



**Юлія Мартова,**

аспірантка кафедри міжнародного приватного права

Інституту міжнародних відносин

Київського національного університету

імені Тараса Шевченка

**ORCID: 0000-0001-8337-6879**

**DOI 10.32782/2306-9082/2021-44-5**

УДК 349:336.7+339.7

## ***Правове регулювання нових видів фінансових інструментів на фінансових ринках України та ЄС: оновлені підходи й актуальні аспекти***

**Постановка проблеми.** Із прийняттям Закону України «Про віртуальні активи» в країні планується впровадження та розвиток актуального на сьогодні ринку віртуальних активів. Такий ринок віртуальних активів, що тільки зароджується в Україні, одразу отримав відповідне правове регулювання та поле для подальшого розвитку, окреслене законодавцем. Водночас із ринком фінансових інструментів, який, відповідно до Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», починає наразі свою трансформаційну перебудову, Україну попереду чекають нові виклики щодо подальшого регулювання фінансових інструментів, зокрема питання транскордонних правочинів із фінансовими інструментами та питання подальшого правового регулювання розвитку віртуальних активів. Оскільки питання фінансових інструментів і фінансових ринків не

може бути доцільно розглянуте лише виключно в аспекті України, необхідно проаналізувати і досвід ЄС як модельний та координаційно спрямовувальний для України. Більше того, наразі надзвичайно актуальним є питання впровадження нових технологій на фінансових ринках України, зокрема таких технологій, як блокчейн та інші FinTech. Таким чином, актуальними до розгляду є питання взаємозв'язку ринку капіталу й ринку віртуальних активів в Україні та ЄС, питання пошуку взаємозв'язку фінансових інструментів і віртуальних активів в Україні та ЄС, зокрема через аналіз регуляторів на зазначених ринках та їх відповідних повноважень.

**Мета статті.** Виходячи з вищезазначених актуальних проблем, метою статті є аналіз різних підходів до правового регулювання нових видів фінансових інструментів в Україні та ЄС. Дослідження і виявлення найбільш

оптимального підходу до правового регулювання фінансових ринків в Україні, з огляду на європейський курс держави, а отже, необхідність гармонізації законодавства України з правом ЄС є, відповідно, ключовим завданням дослідження. Також метою статті є пошук ефективної для України моделі правового регулювання ринку віртуальних активів, яка б відповідала стандартам ЄС та була адаптивною до них. Аналіз проблем і перспектив, які виникли наразі перед регуляторами щодо регулювання ринку капіталу та ринку віртуальних активів, також став метою дослідження.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** З огляду на те, що зазначена у статті тема є порівняно новою й актуальною, базою для наукової розвідки стали публікації і проведені дослідження міжнародних організацій, зокрема їх робочих груп та комітетів. Так, відповідні плани, робочі програми, доповіді і пропозиції є джерелами для дослідження теми. Також значну роль у розвитку та вивченні теми статті відіграють публікації українських і закордонних науковців, зокрема роботи таких авторів, як: І. Бурденко, Я. Дропа, І. Ковалевич, Й. Нгуен, М. Прохорова, Е. Рейнах, І. Спільник, І. Ярощук.

**Виклад основного матеріалу.** Нещодавно прийнятий в Україні Закон «Про віртуальні активи» визначає поняття самого віртуального активу. Віртуальний актив розглядається як «нематеріальне благо, що є об'єктом цивільних прав, має вартість та виражене сукупністю даних в електронній формі» (пп. 1 п. 1 ст. 1) [1]. Таким чином, законодавець уже визначив природу віртуального активу та заклав його основи саме як об'єкта цивільних прав. Згодом постає питання щодо того, коли виникає право власності на зазначений віртуальний актив. Відповідно до п. 6 ст. 4 існують саме фінансові віртуальні активи. Ними є емітовані резидентом України

активи, забезпечені: 1) валютними цінностями; 2) цінним папером або деривативним фінансовим інструментом [1]. Отже, фінансовим віртуальним активом може бути тільки забезпечений віртуальний актив, тобто такий актив, що посвідчує майнові права, зокрема права вимоги на інші об'єкти цивільних прав (п. 3 ст. 4) [1]. Відповідно до п. 3–4 ст. 5 Закону України «Про віртуальні активи» оборот на території України таких віртуальних активів, що забезпечені валютними цінностями, здійснюється в порядку, встановленому Національним банком України (далі – НБУ); оборот віртуальних активів, забезпечених фінансовим інструментом, здійснюється в порядку, встановленому Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку України (далі – НКЦПФР) [1]. Важливо зазначити, що ключовим моментом у поділі віртуальних активів на забезпечені та незабезпечені є саме момент набуття права власності на безпосередньо віртуальний актив. Згідно з уже згаданим Законом України «Про віртуальні активи» Цивільний кодекс України (далі – ЦКУ) буде доповнений розділом III главою 15 прим. 1 «Віртуальні активи», де розкриватимуться відповідні питання правочинності щодо віртуального активу. До способів набуття права власності на віртуальний актив належать такі: вчинення правочину щодо віртуального активу; за фактом створення; на підставі норм закону або рішення суду [1, с. 28]. Цікаво, що вищевказаний Закон не містить дефініції «токенізація», що видається доречною в цьому аспекті. Саме токенізацію можна взяти за основу правового регулювання віртуальних активів як цифрових об'єктів цивільного права. Токенізацію варто розглядати як процес, за яким записується найбільш суттєва якість активу (його суть). Саме цей запис і є об'єктом цивільного права, котрий можна продати або купити на вторинному



ринку [2, с. 18]. У літературі цей запис розглядається як цифровий об'єкт цивільного права, або цифровий токен. Такому цифровому токenu властиві якості віртуального активу. Якщо аналізувати токенизацію як процес запису активу, то виникає чимало питань щодо того, чи є цифровий токен захищеним, відповідно до стандартів права власності на сьогоdnішній момент. Також постає питання стосовно того, чи не повинні в майбутньому бути розширені дефініції об'єкта права власності з метою включення у нього окремого об'єкта – цифрового [2, с. 20]. Очевидно, що найбільш органічним видається віднесення регулювання віртуальних активів, зокрема і криптоактивів, саме до сфери права власності та розгляд усіх правовідносин щодо них саме в контексті власності, зважаючи на відповідні особливості в регулюванні [2, с. 21]. Деякі вчені також наголошували на зазначеній проблемі та вказували на неможливість на цьому етапі законодавчого регулювання віднести криптовалюту до вже наявних видів об'єктів цивільних прав через її складну цифрову природу і платіжні характеристики [3, с. 86]. Варто зазначити, що науковці зосередили увагу саме на правовому статусі криптовалюти, а її не можна ототожнювати з віртуальним активом.

Аналізуючи суть та тлумачення віртуальних активів, доходимо висновку, що вони за своїм змістом є ширшими за поняття «криптоактиви» та охоплюють його [2, с. 13]. Криптоактиви постійно видозмінюються, наразі активно з'являються нові їх види. Найпоширеніша класифікація криптоактивів, яка лягла в основу поділу підходів до їх правового регулювання, це класифікація за трьома категоріями: 1) платіжні токени (криптовалюти); 2) інвестиційні токени; 3) продуктові, або утилітарні, токени [4, с. 26]. Саме ця класифікація віртуальних активів є найбільш поширеною у закордонній

літературі, проте вона не знайшла відображення в новому Законі України «Про віртуальні активи».

Актуальною проблемою, яка вимагає вирішення, є питання щодо регулятора на відповідному фінансовому ринку, зокрема питання з визначення регулятора на ринку віртуальних активів. Відповідно до Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» державне регулювання ринків капіталу здійснюють: 1) НКЦПФР і Національний Банк України (далі – НБУ); 2) інші державні органи в межах повноважень; 3) саморегульовані організації (ст. 139) [5]. Щодо питання про регулятора ринку віртуальних активів, то в Законі «Про віртуальні активи» зазначені такі регулятори: 1) Кабінет Міністрів України (далі – КМУ); 2) органи державної влади, відповідно до законодавства про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг; 3) НБУ та НКЦПФР, що регулюють фінансові віртуальні активи (ст. 14, ст. 16) [1]. Цікаво, що саме майбутній орган регулювання ринку віртуальних активів став предметом дискусій із приводу його ефективності та подальшої реалізації повноважень. Так, вето Президента України і спрямовані пропозиції Президента до Закону України «Про віртуальні активи» дають ключову відповідь на питання: чи буде створений окремий орган для регулювання ринку віртуальних активів. Президент України визначив: «Регулювання діяльності має бути віднесене до компетенції фінансових регуляторів, які вже функціонують в Україні, а саме: НКЦПФР та НБУ» [6, с. 2]. Очевидно, що закріплення регуляторних повноважень за одними органами державного регулювання всіх ринків матиме для України більшу ефективність, ніж створення нового органу державного регулювання. Таким чином, незабаром створений ринок віртуальних активів і ринок капіталу будуть регулюватися

та контролюватися спільним органом державного регулювання: НКЦФПР або НБУ, відповідно до виду фінансового інструмента чи віртуального активу.

Щодо правового регулювання ринку капіталу та ринку віртуальних активів в ЄС, можна простежити два напрями правового регулювання. Перший підхід до регулювання ринків фінансових інструментів – це регулювання відповідно до MiFID II (Директива Європейського Парламенту та Ради 2014/65/ЄС від 15 травня 2014 р. про ринки фінансових інструментів, що вносить зміни до Директиви 2002/92/ЄС і Директиви 2011/61/ЄС, далі – MiFID II). Другий підхід, який зараз активно розвивається, – це регулювання відповідно до пропозиції MiCA (Пропозиція Регламенту Європейського Парламенту та Ради про ринки криптоактивів та внесення змін до Директиви (ЄС) 2019/1937, далі – MiCA). Так, ринок криптоактивів зіткнувся з тим, що тільки криптоактиви, які підпадають під визначення фінансових інструментів, мають належне, хоч і недосконале правове регулювання, відповідно до MiFID II. Інша частина віртуальних активів в ЄС ще очікує на прийняття відповідного правового регулювання. Серед пропозицій щодо правового регулювання в ЄС поряд із MiCA винесена пропозиція Регламенту Європейського Парламенту та Ради про пілотний режим ринкової інфраструктури на основі технології розподільчого реєстру (від англ. distributed ledger technology, далі – DLT). Ця пропозиція заслуговує на подальше дослідження. В ній пропонується розширити дефініції фінансових інструментів за допомогою включення до їхнього переліку «фінансових інструментів, що засновані на DLT»; розкрито суть DLT як багатостороннього торговельного майданчика або системи розрахунків цінних паперів [7]. Сама дефініція «DLT»

розкривається у пропозиції як «технологія, що підтримує розподілений запис зашифрованих даних» (від англ. distributed recording of encrypted data) (ст. 2) [7].

Головним регулятором на ринку фінансових інструментів в ЄС є Європейська організація з цінних паперів та ринків (далі – ESMA). Саме цей регулятор на рівні ЄС вже активно залучений до регулювання криптоактивів. Так, наприклад, у 2019 р. ESMA випустила Поради щодо первинного розміщення монет та криптоактивів. Зокрема, в цьому документі зазначено, що, незважаючи на те, будуть криптоактиви розглядатись як фінансові інструменти за MiFID II чи ні, всі фінансові правила ЄС, зокрема Директиви щодо зловживання на ринку, MiFID II, Регламент щодо центральних депозитаріїв, інші правові документи, які створюють правове поле для роботи з фінансовими інструментами, будуть стосуватись та регулювати також і криптоактиви (п. 7) [8, с. 5]. Тож наразі завдання, яке ставиться перед регулятором (ESMA), – це покрити прогалини та усунути можливі перешкоди, що, ймовірно, виникнуть на шляху розвитку криптоактивів через недосконалість правового регулювання та непокриття їх наявними правовими межами (п. 7) [8, с. 5].

У щорічній робочій програмі на 2022 р. ESMA серед ключових пріоритетів поставила собі за мету адаптувати вже згадувану MiCA та розробити і вдосконалити регулювання інфраструктури фінансового ринку, в основі якої буде DLT. Типом такої технології є поширена у згадуваннях в літературі система блокчейн [9, с. 6].

Наразі актуальним є питання, що визначає, яке місце займає договір на ринку криптоактивів і чи можна саму транзакцію передачі криптоактиву назвати договором. Порушуючи питання договору, варто згадати і про смарт-контракти, або контракти, які



самовиконуються, що розроблені та функціонують на системі блокчейн. Зазначені смарт-контракти на мові блокчейн є комп'ютерним кодом, який зберігається за допомогою технології блокчейн [4, с. 22]. Одним із підвидів таких смарт-контрактів є юридичний смарт-контракт, найоптимальніший та ймовірно можливий до впровадження підтип якого вбачається в якості блокчейн реєстрів [4, с. 22]. М. Прохорова визначила у своїй роботі технологію блокчейн як один із трендів на фінансовому ринку світу поряд із big data, віддаленою ідентифікацією та економікою API [10, с. 55].

**Висновки.** Таким чином, варто підсумувати, що наразі перед законодавцями стоїть чимало викликів щодо правового регулювання окреслених у статті проблемних моментів. Очевидно, що гармонізація правового регулювання в Україні та ЄС матиме позитивний вплив на розвиток визначених правовідносин у нашій державі. Сьогодні не існує єдиного підходу до правового регулювання нових видів фінансових інструментів, відсутнє навіть спільне розуміння понятійно-категоріального апарата з визначеної теми. Це все значно ускладнює гармонізоване регулювання, тоді як саме вироблення спільної політики та пошук відповідей на актуальні питання повинні стати підвалинами

правового регулювання досліджуваних проблем. Через різні підходи до правового регулювання нових видів фінансових інструментів в Україні та ЄС було виявлено, що правового регулювання тільки ринку капіталу, не враховуючи особливості ринку віртуальних активів, замало для забезпечення розвитку обох ринків та їх гармонійного існування. Найбільш оптимальний підхід до правового регулювання фінансових ринків в Україні, з огляду на європейський курс держави, полягає в залученні європейської моделі регулювання та використанні однакового понятійно-категоріального апарата, що допоможе уникнути колізій і прогалин у правовому регулюванні України. Серед перспектив, що наразі виокремлюються в правовому регулюванні України та ЄС з окресленої теми, варто зазначити такі: розмежування видів віртуальних активів, визначення регулятора на ринку віртуальних активів, пропозиції щодо використання DLT на фінансових ринках тощо. Найбільшою ж проблемою є саме недосконалість правового регулювання ринку віртуальних активів, повільне впровадження нових технологій на фінансових ринках, занадто повільне правове регулювання зазначених відносин, яке не створює умови для розвитку, а, ймовірно, наздоганяє вже саморегульовані відносини.

#### **Список використаних джерел**

1. Про віртуальні активи : проект Закону України (доопрацьований) від 14 вересня 2020 р. № 3637. URL: [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_1?pf3511=69110](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=69110) (дата звернення: 12.10.2021).
2. Allen J. et al. Legal and regulatory considerations for digital assets. Cambridge Centre for Alternative Finance. 54 p. URL: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/legal-and-regulatory-considerations-for-digital-assets/> (дата звернення: 22.10.2021).
3. Спільник І., Ярошук О. Інституалізація криптовалюти: регулювання, правовий статус, облік та оподаткування. *Інститут бухгалтерського обліку, контроль та аналіз в умовах глобалізації*. 2020. Вип. 2. С. 81–92. URL: <http://ibo.wunu.edu.ua/index.php/ibo/article/view/481> (дата звернення: 22.10.2021).
4. Legal and regulatory framework of blockchains and smart contracts / Thematic Report by the EU blockchain observatory and forum, 2019. 38 p. URL: <https://www.researchgate.net/>

publication/344338974\_LEGAL\_AND\_REGULATORY\_FRAMEWORK\_OF\_BLOCKCHAINS\_AND\_SMART\_CONTRACTS (дата звернення: 30.10.2021).

5. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки : Закон України від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV. *База даних «Законодавство України»*. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text> (дата звернення: 12.10.2021).

6. Пропозиції до Закону України «Про віртуальні активи» від 5 жовтня 2021 р. / Президент України. URL: [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_1?pf3511=69110](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=69110) (дата звернення: 30.10.2021).

7. Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology. COM/2020/594 final. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52020PC0594> (дата звернення: 30.10.2021).

8. Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets : Report. ESMA/50-157-1391. 2019. URL: <https://www.esma.europa.eu/document/advice-initial-coin-offerings-and-crypto-assets> (дата звернення: 30.10.2021).

9. 2022 Annual Work Programme : Report. ESMA20-95-1430. URL: <https://www.esma.europa.eu/document/2022-annual-work-programme> (дата звернення: 30.10.2021).

10. Прохорова М. Нові фінансові технології на сучасному фінансовому ринку. *Стратегія розвитку України*. 2019. № 1. С. 54–62. URL: <https://jrn1.nau.edu.ua/index.php/SR/article/view/14012> (дата звернення: 30.10.2021).

#### **Мартова Ю. О. Правове регулювання нових видів фінансових інструментів на фінансових ринках України та ЄС: оновлені підходи й актуальні аспекти**

Стаття присвячена правовому регулюванню нових видів фінансових інструментів, що зумовили появу та розвиток ринку віртуальних активів в Україні та ЄС. Ринок віртуальних активів розглядається в своєму взаємозв'язку з ринком фінансових інструментів, а віртуальні активи – у взаємозв'язку з фінансовими інструментами. Визначено відмінності між дефініціями «фінансовий інструмент», «віртуальний актив», «криптоактив» та «токенізація». У статті наведені наявні на сьогодні підходи до правового регулювання нових фінансових інструментів та безпосередньо проблемні аспекти в регулюванні ринку віртуальних активів. Серед розглянутих підходів увагу зосереджено на підході ЄС як координаційно спрямовувальному для України. Правове регулювання криптоактивів та інших віртуальних активів в ЄС наразі на стадії свого активного створення і впровадження. Регулятор ESMA на рівні ЄС активно залучений до створення регулятивної рамки для ефективного обігу віртуальних активів. Так, ESMA є регулятором на ринку фінансових інструментів та ринку віртуальних активів ЄС. В Україні правове регулювання віртуальних активів уже має власний розвиток та є досить визначеним для того, щоб ринок віртуальних активів й операції на ньому перебували під контролем держави. У статті виокремлені проблеми і перспективи правового регулювання ринку фінансових інструментів та ринку віртуальних активів в ЄС й Україні. Зокрема, зосереджено увагу на значній ролі регулятора на ринку та його компетентностях у зазначеному регулюванні. Розкрито проблеми щодо визначення власного регулятора в українському правовому регулюванні.

Також у статті висвітлено регулювання нових технологій, що використовуються або використовуватимуться на ринках фінансових інструментів. Зокрема, зосереджено увагу на технології розподільчого реєстру (DLT) як основі інфраструктури для майбутнього ринку. Серед проблем правового регулювання в Україні можемо назвати недостатність, нечіткість та неповноту регулювання правовідносин, що мають місце на ринку віртуальних активів. Спільною проблемою правового регулювання ринку віртуальних активів в ЄС та Україні є його повільність та фрагментарність.

**Ключові слова:** віртуальні активи, ESMA, криптоактиви, регулятор ринку, ринок фінансових інструментів, правове регулювання, технологія розподільчого реєстру.



**Мартова Ю. А. Правовое регулирование новых видов финансовых инструментов на финансовых рынках Украины и ЕС: обновленные подходы и актуальные аспекты**

Статья посвящена правовому регулированию новых видов финансовых инструментов, которые обусловили появление и развитие рынка виртуальных активов в Украине и ЕС. Рынок виртуальных активов рассматривается во взаимосвязи с рынком финансовых инструментов, а виртуальные активы – во взаимосвязи с финансовыми инструментами. Разграничиваются дефиниции «финансовый инструмент», «виртуальный актив», «криптоактив» и «токенизация». В статье очерчены существующие на сегодняшний момент подходы к правовому регулированию новых финансовых инструментов и непосредственно проблемные аспекты регулирования рынка виртуальных активов. Среди рассмотренных подходов внимание сосредоточено на подходе ЕС как координационно направляющем для Украины. Правовое регулирование криптоактивов и других виртуальных активов в ЕС – на стадии своего активного создания и внедрения. Регулятор ESMA на уровне ЕС активно вовлечен в создание регулятивной рамки для эффективного обращения с виртуальными активами. Так, ESMA является регулятором на рынке финансовых инструментов и рынке виртуальных активов ЕС. В Украине правовое регулирование виртуальных активов уже имеет собственное развитие и достаточно определено для того, чтобы рынок виртуальных активов и операции на нем были под контролем государства. В статье определены проблемы и перспективы правового регулирования рынка финансовых инструментов и рынка виртуальных активов в ЕС и Украине. В частности, внимание сосредоточено на значительной роли регулятора на рынке и его компетентностях в указанном регулировании. Раскрыты проблемы в определении собственного регулятора в украинском правовом регулировании.

Также в статье отражено регулирование новых технологий, которые используются или будут использоваться на рынках финансовых инструментов. В частности, внимание сосредоточено на технологии распределенного реестра (DLT) как основе инфраструктуры для будущего рынка. Среди проблем правового регулирования Украины можно выделить недостаточность, нечеткость и неполноту в регулировании правоотношений, имеющих место на рынке виртуальных активов. Общей проблемой для правового регулирования в ЕС и Украине касательно рынка виртуальных активов является его медленность и фрагментарность.

**Ключевые слова:** виртуальные активы, ESMA, криптоактивы, регулятор рынка, рынок финансовых инструментов, правовое регулирование, технология распределенного реестра.

**Martova Yu. Legal regulation of new types of financial instruments on financial markets of Ukraine and the EU: new approaches and trending aspects**

The article covers the legal regulation of new types of financial instruments that led to the emergence and development of the virtual asset market in Ukraine and the EU. The market for virtual assets is considered in relation to the market for financial instruments; and virtual assets in relation to financial instruments. The distinction between the definitions of financial instrument, virtual asset, cryptoasset and tokenization is determined. The article outlines the current approaches to legal regulation of new financial instruments and problematic aspects of the regulation of the virtual assets market. Among the approaches considered, attention is focused on the EU's approach as a coordinating guide for Ukraine. Legal regulation of cryptoassets and other virtual assets in the EU at the stage of its active creation and implementation. The ESMA regulator at the EU level is actively involved in creating a regulatory framework for the efficient circulation of virtual assets. Thus, ESMA is the regulator in the EU financial instruments market and in the virtual asset market. In Ukraine, the legal regulation of virtual assets already has its own development and is sufficiently defined so that the virtual assets market and operations on it are under state control. The article identifies the problems and prospects of legal regulation of the market for financial instruments and virtual assets in the EU and Ukraine. In particular, attention is focused on the significant role of the

regulator in the market and its competencies in this regulation. The problems in the Ukrainian legal regulation in the definition of their own regulator have been identified. Another aspect of the article reflects the regulation of new technologies that are or will be used in the markets of financial instruments. In particular, the focus is on Distributed Ledger Technology (DLT) as an infrastructure foundation for the future market. Among the problems of legal regulation of Ukraine, the article defines the insufficiency, vagueness and incompleteness in the regulation of legal relations in the virtual asset market. A common problem for legal regulation in the EU and Ukraine regarding virtual assets and the market is its slowness and fragmentation.

**Key words:** virtual assets, ESMA, cryptoassets, market regulator, financial instruments market, legal regulation, distributed ledger technology.

