

ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ІНВЕСТИЦІЙНИХ ФОНДІВ ЄВРОПЕЙСЬКОГО СОЮЗУ: ОСНОВНІ НАПРЯМКИ РОЗВИТКУ

LEGAL REGULATION OF THE MARKET OF SECURITIES AND INVESTMENT FUNDS OF THE EUROPEAN UNION: MAIN DIRECTIONS OF DEVELOPMENT

Нечипоренко С.М., студентка IV курсу факультету адвокатури
Національний юридичний університет імені Ярослава Мудрого

Пілішенко С.О., студентка IV курсу факультету адвокатури
Національний юридичний університет імені Ярослава Мудрого

Радченко Я.М., студентка IV курсу факультету адвокатури
Національний юридичний університет імені Ярослава Мудрого

У статті проводиться комплексний аналіз правового регулювання ринку цінних паперів та інвестиційних фондів у Європейському Союзі. Охарактеризовано нормативний інструментарій Європейського Союзу, націлений на ефективне регулювання відносин у сфері випуску та розміщення цінних паперів. Робиться акцент на співвідношенні поняття «ринку цінних паперів» та суміжних понять як об'єктів інтеграційного регулювання в праві ЄС. Здійснено всебічний розгляд основних ознак та особливостей правового регулювання фондових ринків Європейського Союзу, зокрема шляхом порівняльної оцінки правового регулювання фондових ринків закордонних країн. Виокремлено низку основних результатів гармонізаційних процесів у межах ЄС, які були характерні в останні десятиліття і спрямовувалися безпосередньо на формування єдиної регулятивної системи в сфері обігу цінних паперів та інвестиційних фондів. Аргументовано необхідність окреслення провідних регуляторів ЄС та міжнародних регуляторів у правовому регулюванні ринку фінансових інструментів. Аналізується аспект правового регулювання інфраструктур ринку цінних паперів та еволюція правової регламентації інтегрованого ринку фінансових інструментів в ЄС. У роботі також досліджуються різні пропозиції науковців щодо можливості удосконалення законодавства Європейського Союзу стосовно обігу цінних паперів. Оцінюються перспективи розвитку європейського ринку цінних паперів в аспекті інтегрованого ринку цінних паперів ЄС. Доводиться необхідність вдосконалення правового поля інтеграційних процесів, що відбуваються на ринках цінних паперів у світі, включаючи специфіку процесів інтеграції ринків в ЄС та правові інтеграційні механізми. На основі визначення методології, сутності та шляхів становлення права ЄС в окремих сферах регулювання ринку цінних паперів та інвестиційних фондів, обґрунтовуються власні пропозиції щодо їх правового вдосконалення.

Ключові слова: інвестиційний фонд, цінні папери, фондовий ринок, європейська інтеграція, ринок фінансових інструментів, інвестиційна діяльність, інтеграційний процес.

The article provides a comprehensive analysis of the legal regulation of the market of securities and investment funds in the European Union. The regulatory toolkit of the European Union, aimed at effective regulation of relations in the sphere of issuance and placement of securities, is characterized. Emphasis is placed on the relationship between the concept of «securities market» and related concepts as objects of integration regulation in EU law. A comprehensive review of the main features and features of the legal regulation of the stock markets of the European Union was carried out, in particular by means of a comparative assessment of the legal regulation of the stock markets of foreign countries. A number of main results of harmonization processes within the EU, which were characteristic in recent decades and aimed directly at the formation of a single regulatory system in the sphere of circulation of securities and investment funds, are singled out. The need to outline the leading EU and international regulators in the legal regulation of the market of financial instruments is argued. The aspect of legal regulation of securities market infrastructures and the evolution of legal regulation of the integrated market of financial instruments in the EU are analyzed. The work also examines various proposals of scientists regarding the possibility of improving the legislation of the European Union regarding the circulation of securities. The prospects for the development of the European securities market in the aspect of the integrated EU securities market are evaluated. The need to improve the legal field of integration processes taking place on the securities markets in the world is proved, including the specifics of the processes of market integration in the EU and legal integration mechanisms. Based on the definition of the methodology, essence and ways of formation of EU law in certain spheres of regulation of the securities market and investment funds, own proposals regarding their legal improvement are substantiated.

Key words: investment fund, securities, stock market, European integration, market of financial instruments, investment activity, integration process.

Постановка проблеми. В умовах сучасності законодавче забезпечення функціонування та розвитку ринку цінних паперів та інвестиційних фондів є невід'ємною складовою їх регулювання, створює необхідний нормативно-правовий базис, на підґрунті якого всі учасники ринкових відносин, включно з державою та її уповноваженими органами, реалізують свої права, інтереси, обов'язки та повноваження. Водночас інтенсивний розвиток ринку цінних паперів у країнах європейського простору виступає вагомим фактором активізації нормотворчої діяльності задля забезпечення формування правової основи інтеграції національних фондових ринків. У глобальному вимірі завдяки стрімкому прогресу виникають нові сегменти, впроваджуються нові інструменти й механізми ринку цінних паперів та інвестиційних фондів. Проте варто пам'ятати, що поглиблена економічна інтеграція криє в собі й певні ризики. Це стосується насамперед ринків капіталу держав членів Європейського Союзу, які

були інтегровані останніми порівняно з іншими ринками, тому наразі існує досить багато перешкод для повної свободи руху капіталу. Найефективнішим шляхом подолання цих перешкод є, як свідчить практика ЄС, ще більший ступінь інтеграції, але шляхом самообмеження суверенітету країн-членів, зокрема через уведення єдиної валюти та жорсткого механізму регулювання у бюджетно-фінансовій сфері.

Крім того, транскордонні масштаби здійснення операцій із цінними паперами вимагають усунення внутрішніх бар'єрів у сфері їх розміщення та надання пов'язаних із цим професійних послуг. А наявний повільний процес вироблення уніфікованих матеріально-правових та колізійних норм на фоні існуючих розбіжностей у сфері регулювання випуску та обігу цінних паперів у національних правових системах вважається однією із головних перешкод на шляху до створення інтегрованого загальноєвропейського ринку цінних паперів. До того ж, варто

зауважити, що законодавства європейських держав у цій сфері ще далекі від бажаного рівня уніфікації. Мова йде здебільшого про різні юрисдикції, які по-різному регулюють питання кваліфікації розміщення цінних паперів як публічного або приватного. Також існує певний дисонанс у визначенні відповідальності емітента за недотримання вимог стосовно розкриття інформації на фондовому ринку, зокрема встановлюються відмінні умови визнання емісії недобросовісною і критерії захисту прав приватних інвесторів. Зрозуміло, що все це породжує потребу в прискоренні процесів гармонізації національних законодавств. Саме тому особливого значення набуває сьогодні вивчення законодавства ЄС, концепцій інтеграції фінансових ринків та процесу створення єдиного інтегрованого ринку капіталу в ЄС, особливостей суб'єктів, що діють на ринку цінних паперів в ЄС.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Значний внесок у дослідженні основних питань правового регулювання ринку цінних паперів та інвестиційних фондів у Європейському Союзі зробили такі вчені, як: Н.С. Кузнецова, О.С. Яворська, Є.О. Васильєв, О.І. Виговський, В.Л. Яроцький, О.В. Белікова, А.О. Приступко, А.Л. Бровкова, Я.М. Костюченко, Л. Назаренко, С. Джус, С. Мошенський, В. Гутафель, О. Мозговий, Д. Тевелєв, З. Лапішко, Т. Бусараєва, М. Кужелєв, О. Ламфалусі, Г. Ферраріні, П. Сагуатж, Л. Ріттенхоусе, А. Реінач та ін.

Мета цієї статті полягає у науковому аналізі теоретичних і практичних особливостей правового регулювання ринку цінних паперів та інвестиційних фондів у ЄС, поглибленні науково-методичних основ створення, функціонування і розвитку інтеграційного регулювання ринку цінних паперів та інвестиційних фондів в праві ЄС.

Виклад основного матеріалу. Варто наголосити, що регулювання питань прийнятності розміщення цінних паперів відрізняється в різних юрисдикціях, як державних, так і приватних. Зокрема, відповідно до ст. 1 Королівського декрету Бельгії від 09.01.1991 р., пропозиція є публічною, якщо вона має більше ніж 50 одержувачів [1, с.164]; французьке законодавство вважає таку пропозицію приватною для кількості не більше ніж 300 осіб за умови звернення виключно до професійних інвесторів [2, с.129]. Водночас, беручи ст. 18 Закону Італії № 216/1974 можна сказати, що та взагалі не згадує про те, що кількість одержувачів пропозиції є таким критерієм, а лише вказує на спосіб розміщення як критерій прийнятності пропозиції публічної якості [3, с.11]; натомість у ст. 102В Закону Великої Британії «Про фінансові послуги та ринки» від 2000 р. кваліфікуючою ознакою публічної пропозиції цінних паперів є інформація про цінні папери та умови їх пропозиції, яка дозволяє інвесторам прийняти рішення про покупку або підписання на такі цінні папери. Крім того, законодавчі положення щодо такого важливого аспекту як відповідальність емітента за недотримання вимог щодо розкриття інформації про фондовий ринок мають свої розбіжності в правовому регулюванні. Загалом, умови визначення емісії як протиправної (недобросовісної) дії та стандарти де сформульовано захист прав приватних інвесторів є різними.

Стосовно системи правового регулювання випуску і обігу цінних паперів у країнах ЄС, потрібно зазначити, що серцевиною її регламентації є принцип взаємного визнання (mutual recognition principle), закріплений у низці нормативних документів ЄС. Зокрема відповідно до ч. 1 ст. 17 Директиви про проспект емісії, «проспект, схвалений у державі його походження (home Member State), вважатиметься законною підставою для проведення публічного розміщення або допуску до торгів в будь-якій іншій державі-учасниці, де здійснюватиметься така діяльність (host Member State), за умови повідомлення компетентного органу такої держави» [4]. Водночас спеціальні положення зосереджені в ст. 20 Директиви щодо емітен-

тів, зареєстрованих в третій країні, а саме: компетентний орган держави учасниці виправі затверджувати проспекти, підготовлені відповідно до законодавства третій країні, за умови, що проспект підготовлено відповідно до міжнародних стандартів, у тому числі Міжнародною організацією комісії з цінних паперів (IOSCO); та вимоги до інформації, що міститься в проспекті, включаючи інформацію фінансового характеру, є такими самими, як і ті, що викладені в цій Директиві. Однак цей принцип взаємного визнання, відтворений у тексті інструментарію регулювання ЄС, не повинен використовуватися для вирішення конфліктних питань, оскільки дійсність проспекту емісії та меморандуму про лістинг іноземного походження в будь-якій країні-учасниці обумовлена не застосуванням ні класичної колізійної норми, ні добровільної переваги іноземного права над внутрішнім. [1, с.155]. Таким чином, можна сказати, що регламент ЄС визначає лише країну походження емітента як юрисдикцію, яка дає дозвіл на випуск проспекту емісії та лістингового меморандуму або надає ліцензію на здійснення діяльності на ринку цінних паперів. У цьому випадку рішення іноземного органу про схвалення випуску проспекту емісії або меморандуму про лістинг має юридичну силу на території іншої країни лише через однаковий базовий стандарт існування подібних документів у всіх державах-членах. Тобто іноземне право фактично не діє в конкретному сенсі за принципом взаємного визнання. Натомість компетентні правопорядки для всіх інших транскордонних розміщень цінних паперів продовжують визначатися відповідно до колізійних норм національного законодавства держав-членів ЄС.

Крім того, цей принцип відображено в практиці Суду Європейського Союзу, зокрема, у рішенні у справі *Alpine Investments B.V. v. Minister Van Financiën* було підкреслено, що законодавство «країни перебування» поширюється на іноземних емітентів, але в той же час здійснює регулятивний вплив на таких емітентів у спосіб, який не повинен бути дискримінаційним і не повинен обмежувати свободу надання послуг у зазначеній країні [5].

Важливо зазначити, що нинішній розвиток міжнародного фондового ринку характеризується чималим зменшенням відмінностей між національними ринками та усуненням територіальних кордонів, які проявляються в утворюванні найбільшого, зв'язаного з усіма своїми складовими частинами глобального ринку. Водночас сучасний період функціонування ринку цінних паперів визначається важливими темпами підйому емісії цінних паперів, незмінним нарощуванням числа суб'єктів господарської діяльності, виступаючих як емітентів.

На сьогодні в розвинутих країнах Європейського Союзу ринок цінних паперів є одним із найактивніших елементів розвитку фінансової індустрії. Обсяги торгів цінними паперами на нових ринках зросли дуже швидко порівняно з обсягами торгів на товарних ринках і традиційних комерційних і банківських кредитних ринках. Становлення фондового ринку означає високий ступінь економічного розвитку. З ускладненням господарського механізму функції ринку цінних паперів стають більш розгалуженими. Порядок цих ринків є необхідною і важливою складовою сучасного режиму економічного регулювання. Наприклад, у країнах ЄС рух капіталу та перерозподіл матеріальних і трудових ресурсів між різними сферами виробництва зазвичай регулюється фондовим ринком. В обставинах, коли великі обсяги капіталів проявляються зв'язними на певний період у будь-якій продуктивній формі, якраз ринки цінних паперів дають економіці стрімкість та гнучкість, котра зумовлює перспективу прудкого переливу ресурсів з одних галузей в інші та вироблення структурної перебудови виробництва. Ринки цінних паперів є єдиними діючими інструментами розподілу та перерозподілу капіталу корпорацій між галузями, на відміну від інших фінансових ринків.

Процес глобалізації трансформував систему міжнародних економічних відносин як кількісно, так і якісно, що мало серйозні наслідки для фундаментальних змін у інфраструктурі європейських фондових ринків. Вони переплітаються з інтеграційними процесами всередині Європи, спричиняючи специфічні ситуації. Здається, фінансова рівновага між старим та новим світом поступово відновлюється. Більше того, відновлення пов'язане не так з ослабленням закордонних фінансистів, як з посиленням можливостей їхніх європейських суперників.

Безпрецедентний інтерес найбільших інвесторів до акцій приватних компаній, що не котируються на біржах, уперше відзначений із тридцятих років минулого століття, про що йдеться у звіті британської урядової комісії Мінерса (Myners report). У деяких європейських країнах, особливо в Німеччині, цей інтерес разом з іншими чинниками навіть призвів до відмови компаній від біржового котирування своїх акцій [6, с.85]. Все це сприяло помітному зростанню акцій у Західній Європі та зумовило новий попит (відомий на фондовому ринку як «грошова стіна»).

Розвиток економіки в Європі призвів до того, що за допомогою традиційних джерел вже неможливо задовільнити потреби в капіталі великих західноєвропейських компаній. Тому ці компанії не прагнуть обходитися виключно пропозиціями державних банківських систем: оскільки багато компаній мають кредитні рейтинги, що дозволяють залучати більш дешеві фінансові ресурси за допомогою емісії цінних паперів. І звичайно, що вони спрямовують особистий погляд на ліквідні ринки коштів і цікавляться зменшенням витрат при здійсненні аналогічних операцій. Крім того, нові можливості для фондового ринку, обумовлені зростанням попиту з боку емітентів і нарощуванням пропозиції за рахунок інтеграції національних ринків країн ЄС, одночасно з наявністю конкуренції в результаті відкритості та глобалізації дали важливий імпульс його розвитку. При цьому властивий не тільки кількісний підйом розмірів операцій, що укладаються, але і високоякісні зміни їх структури. На заміну переважанням вкладень у муніципальні та колективні облигації (які наприкінці 1999 року становили 55% всіх вкладень) приходять інвестиції вкладення в колективні акції. Водночас це бажання окремих державних та світових ринків. Держави ЄС зараз взаємно обмінюються урядовими облигаціями і, таким чином, їх виток сформує два за обсягами ринки муніципальних цінних паперів (після ринку облигацій Казначейства США). Нині виразно планується створення чогось аналогічного ринку європейських акцій, і саме у руслі даної тенденції треба розглядати проект об'єднання окремих фондових бірж. Насамперед йдеться про дві найголовніші з них: у Лондоні та Франкфурті.

Одним з основних аспектів, визначальних за зростання і глобалізацію фінансових ринків розвинених країн, вважається здійснення програм приватизації. Необхідним кроком в інтеграційному процесі вбачається вихід держав з перехідною економікою на євроринок. Впровадження єврооблігацій сприяє широкій мобілізації валютних коштів у великому ринку позикових капіталів. Становлення ринку деривативів, створених над останню для того, щоб обігнути існуючі обмеження по операціям з цінними паперами, висуває питання про порядок його регулювання. Проблема як регулювати ринок деривативів загострюється суперечками у тому, чи треба його взагалі регулювати. Обговорення питання про необхідність та здатність регулювання ринку деривативів на даний момент ускладнилося через послуги уніфікації та централізації регулювання західноєвропейського ринку цінних паперів загалом. Це пропозиції популярного банкіра (колишнього начальника Банку міжнародних льгійського центробанку) барона А. Ламфалуссі (A. Lamfalussy), який підготував з групою фахівців особистий перший звіт на

дану тему ще в листопаді 2000 року. За цей час він вказав на наявність складнощів у Європейській регуляторній системі та вніс пропозицію підготувати свіже законодавство за цими завданнями. Зокрема, йшлося про необхідність модернізації системи регулювання грошових ринків, розробку розкритого та ілюзорного європейського ринку цінних паперів, загальноєвропейських грошових товарів, забезпечення важливого значення оборони покупців цих товарів тощо. [7]

Важливим заходом інтеграції фондових ринків Європи можна вважати твердження, виготовлене в липні 1998 року фондовими біржами Лондона (London Stock Exchange) і Франкфурта (Deutsche Borse), що говорить про їх план побудувати «єдиний європейський фондовий ринок для єдиного європейського ринку». Це угруповання двох головних європейських бірж може призвести до створення такої величезної структури, де буде зосереджено близько п'ятдесяти відсотків європейської капіталізації: оскільки в Лондоні котирується близько тридцяти відсотків від 300 провідних європейських акцій і ще 12% «вершків» сконцентровані в Франкфурті. Важливо як план – абсолютно логічне продовження ідеї створення єдиного європейського фінансового ринку, а також хід його реалізації, що відбиває всю складність інтеграційних процесів у прогресивній Європі.

Сфера ринку цінних паперів сьогодення має такі шляхи розвитку та становлення відповідної інфраструктури в державах ЄС, що характеризуються своїми власними рисами та особливостями:

1. Чисельність фірм у лістингу на фондових біржах. Якщо на перший час функціонування ринків цінних паперів спостерігалось нарощування числа компаній, то з періодом почалося їх зменшення. Тим більше виразно ці віяння спостерігалися в Чехії та Литві, де лістинг фірм був обов'язковим. Це пов'язано з тим, що для початку частка приватизованих компаній виявилася «неприйнятною» для фондового ринку через невеликий обсяг, непривабливість для трейдерів і негнучкість у пристосуванні до ринкових умов; потім частка інвестиційно-привабливих компаній була викуплена великими зарубіжними компаніями, і наразі вони присутні у лістингу на фондових біржах у державах реєстрації материнських фірм.

2. Скорочення розміру договорів, укладених на фондових біржах країн-нових членів ЄС.

3. Переважна більшість підприємств, які опинилися у лістингу на фондових біржах країн-нових членів ЄС, невеликі за стандартами фондових бірж економічно розвинених країн;

4. Безпосередньо пропорційна підневільність між рівнем і якістю національного законодавства з регулювання ринку цінних паперів і чисельністю компаній, що опинилися в лістингу.

5. Більш жваве становлення ринку цінних паперів спостерігалось в державах, які характеризувалися зменшенням розмірів прямих зарубіжних вкладень. Так, у Словенії, Угорщині, Польщі та Литві, де була невисока відповідність прямих зарубіжних вкладень до ВВП, у напрямі 1996-2002 років. Чисельність фірм, які опинилися у лістингу, зросла на 35%, а капіталізація ринку – на 152%. І навпаки в Чехії, Словаччині, Естонії та Латвії, для яких властивий високий рівень пропорції прямих вкладень і ВВП, кількість компаній у лістингу скоротилося на 17%, а капіталізація фондового ринку зросла всього на 50%. [8].

6. Інтернаціоналізація державних емітентів, їх міграція на зарубіжні ринки коштів. [9]

7. За оцінками фахівців, через малі масштаби переважна більшість фондових ринків країн з перехідною економікою в умовах глобалізації не зможуть змагатися з іншими ринками за якістю пропозицій щодо проведення операцій з цінними паперами. На відміну від фондових бірж економічно розвинених країн, які в умовах під-

йому конкуренції на світових ринках коштів ставлять між собою тісні зв'язки і навіть з'єднуються, основна маса фондових бірж країн з перехідною економікою не брало участі в процесах консолідації.

8. Грошовим посередником у структурі економічної системи продовжують залишатися банки.

9. Основні інституційні трейдери характеризуються невеликим обсягом ресурсної бази, активи інституційних трейдерів оформлюють у середньому 18% від ВВП. З урахуванням необхідної ролі, яку інституційні трейдери відіграють для становлення державного фондового ринку, урядами держав – нових членів ЄС були вжиті заходи, націлені на стимулювання їхньої роботи на внутрішньому фондовому ринку. Так, у Польщі спрацьовують обмеження на частку в портфелі пенсійних фондів іноземних цінних паперів – за кордон вони можуть вкладати не більше 5% своїх активів [8].

Висновок. Таким чином, дослідивши теоретичні підходи та законодавство ЄС у сфері ринку цінних паперів та інвестиційних фондів можна зробити декілька висновків.

По-перше, у сфері комплексного нагляду за ринком цінних паперів ЄС реалізовано перехід від принципу мінімальної координації до принципу взаємного визнання та від принципу взаємного визнання до принципу єдності. Стандартизовано мінімальні вимоги до емітентів щодо входу на ринок цінних паперів, а також вимоги до розкриття інформації, проспекту емісії цінних паперів та інші уніфіковані документи. Проаналізований нормативний інструментарій ЄС у цій іспостасі беззаперечно наголошує на тому, що підхід, обраний європейськими законодавцями,

полягає не в прийнятті класичного принципу PRIMA як законодавства країни, де знаходиться відповідний посередник, а в застосуванні законодавства країни, де розташований рахунок у цінних паперах. Крім того, важливим, за умови малої капіталізації ринку цінних паперів, є забезпечення утримання витрат на операції з цінними паперами на найнижчому рівні. Також першочерговою потребою постає утворення інституційних суб'єктів ринку, які забезпечують здійснення операцій з цінними паперами, адже це сприятиме підвищенню довіри потенційних інвесторів до ринку та забезпечить гарантію оперативності і захищеності таких операцій.

Водночас, сильними сторонами правового регулювання ринків цінних паперів в ЄС можна назвати: єдині регуляторні стандарти, спільні принципи та цілі, постійний обмін необхідною інформацією між регуляторами та учасниками, нормативно-правові акти достатньо чіткого характеру та інтегрованість у міжнародний фінансовий простір. Разом з тим, до слабких сторін правового регулювання ринків цінних паперів в ЄС можна віднести: відмінності в національному регулюванні враховуючи національне законодавство держав-членів, а також невидиму роль органів саморегулювання.

По-друге, задля створення ліквідного, стабільного та прозорого фондового ринку необхідно вдосконалення чинного законодавства у сфері корпоративного управління. Це можливо зробити насамперед прийнявши нормативні документи, які б сприяли підвищенню рівня захисту прав акціонерів та інвесторів, підвищенню рівня розкриття та оприлюднення інформації на фондовому ринку.

ЛІТЕРАТУРА

1. Wegen G., Lindemann C. The Law Applicable to Public Offerings in Continental Europe / The Law of Cross-Border Securities Transactions, by H. van Houtte (ed.). London: Sweet & Maxwell, 1999. P. 153–172.
2. Brown M., Paley A. Global Offerings of Securities: Access to World Equity Capital Markets. London: Graham & Trotman, 1994.
3. International Securities Regulation, by R. C. Rosen et al. Vol. 3. New York: Oceana Publications, 1986.
4. Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the Prospectus to Be Published When Securities Are Offered to the Public or Admitted to Trading and amending Directive 2001/34/EC. *Official Journal*, 2003. L 345. P. 64–89.
5. Case C-384/93 Alpine Investments B.V. v. Minister Van Financien. *European Court reports*. 1995. P. I-01141.
6. Бычков А. Глобализация экономики и мировой фондовый рынок. Вопросы экономики. 1997. № 12. С. 85.
7. Financial Times. 2001. 1 May. P. 9.
8. Набок Р., Шитко О. Фондові ринки у країнах – нових членах ЄС: становлення і перспективи. *Вісник Національного банку України*. 2005. № 7. С. 32.
9. Claessens S., Lee R., Zechner J. The future of Stock Exchanges in European Accession Countries. *Corporation of London*. May, 2003.