 року) і розширити повноваження Співтовариства щодо лібералізації операцій з капіталом, наприклад, було вказано, що слід безумовно лібералізувати операції, вказані у Переліках «А» і «В» Додатка № 1 до Першої директиви. Другий етап, визначений Комісією ЄС, полягав у повній лібералізації всіх операцій з капіталом, включаючи всі банківські та фінансові операції (коротко- і довгострокові), навіть у тому випадку, якщо вони є суто валютними [54].

У 1986 р. вищезазначені переліки, запроваджені Першою директивою були змінені Директивою 86/566/ЄЕС. Відповідно до цієї Директиви відбулося злиття старих переліків «А» і «В» із попередніх директив у новий перелік «А», і додано деякі інші елементи цих списків з колишнього переліку «С», наприклад, надання і погашення кредитів у зв'язку з комерційними угодами або наданням послуг, у яких бере участь резидент. Те, що залишилося в переліку «С», ввійшло до нового переліку «В», щодо якого, як і раніше, держави-члени могли ввести валютні обмеження, які були чинними на дату набрання чинності Першої директиви, якщо вільний рух капіталу може стати перешкодою для досягнення цілей економічної політики держави-члена. Старий перелік «D» став переліком «С», щодо якого знову ж таки лібералізація руху капіталу не передбачалася [58].

Для виконання вищевказаної Програми була прийнята Директива 88/361/ЄЕС від 24 червня 1988 року про імплементацію ст. 67 ДЄЕС.

Відповідно до ст. 1 цієї Директиви, держави-члени забороняють обмеження руху капіталу, що здійснюється між особами-резидентами держав-членів ЄС, а відповідно до ст. 6, держави-члени вживають заходів, необхідних для відповідності з цією Директивою, не пізніше ніж 01 липня 1990 року. При цьому була надана відстрочка Іспанії, Ірландії, Португалії та Греції на умовах, визначених у додатках до Директиви 88 /361/ЄЕС. Статтею 3 Директиви дозволено державам-членам запроваджувати короткострокові обмеження руху капіталів, щоб уникнути дисбалансу в грошовій політиці, однак лише стосовно певних операцій (зокрема, короткострокові фінансові позики та кредити, фізичний імпорт чи експорт фінансових активів, операції з поточними і депозитними рахунками в фінансових інституціях), за дозволом Комісії ЄС і на строк не більше, ніж шість місяців [59].

7 лютого 1992 р. державами-членами ЄС був підписаний Договір про Європейський Союз, який вніс зміни в ДЄЕС, відповідно до яких з 01 січня 1994 року передбачалася заборона всіх обмежень вільного пересування капіталів і здійснення платежів як між державами-членами, так і між державами членами і третіми країнами. Європейське економічне співтовариство було перейменоване в Європейське співтовариство [79].

Подальші зміни до установчих договорів ЄС в тому числі, й набрання чинності Лісабонським Договором, не внесло суттєвих змін у регулювання свободи руху капіталу [39]. Чинна ст. 63 Договору про функціонування Європейського Союзу (ДФЄС) забороняє обмеження щодо руху капіталу між державами-членами та між державами-членами і третіми країнами [55].

Первинні джерела права ЄС не містять визначення таких понять, як «свобода руху капіталу», «рух капіталу». С. Лещенко зазначає, що як правило, під рухом капіталу розуміють інвестиції, при цьому односторонній трансферт грошового капіталу або матеріальних (нематеріальних) активів буде пов'язаний з інвестиціями, якщо не здійснюється з метою виконання грошового зобов'язання у двосторонньому договорі купівлі-продажу або

міни товарів, робіт, послуг [29]. Проте із аналізованих вище директив, помітно, що до руху капіталу входять далеко не лише інвестиції, а й багато інших операцій. Тому більш прийнятним у контексті досліджуваного питання вважаємо визначення російської дослідниці В. Селіванової, яка на основі наявної судової практики ЄС визначає рух капіталу як операцію, за допомогою якої здійснюється перехід права власності на фінансовий актив (фінансова угода або разова операція), що здійснюється юридичною або фізичною особою на транскордонній основі, і яка не передбачає наявності зустрічної/супутньої операції, лібералізованої в рамках спільного ринку [41].

Основою для визначення руху капіталу в ЄС є Номенклатура руху капіталу, передбачена Додатком 1 до Директиви 88/361/ЄЕС від 24 червня 1988 року. В цій Номенклатурі рух капіталу класифікується відповідно до економічної природи активів і пасивів, яких він стосується, виражених або в національній або іноземній валюті і включає в себе: прямі інвестиції; інвестиції в нерухомість; операції з цінними паперами, які, як правило, підлягають обігу на ринку капіталу; операції з сертифікатами інститутів спільного інвестування; операції з цінними паперами та іншими інструментами, які, як правило, підлягають обігу на грошовому ринку; операції з поточними та депозитними рахунками з фінансовими установами; кредити, які стосуються комерційних операцій, або надання послуг, в яких резидент є учасником; фінансові позики та кредити; поручительство, інші гарантії та права застави; трансфери при виконанні договорів страхування; рух особистого капіталу (наприклад, позики, дарунки та пожертвування, субсидії, спадщина та заповіти та ін.). У цьому ж Додатку 1 до Директиви 88/361/ЄЕС від 24 червня 1988 року зазначено, що вищевказана Номенклатура не є вичерпним переліком для поняття руху капіталу, вона не повинна тлумачитися як обмеження сфери застосування принципу повної лібералізації руху капіталу [60].

Російські вчені С. Кашкін та Є. Чегринєць розглядають свободу руху

капіталу в широкому та вузькому розумінні. Свобода руху капіталу у вузькому значенні - суб'єктивне право громадян Європейського Союзу, компаній, зареєстрованих на території Європейського Союзу і, в деяких випадках, іноземних юридичних і фізичних осіб вільно і безперешкодно переміщувати капітали між державами-членами та між державами-членами та третіми країнами. У широкому сенсі свобода руху капіталу означає не тільки свободу здійснювати переміщення капіталу, а й весь комплекс прав і обов'язків, пов'язаних із такою свободою і закріплених у нормативних актах ЄС, держав-членів ЄС, а також у рішеннях Суду ЄС [37]. На думку В. Селіванової, свободу руху капіталу можна визначити як основоположний принцип спільного ринку, що представляє собою сукупність прав та обов'язків громадян Європейського Союзу та юридичних осіб, зареєстрованих в Європейському союзі (а в деяких випадках - іноземних осіб), пов'язаних з вільним переміщенням капіталів між державами-членами та між державами-членами та третіми країнами, з урахуванням обмежень, передбачених правом Європейського Союзу. Таким чином, свободу руху капіталу можна розглядати в суб'єктивному розумінні (суб'єктивне право), в об'єктивному розумінні (сукупність прав та обов'язків) та як основоположний принцип спільного ринку ЄС.

Слід зазначити, що правове регулювання інвестиційної діяльності в ЄС розглядається як складова частина системи правових норм, що регулюють єдиний ринок фінансових послуг, а свобода надання фінансових послуг є складовою частиною свободи руху капіталу [30].

Свобода руху капіталу за ст. 63 ДФЄС не є необмеженою, передбачаються певні винятки. О. Ануфрієва виділяє обмеження недискримінаційного характеру (тобто незалежно від національності) і дискримінаційні (тобто поширюються тільки на громадян інших держав). Перелік підстав введення обмежень дискримінаційного характеру включає: застосування положень національного податкового законодавства, що

проводить відмінність між платниками податків у зв'язку з місцем їх діяльності або вкладення капіталу (ст. 65 (1) (а) ДФЄС); обмеження з метою запобігання порушенню національного законодавства держав-членів, зокрема податкового та законодавства з пруденційного нагляду за фінансовими установами (ст. 65 (1) (б) ДФЄС) [2]. Сюди ж віднесемо встановлення процедур декларування руху капіталу для адміністративної або статистичної інформації, а також здійснення кроків з міркувань суспільного порядку або суспільної безпеки (ст. 65 (1) (б) ДФЄС) [56].

Всі ці обмеження підлягають суворо обмежувальному тлумаченню і не можуть застосовуватися на недискримінаційній основі або в якості прихованого обмеження свободи руху капіталів. Недискримінаційні обмеження можуть вводитися при дотриманні наступних умов, сформульованих у практиці Суду ЄС: введення на недискримінаційній основі; обґрунтування імперативними вимогами суспільного інтересу; відповідність меті, яку потрібно досягти; пропорційності засобів і мети. Є. Самойленко та В. Завгородня виділяють обмеження спеціального характеру, передбачені главою 4 ДФЄС «Капітал та платежі» (ст. 64-66), та загального, встановлені в інших частинах Договору. Обмеження загального характеру встановлені статтями 345 (свобода руху капіталу не може шкодити правилам держав-членів, що регулюють систему права власності), 346 (забезпечення національної безпеки і оборони), 143-144 (у разі нестабільності платіжного балансу держави), 75 та 215 (фінансові санкції) ДФЄС.

Ще більше обмежень передбачено щодо свободи руху капіталу з третіми країнами. Так, відповідно до ч. 1 ст. 64 ДФЄС, положення ст. 63 не шкодять застосування щодо третіх країн будь-яких обмежень, що існували станом на 31 грудня 1993 р. згідно з національним законодавством або законодавством Союзу, ухваленим щодо руху капіталу до або з третіх країн із залученням прямих інвестицій, включаючи інвестиції у нерухомість, та щодо заснування, надання фінансових послуг або допуску цінних паперів на ринки

капіталу. Щодо обмежень, що існували в національному законодавстві Болгарії, Естонії та Угорщини, відповідною датою є 31 грудня 1999 року. Згідно з ч. 3 ст. 64 ДФЄС, Рада, діючи за спеціальною законодавчою процедурою, може одностайно і після проведення консультацій із Європейським Парламентом ухвалити заходи, що є кроком назад у законодавстві Союзу в питаннях лібералізації руху капіталу до або з третіх країн. Крім цього, за ст. 66 ДФЄС, якщо за виняткових обставин рух капіталу до або з третіх країн спричиняє або може спричинити серйозні ускладнення у функціонуванні економічного та валютного союзу, Рада за пропозицією Комісії та після проведення консультацій з Європейським центральним банком може вжити захисних заходів щодо третіх країн на період, що не перевищує шести місяців, якщо такі заходи є вкрай необхідними [57]. Тому норма ст. 63 ДФЄС про вільний рух капіталу між державами-членами ЄС і третіми країнами має інший зміст, ніж свобода руху капіталу в межах ЄС. Рівень лібералізації руху капіталу між ЄС і третіми країнами залежить від наявності відповідних угод з третіми країнами. Правовий режим транскордонного руху капіталу вводиться ЄС шляхом укладення таких типів двосторонніх договорів: про вільну торгівлю, про партнерство та співробітництво, про економічне співробітництво [40]. Положення щодо свободи руху капіталу містяться в угодах про асоціацію з ЄС і третіми країнами. Також до виключної компетенції ЄС після набуття чинності Лісабонським договором відноситься укладання договорів щодо прямого іноземного інвестування з третіми країнами.

Отже, в контексті розуміння поняття «рух капіталу», відповідно до директив ЄС, інвестиції є однією із складових руху капіталу. Причому здійсненню інвестицій надавалось основне значення в процесі лібералізації руху капіталу в рамках ЄС, а саме в першу чергу забезпечувалось вільне здійснення прямих інвестицій та інвестицій у нерухомість.

Свобода руху капіталу посідає чільне місце серед інших свобод

внутрішнього ринку ЄС, оскільки поширюється не лише на держави-члени ЄС, а й на треті країни (хоча й не повною мірою). У науковій літературі свободу руху капіталу розглядають у суб'єктивному розумінні, в об'єктивному розумінні та як основоположний принцип спільного ринку ЄС. Свобода руху капіталу має ключове значення для регулювання інвестиційної діяльності в ЄС. Всі нормативно-правові акти інституцій ЄС у сфері інвестиційної діяльності мають відповідати основоположним засадам свободи руху капіталу, закріпленим в установчих договорах ЄС.

Інвестиційна діяльність іноземних інвесторів на території країн-реципієнтів, як правило, регулюється національними законами, постановами та адміністративними процедурами, а також двосторонніми домовленостями з питань інвестування. Основні положення цих законодавчих актів, як правило, в розвинутих країнах в цілому ідентичні. Сфера діяльності сучасного національного законодавства з прямих іноземних інвестицій торкається всіх видів майнових активів та пов'язаних із ними прав власності, що інвестуються іноземними юридичними та фізичними особами.

Ключове значення інституційному механізмі регулювання інвестиційної діяльності в ЄС мають чотири інститути ЄС, Комісія ЄС, Рада ЄС, Європейський парламент і Суд ЄС. ЄЦБ лише опосередковано впливає на інвестиційну діяльність, оскільки має консультативні повноваження щодо нагляду за фінансовим ринком. Також у ЄС існує спеціальний орган - Єврогрупа, яка складається із міністрів економіки і фінансів країн, які прийняли євро як єдину валюту. Єврогрупа не є інститутом ЄС та не може приймати юридично обов'язкові рішення, однак має суттєвий вплив на прийняття таких рішень.

Допоміжними органами у сфері регулювання інвестиційної діяльності в ЄС є Економічно-фінансовий комітет, Європейський комітет із цінних паперів, Європейська рада з фінансових ризиків, Європейське управління з цінних паперів та ринків. При цьому Європейське управління з цінних

паперів та ринків виконує функції фінансового контролю, а діяльність інших допоміжних органів має консультативний характер.

На основі аналізу компетенції Європейського управління з цінних паперів та ринків можливо дійти висновку про поступове розширення компетенції наднаціональних контролюючих органів ЄС у сфері регулювання фінансових ринків та інвестиційної діяльності.

Приписи рішень судів ЄС є обов'язковими для національних судів усіх держав-членів, що призвело до набуття правом ЄС прецедентного характеру.

Іншим інструментом розвитку інвестиційної діяльності країн ЄС стало зближення законодавств держав-членів у тому ступені, в якому це необхідно для функціонування спільного ринку. Цьому неабиякою мірою сприяв поступовий розвиток законодавства ЄС на основі положень Римського договору про свободу руху капіталу. Правове регулювання іноземних інвестицій у країнах – членах ЄС було спрямоване на поступову відміну наявних у національному законодавстві обмежень руху капіталів. Це відображають директиви Ради ЄС, прийняті у виконання норм Римського договору. Законодавство ЄС, прийняте у виконання вказаних норм Римського договору, представлене п'ятьма директивами Ради ЄС, спрямованими на послідовне зняття обмежень у галузі регулювання руху капіталів.

3.3 Інституційні основи інвестиційної діяльності в ЄС і їх реформування, викликане фінансовою кризою

В умовах глобалізації внутрішні чинники різнорівневої інтеграції докорінно змінюють стан наднаціонального інституційного середовища фінансової інтеграції ЄС. Це обумовлено різними темпами розвитку країн, наявними соціально- економічними асиметріями, економічною й політичною кон'юнктурою та станом світової економіки загалом. Надмірне превалювання інтересів та односторонніх дій окремих країн-членів ЄС, а

також надмірна лояльність політики Співтовариства щодо конвергенції національних фінансових систем послабили позиції ЄС на внутрішньому, світовому товарних і фінансових ринках. Ці й низка інших причин сприяли посиленню негативного впливу світової фінансової кризи 2008-2010 рр. на економіку значної частини країн-членів та Співтовариства у цілому. Зазначене дало чималий привід для сумнівів багатьох політиків, науковців і вчених щодо стійкості Співтовариства та доцільності використання спільної валюти євро.

Час підтвердив, що краху в результаті фінансової кризи не відбулося - збережено ЄС і спільну грошову одиницю євро в повному складі країн-членів. Випробування кризою дало можливість політикам, науковцям і практикам побачити допущені помилки та прорахунки в досить складній системі інтегрованого управління спільною економікою ЄС.

Трансформаційні зрушення, що відбуваються у світовій економіці впродовж XIX-XXI ст., пов'язані з особливостями ринкових відносин: концентрація виробництва, послаблення впливу держави на функціонування ринкового середовища, соціальні дисбаланси, які змінюють структуру суспільства та посилюють соціальну нерівність, посилення ролі й зміна структури фінансового капіталу, інші чинники, які спонукали країни до пошуку нових механізмів регулювання соціально-економічного розвитку, відмінних від положень класичної й неокласичної економічної теорії, заснованій на системі економіки індивідів. Для поглибленого висвітлення теоретичних засад інституціонального забезпечення європейської фінансової інтеграції підсумуємо історію теорії економічного інституціоналізму.

У. Гамільтон у 1919 р. науково обґрунтував економіку з погляду її інституціональної структури, в основу якої покладено термін «інститут», у «сфері якого містяться звичаї, угоди, настанови, які визначають природу нашої економічної системи». Інституціональний підхід до економічної теорії є «аргументацією в підтримку теорії особливого типу», що ґрунтується на

здатності управління функціонуванням «інституціональної економіки», де «виживання часто залежало від того, наскільки доктрина відповідала звичкам свого часу» і «якщо ж воно вимагатиме розуміння наших відносин зі світом, у якому ми живемо, то інституціональна економіка виживе» [5]. Учений передбачав неминучість процесів економічної глобалізації, формування нових міжнародних і наднаціональних інститутів та відповідних інституцій.

У вітчизняних і зарубіжних наукових дослідженнях, на жаль, відсутнє одностайне аргументоване визначення сутності суспільних інститутів і досить часто економічний зміст терміна «інститут» ототожнюють чи об'єднують із поняттям «інституція». Водночас ці досить подібні терміни мають різне за змістом значення. У більшості наукових висновків інститут розглядають як сукупність норм права в будь-якій сфері суспільних відносин [35, с.282], які формалізовані відповідними організаціями - інституціями певної групи організаційно-правових відносин.

Особливо важливим для нашого дослідження є інший, соціально-правовий напрям економічного інституціоналізму американського дослідника Дж. Коммонса, котрий відмінний від «ранніх» теорій, починаючи з Фоми Аквінського, Джона Локка, Адама Сміта, Давида Рікардо й закінчуючи Карлом Марксом, які ігнорували гроші та ціни, сконцентрувавшись на трудових витратах у якості міри вартості, інституціональна економіка загального права й Верховного суду зробили законні платіжні засоби та вільну волю покупців і виробників основою й мірилом справедливої вартості» [25]. Учений довів, що основою інституціональної економіки в умовах вільного ринку та приватної власності є фінансові інститути та інституції, а також важелі нормативно-правового регулювання фінансових відносин на всіх просторових рівнях економічного аналізу.

Подальший розвиток теорії інституціоналізму обумовлений структурними змінами, що відбуваються у світовій економіці, пов'язані з

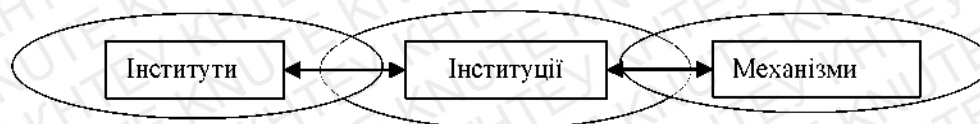
науково-технічним прогресом, бурхливим розвитком телекомунікаційних й інформаційних мереж, підвищення соціальних стандартів, а також високим ступенем корпоратизації фінансового капіталу. Зазначені фактори докорінно змінюють теорію «раннього» інституціоналізму на теорію, основу якої складають власність і трансакційні витрати (витрати за угодами), основоположниками котрої стали Р. Коуз, К. Зрроу, Д. Норт, Д. Уолліс, О. Уїлямсон, Й. Шумпетер, Дж. Б'юкенен та ін. Цей напрям економічної науки, за визначенням О. Уїльямсона, отримав назву «неоінституціоналізму».

У термінології ЄС інститутами Європейських співтовариств визнаються наднаціональні органи управління й організації, які здійснюють свої повноваження та компетенції відповідно до умов й із метою, передбаченою договорами про заснування Співтовариства та наступними договорами й актами, що їх змінюють або доповнюють [1].

А. Чухно, досліджуючи інституціоналізм як авторитетну школу економічної теорії, вважає, що «у дійсності інститути у визначенні представників даної теорії, - це спосіб мислення і дії, втілений у соціальних змінах, установленнях, правилах і звичаях. Вони характеризуються значною різноманітністю і складною внутрішньою структурою. їх класифікація базується на великій кількості критеріїв» [44, с. 5]. Підсумовуючи різні погляди наукових досліджень теорії інституціоналізму, потрібно визнати, що суспільні інститути - це правила, норми, обмеження, звичаї, що склались історично, а інституції - органи та організації.

Економічна інтеграція, яка продовжується в Європі понад 60 років, - це грандіозна спроба, як зазначає лауреат Нобелівської премії з економіки Майкл Спенс, побудувати дієдатне наднаціональне об'єднання з економічними, політичними й адміністративними аспектами, яке в результаті виникнення авторитетних структур управління, діючих на наднаціональному рівні, досягне своєї мети - глибокого рівня інтеграції.

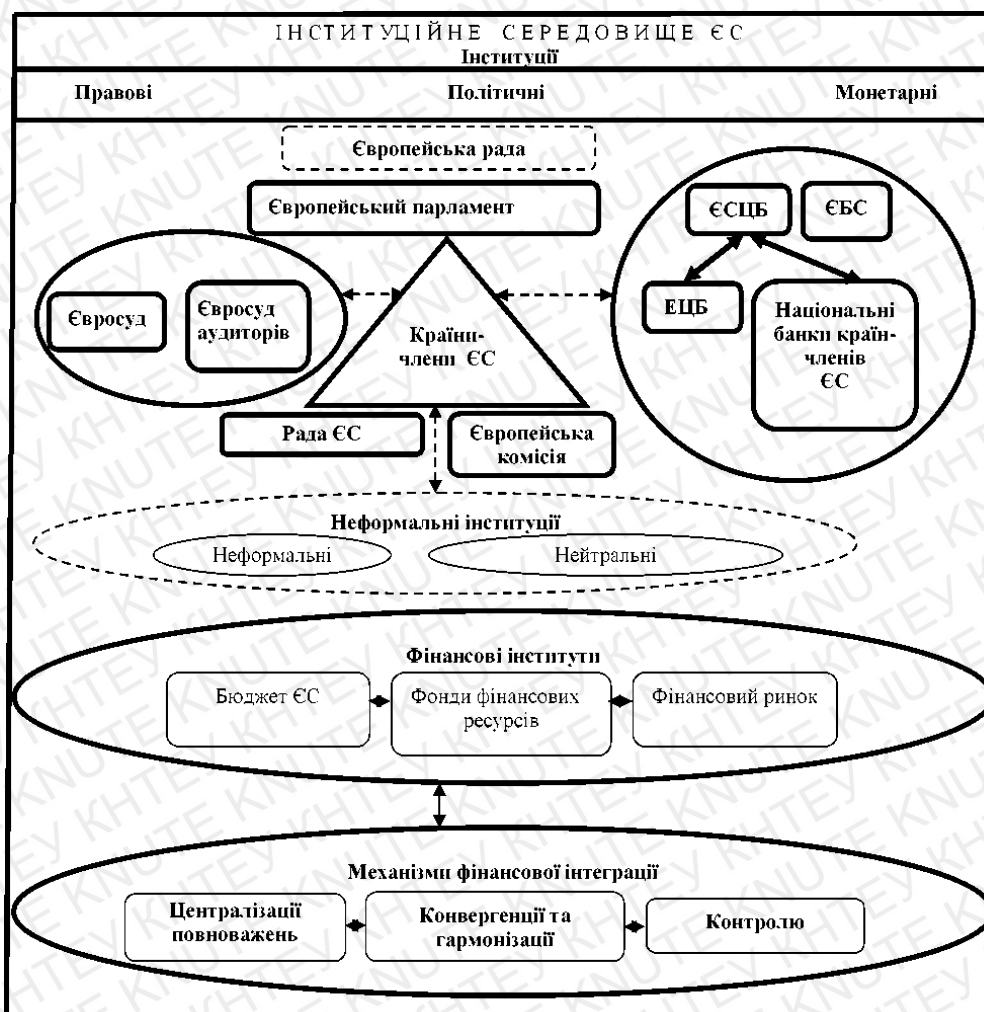
Інституційне середовище фінансової інтеграції - це сукупність фінансових інститутів, інституцій і механізмів, що забезпечують формування, розподіл, перерозподіл та використання фондів фінансових ресурсів національних, наднаціональних і глобальної фінансових систем. Використовуючи наукові розробки Д. Норта й інших учених-інституціоналістів, можна зробити висновок, що функціонування інституціонального фінансового середовища забезпечується інституціями (організаціями) за допомогою застосування запроваджених ними механізмів впливу на стан фінансових інститутів, які зумовлюють необхідність створення й структуру відповідних інституцій (мал. 3.1 і 3.2).



Мал. 3.1. Схема функціонування та взаємодії інституціонального середовища фінансової інтеграції

Вирішальний вплив на стан інституціонального середовища фінансової інтеграції, як на нашу думку, мають формальні інституції, які, застосовуючи механізми правового забезпечення, здійснюють управління відповідними суспільними інститутами й регулювання соціально-економічного розвитку ЄС як вищої форми інтеграції, де норми права ЄС розглядаються як автоматично інтегровані в національні системи норми права держав-членів.

Центральне місце у фінансовій системі Співтовариства належить заснованій Римським договором монетарній інституційній структурі - ЄСЦБ, яка складається з ЄЦБ та національних банків країн-членів. ЄЦБ - єдина наднаціональна фінансова установа як суб'єкт права, що реалізує фінансову політику, вироблену ЄСЦБ, головна мета якої - підтримка цінової стабільності для виконання завдання спільноти - запровадження спільного ринку, економічного й валютного союзів (ст. 2, 105).



Мал. 3.2. Інституціональне середовище фінансової інтеграційної структури ЄС

Для посилення інтеграції банківської політики у відповідь на пропозиції Міжнародного валютного фонду та Президента Європейського центрального банку Маріо Драгі (2012) у листопаді 2014 р. в ЄС вступає в дію рішення про створення Європейського банківського союзу. Це являє собою фундаментальну реформу інститутів, які регулюють банки ЄС і призначені для того, щоб розрядити ризики, пов'язані зі змінними стандартами нагляду, і від руйнівної взаємодії між суверенними й банківськими балансами. Вона призначалася насамперед для країн єврозони, хоча іншим членам ЄС пропонували приєднатися.

Реально наміри Співдружності в частині бюджетно-податкової конвергенції стали втілюватися в життя з 1968 р., коли Комісією приймається рішення про створення Генерального директорату з регіонального розвитку (Directorate-General for Regional Policy), а в 1972 р. в Парижі на саміті глав держав і урядів проаналізовано стан регіонального розвитку країн Співдружності з часу укладення Римського договору [71]. Учасники саміту зауважили, що передбачена в Римському договорі, «мета безперервного розширення була досягнута, проте її збалансованості й гармонійності не відбулося» [53]. Генеральному директорату для цієї мети передано в управління структурні фонди, а також покладено відповідальність за реалізацію завдань Фонду солідарності ЄС, діяльністю координаційної групи ультра-периферійних регіонів, до кола ведення якої віднесено заохочення дій Співтовариства щодо здійснення заходів, що компенсують несприятливе положення віддалених регіонів, відповідно до статті 299

Римського договору, управління вкладками ЄС у Міжнародний фонд Ірландії. Визначено, що регіональна політика відбуватиметься за двома напрямками окремих груп регіонів: периферійні аграрні та старо-промислові регіони [72].

Активізація регіонального розвитку 70-80 рр. минулого століття поєднується із застосуванням кластерного підходу інноваційного розвитку, основи якого знайшли відображення в роботах зарубіжних (М. Портера, В. Леммера, П. Самуельсона, Дж. Сороса); вітчизняних (К. Дудкіна, Г. Семенова, В. Дубницького) науковців. Сутність застосування кластерного підходу полягає у формуванні напряму його діяльності за системою взаємозв'язків. Історія кластеризації в Європі починається з Італії, де ще в 1923 р. після прийняття Закону «Про правову організацію трудових відносин» об'єднання товаровиробників відбувалося на основі горизонтально-вертикальних взаємозв'язків [3].

Важливим періодом розбудови інституціональної архітектури фінансової системи Співдружності наприкінці 60 років ХХ ст. стало створення митного й валютного союзів. Відповідно до римських домовленостей (ст. 23, 28, 29), із 1 липня 1968 р. для всіх країн-членів запроваджується спільний митний тариф щодо третіх країн та скасовуються експортні й імпорнтні мита, усі еквівалентні їм збори, а також кількісні обмеження між державами-членами. У більшості наукових досліджень і практичних розробок із питань митної політики ЄС саме цей період вважають створенням Митного союзу, незважаючи на те, що до 1 липня 1969 р. зберігалися кількісні обмеження й мита на окремі види сільськогосподарської продукції, уключаючи продукцію рибальства.

Створення Митного союзу не розв'язувало значної частини проблем щодо формування внутрішнього ринку країн Співдружності без застосування механізмів валютного регулювання, що обумовлено багатьма і зовнішніми, і внутрішніми чинниками. Циклічні економічні кризи, розпад Бреттон-Вудської валютної системи (1971 р.), посилення світових інфляційних процесів, нестабільність платіжних балансів та низка внутрішніх чинників ЄЕС (відсутність координації національних валютних політик, малоефективна система погодження валютних курсів між країнами-членами й ін.) спонукали керівні органи ЄЕС до пошуку нових форм грошово-валютних відносин суто європейського зразка для досягнення мети Співдружності - створення внутрішнього ринку.

На саміті в Гаазі в грудні 1969 року прийнято рішення про створення економічного та валютного союзу, а в травні 1971 року затверджено «План Вернера», яким передбачено досягнення повної свободи переміщення грошей і капіталу в середині ЄЕС, запровадження конвертованості валют та фіксації обмінних курсів, об'єднання валютних резервів країн-членів і навіть заміщення їхніх національних валют єдиною грошовою одиницею. У березні 1979 року створюється Європейська валютна система (ЄВС) і для

розрахунків у середині ЄЕС запроваджується міжнародна валютна одиниця - ЕКЮ (European Currency Unit), яка не була повноцінною грошовою одиницею, а використовувалася як механізм установлення обмінного курсу та засіб для проведення розрахункових операцій, уключаючи розрахунки з бюджетом.

На міжурядовій конференції в Люксембурзі (9 вересня 1985 року) розглянуто зміни до Римських договорів, які оформлені сесією Європейської ради (грудень 1985 року) у Єдиний європейський акт, підписаний країнами-членами Співдружності в лютому 1986 року. [22]. Актом структурно оформлено програму створення єдиного ринку Співдружності до 31 грудня 1992 року. У лютому 1988 року надзвичайна сесія Європейської ради в Брюсселі розглядає основні напрями реформування фінансової системи, приймаючи Пакет Делора-1, основна ідея якого полягає в запровадженні рамкового бюджетування фінансових перспектив терміном на п'ять років (1986-1992 рр.), що дає можливість перспективного планування фінансових витрат і концентрації ресурсів Співдружності щодо спільного просування країн із різним рівнем економічного розвитку до європейської єдності.

Нова концепція максимальної межі ресурсів передбачала, що загальний обсяг доступних власних ресурсів більше не визначався, як було раніше, у поєднанні з межею ПДВ-ресурсу, а виражався у відсотках від валового національного продукту (ВНП) Співтовариства від 1,15 % на 1988 р. до 1,2 % на 1992 р. Загальна межа прав на взяття зобов'язань з асигнувань установлена на 1992 р. у розмірі 1,3 % від загального обсягу ВНП Співтовариства [66]. Такий механізм перспективного фінансового прогнозування при його повному застосуванні дає можливість не лише передбачати темпи реального приросту валового продукту Співтовариства, а також застосувати механізм обмеження дефіцитів національних бюджетів за допомогою встановлення максимальної межі фінансових зобов'язань за рахунок бюджетних асигнувань.

Із прийняттям Єдиного європейського акту змінено правові акценти стосовно регіонального розвитку в частині структурних фондів Співтовариства, яка передбачала подолання диспропорцій розвитку взаємопов'язано на всіх просторових рівнях відповідно до програм, а не об'єктів фінансування, як це було раніше. Як зазначала Д. Хюбнер, Комісар Європейського парламенту з регіонального розвитку (2004-2009 рр.) у дискусії з нагоди 50-річчя ЄС, що відбулася в Брюсселі 17 вересня 2007 року: спочатку Єдиний Європейський акт, а потім Маастрихтський договір установили зв'язок між рівнем економічного розвитку й потенціалом країн та регіонів для участі в європейській інтеграції. Регіональна політика має чітку мету - не перерозподілу, а політику мобілізації ендегенного місцевого потенціалу розвитку. Закон про «єдину Європу» говорить про політику, яка повинна сприяти структурній перебудові [72].

Новий етап розширення економічної й політичної інтеграції Співдружності пов'язаний із підписанням 7 лютого 1992 р. (Маастрихт, Нідерланди) договору про Європейський Союз (уведений у дію із січня 1993 р.), яким визначено нові етапи розширеного політичного та економічного інтеграційного об'єднання незалежних держав. Секторальні фінансові реформи, пов'язані зі створенням митного й валютного союзів, запровадженням механізму плаваючого валютного курсу, створенням ЄВС і запровадженням ЕКЮ, економічного та валютного союзів й інших інститутів, поставили перед Співтовариством нові завдання щодо подальшого поглиблення інтеграції, концентрації проблем економіки та фінансів [32], які вимагали змін інституційного забезпечення фінансової інтеграції.

Відповідно до Маастрихтських домовленостей країн-членів, становлення валютного союзу відбувалося в три етапи, що передбачало зняття будь-яких обмежень на рух капіталів, запровадження жорсткого обмінного курсу й уведення в готівковий і безготівковий обіг європейської

валюти - євро. Ці та низка інших заходів відкрили можливості країнам-членам проводити спільну економічну й фінансову політику Співдружності, у чому й полягає основа сутності економічного та валютного союзу. Важливу роль у процесі становлення й реформування валютної системи відіграв Європейський валютний інститут (ЄВІ) щодо координації грошово-кредитної політики та підготовки запровадження євровалюти. ЄВІ виконував свої функції до створення в червні 1998 року у Франкфурті-на-Майні Європейського центрального банку (ЄЦБ).

Правова основа діяльності Європейської системи центральних банків (ЄСЦБ) і ЄЦБ визначена Протоколом до Римського договору «Про Статут Європейської системи центральних банків та Європейського центрального банку» [78], яким встановлено, що завдання, покладені на ЄСЦБ, забезпечує ЄЦБ як центральна юридична банківська установа ЄСЦБ (ст. 9.2). Національні банки виконують свою діяльність відповідно до Римського договору, Статуту ЄСЦБ і ЄЦБ та нормативно-правових актів ЄЦБ, а участь у міжнародних організаціях - за згодою ЄЦБ. Отже, систему публічних банківських установ ЄС законодавчо визначено як систему відносин ЄСЦБ, підпорядкованих ЄЦБ, із майже централізованою інституціональною основою. Економіст-консультант Федерального резервного банку Клівленда (США) Е. Стівенс ЄЦБ визначає як центральний орган ЄСЦБ, порівнюючи його з Федеральною резервною системою США, а запровадження євроноти характеризує як злиття валюти незалежних держав рідкісною політичною подією [70].

Водночас централізацію банківської системи ЄС неоднозначно оцінюють учені й практики різних країн. Більшість російських науковців надання права ЄЦБ як єдиного регулятора грошово-кредитної сфери вважають обмеженням прав національних урядів Співдружності. Зокрема, Е. Чегринєць (Московська юридична академія) ЄСЦБ розглядає як назву системи певних відносин, що виникають між ЄЦБ і національними

центральними банками в межах досягнення цілей і завдань, поставлених перед ЄСЦБ. При цьому панівна роль відведена ЄЦБ, а національні банки держав-членів відіграють у ній достатньо підпорядковану роль [43].

Амстердамський (1997 р.) і Ніщський (2000 р.) договори не передбачають змін фінансового інституціонального середовища ЄС, але визначають певні зміни щодо здійснення інтеграційних відносин за принципом «тісного співробітництва» на умовах субсидіарності. Змінюються процедури прийняття рішень. Після невдалої спроби прийняття Конституції ЄС 13 грудня 2007 року главами урядів і держав підписано Лісабонську угоду про внесення змін в Угоду про Європейський Союз й Угоду про заснування Європейської Спільноти. Із введенням у дію з 1 грудня 2009 р. змінених договорів та інших нормативно-правових актів повністю реформовано інституціональну структуру ЄС, встановлено єдиний правовий простір. Водночас для надійного функціонування спільного ринку й економічного валютного союзу, процес інституційних змін продовжується.

Отже, інвестиційна політика еволюціонізувала у спільну горизонтальну політику ЄС. Із моменту набуття чинності Лісабонського договору ЄС має виключну компетенцію з питань прямого іноземного інвестування, що значно підвищує роль європейських інститутів, у першу чергу, Європейського парламенту у виробленні, прийнятті рішень та реалізації цієї політики. Економічне зростання забезпечуватиметься як за рахунок поліпшення доступу на ринок ЄС іноземних інвесторів, так і зарубіжних інвестицій. Інвестиційна політика ЄС знаходиться на етапі становлення, тому перспективи досліджень будуть пов'язані з аналізом правил інвестування у регіональних торговельних угодах, оцінкою ефективності спільної інвестиційної політики.

3.4 Правові проблеми, пов'язані з наданням електронних інвестиційних послуг

Під впливом глобальної інформатизації суспільства трансформується світова фінансова система, форми взаємодії учасників фінансового ринку, стрімко розвиваються нові фінансові послуги. У числі переваг використання інформаційно-комп'ютерних технологій у сфері міжнародних розрахунків відзначаються наступні: зниження витрат на обіг; прискорення проведення платежів; уніфікація операцій і, відповідно, нейтралізація протиріч, що виникають з різних причин; мінімізація можливих помилок і негативного впливу людського фактору, що досягається за рахунок автоматизації.

Багато досліджень свідчить про те, що адекватна фізична та телекомунікаційна інфраструктури і забезпеченість виробничими та фінансовими послугами, позитивно впливають на внутрішні іноземні інвестиції та технологічні контракти, а політична та економічна стабільність настільки ж важливі, як і трансперентна управлінська структура. В даному контексті важливе завдання стимулювання трансферу технологій полягає в розвитку місцевих можливостей щодо надання послуг, а також необхідність державного управління процесом [11].

За оцінками науковців, сучасний стан розвитку глобального ринку фінансових послуг має характерні ознаки.

По-перше, глобалізація світового ринку припускає його зростання у світовому масштабі за рахунок збільшення обороту торгівлі, кількості учасників та інструментів [14].

По-друге, процеси дерегуляції, інтеграції, та конвергенції міжнародних фінансових ринків, виникнення фінансових конгломератів, транснаціональних банків та корпорацій, що сприяли подальшій дерегуляції фінансових ринків та зменшенню впливу на них держави, заклали основи для

використання фінансових ринків розвинутими країнами в якості дієвих механізмів перерозподілу світового багатства [4].

По-третє, процес інформатизації всіх сфер суспільного життя, привносить в систему світових економічних відносин принципово нові інструменти, застосування яких деякою мірою дозволяє фінансовим суб'єктам захистити себе від ризиків зміну курсів валют. З іншого боку фінансова глобалізація породжує міжнародну валютну, кредитну й фінансову нестабільність, що потребує відповідних механізмів урівноваження. При ухваленні рішення про доцільність інтегрування в систему міжнародних фінансових відносин того чи іншого інструментарію, необхідно адекватно оцінювати здатність його адаптації до реальної ринкової кон'юнктури. У зв'язку з цим найбільш важливою умовою стійкості процесу поступального соціально-економічного розвитку є упорядкованість елементів реальної і віртуальної економіки в єдину платіжну систему, що вимагає особливого підходу до аналізу складних взаємин між суб'єктами світових фінансів. Впровадження інноваційних технологій інформаційної економіки, з одного боку покликане забезпечувати безперервний, негайний і безпечний рух фінансових потоків між агентами світової економіки, з іншого — має бути економічно обґрунтованим та відповідати реальному потенціалу глобальної системи міжнародних фінансів.

По-четверте, за останні роки розвиток науково-технічного прогресу та процесу глобальної інформатизації суспільства спричинили суттєві зміни і в платіжних системах: технічному забезпеченні, технологічному удосконаленні та застосуванні нових платіжних інструментів. Зростаючий попит у нових інвестиційних послугах диктується розвитком електронної комерції в глобальній мережі Інтернет і супроводжується здешевлення процесу обміну і зменшення витраченого на нього часу з одночасним посиленням безпеки трансакцій.

По-п'яте, комп'ютеризація та інформатизація фінансових ринків ґрунтується на широкому використанні учасниками міжнародних фінансових систем, новітніх глобальних баз даних та інтегрованих систем управління операціями [28].

Для глобальної цифрової економіки важливим фактором розвитку є добре налагоджений і регульований фінансовий сектор. Розвинута фінансова інфраструктура країни сприяє розвитку інформаційного суспільства і цифрової економіки. Розширення доступу до широкополосних мереж Інтернету великої кількості країн, створило передумови реорганізації процесу надання фінансових послуг і збільшенню експортно-імпортних операцій.

Фінансові ринки в даний час є глобальними і повністю формуються під впливом інформаційних і комп'ютерних технологій (ІКТ). Перелік можливостей електронної комерції та Інтернет-взаємодії економічних агентів досить значний і продовжує розширюватися у міру вдосконалення інформаційних технологій. Інформаційні технології та інформаційні послуги набувають все більшого значення в світовій торгівлі і є більш стійкими до впливу фінансових та економічних криз.

Як наслідок, постійно з'являються нові форми і елементи фінансової інфраструктури країн, зокрема, віртуальні банки, фінансово-технічні компанії, міжнародні системи електронних грошей, ринок цифрових валют, ін. (рис. 3.1).

Аналіз ринку електронних фінансових дозволяє виокремити тенденцію появи широкого асортименту нових електронних продуктів та зростання рівня конкуренції за споживачів, що в окремих випадках є причиною заміщення «слабких» систем більш «сильнішими». У той же час деякі аналітики стверджують, що співпраця між різними системами електронних грошей може принести значні переваги [6].

На даний час під впливом розвитку ІКТ змінюються бізнес-моделі банківського бізнесу і формуються нові форми розміщення сервісів з надання фінансових послуг. Одними з електронних інвестиційних послуг є інтернет-трейдинг.



Мал. 3.1. Формування нових елементів фінансової інфраструктури цифрової економіки

Джерело: складено автором

Інтернет-трейдинг – це система роботи з цінними паперами, яка дозволяє інвестору власноруч отримувати доступ до біржової інформації, а також укладати угоди з купівлі-продажу цінних паперів на біржі в режимі реального часу за допомогою спеціальної сертифікованої програми, встановленої на персональному комп'ютері [14].

Існують три основні типи стратегій торгівлі: «дейтрейдинг», середньострокова торгівля і довгострокове, або накопичувальне, інвестування.

Суть «дейтрейдингу» в тому, що торговець тримає у себе акції не більше одного дня і ловить коливання цін на акції протягом дня. Проте найбільш поширена середньострокова торгівля з горизонтом інвестування - від декількох днів до декількох місяців. При виборі цієї стратегії трейдеру достатньо приділяти торгівлі кілька годин на день.

Для того щоб стати інвестором необхідно: невеликий початковий капітал, наявність комп'ютера та доступу до інтернету, наявність базових знань, наявність вільного часу.

В Україні використовується декілька сертифікованих програм для доступу на фондові біржі, такі як QUIK, WEB2L та SmartTrade. Підключення до системи інтернет-трейдингу та забезпечення програмним продуктом здійснюють онлайн-брокери. В Україні на сьогодні їх налічується 21, серед яких найбільш популярними є ТОВ «Сіті Брок», СП ТОВ «Dragon Capital», ТОВ «Гайнсфорт-онлайн», АТ «Prospect Investments», ТОВ «Ukrunet», ТОВ «Troika Dialog» та ТОВ «Спеціаліст цінні папери».

Сильними сторонами інтернет-трейдингу є: можливість заробляти гроші самостійно, «своїм власним розумом» на ринках, які підпорядковуються зрозумілим економічним законам; створення власного робочого місця не вимагає великих витрат - можна з успіхом працювати вдома; доходи перестають залежати від економічної ситуації в конкретно взятій країні, економіка якої може бути вкрай нестабільною; займатися цим бізнесом можна у будь-якій частині земної кулі, куди дотягся інтернет; джерела доходів не впадають в очі; заробляти можна без відриву від основної діяльності.

Звісно, що поряд із позитивними характеристиками, наявні і недоліки системи онлайн-торгівлі, зокрема інституційні ризики; відносно слабка захищеність від технічних збоїв і атак хакерів; відсутність регламентації використання електронних документів на законодавчому рівні, що може спричинити розвиток фальсифікованих документів та ускладнить працю

аудиторів. Одним із негативних явищ, що вагомо ускладнює на сьогодні розвиток інтернет-трейдингу, є наявність помилкових стереотипів у громадян, які уже встигли укоренитись у свідомості більшості українців.

Слід зазначити, що діяльність фореक्सних компаній не підлягають прямому державному регулюванню і в інших державах, оскільки зазначений ринок «вільний за своєю суттю», «позабіржовий». Торгівля на ньому відбувається за допомогою телефонів та Інтернету. І взагалі, реальної купівлі-продажу валюти тут не відбувається, тому й регулювати-то нема чого [11].

Так, існують підприємства, які не мають ліцензії для надання інвестиційних послуг ні в Україні, ні в будь-якій іншій державі, які пропонують інвестиційні послуги по телефону або електронній пошті, обіцяючи отримання великих і якнайшвидших прибутків в порівнянні з іншими інвестиційними можливостями.

У разі «більш вигідних» інвестиційних схем пропонується можливість вкласти свої гроші в цінні папери, дорогоцінні камені, вина тощо. Ті, хто здійснює схеми, відомі як угоди boiler room (англ.), можуть перебувати в будь-якому куточку світу - як в Азії, так і в Америці чи Європі. Шахраї дзвонять потенційним інвесторам і пропонують, наприклад, акції. Як правило, інвестування в пропоновані ними цінні папери супроводжує дуже високий ризик. Потенційному клієнту пропонуються, наприклад, акції за ціною істотно нижчою, ніж на біржі, вказуючи також на те, що акції за такою вигідною ціною є в обмеженій кількості або вони доступні лише протягом обмеженого періоду часу. Акції, що котируються на біржі, викликають більше довіри, і особа сама може переконатися в реальному існуванні акцій (або, точніше, комерційного об'єднання) та їхні ціни.

Коли клієнт погоджується з пропозицією, йому негайно висилають рахунок для оплати цінних паперів і обіцяють надіслати документи, що підтверджують право власності на придбані акції. У деяких випадках клієнт

може отримати цінні папери, вартість яких істотно нижче оплаченої суми. А іноді boiler room зникає, і клієнт залишається без своїх грошей і обіцяних акцій.

Останнім часом спостерігається ситуація, що для того, щоб зробити пропонувані інвестиційні схеми більш переконливими, «інвестиційні товариства» створюють досить змістовні і грамотні домашні сторінки в Інтернеті. Тепер знайомство з «інвестиційним товариством» полягає не тільки в бесіді по телефону - потенційна жертва може також відвідати його домашню сторінку і знайти там додаткову інформацію. Крім того, для більшої переконливості схем використовуються (комерційні) імена, які дуже схожі або ідентичні (комерційним) іменам інвестиційних товариств, які мають реєстрацію і ліцензію. Виходячи з цього, перевірка (комерційного) імені інвестиційного товариства на сайті державної установи з фінансового нагляду не може гарантувати особі повну впевненість в тому, що мова йде, дійсно, про інвестиційне товариство, що знаходиться під наглядом. Якщо (комерційні) імена викликають сумніви, слід також перевірити і порівняти реєстраційні номери та номери ліцензій, контактні дані (перш за все, номери телефонів і адреси електронної пошти), адреси місця розташування, адреси домашніх сторінок тощо, які містить цей сайт з даними установи з фінансового нагляду і на домашній сторінці «інвестиційного товариства» (а також ті, які містяться в електронних листах). У разі якщо дані «інвестиційного товариства» відрізняються від даних, опублікованих на сайті установи з фінансового нагляду, мова може йти про шахрайство.

Якщо комерційне об'єднання, яке пропонує інвестиційні послуги, знаходиться в будь-якій європейській державі, то на сайтах установ з фінансового нагляду даної держави слід перевірити, чи зареєстроване комерційне об'єднання, яке пропонує інвестиційні послуги, в даній державі, або у нього є письмовий запит установі з фінансового нагляду відповідної держави.

Отже, інтернет-трейдинг на сьогоднішній день охоплює все більшу кількість людей, бажаючих самостійно інвестувати. Водночас, відносини брокера з клієнтом чітко врегульовані законодавством в розвинених країнах [41].

В Україні навіть ці відносини не мають законного підґрунтя і не врегульовані чинним законодавством. Операції з активами на ринку Форекс проводять безпосередньо так звані «трейдери». Інструментом таких операцій виступають залучені трейдерами грошові кошти клієнтів, яких називають «інвесторами». Інтерес обох учасників вказаного ринку в проведенні на ньому валютних операцій зумовлений матеріальною метою у вигляді отримання кожним із них відповідного прибутку [10]. На сьогодні трейдерами на ринку Форекс виступають як великі фінансові компанії, так і прості люди, які також займаються торгівлею іноземною валютою на вказаному ринку. Трейдерами можуть бути як професіонали, так і любителі [15].

Механізм та схема за якою здійснюється діяльність Форексу базується зазвичай наступним чином:

1. Клієнт знайомиться на сайті з умовами оферти, яка виходить від особи, зареєстрованої за межами України. У разі акцепту оферти договір вважається укладеним у місці знаходження брокера.
2. В разі згоди з умовами оферти (акцепту) клієнту відкривається рахунок у компанії-брокера (трейдера).
3. Клієнт завантажує і встановлює на своєму комп'ютері програму, за допомогою якої клієнт може укласти правочини з брокером (трейдером).
4. Всі угоди клієнт укладає через Інтернет за допомогою завантаженої і встановленої програми. Сервери, на яких обробляються запити і доручення клієнта, розташовані також за межами України [74].

Практичні аспекти застосування механізму торгівлі на ринку Форекс, а також оформлення договірних відносин між інвестором і трейдером в

багатьох випадках свідчать про потрапляння в не вигідне становище власне інвестора, який, довіривши свої кошти сторонній особі, як правило, не задається питанням щодо правомірності оформлення, в зв'язку з цим, договірних відносин з учасниками цього ринку.

Досліджуючи практику проведення валютних операцій на ринку Форекс, насамперед, доцільно звернути увагу на договори, що укладаються між інвестором та представником компанії (дилінгового центру Форекс тощо). За умовами такого договору компанія уповноважується діяти як агент або брокер з метою виконання інструкцій інвестора з купівлі продажу фінансових інструментів на фінансових ринках. У певних випадках умови щодо предмету такого договору були відсутні взагалі, а в деяких - прописувались не досить чітко. Замість зазначення в договорі його істотних умов, у ньому містилось посилання на веб-сайти компанії.

Дилери, що працюють на ринку Форекс по всьому світу, чудово розуміють те, що країни, в яких вони діють або прямо забороняють цю діяльність або ця діяльність не врегульована в законодавстві. Тому механізм роботи дилерів є досить чітко побудованим і направленим на уникнення будь-якої юридичної відповідальності. На практиці це здійснюється таким чином:

- 1) безпосередньо брокерські центри створюються поза межами держав, в яких вони діють. Досить часто місцем створення стають офшорні зони. Дилінгові операції ведуться від імені офшорної компанії таких центрів. У більшості офшорних зон регулювання фінансової діяльності значно м'якше, ніж у розвинених країнах, хоча банківська, інвестиційна та інші види діяльності майже у всіх офшорних зонах останнім часом контролюється набагато активніше, ніж раніше. Проте операції на ринку Форекс поки, як правило, не врегулюються законодавством [41];

- 2) діяльність в державах зводиться виключно до пошуку та залучення клієнтів, реклами діяльності брокерів та безпосередньо самого ринку, що

зазвичай, здійснюється без отримання ліцензії на рекламу фінансових послуг, шляхом створення завуальованої реклами.

Отже, ризик юридичної відповідальності трейдерів і дилерських компаній знижується, а ризик інвесторів - прямо пропорційно збільшується.

Підсумовуючи, слід зазначити, що сама схема діяльності Форексу і його клієнтів не є законодавчо врегульованою, а іноді - навіть тягне за собою порушення чинного законодавства України (зокрема, норм Цивільного кодексу України). Результатом цього є те, що особи – громадяни України, які приймають рішення зіграти на ринку Форекс, і тим самим вступають у відповідне правовідношення, в першу чергу, створюють небезпеку та загрозу для власних інтересів інвесторів. Оскільки у разі виникнення проблем, особа не зможе звернутися за захистом своїх порушених прав, або в разі такого звернення існує вірогідність того, що даній особі буде відмовлено у задоволенні її вимог, адже сама особа за власним волевиявленням надала свою згоду на участь в даній схемі роботи ринку Форекс. Причиною таких ситуацій, зазвичай, стає низька правова культура або іншими словами правовий нігілізм з боку громадян.

Тому необхідним вбачається створення відповідної нормативно-правової бази, яка б врегулювала діяльність даного ринку, або хоча б норм, які б безпосередньо врегульовували відносини між трейдером та інвестором. Що, в свою чергу, дало б більше можливостей інвестору захистити свої права у разі виникнення певних спорів.

Проте, оскільки законодавство України ще є досить незрілим і на сьогодні ми повинні спиратись виключно на чинні норми, то необхідно, щоб усі особи, що залучаються до гри на ринку Форекс, перш за все, були юридично поінформовані щодо всіх правових наслідків участі в Форекс, а не просто залучені вдалими обіцянками швидко і легко можливо збільшити свої доходи, не прикладаючи великих зусиль.

Розвиток цифрової економіки охоплює перш за все фінансову сферу переважно в секторі короткострокових інвестицій. Головними чинниками, що визначатимуть ефективність фінансової інфраструктури цифрових економік будуть інновації, прозорість і доступність для загальних мас користувачів. За цих умов для інтеграції національних економік у глобальну фінансову систему важливо забезпечити створення ефективного регуляторного середовища, яке, з одного боку, гарантуватиме безпеку для користувачів, а з іншого — не стане перепорою для динамічного росту впровадження новітніх моделей у фінансовому секторі.

На наш погляд, аналіз цих тенденцій дуже важливий для розуміння стратегічних підходів до розвитку міжнародних систем інвестування в країнах з економікою, що інтенсивно розвивається. При цьому поява нових моделей інвестування не повинна стримуватися встановленням штучних обмежень регуляторними органами. Та економічна система, яка найкращим чином забезпечить інституційні умови функціонування фінансової інфраструктури цифрової економіки буде найбільш конкурентоздатною, а отже, успішною і привабливою для міжнародних фінансових інвестицій.

ВИСНОВКИ

Однією з найважливіших цілей, що лежить в основі функціонування сучасного ринку фінансових послуг є системне забезпечення захисту активів інвесторів у цьому секторі, що може бути реалізовано тільки в сукупності такими інструментами: а) відповідний контроль та нагляд при видачі дозволу на здійснення фінансовими установами своєї діяльності (перевірка всіх аспектів функціонування фінансових установ, для гарантування допуску підготовлених осіб); б) наявність системи державного контролю та пруденційного нагляду за поточною діяльністю учасників компенсаційних схем, мета - усунути ризики, що загрожують інвесторам; в) наявність обов'язкової та додаткової добровільної (солідарної) схем компенсації інвесторам.

Інвестиційна політика еволюціонувала у спільну горизонтальну політику ЄС. Із моменту набуття чинності Лісабонського договору ЄС має виключну компетенцію з питань прямого іноземного інвестування, що значно підвищує роль європейських інститутів, у першу чергу, Європейського парламенту у виробленні, прийнятті рішень та реалізації цієї політики. Спільна інвестиційна політика сприяє досягненню цілей розвитку тисячоліття, особливо скороченню масштабів бідності, як найважливішого завдання Європейського Союзу, стратегії «Європа 2020». Економічне зростання забезпечуватиметься як за рахунок поліпшення доступу на ринок ЄС іноземних інвесторів, так і зарубіжних інвестицій; прозорості правил інвестування та запровадження механізму вирішення спірних питань; збільшення потоків платежів, пов'язаних із рухом капіталів при збереженні можливості застосовувати захисні заходи у виняткових обставинах (здоров'я громадян, екологічні питання та ін.); спрощення пересування кваліфікованої робочої сили. Інвестиційна політика ЄС знаходиться на етапі становлення, тому перспективи досліджень будуть пов'язані з аналізом правил

інвестування у регіональних торговельних угодах, оцінкою ефективності спільної інвестиційної політики.

Висновками до поставлених завдань висвітлюються таким чином:

1. На сьогодні поки що відсутня конвенція універсального характеру, яка б регулювала порядок здійснення іноземних інвестицій.

Важливим джерелом міжнародного інвестиційного законодавства є двосторонні договори про сприяння здійсненню та захисту інвестицій або ж відповідні розділи міжнародних торговельних договорів.

2. У 1979 р Радою була прийнята перша директива, присвячена регулюванню фондового ринку. Сьогодні в інвестиційному праві ЄС проглядаються наступні великі блоки: правове регулювання руху капіталів; правове регулювання відносин на ринку цінних паперів; правове регулювання руху платежів; вирішення інвестиційних спорів.

Директива про ринки фінансових інструментів (MiFID) являє собою найбільш комплексний акт, присвячений фондовому регулюванню в ЄС, центральну частину так званого Європейського Кодексу про цінні папери. Крім зазначеного вище вона встановлює певні вимоги до прозорості, містить правові приписи щодо компетентних органів з ринку цінних паперів.

3. Розглядаючи систему джерел європейського інвестиційного права, необхідно їх класифікувати на такі складові: засновницькі договори Співтовариства (нині Союзу); міжнародні договори Європейського Союзу і держав-членів; нормативні правові акти інститутів ЄС (регламенти, директиви, рішення); судові рішення Суду Європейського Союзу і суду першої інстанції.

4. На сьогодні в рамках Європейського Співтовариства відбувається формування єдиного фінансового ринку, що припускає уніфікацію і гармонізацію правових норм регулювання фінансової діяльності в масштабі ЄС.

5. Згідно з програмою створення єдиного ринку було передбачено створення трьох видів контролюючих норм: гармонізовані норми Співтовариства (нині Союзу), власне норми контролю державою реєстрації та норми контролю, держави, що приймає інвестиційні послуги.

6. Принцип контролю державою, що приймає послуги кредитно-фінансових установ в Європейському Союзі, закріплений положеннями Директиви 2004/39 / ЄС про ринки фінансових інструментів. Основні повноваження по здійсненню нагляду за наданням інвестиційних послуг або ведення інвестиційної діяльності інвестиційними фірмами на підставі отриманого дозволу (європейського паспорта), належать державі реєстрації. Нове європейське законодавство про ринки фінансових інструментів запроваджує низку додаткових організаційних вимог до діяльності інвестиційних фірм, пов'язаних із захистом активів клієнта та управлінням фінансовими продуктами, включаючи необхідність забезпечення роботи функції комплаєнс, а також підвищення вимог до поведінки з клієнтами та інформування останніх.

7. Однією з найважливіших цілей, що лежить в основі функціонування сучасного ринку фінансових послуг, є забезпечення захисту активів інвесторів у цьому секторі. Інвестори, які інвестують свої гроші, повинні бути належним чином захищені. Система захисту інвесторів складається з: а) видачі дозволу на здійснення фінансовими установами своєї діяльності; б) системи державного контролю та нагляду за поточною діяльністю, мета яких – усунути небезпеку ситуації, яка загрожує тим, хто довірив свої інвестиції; в) система компенсації інвесторам.

8. Важливою складовою інвестиційної політики ЄС є запровадження механізму врегулювання спорів, нерозривно пов'язаного із затвердженням принципів і норм міжнародно-правового захисту інвестицій у країнах-реципієнтах. ЄС орієнтується на принципи та діючі норми МЦПД та

ЮНІСТРАЛ, розробляє типові інвестиційні угоди з урахуванням досвіду розвинених країн - своїх торговельно-економічних партнерів.

9. Інвестиційна діяльність іноземних інвесторів на території країн-реципієнтів, як правило, регулюється національними законами, постановами та адміністративними процедурами, а також двосторонніми домовленостями з питань інвестування. На основі аналізу компетенції Європейського управління з цінних паперів та ринків можливо дійти висновку про поступове розширення компетенції наднаціональних контролюючих органів ЄС у сфері регулювання фінансових ринків та інвестиційної діяльності.

10. Інвестиційна політика еволюціонувала у спільну горизонтальну політику ЄС. Із моменту набуття чинності Лісабонського договору ЄС має виключну компетенцію з питань прямого іноземного інвестування, що значно підвищує роль європейських інститутів, у першу чергу, Європейського парламенту у виробленні, прийнятті рішень та реалізації цієї політики. Економічне зростання забезпечуватиметься як за рахунок поліпшення доступу на ринок ЄС іноземних інвесторів, так і зарубіжних інвестицій.

11. Схема діяльності Форексу і його клієнтів не є законодавчо врегульованою, а іноді - навіть тягне за собою порушення чинного законодавства. Розвиток цифрової економіки охоплює перш за все фінансову сферу переважно в секторі короткострокових інвестицій. Головними чинниками, що визначатимуть ефективність фінансової інфраструктури цифрових економік будуть інновації, прозорість і доступність для загальних мас користувачів. За цих умов для інтеграції національних економік у глобальну фінансову систему важливо забезпечити створення ефективного регуляторного середовища, яке, з одного боку, гарантуватиме безпеку для користувачів, а з іншого — не стане перепорою для динамічного росту впровадження новітніх моделей у фінансовому секторі.

На наш погляд, аналіз цих тенденцій дуже важливий для розуміння стратегічних підходів до розвитку міжнародних систем інвестування в країнах з економікою, що інтенсивно розвивається. Та економічна система, яка найкращим чином забезпечить інституційні умови функціонування фінансової інфраструктури цифрової економіки буде найбільш конкурентоздатною, а отже, успішною і привабливою для міжнародних фінансових інвестицій.

Історичний досвід доводить, що суперечності національних повноважень досить суттєво превалюють над спільними інтересами Співтовариства, у результаті чого прийняття дуже важливих законодавчих рішень, пов'язаних із передачею національних повноважень на наднаціональний рівень, особливо в галузі публічних фінансів, невиправдано затягується на десятки років. Доведено, що підтримувати спільний ринок лише монетарними заходами в умовах жорсткої конкуренції на світовому ринку товарів і послуг недостатньо. Інтегрований регіональний ринок вимагає вищого за наявний у ЄС рівня конвергенції та сучасного наднаціонального управління публічними фінансами, як і ринок фінансових послуг зони євро, як здавалося багатьом політикам і фінансистам, був достатньо регульованим завдяки спільній грошово-валютній одиниці. Водночас диспропорції, які накопичувались упродовж багатьох років у співвідношенні видатків національних бюджетів за рахунок власних і кредитних коштів, спричинили в період кризи переддефолтний стан економік деяких країн - членів ЄС. Зазначене пришвидшило прийняття рішення щодо створення в єврозоні незалежного регулятора банківського бізнесу - ЄБС. На думку ряду зарубіжних і вітчизняних учених і фінансистів, більш жорстких конвергентних заходів вимагають наднаціональна бюджетна система та національні податкові системи, уключаючи заходи інституційного змісту.

СПИСОК ДЖЕРЕЛ

1. «Европейский Союз. Прошлое, настоящее, будущее» // Единий европейский акт. Договор о европейском союзе. - М. : Междунар. издат. группа «Право», 1994 [Электронный ресурс]. - Режим доступа : http://zakon.rada.gov.ua/go/994_017
2. Ануфриева А. А. Международно-правовое регулирование иностранных инвестиций в ЕС - на примере капиталовложений в топливноэнергетический комплекс ЕС : диссертация ... к.ю.н. - М., 2013 - С. 98.
3. Вишнякова І. В. Досвід становлення і розвитку кластерів в окремих країнах Північної, Східної і Центральної Європи / І. В. Вишнякова // Вісник Запорізького національного університету. - 2011. - № 1(9) [Електронний ресурс]. - Режим доступу : http://web.znu.edu.ua/herald/issues/2011/eco_2011_1/...1/184-193.
4. Вінник О. М. Інвестиційне право: Навчальний посібник.—К.: Атіка, 2000.— С. 174—206.
5. Гамильтон У. Х. Институциональный подход к экономической теории / У. Х. Гамильтон ; пер. И. В. Размаинского // Экономический вестник Ростовского государственного университета. - 2007. - Т. 5, № 2. - С. 110-117 [Электронный ресурс]. - Режим доступа : http://eaprk.org.ua/sites/default/files/eaprk_files/2010/2010.../10_04_26).
6. Глібко С. В. Інвестиційна модель економіки України в умовах адаптації законодавства України до права ЄС (господарсько-правовий аспект) / Н. М. Внукова, С. В. Глібко // Адаптація до права ЄС регулювання економіки України в сучасних умовах : зб. наук. пр. (за матеріалами «Круглого столу», м. Харків, 26 трав. 2015 р.) / редкол.: С. М. Прилипко, Ю. Є. Атаманова, С. В. Глібко, К. В. Єфремова. - Х. : НДІ ПЗІР, 2015. - С. 131-137.

7. Дахно І. І. Міжнародне економічне право: Курс лекцій.— К.: МАУП, 2000.— С. 87.
8. Дахно І. І. Міжнародне економічне право: Курс лекцій.—К.: МАУП, 2000 — С. 86—103.
9. 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 200/12/ЄС Європейського парламенту та Ради і припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄЕС» від 21 квітня 2004 р. [Електронний ресурс]. - Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/994_586.
10. Директива 2011/61/ЄС Європейського парламенту та Ради від 8 червня 2011 року про юридичних осіб, які керують альтернативними інвестиційними фондами, та що вносить зміни до Директив 2003/41/ЄС і 2009/65/ ЄС, та Регламенти (ЄС) № 1060/2009 та (ЄС) № 1095/2010 [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/?uri=CELEX:32011L0061>.
11. Директива 2014/59/Євросоюз Європейського парламенту і Ради від 15 травня 2014 року, що запроваджує правові рамки для відшкодування і розпуску кредитних інституцій та інвестиційних фірм та вносить зміни до Директиви Ради 82/891/ЄЕС, Директив 2001/24/ЄС, 2002/47/ЄС, 2004/25/ЄС, 2005/56/ЄС, 2007/36/ЄС, 2011/35/Євросоюз, 2012/30/Євросоюз і 2013/36/Євросоюз, а також Регламентів (ЄС) № 1093/2010 і (ЄС) №648/2012 Європейського парламенту і Ради ЄС [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex:32014L0059>.
12. Директива № 2003/6/ЄС Європейського парламенту та Ради ЄС про використання інсайдерської інформації в процесі торгів і маніпулювання ринком (ринковими махінаціями) від 28 січня 2003 р. [Електронний ресурс]. - Режим доступу: http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/994_a68.

13. Директива Європейського парламенту та Ради ЄС 2002/87/ЄС від 16 грудня 2002 р. про додатковий нагляд за кредитними інститутами, страховими компаніями і інвестиційними фірмами в складі фінансових конгломератів і про внесення змін в Директиви 73/239/ЄЕС, 79/267/ЄЕС, 92/49/ЄЕС, 92/96/ЄЕС, 93/6/ЄЕС, 93/22/ЄЕС Ради ЄС і в Директиви 98/78/ЄС, 2000/12/ЄС Європейського парламенту та Ради ЄС [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:32002L0087>.

14. Директива Європейського парламенту та Ради ЄС 2009/65/ЄС від 13 липня 2009 р. про координацію законодавчих, регламентаційних і адміністративних положень, що стосуються підприємств для колективного інвестування в обігові цінні папери (Директива про підприємства колективного інвестування в цінні папери) (нова редакція). - Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/search.html?qid=1449758321285&text=investment%20law&scope=EURLEX&type=quick&lang=en>.

15. Директива комісії 2003/125/ЄС від 22 грудня 2003 року про виконання Директиви 2003/6/ЄС Європейського парламенту та Ради ЄС про інсайдерські операції та маніпуляції на ринку (зловживання на ринку) [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://old.minjust.gov.ua/45877>.

16. Директива Комісії 2006/73/ЄС від 10 серпня 2006 року, що виконує Директиву 2004/39/ЄС Європейського парламенту і Ради відносно організаційних вимог і умови діяльності для інвестиційних фірм і визначення термінів для цілей Директиви 2004/39/ЄС [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:241:0026:0058:EN:PDF>.

17. Директива Ради 88/361/ЄЕС «Щодо імплементації статті 67 Договору» від 24 червня 1988 р. [Електронний ресурс]. - Режим доступу: http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/994_182.

18. Директива Європарламенту та Ради від 4 листопада 2003 2003/71 / ЄС про публікацію проспекту емісії при розміщенні цінних паперів серед публічних інвесторів або при допуску цінних паперів до торгів (Prospectus Directive), яка конкретизована в результаті прийняття Регламенту 809/2004 від 29 квітня 2004 року

19. Директиви № 2013/36/EU від 26 червня 2013 р. «Про допуск до здійснення діяльності кредитних організацій і пруденційному нагляді за кредитними організаціями і інвестиційними фірмами, про внесення змін у директиву № 2002/87/ЄС і про відміну директив № 2006/48/ЄС і 2006/49/ЄС». Директива вступила в силу з 17 липня 2013 р., але Директиви № 2006/48/ЄС і 2006/49/ЄС втратили силу тільки із січня 2014 р. (статті 163, 164) [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:176:0338:0436:En:PDF>.

20. Договір про заснування Європейської Спільноти [Електронний ресурс]. - Режим доступу: http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/994_017.

21. Договір об утворенні Європейського Економічного союзу від 25 березня 1957 г. (Treaty establishing the European Economic Community) [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/en/treaties/index.htm#founding>.

22. Європейський Союз: Основопологаючі акти в редакції Лісабонського договору з коментаріями / отв. ред. С. Ю. Кашкин. - М. : ИНФРА-М, 2011. - С. 358.

23. Єдиний європейський акт. Угода від 17.02.1986 р. - Акти європейського права із соціальних питань - К. : Парламент. вид-во, 2005 [Електронний ресурс]. - Режим доступу : http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/994_028

24. Задихайло Д. В. Господарсько-правове забезпечення економічної політики держави : монографія / Д. В. Задихайло. - Х. : Юрайт, 2012. - 456 с.

25. Кодекс засад діяльності рейтингових агентств, затверджений Технічним Комітетом Міжнародної організації комісій з цінних паперів IOSCO – 05/2015 р. (англійською мовою) [Електронний ресурс]. – Режим доступу:

<http://rurik.com.ua/documents/legislation/New/International/CODE%20IOSCO%202015%20.pdf>.

26. Коммонс Дж. Институциональная экономика / Дж. Коммонс ; пер. А. А. Курешовой // Экономический вестник Ростовского государственного университета. - 2007. - Т. 5, № 4. - С. 59-70 [Электронный ресурс]. - Режим доступа : <http://ecsocman.hse.ru/data/505/883/1219/journal5.4-8>.

27. Консолідовані версії Договору про Європейський Союз та Договору про функціонування Європейського Союзу (2010/С 83/01) [Електронний ресурс]. - Режим доступу: www.minjust.gov.ua/file/23491.PDF.

28. Коуз Р. Г. Природа фірми / Р. Г. Коуз / пер. з англ. ; под. ред. О. Уильямсона и С. Уинтера. - М. : Дело, 2001. - 263 с.

29. Лебедев С. Н. Унификация правового регулирования международных хозяйственных связей (некоторые общие вопросы) / С. Н. Лебедев, В. А. Кабатов, Р. Л. Нарышкина // Юридические аспекты осуществления внешнеэкономических связей. Тр. кафедры международного частного и гражданского права МГИМОИД. - М, 1979. - С. 15-43.

30. Лещенко С. К. Европейская интеграция и движение капитала в аспекте налоговых отношений / С. К. Лещенко // Вестник Высшего Хозяйственного Суда Республики Беларусь. - 2008. - № 21. - С. 80-87.

31. Лукинская М. П. Правовое регулирование инвестиционной деятельности в Европейском Союзе: дисс. ... к.ю.н.: 12.00.10. - М., 2011. - С. 39.

32. Медведев А. И. Экономический и валютный союз (ЗВС) / А. И. Медведев // Теория и практика общественного развития. - 2012. - № 3.

[Электронный ресурс]. - Режим доступа : http://teoria-practica.ru/rus/files/arhiv_zhurnala/2012/3/.../medvedev

33. Мировая Экономика и международные отношения,— 2000,—№ 11.— С. 66—67.

34. Мировая Экономика и международные отношения.— 2000,— № 8.—С. 19—20.

35. Мошенский, С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы [Текст] / С. З. Мошенский. – М. : Экономика, 2010. – С. 145.

36. Мочерний С. В. Економічний енциклопедичний словник : у 2-х т. - Т. 1 / С. В. Мочерний, Я. С. Ларіна [та ін.] ; за ред. С. В. Мочерного. - Львів : Світ, 2005. - 616 с.

37. Муравйов В. Г армонізація законодавства і європейська інтеграція / В. Муравйов // Право України. - 2013. - № 6. - С. 12-50.

38. Право Европейского Союза : учебник / под ред. С. Ю. Кашкина. - 3-е изд., перераб. и доп. - М. : Издательство Юрайт, 2011. -С. 504.

39. Протокол «Про Статут Європейської системи центральних банків та Європейського центрального банку» від 25.03.1957 р. [Електронний ресурс]. - Режим доступу : http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/994_681.

40. Самойленко Є. А. Вільний рух капіталу у правовому регулюванні фінансового ринку Європейського Союзу та перспективи використання європейського досвіду для України / В. М. Завгородня, Є. А. Самойленко // Правове регулювання відносин на фінансовому ринку: стан та напрями вдосконалення : монографія / відп. ред. В. Д. Чернадчук. - Суми : ВВП «Мрія» ТОВ, 2013. - С. 277.

41. Самойленко Є. А. Правові механізми приобщения третьих стран к процессу либерализации движения капитала в Европейском Союзе, действующие на локальном уровне [Текст] / Є. А. Самойленко // Сучасні наукові дослідження представників юридичної науки - прогрес законодавства України майбутнього : матеріали Міжнародної науково-практичної

конференції (24 лютого 2013 р.). - Дніпропетровськ : ГО «Правовий світ», 2013. - С. 128-129.

42. Селиванова В. А. Принцип вільного руху капіталу в праві Європейського Союзу: сутність і проблеми реалізації : дисс. ... к.ю.н. за спец.: 12.00.10. - М., 2007. - С. 38.

43. Чегринец Е. А. Європейська система центральних банків: компоненти і функції / Е. А. Чегринец [Електронний ресурс]. - Режим доступу : http://eulaw.edu.ru/documents/articles/sistem_ecb.

44. Чухно А. А. Інституціоналізм: теорія методологія, значення / А. А. Чухно // Економіка України. - 2008. - № 6. - С. 4-13.

45. Энтин Л. М. Структура и источники европейского права / Л. М. Энтин // Европейское право. Право Европейского Союза и правовое обеспечение защиты прав человека : учебник / рук. авт. кол. и отв. ред. Л. М. Энтин. - 3-е изд., пересм., и доп. - М. : Норма : ИНФРА-М, 2011. - С. 117.

46. Юридична енциклопедія. — К.: Українська енциклопедія, 2001.— Т. 3,— С. 239—240.

47. Юридична енциклопедія.— К.: Українська енциклопедія, 1999 — Т. 2.— С. 377—378.

48. Barton Legum «Federalism, NAFTA Chapter Eleven and the Jay Treaty of 1794» 2001 Proceedings of the 95th Annual Meeting of the American Society of International Law.

49. Case C-203/80 Criminal proceedings against Guerrino Casati, 1981, ECR 2595 [Електронний ресурс] - Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:61980CJ0203&from=EN>

50. Case C-203/80 Criminal proceedings against Guerrino Casati, 1981, ECR 2595 [Електронний ресурс] - Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:61980CJ0203&from=EN>

51. Commission Directive 2003/125/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council

as regards the fair presentation of investment recommendations and the disclosure of conflicts of interest (Директива Комісії про виконання Директиви 2003/6/ЄС про інсайдерські операції та маніпуляції на ринку (зловживання на ринку)) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1454404140540&uri=CELEX:32003L0125>.

52. Commission Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32006L0073&qid=1454419240519>

53. Commissions of the European Communities (3 May 1973) Report on the Regional Problem's of the Enlaced Community, COM (73) 550 def., Brussels [Electronic recourse]. - Mode of access : <http://aei.pitt.edu/5888/1/5888>.

54. Communication from the Commission to the Council of 23 May 1986 on the programme for the liberalisation of capital movements in the Community. COM (1986) 292 final. [Електронний ресурс] - Режим доступу: <http://aei.pitt.edu/4029/1/4029.pdf>

55. Communication from the Commission to the Council of 23 May 1986 on the programme for the liberalisation of capital movements in the Community. COM (1986) 292 final. [Електронний ресурс] - Режим доступу: <http://aei.pitt.edu/4029/1/4029.pdf>

56. Consolidated versions of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union as amended by the Treaty of Lisbon <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:12012E/TXT>

57. Consolidated versions of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union as amended by the Treaty of Lisbon <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:12012E/TXT>

58. Consolidated versions of the Treaty on European Union and the

Treaty on the Functioning of the European Union as amended by the Treaty of Lisbon <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:12012E/TXT>

59. Council Directive 86/566/EEC of 17 November 1986 amending the First Directive of 11 May 1960 for the implementation of Article 67 of the Treaty [Электронный ресурс] - Режим доступа: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:31986L0566&from=SL>

60. Council Directive of 24 June 1988 for the implementation of Article 67 of the Treaty (88/361/EEC) [Электронный ресурс] - Режим доступа: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:31988L0361&qid=1422435382523&from=E>

N

61. Council Directive of 24 June 1988 for the implementation of Article 67 of the Treaty (88/361/EEC) [Электронный ресурс] - Режим доступа: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:31988L0361&qid=1422435382523&from=E>

N

62. Directive 2014/49/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on deposit guarantee scheme [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1447681525823&uri=CELEX:32014L0049>.

63. Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council of 3 March 1997 on investor-compensation schemes [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1447681422308&uri=CELEX:31997L0009>.

64. Documents Concerning the Origin and Formulation of the Convention on the Settlement of Investment Disputes between States and Nationals of Other States, ICSID Publications, Vol. 1.

65. Douglas M. How Institutions Think / Syracuse University Press, 1986 [Electronic recourse]. - Mode of access : https://books.google.com/books/about/How_InstitutionsThink.html?id...

66. European Union Public Finance. Fourth Edition. Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, 2008 [Electronic recourse]. - Mode of access : http://ec.europa.eu/budget/library/biblio/publications/...fin/EU_pub_fin_en.

67. First Council Directive of 11 May 1960 for the implementation of Article 67 of the Treaty. O.J. 43, 12.07.1960 [Электронный ресурс] - Режим доступа: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:31960L0921&from=EN>

68. Flother До.-Н. Die nervosen neunziger Jahre /Flother До.-Н., Laupenmuhlen M., Schnittke J. //Bank.- Koin. - 1993. - № 12. - S. 698.

69. George Soros: eurozone crisis has entered a 'more lethal phase' [Electronic recourse]. - Mode of access : <http://www.theguardian.com/business/2012/.../george-soros-eurozone-crisis>

70. Hindelang S. and Maydell N. The EU's Common Investment Policy - Connecting the Dots // European Yearbook of International Economic Law. - Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 201 LP. 3.

71. History of the policy: 1957-1987. Mission Statement [Electronic recourse]. - Mode of access : http://ec.europa.eu/regional_policy/what/milestones/index_en.cfm

72. Hubner D. European Regional Policy: History, Achievements and Perspectives. - SFAVA + Swiss Funds & Asset Management Association. - Brussels, 17 September 2007 [Electronic recourse]. - Mode of access : http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-07-542_en

73. John A. Usher The Evolution of the Free Movement of Capital // Fordham International Law Journal Volume 31, Issue 5 2007 Article 14 [Электронный ресурс] - Режим доступа:

<http://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2122&context=ilj>

74. Manning G. VJarren The European Union's Investment Services Directive / G. Manning // University of Pennsylvania Journal of International Business Law. - 1994. - vol.15. - № 2. - P. 184.

75. Second Council 63/21/EEC Directive of 18 December 1962 adding to and amending the First Directive for the implementation of Article 67 of the Treaty. O.J. 9, 22.01.1963 [Электронный ресурс] - Режим доступа: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:31963L0021&from=EN>

76. Single European Act, done at Luxembourg on 17 February 1986, Official Journal of the European Communities No L 169/2, 29.6.87 [Электронный ресурс] - Режим доступа: http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:a519205f-924a-4978-96a2-b9af8a598b85.0004.02/DOC_1&format=PDF

77. Stevens Ed. The Euro / Ed. Stevens // The Economic Commentary. Federal Reserve Bank of Cleveland. - January 1. - 1999. - P. 1 [Electronic recourse]. - Mode of access : <http://www.clevelandfed.org/Research/commentary/1999/0101.pdf?origin...>

78. The turning points of EU Cohesion policy. Report Working Paper of // European Policies Research Centre University of Strathclyde United Kingdom. - 2009 [Electronic recourse]. - Mode of access : http://ec.europa.eu/regional_policy/.../pdl78_manzella_final-formatted.

79. Treaty establishing the European Economic Community signed at Rome, 25 March 1957 [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:11957E/TXT>

80. Treaty on European Union, signed in Maastricht on 7 February 1992 [ресурс] - Режим доступа: http://europa.eu/eu-law/decision-making/treaties/pdf/freaty_on_european_union/treaty_on_european_union_en.pdf

81. Recent developments in international investment agreements : research note, 30.08.2005 [Электронный ресурс] // Режим доступа : www.

unctad.org/sections/dite_dir/docs/webiteiit20051_en.pdf