

К. В. Клименко

кандидат економічних наук, старший науковий співробітник відділу міжнародних фінансів та фінансової безпеки НДФІ ДННУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна, klymenko_kateryna@ukr.net
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-8295-1333>

**НАУКОВІ ПІДХОДИ ДО РЕФОРМУВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРИ
РИНКУ КАПІТАЛУ УКРАЇНИ**

Анотація. У статті всебічно проаналізовано накопичені в процесі реструктуризації вітчизняного ринку капіталу проблеми розвитку. Визначено основні шляхи їх подолання відповідно до Меморандуму між Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку й Національним банком України з питань співробітництва в розбудові інфраструктури ринків капіталу в нашій країні, реалізації Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року та Концепції законодавчих змін щодо функціонування інфраструктури ринків капіталу в Україні. Підкреслено необхідність прийняття проекту закону "Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів" № 2284 і Стратегії розвитку фінансового сектору України до 2025 року. Зазначено, що для підтримки розбудови ринків капіталу в нашій країні в довгостроковій перспективі слід передбачити імплементацію відповідних положень законодавства ЄС, зокрема вимог CSDR, EMIR, MiFID II, MiFIR, PFMI, адаптованих для вітчизняного ринку, та міжнародних стандартів і принципів IOSCO, а також практик країн – членів Євросоюзу.

Ключові слова: ринок капіталу, інфраструктура, регульовані ринки, реформування, стратегічний розвиток, регулювання, директиви ЄС.

Табл. 2 Літ. 23.

Kateryna Klymenko

Ph. D. (Economics), SESE "The Academy of Financial Management", Kyiv, Ukraine, klymenko_kateryna@ukr.net
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-8295-1333>

**SCIENTIFIC APPROACHES TO THE REFORM OF UKRAINE'S
CAPITAL MARKET INFRASTRUCTURE**

Abstract. The article provides a comprehensive analysis of the development problems accumulated during the restructuring of the Ukrainian capital market. The purpose of the article is to determine the ways and develop proposals on the directions of the capital market reform in Ukraine. During the study, the following methods are used: observation and comparison, synthesis and analysis, statistical surveys, systematic approach and structural analysis. It is determined that the main ways to overcome these problems would be based on the Memorandum between the National Commission for Securities and Stock Market (NCSSM) and the NBU on Cooperation in the Development of the Capital Markets Infrastructure in Ukraine and the Comprehensive Program of Ukrainian Financial Sector Development until 2020. The paper also emphasizes the need for the adoption of the draft Law "On Amendments to Some Legislative Acts of Ukraine on Simplifying Investment Attraction and Introduction of New Financial Instruments" No. 2284 and the Strategy of Ukrainian Financial Sector Development until 2025. The article stresses that in order to support the development and functioning of capital markets in Ukraine in the long-term, it is necessary to provide for the implementation of

© Клименко К. В., 2019

the relevant provisions of EU legislation (in particular, CSDR, EMIR, MiFID II, MiFIR, PFMI) and international standards, in particular the principles of IOSCO on the functioning of the capital markets infrastructure and the relevant practices of the EU Member States. This will allow the government: to facilitate the effective development of derivative financial instruments markets; to build trading infrastructure on the basis of unified approaches; to provide capital market participants with a broader range of financial services; promote the efficiency and reliability of the functioning of the capital markets, etc.

Keywords: capital market, infrastructure, regulated markets, reform, strategic development, regulation, EU directives.

JEL classification: D24, G23, G28.

Е. В. Клименко

кандидат экономических наук, старший научный сотрудник отдела международных финансов и финансовой безопасности НИФИ ГУНУ "Академия финансового управления", Киев, Украина

НАУЧНЫЕ ПОДХОДЫ К РЕФОРМИРОВАНИЮ ИНФРАСТРУКТУРЫ РЫНКА КАПИТАЛА УКРАИНЫ

Аннотация. В статье всесторонне проанализированы накопленные в процессе реструктуризации отечественного рынка капитала проблемы развития. Определены основные пути их преодоления в соответствии с Меморандумом между Национальной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку и Национальным банком Украины по вопросам сотрудничества в развитии инфраструктуры рынков капитала в нашей стране, реализации Комплексной программы развития финансового сектора Украины до 2020 года и Концепции законодательных изменений относительно функционирования рынков капитала в Украине. Подчеркнута необходимость принятия проекта закона "О внесении изменений в некоторые законодательные акты Украины относительно упрощения привлечения инвестиций и внедрения новых финансовых инструментов" № 2284 и Стратегии развития финансового сектора Украины до 2025 года. Отмечено, что для поддержки развития рынков капитала в нашей стране в долгосрочной перспективе следует предусмотреть имплементацию соответствующих положений законодательства ЕС, в частности требований CSDR, EMIR, MiFID II, MiFIR, PFMI, адаптированных для отечественного рынка, и международных стандартов и принципов IOSCO, а также практик стран – членов Евросоюза.

Ключевые слова: рынок капитала, инфраструктура, регулируемые рынки, реформирование, стратегическое развитие, регулирование, директивы ЕС.

Нормальне функціонування фінансового сектору є ключовою умовою зростання економіки будь-якої країни. Одним із основних елементів повноцінного фінансового сектору є розвинутий ринок капіталу (сектор фінансового ринку, де формуються попит і пропозиція на середньо- й довгостроковий позиковий капітал). У складний для України період ефективний ринок капіталу міг би стати каталізатором забезпечення економічної стабільності та здійснення структурних і комплексних реформ.

Широкий вибір фінансових інструментів на ринках капіталу, умов їх емісії (видачі), погашення й виплати доходу, різні схеми торгівлі та взаємозв'язків між суб'єктами ринків капіталу повинні забезпечувати максимальну мобілізацію фінансових ресурсів, їх раціональний розподіл і перерозподіл

та ефективно використання. Отже, ринки капіталу відіграють важливу роль у економічному зростанні будь-якої країни. Розбудова ринків капіталу, що повноцінно функціонують, є вкрай відповідальним завданням, яке наразі стоїть перед Україною у світлі її інтеграції в європейську і світову економічну спільноту.

З огляду на це, визначення напрямів стабілізації й оздоровлення вітчизняного ринку капіталу в контексті реформування економіки належить до першочергових загальнодержавних завдань на середньострокову перспективу. При цьому варто наголосити на створенні реальних стартових передумов структурної перебудови національної економіки, відновленні інвестиційного процесу, мобілізації через становлення фінансових інституцій. Системність змін вітчизняного ринку капіталу зумовляє потребу в розробленні науково-методичних підходів до розв'язання проблем його реформування.

Ринок капіталу є об'єктом досліджень багатьох зарубіжних і вітчизняних науковців, котрі зробили вагомий внесок у розроблення окресленої проблематики. Зокрема, фундаментальні положення ефективного розвитку ринку капіталу як складової фінансового ринку в розрізі функціонування національних і глобальних фінансових систем викладено такими вченими, як Т. І. Батракова, О. Г. Білорус, Т. І. Єфименко, О. М. Іваницька, С. В. Ляшенко, Г. М. Терещенко та ін. [1–6]. Водночас питання структурної трансформації, модернізації й реформування вітчизняного ринку капіталу в контексті євроінтеграційних процесів висвітлені недостатньо, що обумовлює актуальність пропонованого дослідження.

Мета статті полягає у визначенні проблем функціонування національного ринку капіталу, обґрунтуванні стратегічних напрямів його реформування й модернізації в розрізі євроінтеграційних процесів. Зазначене зумовило потребу в узагальненні проблем розвитку національного ринку капіталу саме в цьому контексті, а також у розробленні практичних рекомендацій щодо проведення глибоких і комплексних реформ.

Розвиток потужних ринків капіталу має вирішальне значення для довгострокової фінансової стабільності, оскільки сприяє залученню капіталу та забезпеченню високого рівня ліквідності в національній валюті без зайвого навантаження на фінансовий сектор. Необхідно виконати детальний аналіз діяльності вітчизняного ринку капіталу з точки зору проблем економічного розвитку й визначити основні напрями його активізації.

Наразі повноцінному функціонуванню та розбудові вітчизняних ринків капіталу перешкоджає ціла низка негативних чинників, а саме:

- низькі темпи економічного зростання, котрі значною мірою є наслідком недорозвиненості ринку капіталу;
- відсутність системного регулювання відносин, які виникають на ринках похідних цінних паперів і деривативних контрактів, що призводить до неефективного розподілу обмежених фінансових ресурсів, підвищення вартості капіталу, зменшення інвестицій, стримує розвиток бізнесу та унеможливає приватні заощадження через інвестиції на ринку капіталу;

- слабкість ланки саморегулювальних організацій (неврегульованість у законодавстві їхньої діяльності на фондовому ринку України);
- недостатня лібералізація валютного ринку;
- брак довіри інвесторів до такого фінансового інструменту, як цінні папери, низька поінформованість населення про можливості ринку капіталу, що обумовлюється негативним досвідом, нестабільністю політичної ситуації, недовірою до держави;
- невідповідність професійного рівня значної кількості суб'єктів ринку капіталу міжнародним критеріям;
- відсутність єдиних підходів до регулювання діяльності організаторів торгівлі;
- ненадання гарантій виконання деривативних контрактів, у т. ч. загальноприйнятих у розвинутих економіках концепцій остаточності розрахунків та ліквідаційного неттінгу;
- відсутність комплексного підходу до вирішення питань, пов'язаних із захистом прав власників облігацій, зокрема на законодавчому рівні не передбачено інститут зборів власників облігацій і колективного представника власників корпоративних облігацій та не визначено обставини, настання яких визнається дефолтом [7];
- невідповідність вітчизняного законодавства європейському в частині регулювання професійної діяльності на ринках капіталу [7];
- практична відсутність інформації про діяльність на ринку капіталу мовою країн ЄС, що свідчить про нерівність прав внутрішніх та іноземних інвесторів [8], тощо.

Очевидно, що вітчизняний ринок капіталу потребує невідкладних реанімаційних “ін'єкцій”, а отже, чималої державної підтримки. Тож постає закономірне питання: що робити та як запобігти таким кризовим ситуаціям у майбутньому? Відповідь: реформувати національний ринок капіталу шляхом його розбудови на основі вивчення й імплементації європейського досвіду та оновлення національної законодавчої бази. Оптимальним варіантом розв'язання проблеми є модернізація, котра полягає не в усеосяжній реорганізації, а в приведенні інституційного сектору, системи біржової торгівлі, обліково-розрахункової інфраструктури ринків капіталу й корпоративного управління у відповідність із міжнародними стандартами.

Надзвичайно важливим є те, що державна політика визначення пріоритетів реформування у окресленій сфері проводиться прозоро, передусім шляхом організації широкого експертного діалогу. Так, 18 квітня 2018 р. на засіданні Комітету Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) з питань стратегії розвитку й економічного аналізу цього ринку була представлена Концепція законодавчих змін щодо функціонування інфраструктури ринків капіталу в Україні (*дали* – Концепція) [7], розроблена за підтримки ЄБРР робочою групою у складі фахівців НКЦПФР, НБУ, Національного депозитарію України, Розрахункового центру з обслугову-

вання договорів на фінансових ринках, юридичної фірми “Sayenko Kharenko” та ін. [9].

В Концепції враховано рекомендації провідної міжнародної компанії у сфері управлінського консалтингу “Oliver Wyman”, котра на замовлення ЄБРР оцінювала стан інфраструктури вітчизняних ринків капіталу. В доповіді експертів компанії зазначено: “...стан розвитку елементів інфраструктури ринків капіталу в Україні характеризується високим рівнем фрагментації. Станом на дату складання доповіді в країні діяло 8 фондових бірж, велика кількість брокерів, дилерів, депозитарних установ та інших професійних учасників ринку цінних паперів. Клірингову діяльність здійснював Розрахунковий центр (єдина компанія, яка має ліцензію на провадження клірингової діяльності в Україні) та фондові біржі (стосовно деривативів, що укладаються на відповідній біржі, без додаткового ліцензування), а також НБУ. Діяльність центрального депозитарію щодо цінних паперів фактично провадили дві установи – Національний депозитарій України та Національний банк України...” [9].

Концепція передбачає модернізацію інфраструктури ринків капіталу, підвищення її ефективності та приведення у відповідність із міжнародними стандартами й практикою. Зокрема, запропоновано такі зміни законодавства щодо клірингової діяльності та депозитарно-розрахункових операцій:

- консолідація виконання функцій центрального депозитарію Національним депозитарієм України [9];
- провадження клірингової діяльності центрального контрагента кліринговими установами, що отримали ліцензію регулятора; скасування законодавчої монополії Розрахункового центру на виконання грошових розрахунків за правочинами щодо цінних паперів;
- встановлення вимог до діяльності центрального контрагента й центрального депозитарію відповідно до директив EMIR і CSDR, але з урахуванням розвитку українського ринку;
- забезпечення справедливого й відкритого доступу центральних контрагентів до бірж та навпаки (за умови дотримання відповідних операційних і технічних вимог) [9];
- вибір моделі клірингу залежно від ліквідності фінансового інструменту;
- запровадження вимоги про відокремлення (сегрегацію) активів, що належать різним учасникам клірингу або депозитарним установам, а також активів депозитарних і клірингових установ від активів їхніх клієнтів;
- надання клієнту права обирати між індивідуальною сегрегацією (*individual client segregation*) і узагальненою (*omnibus client segregation*) [8];
- передбачення при побудові системи грошових розрахунків допуску центрального контрагента до Системи електронних платежів НБУ;
- посилення вимог до корпоративного управління центрального контрагента та центрального депозитарію незалежно від їх організаційно-правової форми [8].

Основні положення Концепції в частині клірингової й депозитарно-розрахункової діяльності наведено в табл. 1.

Таблиця 1. Основні положення Концепції законодавчих змін щодо функціонування інфраструктури ринків капіталу в Україні в частині клірингової та депозитарно-розрахункової діяльності

| Депозитарно-розрахункова діяльність | Клірингова діяльність |
|---|--|
| Центральний депозитарій (ЦД) має здійснювати депозитарне зберігання всіх цінних паперів у бездокументарній формі (консолідація депозитарію НБУ та Національного депозитарію України (НДУ)) | Клірингова діяльність повинна провадитися кліринговими установами, які отримали ліцензію НКЦПФР, включаючи центральних контрагентів, при цьому останні мають відповідати більшості вимог EMIR |
| Закон передбачає вимогу щодо відокремлення (segregation) активів, котрі належать різним депозитарним установам, а також активів депозитарної установи від активів її клієнтів та право клієнта обирати між індивідуальною й узагальноною сегрегацією | Із законодавства слід видалити посилання на Розрахунковий центр (РЦ) і положення про його виключну компетенцію при виконанні грошових розрахунків за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів на фондовій біржі й поза нею, якщо проводяться розрахунки за принципом DvP |
| Грошові розрахунки щодо фінансових інструментів, обіг яких відбувається на біржах, повинні здійснюватися в "грошах центрального банку" (<i>central bank money</i>) через рахунки, відкриті центральним контрагентом у НБУ (доступ ЦД до Системи електронних платежів НБУ) | Встановлення конкретних вимог до ризик-менеджменту центрального контрагента та клірингових установ (включаючи вимоги щодо кредитного ризику, ризику ліквідності і операційних ризиків) і повноваження центрального контрагента, клірингових установ та регулятора визначати й розраховувати різні компоненти послідовності використання коштів на випадок дефолту (<i>default waterfall</i>), зокрема вимоги до капіталу, гарантійного фонду та початкової й варіаційної маржі |
| Встановлення правил щодо процедур і відповідальності в разі невиконання розрахунків протягом застосовного періоду T+, таких як постачання ліквідних цінних паперів третьою особою та грошові штрафи | Забезпечення дотримання принципу прозорості цін на послуги центрального контрагента та його ризик-менеджменту |
| Уповноваження НКЦПФР визначати пруденційні нормативи й вимоги щодо капіталу з метою мінімізації юридичних, операційних та інвестиційних ризиків ЦД | Надання НКЦПФР повноважень щодо ліцензування та визначення організаційних вимог і пруденційних нормативів, інших вимог до діяльності центральних контрагентів, а також звітування про операції |
| Призначення НКЦПФР встановлювати вимоги до інформаційного забезпечення ЦД та депозитарних установ, а також кібербезпеки, що відповідають міжнародним технічним і технологічним стандартам | Передбачення вимоги про відокремлення (segregation) активів, що належать різним учасникам клірингу, а також активів останніх від активів їхніх клієнтів |
| Максимальна автоматизація обробки операцій із цінними паперами (<i>straight through processing</i>), обіг яких відбувається на біржах, тобто уникнення ручного втручання та використання паперових носіїв | Забезпечення справедливого й відкритого доступу центральних контрагентів до бірж та навапи (за умови дотримання відповідних операційних і технічних вимог) |
| Побудова корпоративного управління, що збалансує інтереси акціонерів, посадових осіб органів управління та клієнтів ЦД | Встановлення умов щодо домовленостей про операційну сумісність (<i>interoperability arrangements</i>) між біржами й центральними контрагентами |

Складено за: Концепція законодавчих змін щодо функціонування інфраструктури ринків капіталу в Україні (презентація) / НКЦПФР. URL: https://www.nssmcs.gov.ua/wp-content/uploads/2018/04/Concept_DraftLaw_DepositorySystem_20042018-%D0%BA%D0%BE%D0%BF%D0%B8%D1%8F.pdf.

На думку голови НКЦПФР, необхідно не лише зафіксувати завдання та напрями реформування фінансової інфраструктури, а й визначити конкретні технічні кроки, зокрема стосовно консолідації депозитарного обліку й реформування Розрахункового центру, котрий згодом втратить свій статус монополіста і стане повноцінною кліринговою установою, яка на рівних конкуруватиме з іншими учасниками ринку [9].

Відповідно до Концепції, реформа інфраструктури ринків капіталу передбачає імплементацію таких важливих нормативних актів ЄС [7]: Директиви 98/26/ЄС про остаточність розрахунків у платіжних системах та системах розрахунків у цінних паперах (*Settlement Finality Directive*); Директиви 2002/47/ЄС щодо механізмів застосування фінансової застави (*Financial Collateral Directive*); Регламенту 648/2012 про позабіржові деривативи, центральних контрагентів і торгових репозиторіїв (EMIR); Директиви 2014/65/ЄС про ринки фінансових інструментів (MiFID II); Регламенту 600/2014 про ринки фінансових інструментів із відповідними змінами (MiFIR); Регламенту 909/2014 про вдосконалення розрахунків у цінних паперах в ЄС та центральні депозитарії цінних паперів (CSDR). Окрім того, при розробленні Концепції було враховано Принципи побудови інфраструктури фінансового ринку (PFMI), затверджені IOSCO у квітні 2012 р.

Із метою забезпечення надійної та сталої діяльності професійних учасників ринків капіталу, створення конкурентного середовища на фінансових ринках України, забезпечення захисту прав інвесторів і споживачів фінансових послуг НКЦПФР схвалила Стандарти корпоративного управління для професійних учасників фондового ринку (*далі* – Стандарти), якими визначено підходи до побудови системи корпоративного управління й системи внутрішнього контролю, що включає підсистеми комплаєнсу, управління ризиками, внутрішнього аудиту, а також основні принципи формування політики винагороди в професійних учасниках. Стандарти враховують норми європейського законодавства з питань корпоративного управління й функціонування ринків капіталу та базуються на Концепції корпоративного управління в професійних учасниках ринків капіталу України, затвердженої рішенням НКЦПФР від 29.03.2018 № 173.

Насамперед зауважимо, що до появи Стандартів інфраструктура корпоративного управління в Україні була орієнтована виключно на емітентів цінних паперів. Описана в Стандартах система корпоративного управління повинна стати невід'ємною частиною системи управління ризиками професійного учасника та допомагати визначити схильність до ризиків і прийнятний рівень ризику, підтримувати адекватні внутрішні правила й процедури, націлені на запобігання виникненню та управління ризиками, а також вживати адекватні заходи щодо мінімізації останніх. Метою цього консолідованого документа, що поєднав у одну програму напрями реформ сегментів ринку капіталу, є забезпечення сприятливих умов для його розвитку, підвищення інвестиційної привабливості й відновлення довіри інвесторів [10].

Питання трансформації інфраструктури ринків капіталу належить до ключових пунктів Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року (компонент В “Розбудова інституційної спроможності регуляторів фінансового сектору”) [11]. Окрім того, відповідно до зазначених проблемних питань та способів і принципів їх вирішення 27 червня 2017 р. підписано Меморандум між НБУ та НКЦПФР про взаєморозуміння стосовно співробітництва у розвитку інфраструктури ринків капіталу в Україні [12; 13]. Цим документом закріплено цілі стратегії реформи фінансового сектору в частині трансформації інфраструктури ринків капіталу, принципи функціонування цієї інфраструктури та її окремих елементів, а також окреслено кроки, необхідні для її реформування. Викладені в Меморандумі положення сформульовані, зокрема, на підставі звіту консалтингової компанії “Oliver Wyman” (звіт підготовлено в рамках проекту з модернізації й консолідації пост-трейдингової інфраструктури в Україні за підтримки ЄБРР), складеному на підставі аналізу найкращих практик побудови інфраструктури ринків капіталу з метою пошуку оптимальної моделі, яка забезпечила би поточні потреби та можливості для розвитку вітчизняного фондового ринку. Поряд із питаннями щодо інфраструктури в рамках Меморандуму погоджено розв’язання корпоративної проблеми, а саме розмежування функцій регулювання операцій у межах інфраструктури та управління корпоративними правами її центральних елементів. Меморандум висвітлює узгоджену регуляторами візію, на котрій базуватиметься реформа депозитарно-розрахункової й клірингової інфраструктури.

Так, із метою трансформації інфраструктури ринків капіталу передбачаються такі основні заходи:

- поетапне впровадження оновленої, сучасної клірингової моделі, що буде імplementована в Україні з урахуванням поточного стану ринків капіталу, проблем, ризиків, потреб ринку та його учасників, їхніх вимог і можливостей [12];

- трансформація Розрахункового центру з банківської установи в спеціалізовану фінансову установу. Замість проведення банківських розрахунків учасників операцій із цінними паперами центр відіграватиме роль “полегшеного центрального контрагента”, котрий забезпечуватиме здійснення клірингу й розрахунків із використанням попереднього депонування активів та з поступовим запровадженням часткового покриття й розрахунків на умовах T + N;

- впровадження в НДУ та Розрахунковому центрі найкращих стандартів і практик корпоративного управління, в т. ч. задля підвищення ефективності ведення ними бізнесу, забезпечення їх операційної беззбитковості та залучення стратегічного інвестора до складу їхніх акціонерів;

- реалізація основних функціональних, технологічних і регуляторних передумов для консолідації наявних депозитаріїв (НБУ та НДУ). Ідеться, зокрема, про забезпечення безперешкодного здійснення монетарних операцій

НБУ, а також надійності зберігання й виконання розрахунків за угодами з державними цінними паперами [12].

Відповідно, стратегія підтримки розвитку та функціонування ринків капіталу в Україні в довгостроковій перспективі має передбачати:

1) імплементацію відповідних положень законодавства ЄС, наприклад MiFID (*The Markets in Financial Instruments Directive*), і міжнародних стандартів, зокрема принципів Міжнародної організації комісій із цінних паперів (*International Organization of Securities Commissions – IOSCO*) щодо функціонування інфраструктури ринків капіталу, та практик країн – членів ЄС [14];

2) підтримку трансформації й консолідації інфраструктури ринків капіталу на засадах принципів “розумності витрат” і “розумності строку” реалізації; збереження можливості їх оновленої інфраструктури виконувати наявні функції та обслуговувати клієнтів із паралельним наданням можливості запровадження нових послуг і залучення нових клієнтів на всіх типах регульованих ринків та за всіма видами фінансових інструментів і товарів (у т. ч. встановлення повнофункціональних кореспондентських відносин із центральними депозитаріями й центральними контрагентами країн ЄС) [14];

3) забезпечення відповідності оновлених інформаційних технологій міжнародним стандартам (щодо функціональності та захищеності), які забезпечуватимуть безперервне функціонування інфраструктури ринків капіталу за умови зростання обсягів операцій; розбудову їх оновленої інфраструктури, здатної функціонувати на принципах операційної беззбитковості тощо.

Україні важливо не лише визначити напрями переходу до стратегічного реформування ринку капіталу, а й внести відповідні зміни до нормативно-правових актів, конкретизувавши завдання та цілі. Такі документи вимагають комплексного бачення перспектив законодавчої підтримки національних реформ і утворюють систему антикризових заходів, покликану втілити в державне управління фінансовим сектором загалом та ринком капіталу зокрема засади стратегічного управління, котрі мають превентивний характер і не обмежуються декількома роками.

Для ґрунтовнішого аналізу й пошуку оптимальних шляхів розв'язання окреслених проблемних аспектів у Програмі діяльності Кабінету Міністрів України, затвердженій постановою Уряду від 29.09.2019 № 849, зокрема в розділі 7, цілі 7.1, наголошено, що “в Україні заплановано створювати ринок капіталу через забезпечення вирівнювання регулювання реального та фінансового секторів економіки, усунення бар'єрів для притоку капіталу в реальний сектор економіки. Ці дії передбачають розвиток корпоративного управління, покращення системи фінансової звітності, детінізацію економіки” [15].

Варто наголосити, що Угода про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони, зобов'язує Україну привести чинне законодавство у відповідність із законодавством ЄС, зокрема у сфері фінансових послуг, корпоративного управління й діяльності ком-

паній. З метою імплементації до національного законодавства положень наведених актів ЄС і запровадження нових підходів до модернізації вітчизняного ринку капіталу найближчими роками Комітетом з питань фінансів, податкової та митної політики Верховної Ради України розроблено проект закону “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів” від 17.10.2019 № 2284 [16] на заміну законопроекту “Про деривативи та фінансові ринки” № 9035, яким передбачено врегулювання відносин, що виникають під час розміщення та обігу цінних паперів, укладення й виконання деривативних контрактів і правочинів із ними. Новий законопроект покликаний сприяти комплексному врегулюванню принципів функціонування організованих товарних ринків, у т. ч. застосуванню уніфікованого підходу до організації торгівлі активами, допущеними до неї на таких ринках, задля забезпечення прозорості цін, які формуються на таких ринках, та запобігання маніпулюванню на них. Однак законопроектом не передбачено регулювання діяльності учасників товарних ринків (окрім операторів організованих товарних ринків) і операцій, які здійснюються з товарами поза організованим ринком [16]. За результатами спільної зустрічі членів міжфракційного об’єднання “Економіка.NOW” із представниками Міжнародного валютного фонду в Україні цей документ визнано пріоритетним законопроектом МВФ у розрізі економічних реформ [17].

З огляду на зазначене, вважаємо за доцільне розглянути, наскільки заходи, передбачені в законопроекті, відповідають меті щодо реформування ринку капіталу України та науково обґрунтованим шляхам їх досягнення, а також окреслимо висунуті для обговорення ініціативи, запропоновані нормотворцями для наближення України до вимог і стандартів ЄС (MiFID II, MiFIR, EMIR). Новації законопроекту можна поділити на окремі блоки, а саме: фінансова інфраструктура, фінансові посередники, фінансові інструменти та “правила гри” на ринку.

1. *Фінансова інфраструктура.* Законопроект передбачає введення інституту оператора регульованого ринку для забезпечення централізованого укладання й дотримання угод, створення торгового репозиторію (бази даних) для повноцінного функціонування ринків деривативів та запровадження центрального контрагента для запобігання ризикам невиконання угод і розрахунку за ними [18; 19]. Окрім того, планується створити модель Багатосторонньої торговельної системи (MTF), тобто ринок для малого й середнього бізнесу, та запровадити гнучкий ринок облігацій і контрактів деривативів – Організовану торговельну систему (OTF) [18; 19]. Також передбачається, що організатори торгівлі замість однієї ліцензії на фондовому ринку й відсутності таких на товарному ринку обиратимуть із семи ліцензій на ринках капіталу і двох на товарному ринку [18].

2. *Фінансові посередники.* Згідно з презентацією НКЦПФР “Фінансовий безвіз” від 17 жовтня 2019 р. [19], заплановано перетворення торговців цінними паперами на інвестиційні компанії за європейською моделлю, що

дасть їм змогу офіційно надавати інвестиційні консультації, застосовувати більш зважений підхід до ліцензування та ширші можливості для ведення бізнесу. У світі така модель має назву “know your customer” (“знай свого клієнта”). Її використання сприятиме чіткішому дотриманню Україною вимог фінансового моніторингу. Ліцензування здійснюватиметься за принципом: менша відповідальність – менші вимоги для отримання ліцензії, більша відповідальність – більші вимоги. Інвестиційна компанія зможе використовувати у своїй діяльності пов'язаних агентів, котрі діятимуть від її імені, в її інтересах, під її контролем і за її рахунок [19; 20].

3. *Фінансові інструменти.* Заплановано введення в дію нового спектра фінансових інструментів, що включає деривативні контракти, депозитні сертифікати банків і випуск за новою процедурою більш захищених корпоративних облігацій. Окрім цього, законопроектом передбачено запровадження загальних правил випуску похідних цінних паперів. Завдяки таким нововведенням деривативні контракти, укладені українськими компаніями, будуть визнані на міжнародному ринку. Нормотворці пропонують запровадити також збори власників облігацій і адміністратора з випуску облігацій. Такі збори забезпечать власникам облігацій кращий контроль стану емітента й можливість колективного прийняття рішень, обов'язкових для емітента. А введення посади адміністратора з випуску полегшить колективні дії власників і налагодить зв'язок між ними та емітентом.

4. *“Правила гри” на ринку.* Передбачено запровадження диференційованого підходу до інвесторів із поділом їх на кваліфікованих та некваліфікованих. Цей крок покликаний знизити ризики, властиві платіжним і депозитарним системам, та забезпечити стабільність їх роботи.

Вважаємо такий крок досить логічним, адже прийняття законопроекту “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів” сприятиме:

- ефективній розбудові ринків деривативних (похідних) фінансових інструментів;

- розвитку торговельної інфраструктури на основі уніфікованих підходів, що, у свою чергу, допоможе в майбутньому зменшити ризики невиконання угод, отримати прозорі ціни на активи, які будуть допущені до торгів на ринках капіталу й організованих товарних ринках, та репрезентативні біржові цінові індикатори, а отже, поліпшити управління ціновими ризиками;

- наданню учасниками ринків капіталу ширшого спектра фінансових послуг;

- підвищенню ефективності та надійності функціонування ринків капіталу, розбудові ринку корпоративних облігацій і створенню умов для забезпечення ефективного захисту прав власників облігацій (корпоративних, внутрішніх місцевих позик, міжнародних фінансових організацій, іпотечних);

– збільшенню інвестицій у національну економіку, зокрема завдяки зростанню довіри внутрішніх та іноземних інвесторів через запровадження цивілізованих і уніфікованих правил на організованому ринку;

– виконанню вимог Угоди про асоціацію України з ЄС у частині імплементації директив ЄС 98/26/ЄС, 2001/34/ЄС, 2007/36/ЄС, 2014/65/ЄС, 2013/36/ЄС та Регламентів ЄС 648/2012, 600/2014 і 575/2013, інших відповідних актів Євросоюзу [16].

Таким чином, прийняття зазначеного законопроекту приведе національну законодавчу базу у відповідність із вимогами, стандартами й законодавством ЄС, створить нормативно-правове поле для функціонування регульованого ринку капіталу шляхом запровадження деривативів як інструментів згладжування цінових коливань.

Розглянемо переваги та можливості, котрі учасники ринку капіталу отримають від прийняття цієї законодавчої ініціативи (табл. 2).

При цьому не можна залишити поза увагою проект закону “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо функціонування ринків капіталу” від 06.11.2019 № 2284-1, котрий є альтернативним законопроекту “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення

Таблиця 2. Переваги від прийняття проекту закону “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів”

| Учасники ринку капіталу | Переваги від прийняття законопроекту |
|---|--|
| Громадяни України | Цей закон у довгостроковій перспективі розширить можливості для громадян безпечно та надійно вкладати власні кошти у недержавні пенсійні фонди та користуватись послугами страхових компаній та кредитних спілок, інвестувати у прибуткові українські підприємства та отримувати дивіденди |
| Великий бізнес | Український великий бізнес, насамперед виробничий, отримає нові джерела капіталу для інвестицій і розвитку підприємства й виробництва. Це означає створення нових робочих місць і більші прибутки для малого та середнього бізнесу, який обслуговує великий бізнес |
| Класичні фінансові установи (недержавні пенсійні фонди, страхові компанії та кредитні спілки) | Такі фінансові установи отримають можливість безпечно й довгостроково інвестувати кошти своїх клієнтів та формувати надійні резерви. Наприклад, закон дасть поштовх для розвитку недержавних пенсійних фондів, тож громадяни матимуть змогу безпечно відкласти собі на пенсію вже з 30–35-річного віку |
| Фінансові посередники | Прийняття законопроекту дасть потужний імпульс для розвитку фактично нового для України типу бізнесу або професії – фінансовий посередник. Це може бути професіонал чи компанія, що допомагатимуть вітчизняному внутрішньому інвесторові вигідно вкладати капітал у національну економіку |
| Держава | Україна стане новим суб'єктом міжнародного фінансового ринку – стабільний і зрозумілий внутрішній ринок капіталу зацікавить міжнародних інвесторів |

Складено за: Проект Закону про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів / Верховна Рада України. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=67117; Гетманцев Д. Законопроект про ринок капіталу: про що і для кого. URL: <https://nv.ua/ukr/biz/experts/danilo-getmancev-pro-noviy-zakonoproekt-pro-rinok-kapitalu-novini-ukrajini-50049617.html>.

залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів” [21]. Він розроблений із метою комплексного врегулювання питань щодо впорядкування нормативного регулювання для організованих ринків капіталу, їхніх операторів, професійних та інших учасників фінансових ринків (ринків капіталу); розбудови інфраструктури останніх; функціонування ринків похідних цінних паперів і деривативів; забезпечення захисту законних прав та інтересів учасників ринків капіталу, в т. ч. захисту прав власників облігацій, зокрема шляхом передбачення інституту їх зборів та їх колективного представника, відповідно до найкращих світових практик; удосконалення порядку емісії цінних паперів і системи розкриття інформації на ринках капіталу згідно з вимогами європейського законодавства; впорядкування діяльності з надання інформаційних послуг на ринках капіталу відповідно до світових практик та європейського законодавства [21]. Як бачимо, головні вектори розвитку вітчизняного ринку капіталу, окреслені в цих двох законопроектах, збігаються.

Крім того, питання трансформації інфраструктури ринків капіталу є одним із ключових пунктів проекту Стратегії розвитку фінансового сектору України до 2025 року, зокрема її четвертого напрямку “Розвиток фінансових ринків”. Враховуючи зазначене, міжвідомча робоча група у складі представників Національного банку, Секретаріату Кабінету Міністрів, Міністерства фінансів, Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, встановила такі пріоритетні напрями розбудови ринку капіталу [22]:

1) формування ефективної інфраструктури ринків капіталу: забезпечення кліринговою інфраструктурою можливості проведення торгів із використанням варіаційної маржі, впровадження міжнародних стандартів функціонування інфраструктури ринків капіталу, зокрема CSDR, EMIR, MiFID II, MiFIR, PFMI, адаптованих для вітчизняного ринку, затвердження національних генеральних угод, що відповідають стандартам GMRA & ISDA;

2) створення ліквідних ринків фінансових інструментів і механізмів/інструментів зниження ризиків проведення фінансових операцій: розвиток ліквідного ринку державних облігацій, удосконалення регулювання й розбудова ринків деривативних (похідних) фінансових інструментів, запуск обігу товаророзпорядчих цінних паперів, запровадження інституту сек'юритизації активів;

3) інтеграція фінансових інструментів у гривні в глобальні фінансові ринки: сприяння торгівлі фінансовими інструментами, номінованими в національній валюті, на міжнародних ринках; включення українських цінних паперів у міжнародні індекси.

За кожним із окреслених напрямів наразі визначаються стратегічні цілі, на досягнення котрих будуть спрямовуватися зусилля регуляторів фінансових ринків, а також кількісні та якісні індикатори, що свідчитимуть про їх

досягнення. Широке залучення до цієї професійної дискусії учасників фінансових ринків і експертної аудиторії сприятиме розробленню Стратегії, що сформує підґрунтя для сталого й інклюзивного розвитку ринку капіталу та національної економіки загалом, підвищення добробуту всіх громадян України.

На наш погляд, на базі фундаментальних документів, які визначають стратегію розвитку держави й економіки, доцільно систематизувати єдиний перелік законопроектів, котрі повинні бути прийняті та впроваджені на виконання вказаних стратегічних планів. У цьому контексті надзвичайно важливим є також прийняття таких законопроектів: “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту інвесторів від зловживань на ринках капіталу”, “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів”, “Про рейтингування”, “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо розширення диспозитивності та діджиталізації господарських товариств” тощо. Прийняття цих законопроектів сприятиме посиленню дисципліни учасників вітчизняного ринку капіталу; розбудові системи ефективної протидії зловживанням на ньому; збільшенню інвестицій у національну економіку завдяки підвищенню довіри до ефективності державного регулювання ринку капіталу [23].

Запорукою успіху державних заходів у контексті реформування інфраструктури ринку капіталу України є забезпечення узгодженості середньострокової стратегії з чинною практикою регулювання, тобто зусилля органів державної влади повинні бути в рамках її загальної стратегії, але при цьому враховувати специфіку вітчизняного ринку капіталу.

З огляду на викладене, є очевидною потреба в якнайшвидшому формуванні в Україні оновленої ідеології та розробленні відповідних напрямів реформування вітчизняного ринку капіталу. Дослідження засвідчили необхідність якісної перебудови цього ринку шляхом реформування більшості його складових та усунення перешкод, що гальмують його сталий розвиток. На нашу думку, ефективність функціонування українського ринку капіталу можна забезпечити за рахунок оновлення нормативно-правової бази, враховуючи помилки попередніх періодів і керуючись набутим досвідом. Реалізація таких стратегічних орієнтирів допоможе оцінити дії, спрямовані на поліпшення функціонування ринку капіталу на середньостроковий період, що сприятиме збільшенню його інвестиційного потенціалу, перетворить його на важливий системоутворюючий елемент вітчизняної фінансової системи та посилить його роль у забезпеченні економічного зростання України.

Підсумовуючи викладене, варто зауважити, що реформований вітчизняний ринок капіталу має стати однією зі складових фундаменту, котрий забезпечить розбудову в Україні стійкої й прозорої фінансової системи, котра сприятиме подоланню викликів і загроз, які постали перед нашою країною, її довгостроковому економічному зростанню, фінансовій безпеці, а також уможливить її інтеграцію в європейський економічний простір. Такий комплекс-

ний підхід до реформування ринку капіталу дасть потужний імпульс для досягнення високого рівня розвитку національної економіки.

Перспективи подальших досліджень окресленої проблематики вбачаються в розробленні доктринальної моделі проекту Програми розвитку ринку капіталу України на середньострокову перспективу, яка має бути стратегічно вивіреною та ґрунтуватися на цілісній інтегративній моделі системи принципів правової держави й галузевих правових засадах, одним із компонентів котрої повинен стати вектор розвитку вітчизняного ринку капіталу з відповідними затвердженими фінансовими індикаторами. Зокрема, програмний документ має передбачати зростання ролі ринку капіталу в процесах перерозподілу фінансових ресурсів, їх акумулювання для розв'язання пріоритетних державних завдань, розширення інвестиційних можливостей професійних учасників цього ринку; створення цілісної й ефективної системи ринку капіталу та фінансових інститутів; стале підвищення його капіталізації й розширення практики залучення інвестицій із використанням інструментів ринку капіталу, поліпшення позицій України в рейтингах Світового банку за показниками обсягу торгів цінними паперами та відношення обсягу торгів цінними паперами до ВВП, підвищення індексу фондового ринку (S&P), індексу рівня захисту інвесторів, запровадження Принципів побудови інфраструктури фінансового ринку IOSCO (PFMI) й положень законодавства ЄС, зокрема вимог CSDR, EMIR, MiFID II, MiFIR, PFMI, адаптованих для вітчизняного ринку, досягнення статусу Advanced Emerging, а також проведення єдиної державної політики поліпшення інвестиційного клімату держави.

Список використаних джерел

1. Батракова Т. І., Пікалова А. М. Інтеграція України у світовий ринок капіталу: проблеми та перспективи. *Економіка і суспільство*. 2016. № 7. С. 707–710.
2. Фінансова глобалізація і євроінтеграція / за ред. О. Г. Білоруса, Т. І. Єфименко ; ДННУ “Акад. фін. упр.”. Київ, 2015. 496 с.
3. Модернізація фінансової системи України в процесі євроінтеграції : у 2 т. Т. 2. / Т. І. Єфименко, С. С. Гасанов, П. М. Леоненко та ін. ; за ред. О. В. Шлапака, Т. І. Єфименко ; ДННУ “Акад. фін. упр.”. Київ, 2014. 784 с.
4. Іваницька О. М. Інтеграція України в глобалізоване фінансове середовище. *Філософія інтеграції* : монографія / за заг. ред. В. Д. Бондаренка, Ф. Г. Васькука ; Закарпат. держ. ун-т. Ужгород, 2011. С. 405–460.
5. Ляшенко С. В. Формування ринку капіталів України та шляхи його взаємодії з країнами Співдружності незалежних держав (СНД). *Економічний вісник Донбасу*. 2014. № 2. С. 105–119.
6. Терещенко Г. М., Клименко К. В. Зарубіжний досвід стимулювання розробки та застосування інновацій через фінансові інструменти. *Фінансове забезпечення інноваційних проектів малого та середнього бізнесу: глобальні виклики та українські реалії* : тези І Міжнар. наук.-практ. інтернет-конф., м. Київ, 7 груд. 2016 р. / Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана. Київ, 2016. С. 211–214.
7. Концепція законодавчих змін щодо функціонування інфраструктури ринків капіталу в Україні (презентація) / НКЦПФР. URL: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2018/04/Concept_DraftLaw_DepositorySystem_20042018-%D0%BA%D0%BE%D0%BF%D0%B8%D1%8F.pdf.

8. MSCI Global Market Accessibility Review. June 2018. URL: https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Global_Market_Accessibility_Review_June_2018_%28FINAL%29.pdf/04dd3b70-487a-8395-912c-89a202b5b4fa.

9. В НКЦПФР представили концепцію законодавчих змін щодо функціонування інфраструктури ринків капіталу в Україні / НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/2018/04/18/v-nktspfr-predstavili-kontseptsyu-zakonodavtchih-zmn-shtodo-funktsonuvannya-nfrastrukturi-rinkv-kaptalu-v-ukran/>.

10. Професійні учасники ринків капіталу матимуть систему корпоративного управління / НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/2019/07/31/profesyln-utchasniki-rinkv-kaptalu-matimuty-sistemu-korporativnogo-upravlnnya/>.

11. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року / Нац. рада реформ. URL: <http://reforms.in.ua/Content/download/Reforms/Financial%20sector/Complex%20program%20finance%20v4.pdf>.

12. НБУ та НКЦПФР підписали Меморандум про взаєморозуміння стосовно співробітництва у розвитку інфраструктури ринків капіталу в Україні / Нац. банк України. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=50985365.

13. Звіт про виконання Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року за 2018 рік. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2019/02/%D0%97%D0%B2%D1%96%D1%82-%D0%BF%D0%BE-%D0%9A%D0%9F-2020-%D0%B7%D0%B0-2018-%D1%80%D1%96%D0%BA-003.pdf>.

14. Регулятори обговорили шляхи трансформації інфраструктури ринку капіталів з її учасниками / Нац. банк України. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=36017425.

15. Про затвердження Програми діяльності Кабінету Міністрів України : постанова Кабінету Міністрів України від 29.09.2019 № 849. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/849-2019-%D0%BF>.

16. Проект Закону про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів / Верховна Рада України. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=67117.

17. Члени міжфракційного об'єднання "Економіка.NOW" обговорили з представниками Міжнародного валютного фонду в Україні пріоритети в економічних реформах / Верховна Рада України. URL: <https://www.rada.gov.ua/news/Novyny/184123.html>.

18. Депутати "Слуги народу" внесли оновлений законопроект "Про деривативи та фінансові ринки" / Інтерфакс-Україна. URL: <https://ua.interfax.com.ua/news/economic/619736.html>.

19. Чи можливий "фінансовий безвіз" для України? URL: <https://www.slideshare.net/NSSMC/ss-183122973>.

20. "Финансовый безвиз" для Украины? И это возможно. URL: <https://finance.liga.net/ekonomika/opinion/finansovyy-bezviz-dlya-ukrainy-i-eto-vozmojno>.

21. Проект Закону про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо функціонування ринків капіталу / Верховна Рада України. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=67302.

22. Стратегія розвитку фінансового сектору України до 2025 року (проект) / Нац. банк України. URL: <https://bank.gov.ua/about/refactoring/develop-strategy>.

23. Законопроекти щодо розвитку ринків капіталу, які потребують першочергового прийняття Верховною Радою / НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/2018/09/05/zakonoproekti-shtodo-rozvitku-rinkv-kaptalu-yak-potrebuyuty-pershotchergovogo-priynyattya-verhovnoyu-radoyu/>.

References

1. Batrakova, T. I., Pikalova, A. M. (2016). Integration of Ukraine in world capital market: problems and prospects. *Economy and Society*, 7, 707–710 [in Ukrainian].

2. Bilorus, O. H., Iefymenko, T. I. (Eds.). (2015). *Financial globalization and European integration*. Kyiv: DNNU "Akademiia finansovoho upravlinnia" [in Ukrainian].
3. Shlapak, O. V., Iefymenko, T. I. (Eds.). (2014). *Modernization of Ukraine's financial system in the process of European integration* (Vol. 2). Kyiv: DNNU "Akademiia finansovoho upravlinnia" [in Ukrainian].
4. Ivanytska, O. M. (2011). Integration of Ukraine into the globalized financial environment. In V. D. Bondarenko, F. H. Vashchuk (Eds.). *The philosophy of integration* (pp. 405–460). Uzhhorod: Zakarpatskyi derzhavnyi universytet [in Ukrainian].
5. Liashenko, S. V. (2014). The formation of the Ukrainian capital market and ways of cooperation with the countries of the Commonwealth of Independent States (CIS). *Economic Herald of the Donbass*, 2, 105–119 [in Ukrainian].
6. Tereshchenko, H. M., Klymenko, K. V. (2016). Foreign experience in stimulating the development and application of innovations through financial instruments. In *Financial support for innovative small and medium-sized business projects: global challenges and Ukrainian realities* (pp. 211–214). Kyiv: Kyivskyi natsionalnyi ekonomichnyi universytet imeni V. Hetmana [in Ukrainian].
7. National Securities and Stock Market Commission. (n. d.). *Concept of legislative changes on the functioning of the capital markets infrastructure in Ukraine (presentation)*. Retrieved from https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2018/04/Concept_DraftLaw_DepositorySystem_20042018-%D0%BA%D0%BE%D0%BF%D0%B8%D1%8F.pdf [in Ukrainian].
8. MSCI. (2018, June). *MSCI Global Market Accessibility Review*. Retrieved from https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Global_Market_Accessibility_Review_June_2018_%28FINAL%29.pdf/04dd3b70-487a-8395-912c-89a202b5b4fa.
9. National Securities and Stock Market Commission. (2018, April 18). *National Securities and Stock Market Commission introduces concept of legislative changes on the functioning of capital markets infrastructure in Ukraine*. Retrieved from <https://www.nssmc.gov.ua/2018/04/18/v-nktpfpr-predstavili-kontseptsyu-zakonodavtchih-zmn-shtodofunktsonuvannya-nfrastrukturi-rinkv-kaptalu-v-ukran/> [in Ukrainian].
10. National Securities and Stock Market Commission. (2019, July 31). *Professional participants in the capital markets will have a corporate governance system*. Retrieved from <https://www.nssmc.gov.ua/2019/07/31/profesyntchasniki-rinkv-kaptalu-matimuty-sistemukorporativnogo-upravlnnya/> [in Ukrainian].
11. National council of reforms. (n. d.). *Comprehensive program of development of the financial sector of Ukraine until 2020*. Retrieved from <http://reforms.in.ua/Content/download/Reforms/Financial%20sector/Complex%20program%20finance%20v4.pdf> [in Ukrainian].
12. National Bank of Ukraine. (2017, June 27). *National Bank of Ukraine and National Securities and Stock Market Commission sign Memorandum of understanding on cooperation in development of capital markets infrastructure in Ukraine*. Retrieved from https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=50985365 [in Ukrainian].
13. National Securities and Stock Market Commission. (2019, February). *Report on the implementation of the Comprehensive program for the development of the financial sector of Ukraine until 2020 for 2018*. Retrieved from <https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2019/02/%D0%97%D0%B2%D1%96%D1%82-%D0%BF%D0%BE-%D0%9A%D0%9F-2020-%D0%B7%D0%B0-2018-%D1%80%D1%96%D0%BA-003.pdf> [in Ukrainian].
14. National Bank of Ukraine. (2016, September 1). *Regulators discussed ways to transform the capital market infrastructure with its participants*. Retrieved from https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=36017425 [in Ukrainian].
15. Cabinet of Ministers of Ukraine. (2019). *On approval of the Program of activity of the Cabinet of Ministers of Ukraine* (Decree No. 849, September 29). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/849-2019-%D0%BF> [in Ukrainian].
16. Verkhovna Rada of Ukraine. (2019). *Draft Law on amendments to certain legislative acts of Ukraine on simplification of investment attraction and introduction of new financial*

instruments. Retrieved from http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=67117 [in Ukrainian].

17. Verkhovna Rada of Ukraine. (2019, November 8). *Members of the inter-factional union "Economics.NOW" discussed with representatives of the International Monetary Fund in Ukraine priorities in economic reforms*. Retrieved from <https://www.rada.gov.ua/news/Novyny/184123.html> [in Ukrainian].

18. Deputies of "Servants to the People" introduced an update on the Draft Law "On derivative and financial markets". (2019, October 18). *Interfax-Ukraine*. Retrieved from <https://ua.interfax.com.ua/news/economic/619736.html> [in Ukrainian].

19. Is a "financial visa-free" possible for Ukraine? (2019, October 17). *www.slideshare.net*. Retrieved from <https://www.slideshare.net/NSSMC/ss-183122973> [in Ukrainian].

20. "Financial visa-free" for Ukraine? And it is possible. (2019, October 25). *Liga.Finance*. Retrieved from <https://finance.liga.net/ekonomika/opinion/finansovyy-bezviz-dlya-ukrainy-i-eto-vozmojno> [in Ukrainian].

21. Verkhovna Rada of Ukraine. (2019). *Draft Law on amendments to certain legislative acts of Ukraine on the functioning of the capital markets*. Retrieved from http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=67302 [in Ukrainian].

22. National Bank of Ukraine. (n. d.). *Strategy of development of the financial sector of Ukraine till 2025 (project)*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/about/refactoring/development-strategy> [in Ukrainian].

23. National Securities and Stock Market Commission. (2018, September 5). *Draft Laws on the development of capital markets that require priority adoption by the Verkhovna Rada*. Retrieved from <https://www.nssmc.gov.ua/2018/09/05/zakonoproekti-shtodo-rozvitku-rinkv-kaptalu-yak-potrebuyuty-pershotchergovogo-priynyattya-verhovnoyu-radoyu/> [in Ukrainian].