

К. В. Клименко

кандидат економічних наук, старший науковий співробітник відділу міжнародних фінансів та фінансової безпеки Науково-дослідного фінансового інституту ДННУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна, ekaterina181818@rambler.ru

Г. М. Терещенко

кандидат економічних наук, старший науковий співробітник, завідувач відділу фінансових ринків Науково-дослідного фінансового інституту ДННУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна, tganna@ukr.net

САМОФІНАНСУВАННЯ РЕГУЛЯТОРІВ РИНКІВ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: ЗАРУБІЖНА ПРАКТИКА ТА УКРАЇНСЬКІ РЕАЛІЇ

Анотація. Стаття присвячена питанню пошуку оптимальної моделі фінансування державного регулятора ринку цінних паперів. Проаналізовано зарубіжний досвід самофінансування державних регуляторів таких ринків та можливості його адаптації в Україні. Зазначено, що в ЄС спостерігається тенденція самофінансування органів регулювання ринків цінних паперів: із 24 країн тільки Австрія й Норвегія фінансують регуляторів виключно з державного бюджету. Висвітлено актуальні проблеми, пов'язані з пошуком джерел фінансування внаслідок останніх законодавчих змін із урахуванням рекомендацій МВФ. Підкреслено, що операційна незалежність Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, на думку експертів МВФ, не відповідає рівневі, який очікується від незалежного органу регулювання. Найістотнішими є обмеження, накладені на інспекційну діяльність НКЦПФР. Мораторії на здійснення перевірок, обмеження щодо їх періодичності й тривалості, а також вимога узгоджувати деякі перевірки з іншим державним органом суперечать стандартам, встановленим IOSCO. Розглянуто дві альтернативні моделі самофінансування національного регулятора ринку цінних паперів. Проведено оцінку наслідків законодавчих нововведень для фондового ринку та економіки країни загалом у разі їх запровадження. Зроблено висновок, що реалізація в Україні рекомендацій МВФ, утілення їх у національних законодавчих і нормативних актах сприятимуть зміцненню НКЦПФР, підвищенню її інституційної та фінансової незалежності для ефективного нагляду за ринком цінних паперів. Фактично це є передумовою створення повноцінного фінансового ринку з регулюванням відповідно до міжнародних стандартів.

Ключові слова: фінансовий ринок, ринок цінних паперів, фондовий ринок, державне регулювання ринку цінних паперів, фінансування регуляторів.

Табл. 1. Літ. 17.

Kateryna Klimenko

Ph. D. (Economics), SESE "The Academy of Financial Management", Kyiv, Ukraine, ekaterina181818@rambler.ru

Hanna Tereshchenko

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

SELF FUNDING SECURITIES REGULATORS: FOREIGN PRACTICE AND UKRAINIAN REALITIES

Abstract. The article is devoted to the issue of finding an optimal financing model of state securities regulators, to foreign practice in self government regulators of securities

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

markets and its possible adaptation in Ukraine. The conclusion is that in Europe there is a tendency to self regulation of securities markets. Of the 24 European bodies on regulation of securities market only Austria and Norway finance regulators exclusively from the state budget. The urgent problems of finding sources in terms of recent legislative changes on the recommendations of international financial organizations, represented by the IMF are considered. It is concluded that the level of operational independence of the National Commission on Securities and Stock Market, according to IMF experts, does not correspond to the level that is expected of an independent regulatory body. The most significant are the restrictions imposed on inspection activities to the SSMNC. A moratorium on inspections, restrictions on the frequency and duration of inspections and requirement to harmonize certain checks with other public authority are contrary to the standards established by IOSCO. We consider two alternative models of self-financing national securities regulators and the estimation of the consequences of legislative innovations for the stock market and the economy as a whole in the event of their introduction. It is noted that the implementation of recommendations provided by the IMF, the implementation of legislation and regulations will strengthen SSMNC and increase its institutional and financial independence for the effective supervision of the securities market. In fact, it is a precondition for the full financial market regulation in line with international standards.

Keywords: financial market, securities market, stock market, State Regulation of Securities, finance regulators.

JEL classification: E44, G15, G18.

Е. В. Клименко

кандидат экономических наук, старший научный сотрудник отдела международных финансов и финансовой безопасности Научно-исследовательского финансового института ГУНУ “Академия финансового управления”, Киев, Украина

А. Н. Терещенко

кандидат экономических наук, старший научный сотрудник, заведующая отделом финансовых рынков Научно-исследовательского финансового института ГУНУ “Академия финансового управления”, Киев, Украина

САМОФИНАНСИРОВАНИЕ РЕГУЛЯТОРОВ РЫНКОВ ЦЕННЫХ БУМАГ: ЗАРУБЕЖНАЯ ПРАКТИКА И УКРАИНСКИЕ РЕАЛИИ

Аннотация. Статья посвящена вопросу поиска оптимальной модели финансирования государственного регулятора рынка ценных бумаг. Проанализирован зарубежный опыт самофинансирования государственных регуляторов таких рынков и возможности его адаптации в Украине. Отмечено, что в ЕС наблюдается тенденция самофинансирования органов регулирования рынков ценных бумаг: из 24 стран только Австрия и Норвегия финансируют регуляторов исключительно из государственного бюджета. Освещены актуальные проблемы, связанные с поиском источников финансирования вследствие последних законодательных изменений с учетом рекомендаций МВФ. Подчеркнуто, что операционная независимость Национальной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку, по мнению экспертов МВФ, не соответствует уровню, который ожидается от независимого органа регулирования. Наиболее существенными являются ограничения, наложенные на инспекционную деятельность НКЦБФР. Моратории на осуществление проверок, ограничения по их периодичности и продолжительности, а также требование согласовывать некоторые проверки с другим государственным органом противоречат стандартам, установленным IOSCO. Рассмотрены две альтернативные модели самофинансирования

національного регулятора ринку цінних бумаг. Проведена оцінка наслідків законодавчих нововведень для фондового ринку і економіки країни в цілому в разі їх впровадження. Сделан вывод, что реализация в Украине рекомендаций МВФ, воплощение их в национальных законодательных и нормативных актах способствуют укреплению НКЦБФР, повышению ее институциональной и финансовой независимости для эффективного надзора за рынком ценных бумаг. Фактически это является предпосылкой создания полноценного финансового рынка с регулированием в соответствии с международными стандартами.

Ключевые слова: финансовый рынок, рынок ценных бумаг, фондовый рынок, государственное регулирование рынка ценных бумаг, финансирование регуляторов.

Забезпечення ефективності нагляду та незалежності регуляторів ринку цінних паперів належить до ключових питань для України. Зокрема, поширеною міжнародною нормою стає самофінансування державних регуляторів фінансових ринків. У сучасних умовах пріоритетним питанням діяльності регулятора ринку цінних паперів будь-якої європейської країни є незалежність і обрання моделі фінансування, що дає змогу збільшити можливості регулятора та забезпечити виконання стратегічно важливих функцій.

Проблемам регулювання національного ринку цінних паперів присвячено численні праці вітчизняних учених, серед яких слід відзначити: О. Іваницьку, Ю. Лупенку, О. Мозгового, В. Шапрана, С. Шишкова, Н. Шелудько, Т. Хромаєва [1–6]. Віддаючи належне їхньому доробку, наголосимо на недостатній обґрунтованості питання вибору ефективної моделі фінансування регулятора ринку цінних паперів, що актуалізує подальші дослідження в контексті сучасних тенденцій розвитку моделей фінансування державного регулювання ринку цінних паперів.

З огляду на це метою статті є аналіз зарубіжного досвіду фінансування державних регуляторів ринків цінних паперів, зокрема самофінансування, та можливостей його адаптації в Україні, а також пошук оптимальної моделі функціонування вітчизняного регулятора ринку цінних паперів – Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) у світлі рекомендацій МВФ.

Зазначимо, що в період роботи місії МВФ у Києві в липні 2016 р. міжнародні експерти оцінили достатність операційної й фінансової самостійності, підзвітності НКЦПФР, її правозастосовних повноважень і повноважень у сфері міжнародного співробітництва. За результатами оцінки експерти МВФ розробили рекомендації щодо змін, внесення яких забезпечить більшу відповідність законодавчої бази України цілям і принципам регулювання у сфері цінних паперів Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO). Зокрема, на їхню думку, НКЦПФР стикається із серйозними проблемами, виконуючи свою функцію регулятора ринку цінних паперів. Обсяги діяльності на національному ринку протягом кількох останніх років скорочувалися, однак масштаби порушень (на кшталт випуску “фіктивних” цінних паперів і торгівлі ними) залишаються значними. Для розв’язання окреслених проблем НКЦПФР потрібні ресурси, повноваження та здатність вживати ефективних заходів у сфері регулювання, нагляду й правозастосовної діяльності.

Як член міжнародної спільноти з регулювання у сфері цінних паперів, НКЦПФР має співпрацювати з міжнародними партнерами в межах своїх повноважень. Проте наразі вона не здатна дотримуватися взаємних зобов'язань через великі прогалини в її слідчих, правозастосовних повноваженнях, а також повноваженнях у сфері міжнародного співробітництва. Наявність цих повноважень є передумовою здобуття статусу сторони Багатостороннього меморандуму про взаєморозуміння IOSCO [7]. Пріоритетними є зміни, покликані зміцнити здатність НКЦПФР розслідувати діяльність будь-яких юридичних і фізичних осіб, вимагати від них необхідних відомостей, одержувати доступ до закритої інформації (банківська таємниця тощо), надавати функціональну допомогу іноземним органам навіть за відсутності наявного порушення законодавства України про цінні папери, а також забезпечувати конфіденційність даних, отриманих на підставі зазначеного меморандуму [8].

Операційна незалежність НКЦПФР, на думку експертів МВФ, не відповідає рівневі, котрий очікується від незалежного органу регулювання. Найістотнішими є обмеження, накладені на її інспекційну діяльність. Мораторії на проведення перевірок, обмеження щодо їх періодичності й тривалості, а також вимога узгоджувати деякі перевірки з іншим державним органом суперечать стандартам IOSCO.

Під час розроблення нормативних актів НКЦПФР ззовні – з боку Державної регуляторної служби та Міністерства юстиції України – контролюються як процес їх ухвалення, так і окремі аспекти змісту нормативних актів. Міжнародні експерти впевнені, що звільнення НКЦПФР від обов'язку реєстрації своїх нормативних актів у Мін'юсті розв'яже ці проблеми. Завдяки такому рішенню буде запроваджено режим, аналогічний встановленому для нормативних актів НБУ з питань банківського нагляду.

Занепокоєння МВФ викликають також поточні обмеження фінансової незалежності НКЦПФР. Так, протягом останніх трьох років на оплату праці її співробітників та накладні витрати припадало від 88 до 90 % бюджету регулятора. Крім того, в бюджеті не передбачено ні капітальних витрат, ні видатків на розвиток системи інформатизації. Така ситуація унеможливує залучення досвідчених працівників та здійснення інвестицій у технології, що знижує ефективність наглядової діяльності НКЦПФР. Адже ринки цінних паперів є технологічно ємними секторами, й для ефективного виконання своєї роботи органам регулювання цих ринків потрібні технології належного рівня.

Запровадження самофінансування за рахунок зборів за адміністративні послуги та річної плати за нагляд з об'єктів регулювання потенційно може розв'язати проблеми з фінансуванням регулятора. Щоб уникнути можливого конфлікту інтересів, експерти МВФ рекомендують створити відповідні механізми й інститути врядування, наприклад зовнішню Бюджетну раду, котра визначатиме розмір оплати праці співробітників НКЦПФР, напрями фінансування тощо [9].

У пошуку оптимальної моделі фінансування державного регулятора ринку цінних паперів треба приділити окрему увагу Принципам корпоративного

управління, що розроблені Організацією економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) і містять аналіз фінансування 46 органів із регулювання ринків цінних паперів у 41 юрисдикції. Згідно з його результатами, 23 (50 %) із 46 досліджених органів фінансуються самостійно, головним чином за рахунок зборів, котрі сплачуються регульованими суб'єктами. 13 (28 %) органів із регулювання ринку цінних паперів повністю фінансуються з державного бюджету, а 6 (13 %) частково фінансуються за рахунок зборів від регульованих суб'єктів. У окремих юрисдикціях, навіть якщо орган з регулювання ринку цінних паперів фінансується самостійно, бюджет органу має бути затверджений урядом та/або парламентом.

Дослідження ОЕСР применшує обсяг, у якому фінансування органів із регулювання ринку цінних паперів забезпечується зборами, що сплачуються його учасниками. Зокрема, вважається, що Комісія з цінних паперів і бірж США (U.S.SEC), а також Орган з управління фінансовими ринками Нової Зеландії фінансуються з бюджету, хоча на практиці урядові витрати компенсуються зборами, котрі сплачують регульовані суб'єкти. Низка органів регулювання ринку цінних паперів, що позиціонуються як такі, котрі поєднують фінансування з державного бюджету та зборів від учасників, фактично повністю фінансуються за рахунок доходів від зборів. До цієї категорії належать італійська Національна комісія з акціонерних товариств і бірж (CNSB) та іспанська Національна комісія з цінних паперів (CNMV). Окрім того, стосовно певних органів із регулювання ринку цінних паперів, які справді є самофінансованими, наприклад французького Органу з контролю фінансових ринків (AMF), інформація взагалі не надається [10].

Тенденція щодо самофінансування органів регулювання ринків цінних паперів є ще більш вираженою в Європейському Союзі: з 24 таких органів тільки два (Австрії та Норвегії) фінансуються з державного бюджету; 15 – самостійно; три – комбіновано з державного бюджету й джерел самофінансування; щодо чотирьох дані відсутні (з них щонайменше один – французький AMF – на самофінансуванні). До того ж декілька європейських органів із регулювання у сфері цінних паперів, не охоплені дослідженням ОЕСР, а саме Болгарії, Румунії та Сербії, теж повністю або частково перебувають на самофінансуванні. Далі розглянемо режими фінансування органів регулювання у сфері цінних паперів у окремих зарубіжних юрисдикціях: Болгарії, Польщі, Румунії, Сербії, Іспанії й Туреччини.

Болгарія [11]. Орган регулювання – Комісія з фінансових послуг (FSC), що відповідає за ринки цінних паперів, інвестиційний менеджмент, страхування, у т. ч. соціальне, та фінансові конгломерати. Джерелами фінансування є збори й державний бюджет. Бюджет за 2015 фінансовий рік становив 10,172 млн левів, або близько 5,7 млн дол. США (загалом за орган регулювання). Основними є збори з учасників ринку цінних паперів та з діяльності з управління інвестиціями. Збори стягувалися за видачу ліцензій, дозволів, зокрема на злиття, поглинання, розділення чи утворення нової або дочірньої акціонерної компанії суб'єктами регулювання; погодження проспектів емісії для публічного розміщення цінних паперів; аналіз документів; загальний

фінансовий нагляд, включаючи оброблення обов'язкової поточної й періодичної інформації, та проведення інспекцій. Майже всі збори, що стягувалися з учасників ринку цінних паперів і за діяльність з управління інвестиціями, здійснювалися за фіксованою ставкою. Єдиний виняток становить збір, котрий сплачується за підтвердження проспектів емісії для публічного розміщення цінних паперів, де тариф встановлюється залежно від обсягу емісії: 600 левів для емісій до 200 тис. левів; 600 плюс 0,1 % від перевищення суми в 200 тис. левів для емісій понад цю суму, але не більше ніж 5 тис. левів. Тарифи за здійснення загального фінансового нагляду зафіксовані в тарифній сітці, що ухвалюється Радою міністрів за поданням пропозиції від FSC.

Польща [12]. Орган з фінансового нагляду (KNF) відповідає за здійснення нагляду за фінансовим ринком, котрий охоплює банківський нагляд, нагляд за ринками капіталу, страхування, пенсійне страхування та інші компоненти ринку, зокрема фінансові конгломерати, електронні грошові інституції, платіжні установи й агенції з платіжних послуг, а також кооперативні ощадні та кредитні спілки. Орган з фінансового нагляду Польщі повністю фінансується за рахунок зборів. Його бюджет за 2014 фінансовий рік загалом становив 218,5 млн злотих, або близько 53,4 млн дол. США, у т. ч. цінні папери – 43,7 млн злотих (майже 10,7 млн дол.); збори з учасників ринку цінних паперів, включаючи діяльність з управління інвестиціями.

До 2016 р. збори стягувалися за надання ліцензій і погоджень; за трансакції на регульованих ринках та багатосторонніх торговельних системах (сплачується оператором ринку); за трансакції, до яких увійшли інвестиційні фірми (сплачується інвестиційними фірмами). За надання ліцензій: фіксована ставка (до еквіваленту в злотих, що дорівнює 4,5 тис. євро); трансакції на регульованих ринках і багатосторонніх торговельних системах: відсоток (до 0,03 %) від вартості угод про передачу прав; трансакції інвестиційних фірм: частка (до 0,15 %) вартості угод про передачу прав. Починаючи з 2016 р. збори стягуються за надання ліцензій і погоджень; регульовані суб'єкти сплачують змінні річні збори (фондова біржа, валютна клірингова палата, оператор позабіржового ринку, депозитарій, оператор клірингової платформи, оператор розрахункової системи, брокер, товарний брокер, філія іноземного брокера); змінні щорічні збори сплачуються компаніями – інвестиційними фондами, а також зареєстрованими на біржі емітентами; фіксовані збори – спеціально визначеними суб'єктами (наприклад, іноземними інвестиційними фірмами, що проводять трансакції на регульованому ринку; незареєстровані емітенти); внески до коштів витрат нагляду за ринком капіталу, що сплачуються банками (16,5 % загальної вартості нагляду) та страховими суб'єктами (1,5 %).

Для встановлення розміру змінних тарифів, що будуть стягуватися, розраховують так звану чисту вартість нагляду шляхом вирахування із загальних витрат Органу з фінансового нагляду Польщі на здійснення нагляду. Ця вартість потім розподіляється по п'яти групах регульованих суб'єктів у пропорціях, що визначаються постановою міністерства фінансів (наприклад, група інвестиційних фондів сплачує 18,5 % чистої вартості нагляду; група публічних

компаній – 26 %). У середині кожної групи витрати розподіляються між окремими учасниками пропорційно: для регульованих суб'єктів (фондових бірж та ін.) – відсоток від середнього доходу регульованого суб'єкта; для інвестиційних фондів – відсоток (0,008 % активів у розпорядженні); для зареєстрованих емітентів – частка вартості акцій емітента.

Румунія [13]. Орган фінансового нагляду (ASF) відповідає за нагляд за ринками: цінних паперів, страхування й перестраховування, а також системами приватного пенсійного страхування. Повністю фінансується за рахунок зборів. Бюджет за 2014 фінансовий рік становив 165,9 млн леїв, або близько 39,8 млн дол. США. Збори, що стягуються, стосуються трансакцій із торгівлі фінансовими інструментами, включаючи публічне розміщення цінних паперів і публічні поглинання; діяльності підприємств з колективного інвестування, приватних пенсійних фондів, страхувальників/перестраховальників та брокерів зі страхування/перестраховування. Крім того, до них належать збори за надання дозволів, ліцензій, погоджень тощо.

Орган регулювання також отримує надходження від штрафних санкцій, а також збори від трансакцій із фінансовими інструментами, зокрема: змінні ставки, що базуються на частці вартості трансакцій за винятком похідних фінансових інструментів (щодо котрих встановлюється фіксована ставка на кожний контракт), яка коливається між 0,02 і 0,06 %; збори за моніторинг трансакцій, що виконуються поза межами торговельних систем. Частка коливається між 0,02 та 0,06 %; для вартості публічного розміщення цінних паперів – між 0,05 і 0,1 %; для вартості публічного розміщення цінних паперів/конкурсних пропозицій стосовно поглинання – між 1 та 1,5 %. Колективні інвестиційні фонди, приватні пенсійні фонди, страхувальники/перестраховальники й брокери зі страхування/перестраховування: відсоток від чистої вартості активів/валових зароблених внесків відповідно до приватних пенсійних фондів, інвестиційних фондів/організацій колективного інвестування (UCI) коливається між 0,0078 і 0,5 %; операційний збір, що застосовується до депозитаріїв пенсійних фондів у приватному управлінні, – 10 %; операційний збір, який використовується щодо страхувальників і страхових брокерів, – 0,3 %; внесок за утримання бази даних CEDAM – частка валових премій, отриманих за RCA – 1 %.

Сербія [14]. Спеціалізованим органом регулювання ринку цінних паперів є Комісія з цінних паперів Республіки Сербія (SSC). У 2014 р. Комісія з цінних паперів Республіки Сербія фінансувалася повністю за рахунок власних доходів. Бюджет за 2014 фінансовий рік становив 120 млн динарів, або майже 1,21 млн дол. США. Базис оплат: плата за погодження; плата за ліцензії; щорічна плата за поточний нагляд; плата за нагляд на місці проведення операцій; плата за навчання й іспити для професіоналів ринку цінних паперів; плата за занесення до реєстру (індивідуальні брокери та публічні компанії); плата за надання висновку фахівця Комісії з цінних паперів Республіки Сербія; плата за погодження початку торгів з поглинання; плата за внесення до реєстру аудиторських компаній, що мають право на проведення аудиторських перевірок фінансової звітності публічних компаній.

Базис розрахунку тарифів: більшість тарифів є фіксованими, враховуючи щорічну плату за поточний нагляд і плату за нагляд на місці проведення операцій; змінні тарифи стягуються за невелику кількість погоджень (погодження базового проспекту емісії чи боргового цінного папера (0,2 % вартості емісії цінних паперів, але не менш ніж 250 тис. динарів); погодження проспекту емісії, де емітентом є анонімний підрозділ регіонального/місцевого урядового органу або міжнародна публічна організація (0,15 % вартості емісії цінних паперів, але не менш ніж 250 тис. динарів); погодження стосовно початку чи внесення змін до тендеру з поглинання (0,35 % суми, зарезервованої для оплати за акції, що є предметом тендеру, але не менш ніж 300 тис. динарів); ліцензії: для оператора регульованого ринку або багатосторонньої торговельної системи, для інвестиційної фірми, для компанії з управління інвестиційним фондом (по 3 % мінімального капіталу засновників).

Іспанія [15]. Спеціалізованим органом регулювання ринку цінних паперів є Національна комісія з цінних паперів (CNMV). Вона повністю фінансується за рахунок зборів. Видатки за 2014 фінансовий рік становили 42 млн євро, або близько 45,9 млн дол. США. Збори стягуються за: проведення експертизи документації щодо прийняття цінних паперів до обігу; реєстрацію проспектів емісій і перетворення дебіторської заборгованості на цінні папери, що легко реалізуються; експертизу документації щодо поглинань і пов'язаних вилучень та привілеїв, авторизації й реєстрації регульованих ринків, багатосторонніх торговельних систем, ЦД, розрахункових систем і ЦКА, а також щодо авторизації інвестиційних фірм, компаній з управління колективними інвестиційними схемами (CIS) тощо. Національна комісія з цінних паперів Іспанії перевіряє відповідність принципам маркетингу в Іспанії; здійснює нагляд і правозастосовну діяльність стосовно регульованих суб'єктів, які підпадають під дію пруденційних вимог, інвестиційних фірм, членів ринку, суб'єктів ринкової інфраструктури та операторів ринку й інфраструктури фінансових ринків.

Базис розрахунку тарифів: поєднання фіксованих (плата за реєстрацію проспекту емісії; плата за авторизацію й реєстрацію ринків і суб'єктів ринкової інфраструктури; плата за реєстрацію інвестиційних фірм, компаній з управління схемами колективного інвестування) та змінних (плата за прийняття до торгівлі на регульованих ринках – 0,01 % вартості цінних паперів, які приймаються, щонайменше 4 тис. і щонайбільше 70 тис. євро) ставок; плата за операції поглинення за грошові кошти (сплачується 0,0225 відсотка суми компенсації); плата за нагляд за дотриманням інвестиційними фірмами вимог щодо капіталу (0,1 % потреби в капіталі за кожні півроку, але не менш ніж 500 євро); плата за нагляд за додержанням компаніями з управління схемами колективного інвестування вимог щодо капіталу (0,025 % потреби в капіталі за кожні півроку, але не менш ніж 500 євро); плата за нагляд за дотриманням підприємствами колективного інвестування вимог (0,00175 % активів у фонді за кожні півроку, але не менш ніж 500 євро); плата за нагляд за додержанням правил ведення бізнесу фізичними чи юридичними особами, котрі надають послуги з інвестування (0,047 % загального валового доходу, але не менш ніж 350 євро, плюс сума, що

обчислюється множенням кількості клієнтів, яким було надано інвестиційні послуги протягом попереднього року, на 0,47 євро, проте не менш ніж 850 євро); збори до сплати учасниками ринку та суб'єктами ринкової інфраструктури розраховуються за кількістю проведених трансакцій за відповідними ставками та коливаються залежно від суми трансакції (організованої траншами) та її типу (акції, фіксована процентна ставка, похідні цінні папери); збори до сплати операторами ринку розраховуються за ковзною шкалою фіксованих ставок, котра змінюється залежно від суми ефективної вартості (для акцій) і номінальної вартості (для цінних паперів із фіксованим доходом) торгівлі на ринку; збори до сплати емітентами цінних паперів, що зареєстровані для продажу на регульованих ринках, визначаються відповідно до ринкової капіталізації для розрахунків.

Туреччина [10]. Рада з ринків капіталу Туреччини (СМВ) повністю фінансується за рахунок зборів. Бюджет за 2014 фінансовий рік становив 103,2 млн лір, або майже 33,9 млн дол. США. Збори стягуються за емісію чи публічне розміщення цінних паперів; управління: інвестиційними фондами й інвестиційними компаніями зі змінним капіталом, пенсійними фондами, ринком, центральною кліринговою установою, центральним депозитарієм цінних паперів та кредитною агенцією. Рада з ринків капіталу Туреччини має право визначати коефіцієнт до 0,3 % вартості емісії (ст. 130 (3) Закону Туреччини про ринки капіталу). Визначені СМВ коефіцієнти регулюються різними офіційними повідомленнями та мають такі значення: 0,2 % акцій, що пропонуються до продажу; 0,01 % акцій, які пропонуються до продажу для малих і середніх підприємств; від 0,05 до 0,2 % за боргові цінні папери; 0,005 % чистої вартості активів інвестиційного фонду чи інвестиційної компанії зі змінним капіталом, що розраховується на кінець кожного кварталу; пенсійні фонди: 0,003 % чистої вартості активів пенсійного фонду, розраховується на кінець кожного кварталу; оператори ринку, центральної клірингової установи, центрального депозитарію цінних паперів і кредитної агенції: щонайбільше 10 % валового доходу (очікуваного процентного доходу).

Проаналізовані країни істотно відрізняються за розміром та рівнем розвитку ринків капіталу, обов'язками органу регулювання у сфері цінних паперів та за порівняною складністю механізмів, що застосовуються для фінансування регулювання ринку цінних паперів. Три органи регулювання ринку цінних паперів (Сербії, Іспанії й Туреччини) є спеціалізованими; один (Польщі) – універсальним органом із регулювання, котрий відповідає за банківський нагляд, нагляд за ринками страхових і пенсійних послуг та ринками капіталу; ще два (Болгарії та Румунії) також відповідають за ринки страхування й пенсійних фондів. Спільною рисою всіх органів регулювання в цих юрисдикціях є те, що вони повністю або частково фінансуються за рахунок оплат і зборів. Більшість регуляторів є фактично незалежними від державного бюджету, й лише Комісія з фінансових послуг Болгарії покладається як на фінансування з державного бюджету, так і на платежі та збори, що надходять із сектору.

Законодавство, котре регулює діяльність окремих із цих органів, наприклад Комісії фінансового нагляду Польщі, прямо вказує, що фінансування органів регулювання у сфері цінних паперів має забезпечуватися за рахунок

внесків регульованих суб'єктів. У інших випадках, приміром стосовно Ради з ринків капіталу Туреччини, законодавчо передбачено: якщо доходи від сектору не забезпечують витрат органу з регулювання, нестача повинна компенсуватися виплатами з центрального бюджету.

У всіх країнах (за винятком Туреччини) адміністративні оплати відокремлені від зборів за здійснення нагляду. Перші сплачуються за регуляторні дії, що здійснюються за зверненням індивідуальних учасників, наприклад щодо ліцензування або надання дозволів учасникам сектору (операторам ринку, постачальникам його інфраструктури, інвестиційним фірмам – брокерам чи інвестиційним менеджерам), та затвердження трансакцій, таких як емісія цінних паперів або поглинання. Другі є періодичними платежами, призначеними для покриття чи забезпечення інших регуляторних функцій, на зразок нагляду або правозастосовної діяльності. В усіх країнах, окрім Туреччини, застосовується комбінація фіксованих тарифів й тарифів, котрі варіюються залежно від якогось чинника (змінна ставка). Окреслилася тенденція визначення адміністративних оплат за єдиною ставкою за винятком оплат за окремі трансакції на ринку капіталу.

Тарифи, що стосуються надання дозволів для емісії цінних паперів (зазвичай включається затвердження реєстрації чи проспекту емісії), переважно визначаються у вигляді частки вартості цінних паперів, котрі підлягають емісії, наприклад у Болгарії, Румунії, Сербії, Іспанії й Туреччині. Тарифи, що стосуються трансакцій із поглинання, в окремих юрисдикціях складаються згідно зі змінною ставкою у формі частки вартості трансакції, приміром у Сербії та Іспанії.

Збори за нагляд сплачуються у вигляді фіксованих річних тарифів у Болгарії та Сербії, проте в інших країнах можуть змінюватися. Для змінних оплат, які стосуються нагляду за ринковою діяльністю та учасниками ринку, застосовується два базових підходи:

1) ставки, що ґрунтуються на вартості трансакцій на ринках, які підлягають нагляду з боку органу регулювання ринку цінних паперів (у Польщі (до 2016 р.) і Румунії);

2) тарифи для кожної категорії учасників ринку зі змінним елементом, котрий відображає частку кожного учасника порівняно з іншими учасниками в тій самій категорії (в Польщі та Іспанії).

Для визначення відносної частки учасників ринку для зазначених цілей застосовується низка методів, які варіюються між категоріями учасників ринку. Наприклад, для операторів ринку в Іспанії використовують диференційовану змінну шкалу, за котрою сплачувані ставки визначаються як коефіцієнт вартості інструментів, що торгуються на ринку. Водночас у Туреччині ставка до сплати є часткою бруто непроцентного доходу оператора ринку. Для регульованих суб'єктів – розпорядників активів мірою відносного розміру зазвичай виступає вартість активів у їх розпорядженні (зокрема, в Польщі, Румунії, Іспанії). У Туреччині збори сплачують безпосередньо інвестиційні й пенсійні фонди під управлінням менеджерів портфельних активів, але не самі менеджери. Збір до сплати є відсотком чистої вартості активів таких фондів, розраховується та стягується наприкінці кожного кварталу. В Іспанії плата за моніторинг

дотримання інвестиційними фірмами правил ведення бізнесу базуються на поєднанні частки загального бруто доходу кожної фірми й суми, що ґрунтується на чисельності клієнтів фірми. Збори на емітентів цінних паперів за поточний нагляд накладаються в Польщі та Іспанії. Причому в першій ставка такого збору розраховується виходячи з балансової вартості акцій емітента, а в другій – з його ринкової капіталізації. В Іспанії за реєстрацію проспекту емісії стягується збір за фіксованою ставкою, але за дозвіл на прийняття цінних паперів до торгівлі на регульованому ринку – за змінною ставкою.

З огляду на проведений аналіз фінансування регуляторів ринку цінних паперів у деяких європейських країнах можна стверджувати про наявність передумов і можливостей запровадження самофінансування. У разі переходу на таку модель національний регулятор ринку цінних паперів отримає такі переваги:

- забезпечення стабільних джерел фінансування;
- покриття витрат тими, хто створює потребу в регулюванні;
- ефективний розподіл ресурсів. Завдяки самофінансуванню спосіб їх розподілу базуватиметься на принципах економічної ефективності, що дасть змогу НКЦПФР забезпечити ресурси для роботи з тими частинами ринку, котрі становлять найбільший ризик для її цілей, та запровадити внутрішній контроль результативності регуляторних процесів;

- підвищення прозорості й підзвітності. Самофінансування здатне призвести до поліпшення прозорості фінансування та діяльності НКЦПФР. Коли вона буде вимушена встановити жорсткіший контроль власних регуляторних витрат, галузь і уряд матимуть більші можливості покласти на НКЦПФР відповідальність за ефективність виконання її регуляторних функцій;

- спрямування частини доходів державного бюджету на урядові функції, котрі принесуть користь українському суспільству в ширшому сенсі. Наразі бюджет країни відчуває сильний тиск. Виведення витрат на регулювання ринку цінних паперів із бюджету держави дасть змогу використати вивільнені кошти на розв'язання інших пріоритетних завдань і водночас забезпечить вищий рівень фінансування для НКЦПФР.

Слід зауважити, що й технічна місія МВФ рекомендує національному регулятору перейти до самофінансування шляхом впровадження певних адміністративних зборів, прив'язаних до показників діяльності учасників ринку. Як зазначається в доповіді МВФ, зростаючі витрати НКЦПФР на оплату праці співробітників, а також на інвестиції в технології й системи потребують істотного збільшення її фінансових ресурсів. В умовах посилення тиску на бюджет України місія МВФ вважає сумнівною можливість залучення НКЦПФР додаткових бюджетних коштів для задоволення майбутніх потреб [16].

У зв'язку з цим НКЦПФР пропонуються дві моделі самофінансування. Вони мають однакову розширену структуру, що передбачає дохід від адміністративних зборів, сплачуваних окремими учасниками за винесення рішень, зокрема щодо надання ліцензій, реєстрації й дозволів (адміністративні послуги), та від зборів за нагляд. Розбіжності між цими моделями стосуються методу накладення зборів за нагляд і сум зборів, котрі стягуватимуться. Сьогодні

адміністративні збори стягуються за невелику кількість операцій, приблизно 160 адміністративних дій, що виконує НКЦПФР. Режим накладання зборів визначається регулятором, а надходження від них ідуть до загальних доходів Уряду України. У таблиці показано доходи від зборів за 2013–2015 рр. і запланований дохід на 2016 р. [17].

Пропозиція НКЦПФР щодо зборів за надання адміністративних послуг стосується підвищення тарифів і збільшення кількості адміністративних дій, за які стягується плата. Наведено порівняння поточних тарифів із новими, показано різницю між доходами, котра виникне, якщо запропоновані тарифи діятимуть впродовж 2016 фінансового року. Згідно з рівнями дохідної діяльності НКЦПФР, у 2016 р. запропонований режим тарифікації мав би принести дохід у розмірі 94,57 млн грн. Найважливішими джерелами надходжень стануть: кошти від збільшення максимальної ставки, що сплачується за реєстрацію емісії цінних паперів у розмірі 50–400 мінімальних заробітних плат (така зміна повинна принести на 27 млн грн більше додаткового доходу, ніж заплановано за поточного тарифного режиму); додатковий дохід за рахунок зборів у обсязі: 29 млн грн за адміністративні послуги, котрі наразі є безоплатними; 15 млн грн за такі послуги, пов'язані з ліцензійною діяльністю; 13 млн грн за послуги, що не стосуються ліцензування.

Розробляючи пропозиції щодо встановлення тарифів за здійснення нагляду, НКЦПФР розглянула дві моделі. За першою з них тарифи базуються на невеликому проценті від вартості ринкового обороту фінансових інструментів і механізмів торгівлі, які підлягають регулюванню, при цьому для розпорядників активів тариф базується на вартості останніх, що перебувають у їхньому управлінні. За другою моделлю збори сплачуються всіма категоріями регульованих суб'єктів. Розмір збору варіюється залежно від категорії та в межах кожної категорії, збір до сплати – від коефіцієнта, котрий має відображати міру участі різних юридичних осіб у ринку капіталу або діяльності з управління активами.

Щоб проілюструвати ефект тарифів, запропонованих у цих моделях, національний регулятор підготував попередні підрахунки доходів, що могли би бути отримані, якби нові тарифи діяли впродовж 2016 р. Для таких підрахунків були вжиті консервативні припущення з огляду на вплив накладання

Таблиця. Динаміка поточних доходів від зборів за адміністративні дії НКЦПФР, млн грн

Тип доходу	2013		2014		2015		2016
	План	Факт	План	Факт	План	Факт (попередні)	План
Доходи в бюджет від ліцензування	1,08	0,93	0,75	1,06	0,66	0,58	0,44
Доходи в бюджет від випуску сертифікатів	0,94	1,13	0,81	0,83	0,81	0,61	0,68
Сплачене державне мито за реєстрацію емісій	6,30	18,68	8,70	14,82	9,80	10,35	9,70
Всього дохід/мито	8,32	20,74	10,26	16,71	11,27	11,54	10,82

Джерело: Офіційний веб-сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. URL: <http://www.nssmc.gov.ua/>.

на ринки та їхніх учасників зборів за здійснення нагляду. Припускається, що введення тарифів на ринкові трансакції призведе до зменшення обсягів торгівлі як на біржах, так і на позабіржових ринках, а також що поточні регуляторні ініціативи НКЦПФР спричинять скорочення числа учасників ринку (наприклад, через накладання на них обмежень у вигляді вимоги щодо мінімального розміру капіталу) та кількості зареєстрованих на біржі компаній (унаслідок змін у вимогах реєстрації на біржі) [10].

У рамках першої моделі щорічні збори можуть бути прив'язані до обігу цінних паперів та стягуватимуться з торговців, фондових бірж і учасників депозитарної системи. При цьому вказана модель передбачає впровадження диференційованих ставок, котрі залежать від типу фінансових інструментів та місця їх звернення, або єдиної ставки, не прив'язаної до зазначеного.

У першому випадку для біржового ринку пропонуються такі ставки: операції з держоблігаціями – 0,031 %, з корпоративними облігаціями, акціями та інвестиційними сертифікатами – 0,04 %, з деривативами – 0,03 %. Для позабіржового ринку вони становлять відповідно 0,031, 0,06 і 0,031 %, а для операцій із вексями – 0,031 % їхнього обсягу. У другому випадку пропонується запровадити єдину ставку на рівні 0,031 % розміру операції. Крім того, НКЦПФР має намір стягувати 0,01 % вартості активів в управлінні з недержавних пенсійних та інвестиційних фондів. За оцінками НКЦПФР, якби зазначена модель була впроваджена в 2016 р., загальна сума зборів за підсумками року сягнула б 85,3 млн грн за диференційованих ставок і 84,5 млн грн за єдиної ставки.

У рамках другої моделі, розробленої регулятором, сума зборів прив'язана до розміру чистого прибутку учасників ринку, в т. ч. для Центрального депозитарію й Розрахункового центру, – 5,5 % прибутку, але щонайменше 200 мінімальних заробітних плат (МЗП), для бірж – 3,5 %, мінімум 200 МЗП, для торговців – 0,3 %, щонайменше 20 МЗП. Окрім того, пропонується з депозитаріїв стягувати збір у розмірі 0,0035 % номінальної вартості цінних паперів на зберіганні, мінімум 20 МЗП; із недержавних пенсійних і публічних інвестиційних фондів – 0,01 % чистої вартості активів, щонайменше 20 МЗП; із венчурних фондів – 0,02 %, мінімум 20 МЗП; з емітентів лістингових акцій – 0,01 % номінальної вартості цінних паперів, щонайбільше 400 МЗП та щонайменше 20 МЗП; із нелістингових цінних паперів (за винятком державних) – фіксована сума в обсязі 20 МЗП.

За оцінками НКЦПФР, у разі запровадження відповідних зборів у 2016 р. сума надходжень за підсумками року сягнула б 192,7 млн грн. Згідно з висновком місії МВФ, друга модель краща, тому що передбачає більш стабільне фінансування діяльності регулятора та є справедливішою, оскільки всі структури нестимуть пропорційні витрати на регулювання. До того ж уведення першої моделі ускладнене через труднощі при визначенні вартості неринкових угод.

Перехід НКЦПФР до самофінансування повинен також включати створення її резервного фонду для захисту від несподіваних коливань надходжень ринкових зборів. За умови досягнення таким фондом певного максимуму надлишки коштів слід одразу ж повернути учасникам ринку або знизити подальші збори.

Для забезпечення балансу між зростанням надходжень і збільшенням витрат регулятор повинен підготувати трирічний бюджет, запровадити сучасну систему контролю витрат при наданні адміністративних послуг та нагляд за учасниками ринку. Крім того, встановити орієнтири щодо оплати праці персоналу, переглянути ефективність його діяльності, передбачити підвищення оплати залежно від трудових результатів, професіоналізму й організаційної ефективності.

МВФ вважає, що перехід регулятора до самофінансування має відбуватися поетапно. Перший етап передбачає підготовку законодавчих змін і мав би завершитися наприкінці червня 2016 р. Другий етап включає перебудову внутрішніх процесів та систем і триватиме протягом 2017 р. Модель самофінансування буде переглядатися впродовж наступних 3–5 років на відповідність поставленим цілям.

Перелічені законодавчі заходи мають доповнюватися вдосконаленням роботи НКЦПФР. Для того щоб чітко визначити співвідношення між зростанням доходу від запропонованих тарифних моделей та збільшенням видатків НКЦПФР, регулятор повинен розробити бюджети видатків після прийняття запропонованих моделей зборів на трирічний період, а також відповідні порівняльні дані для з'ясування розміру оплати праці персоналу в майбутньому. Паралельно НКЦПФР має проводити оцінку ефективності й результативності персоналу та класифікації основних ставок заробітної плати, аби забезпечити підвищення професіоналізму та організаційної ефективності співробітників завдяки збільшенню заробітної плати. Крім того, регулятор має розробити досконаліші системи контролю фактичних витрат, пов'язаних із наданням адміністративних послуг і здійсненням нагляду за кожною категорією учасників ринку. Таким чином, реалізація наданих рекомендацій, втілення їх у законодавчих і нормативних актах сприятимуть зміцненню НКЦПФР, підвищенню її інституційної та фінансової незалежності для ефективного нагляду за ринком цінних паперів. Фактично це є передумовою створення повноцінного фінансового ринку з регулюванням відповідно до міжнародних стандартів.

Підсумовуючи викладене, зауважимо, що самофінансування передбачає здатність розвиватися за рахунок власних фінансових ресурсів. Суб'єкти не просто утворюють і використовують кошти – їх має бути достатньо для розвитку. Проведене дослідження принципів самофінансування регулятора ринку цінних паперів дає змогу визначити переваги переходу НКЦПФР до моделі самофінансування. Зокрема, на нашу думку, ефективною є модель фінансування, що базується на платежах за адміністративні послуги та щорічних внесках. Вона здатна забезпечити стабільніше фінансування, ніж чинна система. У разі застосування цієї моделі НКЦПФР повністю фінансуватиметься за рахунок внесків учасників ринку та не залежатиме від проблем дефіциту державного бюджету.

На наше переконання, таке фінансування цілком можливе. Водночас дієвість такої моделі великою мірою визначатиметься чисельністю суб'єктів (учасників) ринку цінних паперів. Із метою запобігання несподіваним коли-

ванням надходжень доцільно передбачити можливість накопичення резервів НКЦПФР.

Безперечно, самофінансування треба запроваджувати поетапно. Зокрема, варто ретельно проаналізувати ризики зловживань із боку посадових осіб НКЦПФР і способи попередження проявів корупції. Регулятор повинен розробити ефективну систему відстеження фактичних витрат на надання адміністративних послуг та нагляд за кожною категорією суб'єктів ринку.

Список використаних джерел

1. Іваницька О. М. Державне регулювання розвитку фінансової інфраструктури в Україні: дис. ... д-ра наук з держ. упр.: 25.00.02 / Нац. акад. держ. управління при Президентові України. Київ, 2006. 419 с.
2. Лупенко Ю. В. Вибір оптимальної моделі функціонування державного регулятора ринку цінних паперів України. *Облік і фінанси*. 2015. № 1. С. 77–80.
3. Мозговий О., Малащук Д. Сучасна парадигма функціонування світового фінансового ринку. *Міжнародна економічна політика*. 2016. № 1. С. 29–51.
4. Хромаєв Т. Інституційна спроможність регулятора ринку капіталу / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: https://ukrfinforum.com/images/presentations/UFF_Presentation_TKromaev_4Panel.pdf (дата звернення: 27.12.2016).
5. Шапран В. С. Становлення ринку цінних паперів в Україні: теоретичний аспект проблеми. *Фондовий ринок*. 2002. № 16. С. 18–21.
6. Шишков С. Є., Шелудько Н. М. Проблема довіри на неефективному фондовому ринку: приклад України. *Вісник Інституту економіки та прогнозування*. 2011. С. 74–87.
7. Багатосторонній Меморандум про взаєморозуміння щодо консультування та співробітництва і обміну інформацією. URL: <http://www.nssmc.gov.ua/partners/international/IOSCOMemorandum>.
8. МВФ надало рекомендації щодо збільшення інституціональної та фінансової незалежності НКЦПФР. URL: http://www.nssmc.gov.ua/press/news/mvf_nadalo_rekomendaciyi_shhodo_zbilshennya_institucionalnoyi_ta_finansovoyi_nezalezhnosti_nkcpfr.
9. Новини УАІБ. URL: http://www.uaib.com.ua/news/weekly_news/229677.html.
10. Technical Assistance Report – Self-Funding of the National Securities and Stock Market Commission (Ukraine). URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16108.pdf>.
11. Financial Supervision Commission. URL: <http://www.fsc.bg/en/legal-framework/laws/>.
12. Polish Financial Supervision Authority. URL: https://www.knf.gov.pl/en/About_us/KNF_Polish_Financial_Supervision_Authority/task_and_objectives/index.html.
13. Autoritatea de Supraveghere Financiară. URL: <http://www.asfromania.ro/en/about-asf-our-mission>.
14. Офіційний веб-сайт Комісії з цінних паперів Республіки Сербія. URL: <http://www.secrs.gov.ba/en/OKomisiji/Informacije.aspx?id=1>.
15. Comisión Nacional del Mercado de Valores. URL: <http://www.cnmv.es/portal/quees/Funciones/Funciones.aspx>.
16. Офіційний веб-сайт Міжнародного валютного фонду. URL: <http://www.imf.org/external/index.htm>.
17. Офіційний веб-сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. URL: <http://www.nssmc.gov.ua/>.

References

1. Ivany`c`ka, O. M. (2006). *Derzhavne rehulyuvannya rozvy`tku finonsovoyi infrastrukury` v Ukrayini* [State regulation of the financial infrastructure in Ukraine] (Unpublished doctoral dissertation). Ky`yiv: Nacional`na akademiya derzhavnoho upravlinnya pry` Prezy`dentovi Ukrayiny` [in Ukrainian].

2. Lupenko, Yu. V. (2015). Vy`bir opty`mal`noyi modeli funkcionuvannya derzhavnoho rehulyatora ry`nku cinny`kh paperiv Ukrayiny` [Choice of Optimal Model for Functioning of State Regulator of Security Market in Ukraine]. *Oblik i finansy`* [Accounting and Finance], 1, 77-80 [in Ukrainian].
3. Mozhovy`j, O., Malashhuk, D. (2016). Suchasna parady`hma funkcionuvannya svitovoho finansovoho ry`nku [Modern paradigm of world market functioning]. *Mizhnarodna ekonomichna polity`ka* [The international economic policy], 1, 29-51 [in Ukrainian].
4. Khromayev, T. (2016, September). *Insty`tucijna spromozhnist` rehulyatora ry`nku kapitalu* [The institutional capacity of the regulator of the capital market]. Retrieved from https://ukrfinforum.com/images/presentations/UFF_Presentation_TKromaev_4Panel.pdf [in Ukrainian].
5. Shapran, V. S. (2002). Stanovlennya ry`nku cinny`kh paperiv v Ukrayini: teorety`chny`j aspekt problemy` [The formation of the securities market in Ukraine: theoretical aspect of the problem]. *Fondovy`j ry`nok* [Stock market], 16, 18-21 [in Ukrainian].
6. Shy`shkov, S. Ye., Shelud`ko, N. M. (2011). Problema doviry` na neefekty`vnomu fondovomu ry`nku: pry`klad Ukrayiny` [The problem of confidence in the ineffective stock market: the case of Ukraine]. *Visny`k Insty`tutu ekonomiky` ta prohnozuvannya* [Journal of the Institute of Economics and Forecasting], pp. 74-87 [in Ukrainian].
7. International Organization of Securities Commissions. (2002, May). *Bahatostoronnij Memorandum pro vzayemorozumimnyia shhodo konsul`tuvannya ta spivrobotny`ctva i obminu informacijeyu* [Multilateral memorandum of understanding concerning consultation and cooperation and the exchange of information]. Retrieved from <http://www.nssmc.gov.ua/partners/international/IOSCOMemorandum> [in Ukrainian].
8. National Securities and Stock Market Commission. (n. d.). *MVF nadalo rekomendaciyi shhodo zbil`shennya insty`tucional`noyi ta finansovoyi nezalezhnosti NKCPFR* [The IMF has provided advice on increasing institutional and financial independence of NSSMC]. Retrieved from http://www.nssmc.gov.ua/press/news/mvf_nadalo_rekomendaciyi_shhodo_zbilshennya_institucionalnoyi_ta_f finansovoyi_nezalezhnosti_nkcpfr [in Ukrainian].
9. The Ukrainian Association of Investment Business. (n. d.). *Novy`ny` UAIB* [UAIB News]. Retrieved from http://www.uaib.com.ua/news/weekly_news/229677.html [in Ukrainian].
10. International Monetary Fund. (2016, April). *Ukraine. Technical Assistance Report – Self-Funding of the National Securities and Stock Market Commission*. Retrieved from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16108.pdf>.
11. Financial Supervision Commission. (n. d.). *Laws*. Retrieved from <http://www.fsc.bg/en/legal-framework/laws/>.
12. Polish Financial Supervision Authority. (n. d.). *Tasks and objectives*. Retrieved from https://www.knf.gov.pl/en/About_us/KNF_Polish_Financial_Supervision_Authority/task_and_objectives/index.html.
13. Autoritatea de Supraveghere Financiară. (n. d.). *Our Mission*. Retrieved from <http://www.asfromania.ro/en/about-asf/our-mission>.
14. The official website of the Securities Commission of the Republic of Serbia. (n. d.). Retrieved from <http://www.secrs.gov.ba/en/OKomisiji/Informacije.aspx?id=1>.
15. Comisión Nacional del Mercado de Valores. (n. d.). *Funciones*. Retrieved from <http://www.cnmv.es/portal/quees/Funciones/Funciones.aspx>.
16. The official website of the International Monetary Fund. (n. d.). Retrieved from <http://www.imf.org/external/index.htm>.
17. The official website of the National Securities and Stock Market Commission. (n. d.). Retrieved from <http://www.nssmc.gov.ua>.