

Г. М. Терещенко

кандидат економічних наук, старший науковий співробітник, завідувач відділу фінансових ринків НДФІ ДННУ “Академія фінансового управління”, Київ, Україна, tganna@ukr.net

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

**КОМПЕНСАЦІЙНІ МЕХАНІЗМИ ЗАХИСТУ ІНВЕТОРІВ:
ЗАРУБІЖНИЙ ДОСВІД ТА УКРАЇНСЬКІ РЕАЛІЇ**

Анотація. У сучасних умовах є нагальна потреба в реформуванні фінансового ринку України шляхом впровадження дієвих механізмів захисту прав інвесторів – споживачів фінансових послуг, а також у підвищенні його конкурентоспроможності шляхом усунення спекулятивних схем і маніпуляцій. У статті порушено питання захисту прав інвесторів, зокрема запровадження компенсаційних механізмів. Оскільки запровадження в Україні компенсаційних схем при залученні коштів від інвесторів є однією з обов'язкових умов гармонізації національного законодавства з європейським, досліджено зарубіжний досвід застосування компенсаційних схем захисту інтересів інвесторів. Розкрито особливості впровадження у вітчизняну практику фондового ринку компенсаційних механізмів на базі фонду гарантування інвестицій, головним завданням якого стане убезпечення інвесторів від ризику втрати інвестованих ними фінансових активів та захист учасників такого фонду від недоотримання запланованого обсягу фінансових ресурсів. Науково-практичне значення результатів дослідження полягає у визначенні основних напрямів підвищення ефективності механізму захисту інтересів інвесторів, що матиме потужний стимулюючий вплив на фінансовий ринок України та сприятиме поліпшенню її інвестиційного іміджу.

Ключові слова: інвестиції, інвестори, права власності, компенсаційні схеми, інвестиційні компанії, фінансові інструменти, фонд гарантування інвестицій.

Табл. 1. Літ. 18.

Hanna Tereshchenko

Ph. D. (Economics), Senior research fellow, SESE “The Academy of Financial Management”, Kyiv, Ukraine, tganna@ukr.net

Kateryna Klymenko

Ph. D. (Economics), SESE “The Academy of Financial Management”, Kyiv, Ukraine, klymenko_kateryna@ukr.net

**COMPENSATION MECHANISMS FOR THE PROTECTION
OF INVESTORS: FOREIGN EXPERIENCE AND UKRAINIAN REALITIES**

Abstract. The financial market of Ukraine in the current realities of its development requires an immediate reform by introducing effective mechanisms for protecting the rights of investors – consumers of financial services and forming a competitive national financial market by eliminating speculative and manipulative schemes on it. The article addresses the issues of protection of investors' rights, in particular the introduction of compensatory mechanisms. The purpose of the article is to justify the necessity

© Терещенко Г. М., Клименко К. В., 2017

of developing a compensation mechanism for the protection of investors' interests in Ukraine based on the introduction of an investment guarantee fund, which is an indispensable attribute of a developed financial market and improves the investment climate, while the actual investment process becomes more comfortable and safe for all subjects of market relations. Taking the position that the introduction of compensation schemes in Ukraine in attracting funds from investors is one of the prerequisites for bringing the legislation of Ukraine in line with the requirements of EU legislation, the article examines the foreign experience of applying compensation schemes to protect investors' interests. The article identifies peculiarities of the introduction of compensatory mechanisms of the stock market functioning on the basis of the investment guarantee fund aimed to protect investors from the risk of loss of their financial assets invested and participants of such a fund from the shortfall in the planned amount of financial resources and premature withdrawal by the owners entrusted with the capital management. Based on the empirical and other methods of scientific knowledge, conclusions are drawn regarding the main problems and prospects of introducing compensatory mechanisms for the protection of investors. Possible ways of improving compensation schemes for protecting the interests of investors and developing their legislative regulation are outlined. The scientific and practical value of the research findings is to determine the primary areas for improving the effectiveness of the mechanism for protecting the interests of investors, which will have a powerful stimulating effect on the Ukrainian financial market and contribute to improving the investment image of Ukraine.

Keywords: investors, property rights, compensation schemes, investment companies, financial instruments, investment guarantee fund.

JEL classification: E20, G22, G24.

А. Н. Терещенко

кандидат экономических наук, старший научный сотрудник, заведующая отделом финансовых рынков НИФИ ГУНУ "Академия финансового управления", Киев, Украина

Е. В. Клименко

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

**КОМПЕНСАЦИОННЫЕ МЕХАНИЗМЫ ЗАЩИТЫ ИНВЕСТОРОВ:
ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ И УКРАИНСКИЕ РЕАЛИИ**

Аннотация. В современных условиях есть насущная потребность в реформировании финансового рынка Украины путем внедрения действенных механизмов защиты прав инвесторов – потребителей финансовых услуг, а также в повышении его конкурентоспособности посредством устранения спекулятивных схем и манипуляций. В статье затронуты вопросы защиты прав инвесторов, в частности введения компенсационных механизмов. Поскольку введение в Украине компенсационных схем при привлечении средств от инвесторов является одним из обязательных условий гармонизации национального законодательства с европейским, исследован зарубежный опыт применения компенсационных схем защиты интересов инвесторов. Раскрыты особенности внедрения в отечественную практику фондового рынка компенсационных механизмов на базе фонда гарантирования инвестиций, главной задачей которого станет обеспечение безопасности инвесторов от риска потери вложенных ими финансовых активов и защиты участников такого фонда от недополучения запланированного объема финансовых ресурсов. Научно-практическое значение результатов исследования заключается в определении ос-

новных направлений повышения эффективности механизма защиты интересов инвесторов, что окажет мощное стимулирующее воздействие на финансовый рынок Украины и поспособствует улучшению ее инвестиционного имиджа.

Ключевые слова: инвестиции, инвесторы, права собственности, компенсационные схемы, инвестиционные компании, финансовые инструменты, фонд гарантирования инвестиций.

У ринковій економіці власність посідає провідне місце. Право власності є фундаментом, на котрому будується правова система кожної країни, а відносини власності впливають на всі інші види економічних відносин. У свою чергу, ефективний розвиток інвестиційної діяльності передбачає не тільки визнання за суб'єктами певних прав, а й забезпечення їх належної правової охорони. Однією з вимог міжнародних фінансових організацій (МФО), зокрема МВФ, є саме посилення захисту прав інвесторів.

Зазначимо, що Верховна Рада України на виконання вимог МВФ прийняла закон про захист прав інвесторів. Ним вводиться поняття “похідний позов”, що дає змогу міноритарію, котрий володіє в сумі 5 % акцій, подати позов проти менеджменту компанії про відшкодування збитків. Окрім того, запроваджується інститут незалежних директорів, а також матеріальна відповідальність посадових осіб перед акціонерним товариством за збитки, завдані їхніми діями або бездіяльністю. Також забезпечується більша прозорість діяльності акціонерних компаній.

Згідно із Законом України “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав інвесторів” від 07.04.2015 № 289-VIII [1], у справах про відшкодування збитків, завданих господарському товариству його посадовою особою, підлягають офіційному оприлюдненню господарським судом на офіційному веб-сайті Вищого господарського суду України такі документи: ухвали про порушення провадження у справі, інформація про оголошення перерви в засіданні, заяви учасників (акціонерів) про призначення представників позивача. Ухвали про порушення провадження у справі повинні бути офіційно оприлюднені протягом двох днів від дати їх винесення, інформація про оголошення перерви в засіданні – протягом двох днів від дати такого оголошення, але не пізніше ніж за сім днів до наступного судового засідання, за винятком ухвали про порушення справи щодо відшкодування збитків, завданих господарському товариству його посадовою особою, котра оприлюднюється щонайпізніше за 20 календарних днів до дня проведення судового засідання. Заяви, зазначені в частині першій ст. 4⁸, офіційно оприлюднюються протягом двох днів з дня їх надходження до господарського суду [1].

Хоча Урядом зроблено певні кроки щодо захисту прав інвесторів, залишається нагальною потреба в пошуку шляхів посилення такого захисту, зокрема в контексті євроінтеграційних прагнень нашої держави.

Питання застосування компенсаційних схем захисту інтересів вкладників знайшли відображення в наукових працях багатьох вітчизняних учених

і практиків, таких як В. В. Ващенко, В. В. Деревянкин, О. М. Іваницька, В. В. Поєдинок, Г. М. Шовкопляс [2–6] та ін.

Віддаючи належне доробку вчених із окресленої проблематики, слід зауважити, що потребують подальшого розвитку теоретичні засади щодо розроблення й упровадження у практику вітчизняного фондового ринку науково обґрунтованих компенсаційних механізмів захисту прав інвесторів.

Мета статті полягає в обґрунтуванні необхідності створення компенсаційного механізму захисту інтересів інвесторів в Україні на основі формування фонду гарантування інвестицій.

У державах – членах ЄС і більшості інших країн світу, де ставиться завдання вирішити питання про захист інвесторів, діють програми (схеми) компенсації інвесторам, покликані головним чином захистити їхні кошти та фінансові інструменти на випадок неспроможності інвестиційної компанії повернути такі кошти інвесторам, передусім дрібним.

У європейському нормативно-правовому полі ці питання регулюються Директивою 97/9/ЄС Європейського Парламенту та Ради “Про схеми компенсації інвесторам” (далі – Директива 97/9/ЄС) від 03.03.1997 [7], яка вимагає від кожної країни ЄС запровадження та офіційного визнання однієї або більше схем компенсації інвесторам, котрі гарантували б узгоджений (гармонізований) мінімальний рівень захисту, принаймні для невеликого інвестора, в разі якщо інвестиційна компанія буде неспроможною виконати свої зобов'язання перед клієнтами.

Отже, оскільки Україною, відповідно до Програми діяльності Кабінету Міністрів України, Коаліційної угоди, Стратегії сталого розвитку “Україна-2020”, а також положень програм співпраці з МВФ та іншими МФО, взято зобов'язання щодо приведення національного законодавства у відповідність із законодавством Європейського Союзу, є потреба в імплементації в українському законодавстві Директиви 97/9/ЄС, що розглядається як невід'ємна частина законодавчої бази створення єдиного ринку фінансових послуг.

Директива 97/9/ЄС передбачає наявність у всіх держав-членів схем компенсацій для інвесторів, котрі гарантуватимуть гармонізований мінімальний рівень захисту, хоча б для невеликого інвестора, якщо інвестиційна компанія буде неспроможною виконати зобов'язання перед клієнтами свого інвестора. Таким чином, вона покликана захистити переважно кошти інвесторів і фінансові інструменти в разі неплатоспроможності чи дефолту інвестиційної компанії, внаслідок чого неможливо повернути кошти інвесторам, насамперед роздрібним. Окрім того, Директива 97/9/ЄС має на меті забезпечити кращий захист активів інвесторів від ризику неправомірного присвоєння, а також у випадках, коли втрата активів інвестора спричинена дефолтом компанії через помилки або неналежні системність і контроль.

Згідно зі ст. 4 Директиви 97/9/ЄС, країни Європейського Союзу повинні гарантувати мінімум 90 % позову кожного інвестора проти інвестиційної компанії з лімітом щонайменше 20 тис. євро [7].

Цим документом закріплено основні принципи, порядок, визначення й напрям для країн – членів ЄС із урахуванням індивідуального шляху, який найкраще відповідає ситуації в кожній окремій країні. Компенсаційні схеми відрізняються переважно за датою запровадження й законодавчою базою; організаційною структурою та управлінням; взаємозв'язком із державними регуляторними органами, державними схемами гарантування депозитів; вимогами до інвестиційних компаній щодо участі; кількістю й видами компаній, що беруть участь у таких схемах; визначенням інвесторів, які мають право вимагати компенсації; захищеними інвестиційними послугами та інструментами; типом втрат, що мають покриватися; лімітами компенсації; управлінням договорами; обробкою претензій; фінансуванню тощо.

Слід наголосити, що до появи Директиви 97/9/ЄС послідовні компенсаційні схеми мали тільки Великобританія (1988 р.) та Італія (1992 р.). Запровадження Директиви 97/9/ЄС вимагало певних змін у договорах, укладених у Великобританії, оскільки вони вже не відповідали нормам і в багатьох аспектах перевищували мінімальні вимоги компенсації, зазначені в Директиві. Найістотніші зміни в результаті запровадження останньої передбачали розширення компенсаційного покриття інвесторам, що дало можливість філіалам британських компаній брати участь у таких схемах, а також скасування ліміту щодо сукупної суми коштів, яка може бути виплачена інвесторам за певний період. У Італії компенсаційна схема гарантувала компенсацію збитків лише національним компаніям, причому компенсаційний ліміт становив 25 % від позову до компанії, що зазнала дефолту [8].

В інших країнах ЄС програми компенсації інвесторам були запроваджені після того, як вони стали обов'язковими згідно з Директивою 97/9/ЄС, котру вони мусили імплементувати до 28 вересня 1998 р., що й було зроблено більшістю з них протягом відведеного терміну.

30 липня 1999 р. Австрії, Франції й Люксембургу передано “мотивовану думку” (другий етап розгляду порушень відповідно до ст. 226 Договору ЄС) щодо невиконання імплементатії Директиви 97/9/ЄС у національне законодавство, й згодом ці норми було включено. Чотири країни, а саме Австрія, Німеччина, Нідерланди та Іспанія, створили більш ніж одну компенсаційну схему – для кредитних установ і небанківських інвестиційних компаній. Банківські схеми в цих країнах було створено передусім для гарантування депозитів відповідно до Директиви 94/19/ЄС щодо програм гарантування депозитів, якою встановлюються мінімальні норми компенсації клієнтам втрати депозитів, розміщених у кредитних установах, що зазнали труднощів. Така програма дозволяє банківським установам діяти як інвестиційні компанії відповідно до обох директив через єдину компенсаційну схему.

Отже, чотири названі країни розширили свої схеми гарантування депозитів, включивши інвестиційний бізнес, який ведеться кредитними установами. В усіх державах ЄС діє єдина схема компенсації, котра стосується діяльності небанківських інвестиційних компаній і кредитних установ сто-

совно їх інвестиційного бізнесу. Однак у окремих випадках така схема може функціонувати в рамках того самого власника чи управління, що й схема гарантування депозитів.

Окрім відмінностей у внесках від компаній, котрі є учасниками схем, договори фінансування останніх у європейських країнах теж відрізняються за [8]:

– резервним фондом і мінімальними вимогами до капіталу. Схеми, що фінансуються “на основі прогнозування”, мають на меті створення резерву чи фонду для подолання ймовірних проблем, пов’язаних із компенсацією. Така схема діє в Бельгії, Данії, Фінляндії, Франції, Німеччині, Греції, Ірландії, Нідерландах (лише щодо схеми для небанківської інвестиційної компанії), Португалії та Іспанії. Однак не всі ці країни висувають чіткі вимоги до мінімального розміру фонду. Такі вимоги до капіталу передбачені в Данії, Фінляндії, Греції й Німеччині, однак тільки стосовно банківських схем. У Данії та Греції вимога до капіталу перерозподіляється щороку серед компаній-учасниць із додатковими внесками чи компенсацією попередніх внесків (залежно від динаміки бізнесу порівняно з попереднім роком). У Португалії компанії передають цінні папери під заставу відносно розміру свого бізнесу за певний рік. За іншими схемами щорічні внески коштів компаніями передбачають, що розмір резервного фонду може й далі збільшуватися в разі відсутності випадків компенсації. Однак чимало країн мають неофіційну й чітко встановлену межу розміру фонду та можуть припинити збір внесків, тільки-но її буде досягнуто. В кожній країні обсяг резервного фонду різний. Зазвичай він особливо великий тоді, коли схема компенсації інвесторам конвергована зі схемою гарантування депозитів у єдиному фонді. Використовуючи схеми, котрі базуються на фінансуванні “на основі прогнозу”, необхідно вирішити, як ефективно управляти резервним фондом та накопичувати кошти в ньому. Для забезпечення доступу до фонду його активи повинні бути високоліквідними та пов’язаними з низькими ризиками. Відповідно, більшість схем передбачає інвестиції у строкові депозити, державні облігації або інші боргові цінні папери з низьким рівнем ризику, навіть якщо це передбачає незначний прибуток;

– правом запозичення. Компенсаційні схеми можуть заповнити будь-які прогалини у фінансуванні шляхом запозичення, і більшість із них передбачають відповідні права. Проте в окремих випадках вони можуть обмежуватися певними формами позики. Наприклад, за компенсаційною схемою Франції можлива позика лише від компаній-учасниць. У Швеції будь-які позики йдуть із казначейства центрального уряду. Законодавство Іспанії забезпечує надання державних позик за банківськими схемами, але не передбачає можливості для комерційної позики. Хоча позики дозволені законодавством, зовнішні інструменти для цього мають небагато країн. Схеми Великобританії та Фінляндії єдині зобов’язують комерційні банки брати кредит у разі потреби. В Нідерландах Центральний банк надає безпроцент-

ні аванси по платежах, виплати за якими затримано та котрі виплачуються за допомогою внесків компанії;

– запозиченням між схемами. В ряді країн, де діє більш ніж одна схема або схема компенсації інвесторам відокремлена від схеми гарантування депозитів, розроблено механізм запозичення між схемами: якщо компенсаційні кошти перевищують ресурси певної схеми, то в рамках цієї схеми можна позичати кошти в надлишку іншим схемам. Наприклад, такі домовленості про запозичення існують між п'ятьма банківськими схемами Австрії. У Великобританії діє три підсхеми, котрими керує схема захисту інвестицій депозитів і страхування, – вони можуть позичати одне в одного. Така сама можливість передбачена в Ірландії, де функціонують різні схеми для кожного типу надавачів інвестиційних послуг. Аналогічна ситуація в Данії, де чітко розподілено фонди, якими керує датська схема, – для кредитних установ, іпотечних банків та інвестиційних компаній, котрі можуть надавати позики один одному. В усіх випадках запозичення між схемами можливе виключно в рамках кордонів країн – дво- чи багатосторонні договори позики між схемами різних країн ЄС не дотримуються [8];

– державним фінансуванням. Можливе у формі: прямих внесків держави у схему, запропонованих урядом безпроцентних позик або з низьким процентом, гарантування довгострокової схеми. Однак пряме втручання держави в систему функціонування фондів трапляється рідко; здебільшого застосовуються схеми, якими не передбачено регулярних державних внесків, окрім невеликого річного гранту від парламенту в рамках схеми Швеції. Окрім країн чітко передбачають у межах компенсаційних схем запозичення безпосередньо від держави або з державною гарантією від надавачів комерційних кредитів. Подібні схеми діють у Швеції, Данії, Нідерландах, Іспанії й Австрії (лише для банківських схем). За винятком Нідерландів, надання позик можливе тільки у виключних випадках. Жодна з інших країн не передбачає запозичень чи гарантій із боку держави;

– страхуванням. Компенсаційні схеми можуть також передбачати страхування з метою виконання вимог до фінансування та запобігання ризику від компаній-учасниць. Фінські й грецькі схеми раніше застосовували таке страхування на базі комерційної страхової компанії, проте, з огляду на великі премії, така практика припинилася через високу витратність. На сьогодні жодна компенсаційна схема не має страхового покриття;

– іншим фінансуванням. Додатковим джерелом фінансування в рамках компенсаційних схем Португалії та Франції виступають штрафи учасникам за порушення законодавства у сфері фінансових послуг. Більше того, певні компенсаційні кошти інвестори можуть отримати після ліквідації компанії, що зазнали дефолту [9].

У європейських країнах діють різні структури – аналоги фонду гарантування інвестицій. Наприклад, у Чехії гарантійний фонд інвестиційних компаній, що є юридичною особою, працює за компенсаційною схемою. Відповідно до неї, відшкодування виплачується клієнтам інвестиційної фірми,

яка не може виконати свої зобов'язання. Учасниками фонду є інвестиційні фірми, ліцензовані Національним банком Чехії. Подібний фонд має Словаччина, котрий у цій країні діє згідно з Актом про цінні папери та покриває витрати, коли отримує скарги від клієнтів торговця такими паперами, що не може виконати взяті на себе зобов'язання [9].

Відповідно до Закону про відкритий продаж цінних паперів, а також Акту про Банківський гарантійний фонд діє гарантійний фонд у Польщі, головною метою якого є забезпечення виплати коштів власникам цінних паперів і грошових рахунків, якщо оголошено про банкрутство члена фонду або якщо його активів недостатньо для покриття витрат на процесуальні дії. Фонд компенсує втрати учасників і в разі звільнення чи подання заяви про банкрутство одного з його членів.

Участь у іспанському фонді гарантування інвестицій (FOGAIN) є обов'язковою для національних інвестиційних компаній, підприємств, що управляють індивідуальними інвестиційними портфелями, та відділень іноземних інвестиційних компаній, котрі працюють у Іспанії та не є учасниками аналогічних фондів у своїй країні. При цьому компенсацію фонду можуть отримати тільки приватні інвестори й виключно в разі банкрутства компанії або офіційного визнання її неплатоспроможною Іспанською комісією з цінних паперів. FOGAIN не компенсує жодних втрат інвесторів, пов'язаних із динамікою фондового ринку. Максимальний розмір відшкодування становить 100 тис. євро на одного інвестора [3].

Не є винятком і прибалтійські країни. Так, у Естонії діє гарантійний фонд, що компенсує втрати не тільки інвесторів ринку цінних паперів, а й вкладників банківських установ і недержавних пенсійних фондів та клієнтів страхових компаній. При цьому гарантуванням інвестицій на фондовому ринку займається субфонд захисту інвесторів (СЗІ), метою якого є забезпечення захисту коштів, розміщених інвесторами через інвестиційну організацію, в разі її неспроможності. Виплата компенсації естонським інвесторам здійснюється в повному обсязі в межах 20 тис. євро на одного інвестора, виключно у випадках шахрайства в інвестиційній компанії, зловживання службовим становищем або допущеної помилки. Разом із тим СЗІ не надає гарантій у разі збитку через падіння ринкової ціни акцій чи банкрутство емітента.

У Литві належні компенсаційні виплати за застрахованими фінансовими зобов'язаннями перед інвесторами проводяться фондом, що перебуває під управлінням державної установи зі страхування депозитів та інвестицій згідно із Законом про страхування депозитів і грошових зобов'язань для інвесторів. Подібний закон діє в Латвії. Відповідно до нього компенсації виплачуються лише тим інвесторам, котрі подали заяву до відповідної комісії із зазначенням втрати фінансових інструментів або втрат унаслідок надання інвестиційних послуг.

Вважаємо за доцільне детальніше розглянути компенсаційні схеми у Великобританії, Румунії й Болгарії, які досягли справді високих стандартів захисту прав та інтересів інвесторів на ринку фінансових послуг (таблиця) [8; 10].

Таблиця. Компенсаційні схеми захисту інтересів інвесторів в окремих країнах ЄС

Країна	Особливості схеми
Великобританія	<p>Гарантійними схемами країни керує Компенсаційна схема ринку фінансових послуг (FSCS), створена Управлінням фінансових послуг відповідно до повноважень, викладених у документі FSMA (Financial Services and Markets Act 2000). Схема замінила кілька компенсаційних установ, зокрема Раду захисту депозитів (заснована в 1979 р.), Схему компенсації інвесторам (1988 р.) та Раду захисту застрахованих (1975 р.). FSCS управляє фінансово відокремленими гарантійними підсхемами за такими напрямками: депозити, страхування (лайфове та інше), інвестиційні установи, іпотечні консультації та загальне страхове посередництво.</p> <p>FSCS є останньою інстанцією для клієнтів уповноваженої компанії з фінансових послуг, якщо остання стає неплатоспроможною або припиняє торгівлю діяльність, та лише виплачує компенсацію за фінансові втрати. Членство у відповідній підсхемі FSCS (або схемі країни походження, де можливо) є умовою визнання з боку FSMA. FSCS має право стягувати збори з уповноважених осіб із метою, зокрема, виплати такої компенсації та може включити у свій щорічний збір прогнозовані компенсаційні витрати на період 12 місяців від дати стягнення такого збору. За потреби FSCS може стягувати такий збір частіше, ніж раз на рік, однак є обмеження. Наприклад, у рамках схеми прийняття депозитів максимальний компенсаційний збір, який може підвищуватися, це 0,3 % загальної суми захищених депозитів від установи-учасниці.</p> <p>На сьогодні максимальна сума компенсації для різних фінансових інструментів становить 50 тис. ф. ст., а саме: для депозитів, розміщених у банківських, кредитних установах і будівельних спільнотах, – на одну особу на одну компанію; для інвестицій – на одну особу на одну компанію фінансування країни походження; для страхового бізнесу – в разі обов'язкового страхування, наприклад громадянської відповідальності, при цьому за необов'язкового страхування відшкодовується 90 % претензії.</p>
Румунія	<p>Фонд компенсації інвесторам Румунії (Fondul de Compensare a Investitorilor) є юридичною особою, котра заснована як акціонерна компанія відповідно до свого статуту, затвердженого Національною комісією з цінних паперів (Comisia Nationala a Valorilor Mobiliare – CNVM). Фонд було створено в червні 2005 р. із метою компенсації інвесторам на випадок, якщо його члени не зможуть повернути кошти, фінансові інструменти, котрі належать інвесторам, які утримуються від їхнього імені з метою надання інвестиційних послуг або управління індивідуальними інвестиційними портфелями. Цікаво, що фонд досі не виплачував жодних компенсацій.</p> <p>Спочатку фонд налічував 73 засновники, включаючи 60 інвестиційних компаній, 10 компаній з управління, одного посередника – кредитну установу, а також Фондову біржу Бухаресту та біржу RASDAQ Electronic Stock Exchange. Стартовий акціонерний капітал становив 109,5 тис. лейв, а сьогодні він сягає 344,35 тис. лейв (близько 95 тис. євро) відповідно до кількості іменних акцій (34 435) номінальною вартістю 10 лейв, а число акціонерів збільшилося до 80. Акціонерами фонду є посередники та компанії з управління, постійним бізнесом яких є управління індивідуальними інвестиційними портфелями. Учасники ринку, центральний депозитарій та інші суб'єкти регулювання й управління CNVM теж можуть виступати акціонерами фонду. Його правління обирається на загальних зборах акціонерів на чотири роки та складається з трьох членів – юридичних осіб, уповноважених CNVM, акціонерів фонду на підставі договору управління. Президент правління обирається на загальних зборах акціонерів. Члени правління призначають виконавчого директора, котрий керує основною діяльністю фонду.</p> <p>Всі посередники, вповноважені надавати інвестиційні послуги, та компанії з управління, що керують індивідуальними інвестиційними портфелями, повинні бути членами фонду, в т. ч. розташовані в інших країнах – членах ЄС та їхні філіали. Додаткове членство у фонді може бути розглянуто лише з метою розширення покриття претензій інвесторів, що забезпечується схемами країн їхнього походження, якщо ліміт і покриття фонду є повнішими.</p> <p>Із метою забезпечення фінансових ресурсів для виплати компенсацій і функціонування члени фонду повинні робити до нього початкові й щорічні внески. Початковий внесок становить 1 % мінімального початкового капіталу, необхідного згідно із законодавством у сфері ринку капіталу, залежно від виду діяльності, але не менш ніж еквівалент 1 тис. євро. Щорічні внески членів фонду визначаються як відсоток від основи розрахунку, ставка котрого фіксується правлінням до 1 березня кожного календарного року. Фонд виплачує компенсацію інвесторам із урахуванням принципів недискримінації в розмірі до компенсаційного ліміту, вказаного в Директиві 97/9/ЄС, у еквіваленті 20 тис. євро на кожного інвестора. Ступінь покриття претензії інвестора – 100 %.</p>

Країна	Особливості схеми
Румунія	Відшкодування інвесторам передбачене у випадках: 1) коли CNVM визнано, що член фонду з причин, що безпосередньо пов'язані із фінансовою ситуацією, не в змозі виконати свої зобов'язання за претензіями інвесторів і тому не має можливості зробити це найближчим часом; 2) коли компетентний правовий орган із причин, що безпосередньо пов'язані із фінансовою ситуацією члена фонду, прийняв остаточне рішення, яке означає для інвесторів втрату можливості використання свого права на задоволення претензій на адресу вказаної компанії. З метою відшкодування платежів, здійснених для компенсації коштів чи фінансових інструментів, фонд забезпечує перехід прав інвесторів де-юре. Відповідно, його буде занесено до комітету кредиторів із сумою, що дорівнює платежам для компенсації в разі банкрутства учасника.
Болгарія	Схему компенсації інвесторам у Болгарії створено наприкінці 2005 р. Учасниками схеми є інвестиційні посередники, в т. ч. комерційні банки, ліцензовані на надання інвестиційних послуг. Окремі фінансові посередники проводять операції в певних рамках, що є типовим для інвестиційних банків (прийняття та продаж випуску акцій). Самостійність болгарській схемі надає Закон про відкрите розміщення цінних паперів (Law on Public Offering of Securities – LPOS), однак деякі аспекти такої автономності порушують. Схема має моністичну систему управління. Правління складається з п'яти представників (двоє обираються Комісією з фінансового нагляду, решта призначається Асоціацією інвестиційних компаній і Асоціацією банків Болгарії). Схема передбачає два види інвестиційних посередників – небанківські інвестиційні посередники та комерційні банки, що мають ліцензії на надання інвестиційних послуг. Починаючи з 2007 р. у схемі беруть участь також компанії з управління активами. Максимальний розмір компенсації становить 20 тис. євро. Законодавство Болгарії передбачає фінансування схем компенсації інвесторам за допомогою авансових платежів щорічних внесків, збільшення їхньої суми до певного рівня або за допомогою позик на ринкових умовах.

Складено за: Emerging Markets Group S. A., Bolsas y Mercados Espanoles Consulting SAU, ATC Consultants GmbH: інформ. док. Схеми компенсації інвесторам. URL: <http://www.govuadocs.com.ua/docs/3123/index-7131-3.html>; Компенсаційні механізми захисту інтересів інвесторів. Перспективи законодавчого врегулювання: матеріали круглого столу Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 23.05.2013. URL: <http://nssmc.gov.ua/forum/viewtopic.php?id=5248>.

Слід зазначити, що чинна законодавча база, яка регулює діяльність на фондовому ринку України, не містить норм щодо схем компенсації інвесторам, основних засад функціонування таких схем, вимог стосовно участі в них професійних учасників цього ринку тощо. Подібна нерегульованість перешкоджає досягненню відповідності правової системи України *acquis communautaire*¹.

На нашу думку, передусім необхідно запровадити механізм гарантування інвестицій учасників інвестиційних фондів і прийняти законопроект “Про Фонд гарантування інвестицій на фондовому ринку”, котрий відкриє перед вітчизняним ринком спільного інвестування нові можливості. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) уже декілька років працює в напрямі введення механізму здійснення компенсаційних виплат інвесторам, що втратили інвестиції на фондовому ринку. Запровадження компенсаційних схем стосовно професійної діяльності на фондовому ринку (з управління як активами інституційних інвесторів, так і цінними паперами) обумовлене зобов'язаннями України адаптувати й гар-

¹ *Acquis communautaire* – права система ЄС, котра включає його законодавчі акти (але не обмежується ними), прийняті в рамках Європейського співтовариства, Спільної зовнішньої політики та політики безпеки і Співпраці у сфері юстиції та внутрішніх справ.

монізувати вітчизняне законодавство відповідно до вимог законодавства ЄС (п. 7 плану заходів щодо виконання Загальнодержавної програми адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу, затвердженого розпорядженням Кабінету Міністрів України від 25.03.2013 № 157-р) [11].

Перша спроба наблизити національну нормативно-правову базу до європейського законодавства зроблена 23 серпня 2011 р., коли у Верховній Раді України був зареєстрований законопроект “Про Фонд гарантування інвестицій на фондовому ринку” № 9069, розроблений НКЦПФР у зв’язку з необхідністю створення фонду для здійснення компенсаційних виплат інвесторам – фізичним особам, які втратили свої кошти [12].

Згідно із законопроектом № 9069, компенсаційні виплати інвестору здійснюються в разі: “недостатності коштів учасника Фонду та за умови настання одного з випадків: набрання чинності рішенням щодо анулювання ліцензії учасника Фонду, крім випадків анулювання ліцензії за заявою учасника Фонду; порушення учасником Фонду або компанією з управління активами, що здійснює управління активами корпоративного інвестиційного фонду – учасника Фонду, законодавства щодо напрямів використання інвестицій або вимог інвестиційної декларації чи іншого документа, що визначає напрями використання інвестицій; прийняття рішення про ліквідацію строкового інституту спільного інвестування раніше закінчення строку, на який він створений; порушення провадження у справі про банкрутство учасника Фонду; нездійснення інститутом спільного інвестування відкритого або інтервального типу, емісія цінних паперів якого здійснена шляхом публічного (відкритого) розміщення, викупу таких цінних паперів у разі отримання від інвестора заявки на викуп тощо” [12].

Слід зауважити, що такі види професійної діяльності на фондовому ринку, як діяльність з управління активами інституційних інвесторів та діяльність з управління цінними паперами, є специфічними з точки зору підвищеного ризику по операціях із цінними паперами при здійсненні зазначених видів професійної діяльності на фондовому ринку. Специфіка полягає в тому, що компанії з управління активами (КУА) й торговці, котрі провадять діяльність з управління цінними паперами, здійснюють управління цінними паперами, грошовими коштами та іншими активами, що належать на праві власності іншим особам. При цьому обсяги активів, якими управляють КУА, зазвичай у десятки разів перевищують величину їхніх власних активів.

У зв’язку з цим законопроектом № 9069 запропоновано створити Фонд гарантування інвестицій, за рахунок коштів котрого проводитимуться компенсаційні виплати інвесторам у разі втрати інвестицій – коштів і цінних паперів, переданих торговцю цінними паперами на підставі договору про управління цінними паперами, а також коштів, вкладених у цінні папери інститутів спільного інвестування, емісія цінних паперів якого була здійснена шляхом публічного (відкритого) розміщення [12].

Учасниками Фонду гарантування інвестицій мають стати торговці цінними паперами, що отримали ліцензію на право провадження діяльності з управління цінними паперами, КУА, котрі здійснюють управління активами пайового інвестиційного фонду, емісія цінних паперів якого була здійснена шляхом публічного (відкритого) розміщення, а також корпоративні інвестиційні фонди, емісія цінних паперів котрих проведена шляхом публічного (відкритого) розміщення.

Законопроектом № 9069 пропонується встановити, що джерелами формування коштів і майна фонду є: вступні внески, які сплачуються торговцями цінними паперами, що отримали ліцензію на право провадження діяльності з управління ними, КУА, в управлінні котрих перебувають активи пайових інвестиційних фондів, емісія цінних паперів яких була здійснена шляхом відкритого (публічного) розміщення, та корпоративними інвестиційними фондами, емісія цінних паперів яких була проведена шляхом відкритого (публічного) розміщення, під час взяття їх на облік у Фонді; поточні внески учасників фонду; пеня, що стягується з учасників фонду за несплату або несвоечасну сплату поточних внесків; надходження від розміщення коштів фонду; кредити, позики, залучені відповідно до законодавства; благодійні внески юридичних і фізичних осіб – як резидентів, так і нерезидентів; кошти, отримані за програмами міжнародної фінансової допомоги; кошти, одержані від продажу майна за результатами ліквідації учасника фонду, в розмірі проведених компенсаційних виплат; інші надходження.

Прийняття цього законопроекту сприятиме наближенню законодавства України до європейського; захисту прав інвесторів, здійсненню компенсаційних виплат інвесторам – фізичним особам, які втратили свої кошти та/або цінні папери внаслідок настання недоступності інвестицій, переданих торговцям цінними паперами, що отримали ліцензію на право провадження діяльності з управління цінними паперами, та КУА, в управлінні котрих перебувають інститути спільного інвестування; підвищенню довіри інвесторів до професійних учасників ринку цінних паперів і активізації інвестиційної діяльності.

Вирішення окресленого питання, на що спрямована й Концепція проекту Закону України щодо створення компенсаційних механізмів захисту інтересів інвесторів [13], можливе лише на законодавчому рівні. Саме з цією метою розроблено цей законопроект, котрий передбачає:

1) створення системи гарантування інвестицій фізичних осіб, головною метою якої є здійснення компенсаційних виплат інвесторам – фізичним особам, що втратили свої інвестиції внаслідок недостатності коштів особи, котра здійснює управління цінними паперами, або інституту спільного інвестування, крім венчурного й кваліфікаційного фонду;

2) можливість стати учасниками такої системи для осіб, що здійснюють управління цінними паперами, та КУА, які управляють активами інституту спільного інвестування, крім венчурного та кваліфікаційного фонду (участь

зазначених професійних учасників фондового ринку в системі гарантування інвестицій фізичних осіб є добровільною);

3) формування системи гарантування інвестицій з двох складових:

– створення й функціонування Фонду гарантування інвестицій фізичних осіб на фондовому ринку, основним завданням якого є здійснення компенсаційних виплат за рахунок коштів фонду інвесторам, що втратили інвестиції;

– укладення договору про солідарне виконання зобов'язань, відповідно до котрого сторони (учасники) зобов'язуються солідарно відповідати за зобов'язаннями кожної сторони перед інвесторами, що втратили інвестиції внаслідок настання їх недоступності, управління якими здійснювалося професійним учасником фондового ринку, що є стороною такого договору.

Зауважимо, що з метою приведення законодавства України у відповідність із вимогами законодавства ЄС 28 серпня 2013 р. розроблено альтернативний документ – законопроект “Про Фонд гарантування вкладів та інвестицій фізичних осіб” № 3132, згідно з яким пропонується створити єдиний мегафонд гарантування інвестицій, учасниками котрого мають стати комерційні банки, кредитні спілки, установи накопичувального пенсійного забезпечення, торговці цінними паперами, які отримали ліцензію на провадження діяльності з управління цінними паперами, КУА, що здійснюють управління активами пайового інвестиційного фонду, емісія інвестиційних сертифікатів котрого проведена шляхом публічного (відкритого) розміщення, та корпоративні інвестиційні фонди, емісія акцій яких здійснена шляхом публічного (відкритого) розміщення, інститути спільного інвестування тощо [14].

Кабінетом Міністрів України схвалено альтернативний законопроект “Про систему гарантування інвестицій фізичних осіб на фондовому ринку” [15], котрий передбачає, що учасники системи гарантування інвестицій (торговці цінними паперами, які здійснюють управління ними, та КУА) самостійно обиратимуть форму участі в цій системі. Серед можливих варіантів – долучення до фонду або укладення договору про солідарне виконання зобов'язань. Відповідно до ст. 4 зазначеного законопроекту розмір компенсаційних виплат за втраченими інвестиціями пропонується встановити на рівні 90 % неповернутих інвестицій, але не більш ніж 200 тис. грн за кожним фактом.

Серед основних законодавчих ініціатив і змін у нормативно-правовому полі фондового ринку України слід назвати й уведення в дію такого адаптивного реанімаційного документа, як план законодавчого забезпечення реформ [16], одним із завдань котрого є визначення пріоритетних напрямів удосконалення правового регулювання відносин щодо захисту інтересів інвесторів на фондовому ринку, а також Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року [17], що має на меті, зокрема, підвищення фінансової грамотності та культури заощаджень населення, стандартів розкриття інформації в інтересах споживачів та інвесторів фінансового

сектору; модернізацію законодавства в частині захисту прав споживачів та інвесторів, створення нових інструментів такого захисту.

Зауважимо, що на етапі наближення національного фондового ринку до європейської моделі регулювання необхідно прийняти проект Програми розвитку фондового ринку України на 2015–2017 роки “Європейський вибір – нові можливості для прогресу та зростання” [18], який розроблявся регулятором у векторі відповідності західним нормам і стандартам, до котрих прагне не лише законодавча та виконавча влада в контексті підписання Угоди про асоціацію з ЄС, а й українське бізнес-середовище. Метою цього консолідованого документа, що поєднав курси реформ усіх сегментів фондового ринку, є стимулювання припливу інвестицій у національну економіку через інтеграцію ринку цінних паперів у світові ринки капіталу та імплементація основних європейських стандартів і найкращих практик, а також принципів, рекомендованих IOSCO. Одним із напрямів розвитку фондового ринку, згідно з п. 2.2 програми, є законодавче забезпечення розроблення компенсаційних схем захисту інтересів інвесторів шляхом створення загальнодержавної компенсаційної системи захисту їхніх майнових прав, яка передбачає компенсаційні виплати інвесторам – клієнтам професійних учасників фондового ринку за єдиними принципами, відповідно до директив ЄС. Ще однією передумовою підготовки й реалізації зазначеної програми є підвищення позиції нашої держави у відомому рейтингу “Doing Business” (“Ведення бізнесу”), котрий оцінює законодавство, пов’язане з регулюванням підприємництва, та його застосування у 189 країнах, а також у окремих містах (Україна за показником індексу рівня захисту прав інвесторів наразі перебуває на 128-му місці з показником 4,3 за десятибальною шкалою) [18].

На наше переконання, законодавче забезпечення створення та запровадження механізму захисту інтересів інвесторів справить потужний стимулюючий вплив на вітчизняний фондовий ринок і сприятиме поліпшенню іміджу України у світовому співтоваристві як держави, що виконує взяті на себе зобов’язання навіть в умовах скрутної соціально-економічної й політичної ситуації. У результаті зросте довіра дрібних інвесторів до учасників фондового ринку, активізується вкладання капіталу через різні ринкові інструменти, що стане запорукою сталого розвитку національного ринку цінних паперів.

Список використаних джерел

1. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав інвесторів : закон України від 07.04.2015 № 289-VIII. URL: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/289-19/print1452596485300322>.

2. Ващенко В. В. Гарантійно-компенсаційні механізми у фінансовому секторі. *Вісник Університету банківської справи Національного банку України*. 2014. № 2. С. 33–36.

3. Деревянкин В. Адаптація законодавства України до законодавства ЄС у сфері фінансових послуг: запровадження схеми компенсації інвесторам. *Матеріали Українсько-Європейського консультативного центру з питань законодавства (UEPLAC)*. URL: <http://ueplac.kiev.ua/ua/publications>.

4. Іваницька О. М. Нова парадигма регулювання фондових ринків. *Держава та регіони. Сер.: державне управління*. 2011. № 2. С. 32–35.
5. Поєдинок В. В. Компенсаційні схеми для інвесторів на ринку фінансових послуг України. URL: <http://www.justinian.com.ua/article.php?id=1806>.
6. Шовкопляс Г. Аналіз європейських гарантійно-компенсаційних механізмів захисту прав інвесторів на ринках фінансових послуг та впровадження таких механізмів в Україні. *Право та інвестиції*. 2015. № 3 (11). URL: <http://ndipzir.org.ua/journal-no-11>.
7. Про схеми компенсації інвесторам (ICSID): Директива Європейського парламенту та Ради ЄС від 03.03.1997 № 97/9/ЄС. URL: http://www.uaib.com.ua/files/articles/1521/10_4.doc.
8. Emerging Markets Group S. A., Bolsas y Mercados Espanoles Consulting SAU, ATC Consultants GmbH: інформ. док. Схеми компенсації інвесторам. URL: <http://www.gov.uadocs.com.ua/docs/3123/index-7131-3.html>.
9. Страхова Р. Схеми компенсування збитків інвесторів. *Матеріали Семінару з розробки нормативних актів для регулювання діяльності торговців цінними паперами*, м. Київ, 25–27 лип. 2012 р. URL: http://www.finrep.kiev.ua/download/ps_training_25jul2012_3_rstrahota_ua.pdf.
10. Компенсаційні механізми захисту інтересів інвесторів. Перспективи законодавчого врегулювання: матеріали круглого столу Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 23.05.2013. URL: <http://nssmc.gov.ua/forum/viewtopic.php?id=5248>.
11. Про затвердження плану заходів щодо виконання у 2013 році Загальнодержавної програми адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу: розпорядження Кабінету Міністрів України від 25.03.2013 № 157-р. URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/157-2013-p>.
12. Про Фонд гарантування інвестицій на фондовому ринку: проект Закону України від 23.08.2011 № 9069. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc-4_1?pf3511=41014.
13. Концепція проекту Закону України щодо створення компенсаційних механізмів захисту інтересів інвесторів. URL: http://nssmc.gov.ua/user_files/news/26944/1401868983.doc.
14. Про Фонд гарантування вкладів та інвестицій фізичних осіб: проект Закону України від 28.08.2013 № 3132. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=48082.
15. Про систему гарантування інвестицій фізичних осіб на фондовому ринку: проект Закону України від 15.01.2014. URL: http://www.kmu.gov.ua/control/publish/article?art_id=246980073.
16. Про План законодавчого забезпечення реформ в Україні: постанова Верховної Ради України від 04.06.2015 № 2986. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/509-19>.
17. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року. URL: <http://reforms.in.ua/Content/download/Reforms/Financial%20sector/Complex%20program%20finance%20v4.pdf>.
18. Проект Програми розвитку фондового ринку України на 2015–2017 роки “Європейський вибір – нові можливості для прогресу та зростання”. URL: <http://nssmc.gov.ua/fund/development/plan>.

References

1. Verkhovna Rada of Ukraine. (2015). *Pro vnesennya zmin do deyaky'kh zakonodavchy'kh aktiv Ukrayiny' shhodo zakhy'stu prav investoriv* [About amendments to certain legislative acts of Ukraine on the protection of investors' rights] (Act No. 289-VIII, April 7). Retrieved from <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/289-19/print1452596485300322> [in Ukrainian].
2. Vashhenko, V. V. (2014). Harantijno-kompensacijni mekhanizmy u finansovomu sektori [Guarantee and compensation mechanisms in the financial sector]. *Visnyk Universy'tetu bankivs'koyi spravy' Nacional'noho banku Ukrayiny'* [Herald of the Banking University], 2, 33–36 [in Ukrainian].
3. Derevyanky'n, V. (n. d.). *Adaptaciya zakonodavstva Ukrayiny' do zakonodavstva YeS u sferi finansovy'kh posluh: zaprovadzhennya skhemy' kompensaciyi investoram* [Adaptation of Ukrainian legislation to EU legislation in the field of financial services: introduction of compen-

sation scheme for investors]. UEPLAC. Retrieved from <http://ueplac.kiev.ua/ua/publications> [in Ukrainian].

4. Ivanyč'ka, O. M. (2011). Nova parady`hma rehulyvannya fondovy`kh ry`nkiv [New paradigm of regulation of stock markets]. *Derzhava ta rehiony`. Ser.: derzhavne upravlinnya* [State and regions. Public administration], 2, 32–35 [in Ukrainian].

5. Poyedy`nok, V. V. (2005). *Kompensacijni skhemy` dlya investoriv na ry`nku finansovy`kh posluh Ukrayiny`* [Compensation schemes for investors in the financial services market of Ukraine]. URL: <http://www.justinian.com.ua/article.php?id=1806> [in Ukrainian].

6. Shovkoplyas, H. (2015). Analiz yevropejs`ky`kh harantijno-kompensacijny`kh mekhaniz-miv zakhy`stu prav investoriv na ry`nkakh finansovy`kh posluh ta vprovadzhennya taky`kh mekhanizmv v Ukrayini [Analysis of European warranty-compensation mechanism investor protection in financial services markets and implementation of such mechanisms in Ukraine]. *Pravo ta investy`ciyi* [Law and investment], 3 (11). Retrieved from <http://ndipzir.org.ua/journal-no-11> [in Ukrainian].

7. European Parliament, Council of EU. (1997). *Pro skhemy` kompensaciyi investoram (ICSD)* [On investor-compensation schemes] (*Directive 97/9/EC*, March 3). Retrieved from http://www.uaib.com.ua/files/articles/1521/10_4.doc [in Ukrainian].

8. Emerging Markets Group S. A., Bolsas y Mercados Espanoles Consulting SAU, ATC Consultants GmbH. (n. d.). *Skhemy` kompensaciyi investoram* [Compensation schemes for investors]. Retrieved from <http://www.govuadocs.com.ua/docs/3123/index-7131-3.html> [in Ukrainian].

9. Strakhota, R. (2012). *Skhemy` kompensuvannya zby`tkiv investoriv* [Compensation schemes for investors]. Retrieved from http://www.finrep.kiev.ua/download/ps_training_25jul2012_3_rstrahota_ua.pdf [in Ukrainian].

10. National Securities and Stock Market Commission. (2013, May 23). *Kompensacijni mekhanizmy` zakhy`stu interesiv investoriv. Perspektyvy` zakonodavchoho vrehulyvannya* [Compensation mechanisms protecting the interests of investors. Prospects for legislative settlement]. Retrieved from <http://nssmc.gov.ua/forum/viewtopic.php?id=5248> [in Ukrainian].

11. Cabinet of Ministers of Ukraine. (2013). *Pro zatverdzhennya planu zakhodiv shhodo vy`konannya u 2013 roci Zahal`noderzhavnoyi prohramy` adaptaciyi zakonodavstva Ukrayiny` do zakonodavstva Yevropejs`koho Soyuzu* [On approval of the action plan for implementation in 2013 of the National Program of Adaptation of Ukrainian Legislation to the legislation of the European Union] (*Decree No. 157-p*, March 25). Retrieved from <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/157-2013-p> [in Ukrainian].

12. Verkhovna Rada of Ukraine. (2011). *Pro Fond harantuvannya investy`cij na fondovomu ry`nku* [About the Fund for guaranteeing investments in the stock market] (*Draft Law No. 9069*, August 23). Retrieved from http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc-4_1?pf3511=41014 [in Ukrainian].

13. National Securities and Stock Market Commission. (n. d.). *Koncepciya proektu Zakonu Ukrayiny` shhodo stvorennya kompensacijny`kh mekhanizmv zakhy`stu interesiv investoriv* [Concept of the draft Law of Ukraine on creation of compensatory mechanisms for the protection of investors' interests]. Retrieved from http://nssmc.gov.ua/user_files/news/26944/1401868983.doc [in Ukrainian].

14. Verkhovna Rada of Ukraine. (2013). *Pro Fond harantuvannya vkladiv ta investy`cij fizy`chny`kh osib* [About the Guarantee Fund for individuals' deposits and investments] (*Draft Law No. 3132*, August 28). Retrieved from http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=48082 [in Ukrainian].

15. National Securities and Stock Market Commission. (2014). *Pro sy`stemu harantuvannya investy`cij fizy`chny`kh osib na fondovomu ry`nku* [On the system of guaranteeing investments of individuals in the stock market] (*Draft Law*, January 15). Retrieved from http://www.kmu.gov.ua/control/publish/article?art_id=246980073 [in Ukrainian].

16. Verkhovna Rada of Ukraine. (2015). *Pro Plan zakonodavchoho zabezpechennya reform v Ukrayini* [About the legislative plan of reforms in Ukraine] (*Decree No. 2986*, June 4). Retrieved from <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/509-19> [in Ukrainian].

17. Kompleksna prohrama rozvy'tku finansovoho sektoru Ukrainy' do 2020 roku [Comprehensive program of development of the financial sector of Ukraine till 2020]. (n. d.). Retrieved from <http://reforms.in.ua/Content/download/Reforms/Financial%20sector/Complex%20program%20finance%20v4.pdf> [in Ukrainian].

18. National Securities and Stock Market Commission. (n. d.). *Proekt Prohramy' rozvy'tku fondovoho ry'nku Ukrainy' na 2015–2017 roky' "Yevropejs'ky' j vy'bir – novi mozhly'vosti dlya prohresu ta zrostannya"* [Draft Program for the development of the Ukrainian stock market for 2015-2017 "European choice: new opportunities for progress and growth"]. Retrieved from <http://nssmc.gov.ua/fund /development/plan> [in Ukrainian].