



Міністерство освіти і науки України
Національний університет «Києво-Могилянська академія»
Факультет правничих наук
Кафедра приватного права

Магістерська робота
освітній ступінь – магістр

на тему:

**«ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ
ТА ЄВРОПЕЙСЬКОМУ СОЮЗІ: ПОРІВНЯЛЬНО – ПРАВОВИЙ
АНАЛІЗ»**

Виконала: студентка 2-го року навчання,
Спеціальності
081 Право

Мартова Юлія Олександрівна

Керівник Посполітак В. В.,
кандидат юридичних наук, доцент

Рецензент _____

Магістерська робота захищена

з оцінкою _____

Секретар ЕК _____

«___» _____ 20___ р.

Київ – 2020

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ	3
ВСТУП.....	5
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ.....	8
1.1. Розкриття змісту і суті поняття «ринок цінних паперів»: наукові підходи до співвідношення з суміжними поняттями	8
1.2. Еволюція правового регулювання ринку цінних паперів в Україні та інтегрованого ринку цінних паперів ЄС.....	18
1.3. Типологія ринків цінних паперів та правове регулювання інфраструктур ринку цінних паперів.	26
РОЗДІЛ 2 РЕГУЛЯТОРИ ТА ЇХ РОЛЬ У ПРАВОВОМУ РЕГУЛЮВАННІ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ.....	35
2.1 Національні органи регулювання ринку цінних паперів.....	35
2.2. Регулятори ринку цінних паперів на рівні ЄС та регулятори міжнародного рівня	44
РОЗДІЛ 3 ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ЄС ТА УКРАЇНИ.....	60
3.1. Ключові аспекти регулювання єдиного ринку цінних паперів ЄС та ринку цінних паперів України	60
3.2. Перспективи включення українського ринку цінних паперів до інтегрованого ринку цінних паперів ЄС.....	74
ВИСНОВКИ.....	84
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	87

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

BIS -	Банк міжнародних розрахунків
CESR -	Комітет європейських регуляторів цінних паперів
EMIR -	Регламент (ЄС) № 648/2012 Європейського Парламенту та Ради від 04 липня 2012 року про позабіржові деривативи, центральних контрагентів і торгових репозиторіїв
ESC -	Європейський Комітет з цінних паперів
ESMA -	Європейська організація з цінних паперів та ринків
FSAP -	Програма оцінки фінансового сектору
IOSCO -	Міжнародна організація комісій з цінних паперів
MIFID -	Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 21 квітня 2004 року про ринки фінансових інструментів, що вносить зміни до Директив Ради 85/611/ЄЕС і 93/6/ЄЕС та Директиву 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради і припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄЕС
MIFID II -	Директива Європейського Парламенту та Ради 2014/65/ЄС від 15 травня 2014 року про ринки фінансових інструментів, що вносить зміни до Директиви 2002/92/ЄС і Директиви 2011/61/ЄС
MIFIR -	Регламент (ЄС) № 600/2014 Європейського Парламенту та Ради від 15 травня 2014 року про ринки фінансових інструментів та внесення змін до Регламенту (ЄС) № 648/2012
MMoU -	Багатосторонній Меморандум стосовно взаєморозуміння щодо консультування та співробітництва і обміну інформацією
NASDAQ -	Автоматизовані котирування Національної асоціації дилерів цінних паперів
OTC -	Позабіржовий
PFMI -	Принципи інфраструктур фінансового ринку

SEAQ -	Система автоматизованих котирувань на фондовій біржі
АТ -	Акціонерне товариство
БТМ -	Багатосторонній торгівельний майданчик
ВРУ -	Верховна Рада України
Директива про зловживання на ринку -	Директива 2014/57/ЄС Європейського Парламенту та Раді від 16 квітня 2014 року стосовно кримінальних санкцій за зловживання на ринку (директива про зловживання на ринку)
ЄС -	Європейський Союз
ЄСПЛ -	Європейський суд з прав людини
КМУ -	Кабінет міністрів України
Мінфін -	Міністерство фінансів України
НБУ -	Національний банк України
НКЦПФР -	Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку
ОТМ -	Організований торгівельний майданчик
ПрАТ -	Приватне акціонерне товариство
Розрахунковий центр -	Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках
СРО -	Саморегулівна організація
УАІБ -	Українська асоціація інвестиційного бізнесу
Угода про асоціацію -	Угода про асоціацією між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським Співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони
ФОН -	Фонд операцій із нерухомістю

ВСТУП

Право є фундаментом організації найважливіших відносин в державі. Право є одночасно і причиною, і наслідком. Всі відносини в державі є нерозривно пов'язані правом. Правове регулювання повинно відображати суть відносин чи явища, що зазнає регулювання. Змінюючи правове регулювання відповідно змінюється і саме явище. Саме тому вивчення його є важливим.

Ринок цінних паперів, як один з важливих механізмів держави, потребує якісного та ефективного правового регулювання, яке буде відповідати викликам сучасності. *Проблема* полягає у тому, що правове регулювання ринку цінних паперів України є вкрай застарілим та потребує проведення якнайшвидшого реформування.

Актуальність полягає в тому, що Україна, крокуючи європейським курсом, повинна відповідати рівню ЄС. Правове регулювання ринку цінних паперів України повинно бути наближено до правового регулювання ринку цінних паперів в ЄС. Саме тому, вивчаючи правове регулювання ринку цінних паперів в Україні та ЄС, здійснюючи їх порівняльний аналіз та визначаючи головні міжнародні та європейські стандарти та принципи, яким український ринок цінних паперів повинен відповідати, можливо спрогнозувати перспективи включення українського ринку цінних паперів до ринку цінних паперів ЄС.

Значення проведення цього дослідження можна оцінювати як у науковому, так і у практичному вимірі. Так, здійснюючи порівняння окремих найважливіших питань правового регулювання ринку цінних паперів в Україні і ЄС, можливо проаналізувати практичні проблеми та недосконалості з якими стикається ринок цінних паперів як в ЄС, так і в Україні. І правове регулювання українського ринку цінних паперів, так і ЄС повинні відповідати міжнародним стандартам. Беручи положення права ЄС як зразок ефективного правового регулювання ринку цінних паперів, з'ясування принципів засадничих положень права ЄС та рекомендацій міжнародних інституцій, дадуть

можливість виробити практичні рекомендації щодо залучення України у ринок цінних паперів ЄС.

Об'єктом дослідження є суспільні відносини, що виникають в процесі правового регулювання ринку цінних паперів ЄС та України.

Предметом дослідження є інституції ринку цінних паперів ЄС та України, нормативно-правові акти, якими здійснюється регулювання цих ринків, у їх порівнянні.

Метою роботи є дослідити правове регулювання у сфері ринку цінних паперів, зокрема в Україні та ЄС, та виявити шляхи можливого реформування такого регулювання в Україні, для того, щоб зробити можливим включення його до ринку цінних паперів ЄС.

Для досягнення поставленої мети основна увага у роботі приділена вирішенню таких завдань:

1. Розглянути наукові погляди на співвідношення поняття «ринок цінних паперів» та суміжних понять.
2. Дослідити еволюцію правового регулювання інтегрованого ринку фінансових інструментів в ЄС та ринку цінних паперів в Україні.
4. Проаналізувати правове регулювання інфраструктур ринку цінних паперів.
5. Проаналізувати діяльність національних регуляторів України у сфері ринку цінних паперів, регуляторів ЄС та міжнародних регуляторів у правовому регулюванні ринку фінансових інструментів.
7. Здійснити порівняльний аналіз ключових аспектів у правовому регулюванні інтегрованого ринку фінансових інструментів ЄС та ринку цінних паперів України.
8. Розглянути перспективи включення українського ринку цінних паперів до інтегрованого ринку цінних паперів ЄС.

Варто зазначити про недостатню *глибину досліджень* з зазначеної теми. Так, багато науковців вивчають тему не комплексно, а лише її конкретні аспекти, наслідком чого є неможливість зрозуміти зазначену проблему в її

всеохоплюючому вимірі.

Теоретичну основу магістерської роботи становлять праці таких вітчизняних та зарубіжних науковців: Л. Назаренко, С. Джус, С. Мошенський, В. Гутафель, О. Мозговий, Д. Тевелєв, З. Лапішко, Т. Бусараєва, М. Кужелев, О. Ламфалусі, Г. Ферраріні, П. Сагуатж, Л. Ріттенхоусе, А. Реінач та інших.

При виконанні роботи були використані наступні *методи пізнання*: порівняльно-правовий, метод аналізу, функціональний, інституційний, історичний, системного аналізу. Порівняльно-правовий виступав основним методом дослідження. Він був використаний, зокрема, при порівнянні положень нормативного – правових актів України та ЄС в сфері ринку цінних паперів. Аналіз був застосований при вивченні безпосередньо структури ринку цінних паперів та елементів його інфраструктур. Інституційний метод був використаний при дослідженні регуляторів на ринку цінних паперів ЄС та України. Історичний застосовувався при вивченні еволюції розвитку ринку цінних паперів в Україні та ЄС.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

1.1. Розкриття змісту і суті поняття «ринок цінних паперів»: наукові підходи до співвідношення з суміжними поняттями

Відповідно до ст. 3 Конституції України, людина, її життя і здоров'я, честь і гідність, недоторканність і безпека визнаються в Україні найвищою соціальною цінністю [1]. Відповідно ст. 13 Конституції України, держава забезпечує захист прав усіх суб'єктів права власності і господарювання, соціальну спрямованість економіки. Усі суб'єкти права власності рівні перед законом. Відповідно до ст. 41 Конституції України, кожен має право володіти, користуватися і розпоряджатися своєю власністю, результатами своєї інтелектуальної, творчої діяльності. Протоколом 1 ст. 1 до Конвенції про захист прав людини і основоположних свобод, визнаний захист власності: кожна фізична або юридична особа має право мирно володіти своїм майном. Ніхто не може бути позбавлений своєї власності інакше як в інтересах суспільства і на умовах, передбачених законом і загальними принципами міжнародного права [2]. Відповідно до ст. 317 Цивільного Кодексу України, власникові належать права володіння, користування та розпоряджання своїм майном [3]. Н. Г. Горобець у статті «Поняття та сутність права власності в контексті Першого Протоколу до Конвенції про захист прав людини та основоположних свобод 1950 р. та практики європейського суду з прав людини» зазначає, що встановлений зміст у ст. 1 Першого Протоколу фактично зі зміною часу став прикладом розширеного тлумачення ЄСПЛ, що тлумачить норми, в першу чергу виходячи з точки зору захисту прав людини, непорушності цих прав та свобод людини. Так і зміст зазначеної статті, хоч і з часом не зазнав змін літеральних, проте тлумаченням суду набув більшого змісту, що дає змогу

захистити більшу сферу права власності [4, с. 309-310].

Так, виникає питання щодо того, як раніше захищалась власність, коли вона почала регулюватися та в якій формі таке регулювання мало місце. У роботі «Розвиток законодавства та наукової думки про виникнення права власності на українських землях до першої половини XVII століття» І. І. Яремова доводить, що є сторична зумовленість, того що право майже кожної держави починає формування саме із звичаїв. Через зміну соціального конструкту, зокрема і через посилення державотворчих процесів, роль того, хто творить закон посилюється, і як наслідок, змінюється і сила його слова: закону. Право власності ж спершу було урегульовано саме договорами, які укладалися між різними державами (наприклад у слов'ян: Русь і Візантія) [5, с. 227]. Так, на українських землях до першої половини 17 століття регулювання права власності здійснювалось переважно на базі звичаїв руського права та діючого на той час законодавства, проте вже з другої половини 16 століття, після прийняття низки нормативно-правових актів польсько-литовською владою, закон починає замінювати та витісняти звичай [5, с. 231]. Таким чином, як закон поступово розширив своє значення, та замінив звичай, так і право власності у своїй еволюції не могло залишатись бути регульованим не на рівні законів. Право власності, що закріплено законом, поступово еволюційно розширювало свої сфери регулювання, охоплюючи спершу, найголовніші правовідносини, серед яких, очевидно, повинен був з'явитися ринок цінних паперів, який, як важлива економічна інституція потребував свого регулювання.

Таким чином, звідки ж бере своє походження ринок цінних паперів. Аналізуючи світовий досвід та історію становлення та розвитку ринку цінних паперів у світі, за думкою Р. Мічі в його сучасному розмінні та функціонуванні ринок цінних паперів бере своє походження з середньовічної Італії, де головні міста-держави укладали нові фінансові угоди через зростання торгівельних відносин між Сходом та Заходом. Так, вже мали місце у вжитку банківські депозити, морські страхування та перевідні цінні папери [6, с. 17]. *(Тут і далі*

для всіх англомовних джерел застосовується переклад авторки роботи). Ще з початку становлення та перших етапів розвитку ринку цінних паперів у світі помітною йде роль держави у цьому процесі. Уряд відігравав значну роль у формуванні і розвитку ринку ще з часів найпершої появи ринку цінних паперів у нашому сучасному розумінні, що сталося в середньовічній Італії. Так, мета урядів була у необхідності залучити та мати кошти через скрутний час середньовіччя. Ідея полягала у створенні оборотного довгострокового кредиту, за яким виплачувались інтереси, та надання доступу до фондів, які не були залучені де-інде. Мета полягала у існуванні таких кредитів у легко переміщуваний формі, що була б привабливою для інвестора [6, с. 35-36]. Цікавим вдається те, що сама ідея створення подібних нових фінансових інструментів пішла саме від держави, адже очевидно, що коли держава є залученою у певний механізм чи правовідносини, то такі правовідносини набувають іншого, більш важливого характеру. Важливо також звернути увагу на те, що першими фінансовими інструментами були саме державні боргові цінні папери, що деякою мірою зумовлює виокремлення ринку цінних паперів в окрему інституцію під наглядом держави, де держава є і регулятором, і учасником ринку.

Виникає потреба пояснити виникнення необхідності появи регульованого ринку цінних паперів та власне цінних паперів безпосередньо. «Люди, отримавши необхідність переміщати велику кількість товарів і грошей, зіткнулися з відсутністю економічно виправданого способу такого руху.» [7, с. 277], — так пояснили виникнення цінних паперів вчені Омельченко О. І. та Козлова О. А. у праці «Ретроспектива становлення та розвитку ринку цінних паперів». Так, науковці стверджують, що товарні, а згодом і фондові біржі, відігравали значну роль у економіках країн, виконуючи функцію накопичення капіталу. Згодом, коли прийшов час до створення побідних бірж в Україні, історично це припало на середину 18 століття, українські землі перебували під владою Російської імперії. Саме фізичність, матеріальність документу, що зумовлює його характеристику як об'єкт права власності зумовило закріплення

назви документа: «цінний папір» [7, с. 278-279]. Як вже було зазначено, ринок цінних паперів в світі почав формування саме в Європі за часів середньовіччя, натомість же ринок цінних паперів на українських землях оформився як такий у 18 столітті. Різниця, що складає майже 3 століття, очевидно не може не вплинути на подальший розвиток та формування зазначених ринків.

Так, зазначимо, що цінні папери та ринок цінних паперів є складним інструментом та механізмом розпорядження своєю власністю. На сьогоднішній момент цінні папери розглядаються під ширшим кутом. Торкаючись питання саме природи цінних паперів, Посполітак В. В. звернув увагу на наявність дуалізму речових та зобов'язальних прав, коли мова йде про цінний папір, та про особливий режим цінного паперу, який є дещо схожим, а дещо відмінним від правового режиму речі [8, с. 89-90]. Така природа цінних паперів зумовлює те, що повинен бути наявний ефективний механізм захисту як власників цінних паперів, так і власників прав за цінними паперами, і щоб цей механізм відповідно захищав їх права та інтереси.

Безпосередньо сьогоднішнє регулювання права власності не викликає сумнівів, що є достатньою мірою юридизованим і захищеним. Україна ратифікувала Конвенцію про захист прав людини і основоположних свобод та Протоколи до неї, зокрема і Перший протокол, що був ратифікований ВРУ від 17 липня 1997 року. Так, право власності захищається не тільки національним, а й наднаціональним рівнем, зокрема, і ЄСПЛ. Проте, незважаючи на це, завжди існують і нові виклики часу. Зокрема, важливим є і питання щодо права власності на фінансових ринках. Так, коли фінансові ринки розвинулись достатньо далеко для забезпечення розміщення значної кількості цінних паперів, правові норми, які є основою права власності, де суттю є усталений зміст права, що передбачав захист об'єктів права власності, які є втіленими у свою матеріальну форму, вже стикається з необхідністю модернізування та позбавлення правової неясності. Це й ускладняються тим, що більшість цінних паперів нашого часу вже не існують у своїй матеріальній формі, а є просто записом в електронній системі [9, с. 1].

В цьому аспекті, задля забезпечення права власності та виявлення колізій та прогалин у законодавстві в сфері правового регулювання ринку цінних паперів, важливо розуміти суть такого явища як «ринок цінних паперів» і його розмежування від інших суміжних понять. Аналізуючи літературу з даної теми, можна стикнутися з такими поняттями як «фондовий ринок», «фінансовий ринок», «ринок цінних паперів», «ринок фінансового капіталу», «ринок фінансових інструментів», тощо. Варто розглянути відмінність у основних термінах та проаналізувати, як саме вони співвідносяться між собою та в чому полягає їх принципова різниця, якщо така існує.

Відсутність чіткого визначення та розуміння сутності самого поняття «фондовий ринок» у вітчизняній та зарубіжній літературі призвело, і досі призводить до застосування поняття у різних значеннях. Фондовий ринок, через свою складну природу дає можливість підходити до його аналізу з різних точок зору [10, с. 211-213]. Л. В. Назаренко робить висновок, що фондовий ринок за свою суттю є «складний механізм, за допомогою якого встановлюються економічні та правові взаємовідносини і який зводить разом продавців і покупців цінних паперів – емітентів та інвесторів між собою з метою акумулювання та перерозподілу тимчасово вільних коштів для досягнення макроекономічних і мікроекономічних цілей» [10, с. 214]. Щодо співвідношення понять «фондовий ринок» і «ринок цінних паперів», то науковиця не вважає їх тотожними, та наголошує на тому, що ринок цінних паперів та фондовий ринок хоча і мають спільні риси, які обумовлені лише своїми функціями, спільною ціллю та наявністю грошових ресурсів, що виступають як їх спільний об'єкт обігу, є не однаковими та не повинні вважатись синонімічними [10, с. 216]. Натомість, вони різняться за характеристикою зокрема, систематичністю, переваженням певного виду угод та певної групи цінних паперів на фондовому ринку, тощо, і це все є відмінними рисами від ринку цінних паперів. Таким чином, на думку Л. В. Назаренко, зазначенні поняття не є синонімічними, та мають співвідноситися між собою як частина до цілого, де ринок цінних паперів є цілим [10, с. 215].

Важливо зазначити, що науковиця аналізує зазначені поняття переважно з економічної точки зору, залежно від «економічного змісту» понять [10, с. 215].

Д. М. Тевелєв також підтримує схожу думку, зазначаючи, що ринок цінних паперів є відмінним від терміну «фондовий ринок». Науковець акцентує увагу на тому, що відмінність у розумінні понять визначена тим, що науковці досліджують зазначені поняття з різних аспектів, створюючи різні підходи до розуміння суті понять. Він визначає ринок цінних паперів як «соціально-економічну систему, в якій за допомогою заздалегідь вже встановлених правил та визначених механізмів здійснюється взаємодія між всіма його учасниками в процесі регулювання, контролю та функціонування з метою акумулювання та перерозподілу тимчасово вільних коштів для вирішення як макроекономічних, так і мікроекономічних цілей та завдань» [11, с. 90].

Мозговий О. М. який тривалий час займається дослідженням фондового ринку України зазначав, що грошовий ринок є цілим до сфери обігу грошей та сфери обігу цінних паперів, які є короткостроковими фінансовими інструментами. А ринок цінних паперів є складеним з фондового ринку і з частини грошового ринку з короткостроковими фінансовими інструментами, тобто є як частиною грошового, так і частиною ринку цінних паперів. Так, Мозговий О. М. приходить до того ж висновку, що ринок цінних паперів за своєю суттю є ширшим від фондового ринку [12, с. 9].

Натомість, О. Г. Мендрул і І. А. Шевчук, у виданому в 1998 році навчальному посібнику «Ринок цінних паперів» зазначали, що поняття «фондовий ринок» і «ринок цінних паперів» є синонімічними. І за своєю суттю вони є часткою фінансового ринку. Зазначені поняття охоплюють всі правовідносини, що пов'язані з цінними паперами. Так, вони зазначали, що всі цінні папери обертаються на фінансовому ринку, мета якого полягає у забезпеченні розподілу грошових коштів між певними суб'єктами. Науковці поділяли фінансовий ринок ще на кредитний ринок (який включає ринок боргових цінних паперів та кредитів), на валютний ринок (що відповідальний за всі операції з іноземними валютами), страховий ринок та ринок пайових цінних

паперів. Так, ринок цінних паперів або фондовий ринок, включає ринок боргових цінних паперів, пайових та похідних цінних паперів [13, с. 8-9].

Ліпич М. А. здійснивши власне дослідження співвідношення цих понять, приходить до висновку, що, незважаючи на різні погляди у науці стосовно визначення понять, зазначені терміни варто використовувати як синоніми, оскільки «і фондовий ринок, і ринок цінних паперів включають систему економічних відносин, щодо обігу короткострокових та довгострокових фінансових активів», за законодавством України, що і є основним аргументом супротивників зазначеного підходу. Науковиця наводить власне узагальнене визначення ринку цінних паперів (фондового ринку) як «сукупності економіко-правових відносин учасників фондового ринку щодо розміщення, обігу й обліку цінних паперів з метою акумулювання, розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів» [14, с. 45].

В. В. Гутафель зазначає, що основна проблема у визначенні суті термінології полягає у можливості терміну «фондовий ринок» бути ототожненим з терміном «фінансовий ринок». Він зазначає, що ця проблематика є відносно новою, оскільки раніше сегменти ринку були поділені значно виразніше та помітніше. Так, у сучасних умовах фондовий ринок є присутнім і на грошовому ринку, і на ринку капіталів, що обслуговують всі фінансові інструменти. Науковець, виходячи з зазначеного, ототожнює поняття «ринок цінних паперів» та «фондовий ринок» [15, с. 309]. На його думку, фондовий ринок це «сукупність суспільно-економічних відносин, що виникають під впливом попиту і пропозиції на капітал у формі цінних паперів залежно від очікуваного доходу та ризику, шляхом здійснення емісій та обігу цінних паперів між його учасниками у процесі розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів, через створення необхідних умов та інститутів для його ефективного функціонування» [15, с. 314].

С. І. Джус у своїй роботі «Аналіз наукових підходів до визначення сутності понять «фондовий ринок» та «ринок цінних паперів»» провів ґрунтовний аналіз існуючих сучасних підходів до тлумачення зазначених

термінів, наряду з терміном «фондова біржа». Він вказує на те, що коли науковці визначають ринок цінних паперів сукупністю фондового ринку та сфери обігу цінних паперів короткотермінових документів у вигляді купівлі – продажу, то такі вчені не враховують причинно-наслідкові зв'язки [16, с. 56]. С. І. Джус також зазначає і порівнює використання зазначених термінів у англomовній літературі, де ринок цінних паперів – є securities market, stock market є перекладом фондового ринку, а funds market – ринок операцій, з фондами коштів. Він доходить висновку, що зазначені терміни варто розмежовувати та співвідносити як частину до цілого. Де частина, елемент, є ринок цінних паперів, що охоплює операції з базовими активами, а фондовий ринок є цілим, що включає в себе ще й операції із фондами фізичних і юридичних осіб, стосовно інвестування [16, с. 57]. С. І. Джус пропонує до розгляду 2 власних терміна фондового ринку, а саме, де фондовий ринок – це «організована складова фінансового ринку певної країни, що являє собою сукупність емісійних, облікових і торговельних операцій інвестиційного характеру щодо базових фінансових активів та фінансових інструментів, здійснюваних за допомогою організаторів торгів (фондових бірж), професійних учасників ринку та приватних інвесторів»; і друге визначення, де фондовий ринок являє собою «синергію ринку цінних паперів (включаючи будь-які операції з усіма існуючими видами цінних паперів) та сукупності економічних відносин, що відбуваються в процесі залучення, розподілу й перерозподілу фондів коштів юридичних та фізичних осіб і держави на основі інвестиційних операцій з ними» [16, 57-58].

Мошенський С. З., зазначаючи про наявні 2 підходи у науці, підтримує точку зору, де фондовий ринок є синонімічним поняттям до ринку цінних паперів, якщо виходити з більш розширеного тлумачення. Своїм аргументом він наводить те, що наразі межа між довгостроковими цінними паперами та короткостроковими вже поступово втрачає дію, та наближує їх один до одного. Науковець також розглядає суміжні поняття до «ринку цінних паперів». Так, він, аргументуючи, зазначає про сукупний термін «фінансовий ринок», що

включає 2 сегменти: грошовий ринок (ринок короткострокових фінансових інструментів) і ринок капіталу (довгострокові фінансові інструменти). Відповідно до цього поділу саме ринки капіталів ототожнюються до ринку цінних паперів [17, с. 35].

Віхров С. О. розглядає дані поняття як синонімічні. І наголошує на тому, що вони є складовою ринку фінансових ресурсів, наряду з ринком банківських кредитів та валютним ринком. Він наголошує на тісних зв'язках і взаємодії фондового ринку з саме ринком банківських кредитів [18, с. 182]. Цікаво, що така точка зору Віхровим С. О. розглядається саме в аспекті розуміння фондового ринку в якості явища економічного та господарського [18, с. 183]. «Відносини, які складаються на ринку «по-горизонталі»..., а також і «по-вертикалі»... розуміються як такі, що мають єдину правову природу, є переважною мірою господарськими відносинами. Усі ці відносини потребують єдиного правового регулювання...» [18, с. 185], - зазначає науковець.

У своїй праці «Економіко-правові колізії дослідження фінансових ринків» Іванова В. В. та Науменкова С. В. також звернули увагу на те, що термін «фінансовий ринок» трактується по-різному, так само як і його змістовне наповнення, функціонал. Вони проводять історичний ретроспективний аналіз функціонування фінансових ринків від появи перших фінансових інструментів (боргових) до розвитку і функціонування сучасного фінансового ринку [19, с. 36-37]. Науковці зазначають, що «з історичної точки зору фінансовий ринок можна розглядати як «ринок обороту фінансових інструментів», що постійно розвивається» [19, с. 37]. В цьому визначенні, ринок обороту фінансових інструментів можливо розглядати синонімічно до ринку фінансових інструментів.

Проаналізувавши, можна виявити як вчені схильні розглядати зазначені терміни, так зокрема, ринок цінних паперів і фондовий ринок намагаються ідентифікувати через мету ринку, головних акторів на ньому, функції, структуру. Таким чином, вчені, розглядають ринок цінних паперів як систему, механізм, сукупність відносин чи елемент фінансової системи. Позиція

українського законодавця стоїть на тому, що ці терміни є синонімами, зокрема, у ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» зазначено, що фондовий ринок (ринок цінних паперів) є сукупністю учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів) [20]. Таким чином, законодавець вже прирівняв 2 поняття, а саме фондовий ринок і ринок цінних паперів.

Варто зазначити про відсутність нормативного закріплення поняття «фондового ринку» чи «ринку цінних паперів» у положеннях права ЄС. В найголовніших директивах та регламентах стосовно фондового ринку відсутні зазначені дефініції. Проте, варто звернути увагу на те, що в вказаних джерелах міститься багато дефініцій стосовно інфраструктур фондового ринку та його учасників. Також, виходячи з аналізу директив, можна сказати, що ЄС послуговується розширеним терміном для тлумачення, а саме: переважно терміном «ринок фінансових інструментів», наприклад, в самій назві MIFID, MIFID II. Так, ринок фінансових інструментів включає в себе ринок цінних паперів, наряду з іншими ринками, на яких здійснюється оборот інших фінансових інструментів, наприклад ринок похідних фінансових інструментів, тощо. Таким чином, зазначений термін може слугувати єдиним уніфікованим терміном на позначення діяльності, що проводиться з всіма фінансовими інструментами.

Так можна проаналізувати наявні в науковій літературі підходи до визначення поняття і суті ринку цінних паперів. Вчені одного підходу вважають, що ринок цінних паперів є ширшим за фондовий ринок і їх ототожнення є неправильним з різних точок зору. За іншим підходом, ці поняття розглядаються як синоніми і є тотожними між собою. Так, варто ще зазначити, що зазначені підходи багато в чому виходять з позиції науковців, які за своєю сферою діяльності схильні розглядати певні явища під певним кутом зору, наприклад, з економічної чи правової сторони. Так, в ході аналізу зазначених підходів, можна виявити, що саме вчені, що проводили свої дослідження відносно нещодавно не схильні до розмежування зазначених

понять. Це свідчить про те, що поступово межа між ринком цінних паперів та фондовим ринком вже у своїй можливій суті поступово зникає, що незабаром повинно призвести до того, що ці поняття будуть розглядатись виключно як синоніми, як з економічної точки зору, так і з правової.

Варто наголосити на тому, що ми все ж виходимо з другого підходу і вважаємо, терміни «ринок цінних паперів» та «фондовий ринок» синонімічними за своєю суттю. Проте, в цій магістерській роботі буде переважно використано термін «ринок цінних паперів». Щодо терміну «ринок фінансових інструментів», який змістовно об'єднує в себе, як ринок цінних паперів, так і інші ринки, на яких здійснюється оборот фінансових інструментів, то можна стверджувати, що незабаром цей термін, шляхом включення в себе, замінить і термін «ринок цінних паперів». Оскільки в положеннях права ЄС та міжнародних документах використовується здебільшого термін «ринок фінансових інструментів» для уникнення непорозумінь в прочитанні та подальшому дослідженні англомовних джерел ці терміни будуть використані таким чином, що зрозуміло, що при використанні терміну «ринок фінансових інструментів» він включає в себе і термін «ринок цінних паперів».

1.2. Еволюція правового регулювання ринку цінних паперів в Україні та інтегрованого ринку цінних паперів ЄС

Варто зазначати, що в роботі розглядатиметься саме ринок цінних паперів ЄС, як інтегрований ринок фінансових інструментів, а не відокремлені окремі ринки цінних паперів країн – членів ЄС. Саме під таким розумінням будуть аналізуватися і інфраструктура, і регулятори, і власне, саме правове регулювання ринку цінних паперів в ЄС. Це зроблено таким чином, щоб виявити базові ідеї, принципи, правила та положення, яким повинен відповідати ринок цінних паперів країн, які бажають включитися до єдиного

фінансового простору ЄС, зокрема, серед таких країн і Україна.

Створення єдиного фінансового регулювання для фінансового інтегрованих ринків є надзвичайно важливою задачею для ЄС. Єдине правове регулювання не тільки встановлює єдині стандарти для фінансової практики, а й сприяє однаковому розвитку та захисту учасників ринку. Ідея створення єдиного інтегрованого ринку в ЄС була вже закладена в другій половині ХХ століття, а саме, у положеннях Римського договору 1957 року, та у положеннях перших директив стосовно цінних паперів, інвестицій, самого ринку [21, с. 76-77]. Вже ідея та безпосередньо ціль – повна лібералізація ринку капіталу була закріплена в 1985 році, та згодом віднайшла своє закріплення ще й у найважливіших правостворюючих положеннях ЄС, які визначили спрямування для поступової інтеграції та подальшої лібералізації ринку капіталу [21, с. 78]. Таким чином, як сам ЄС поступово еволюціонував до тієї структури, що наявна на сьогоднішній момент, так і правового регулювання ЄС еволюціонувало, проте принципові та висхідні положення, що були закладені ще під час формування ідеї ЄС залишилась незмінними та досі актуальними.

В аспекті еволюції правого регулювання ринків цінних паперів ЄС неможливо не згадати так названий «Процес Ламфалуссі». Це «специфічний регуляторний процес для ринків фінансових послуг ЄС, що був презентований в 2001 році спершу в докладі - пропозиції О. Ламфалуссі, та потім знов дещо оновлений після фінансової кризи», де О. Ламфалуссі запропонував 4х рівневий підхід до регулювання ринку фінансових послуг [22]. В своїй доповіді в Угорщині 2001 року, О. Ламфалуссі зазначив, що існуюча (на той час) регуляторна система не працює, що вона є надто повільною і жорсткою, створює суперечності, і їй бракує прозорості, вона є хаотична у процесі імплементації державами – членами, що зумовлює її неефективність. Серед інших причин уповільнення інтеграції він назвав різниці у правових системах, у оподаткуванні, торгівельні та культурні бар'єри [23, с. 10]. Так, О. Ламфалуссі виокремив основні принципи, на яких повинно будуватися правове регулювання фінансових послуг та цінних паперів. Такими принципами стали:

підтримка довіри до європейського ринку цінних паперів, підтримка належного високого рівня пруденційного нагляду, захист споживачів відносно рівня ризику, врахування європейських та міжнародних вимірів ринків цінних паперів, тощо [23, с.18-19]. Детальніше правове регулювання за О. Ламфалуссі буде розглянуто в 2му розділі. Тут акцентуються увага на тому, що в процесі еволюції правового регулювання ринку цінних паперів ЄС, процес Ламфалуссі став своєрідною кульмінацією та поворотною подією, що зумовило виникнення важливих інституцій ЄС у сфері ринку цінних паперів.

Ринок цінних паперів виконував різні ролі в кожній країні в різні часи, залежно від того, як був цей ринок організований, які створювалися відношення до інших елементів фінансової системи, та залежно від рівня регулювання державою цього ринку [6, с. 5]. Може здатися, що фондовий ринок ЄС завжди був більш-менш інтегрованим, через своє географічне розташування, проте варто зазначити, що і в рамках країн ЄС існують свої протиріччя, зокрема, та не виключно, стосовно нагляду за фондовими ринками. Так, існує декілька моделей ведення нагляду за ринками цінних паперів. Перша модель зосереджує нагляд в руках центрального банку, в той час як друга модель передбачає створення окремого наглядового органу від держави, інша модель включає в себе і першу і другу моделі [25, с. 66]. Так, це є необхідним для розуміння того, що інтегрований ринок не має бути ідентичний у кожній країні ЄС, а все ж національне право у кожній країні містить свої відмінності, що є цілком виправданим. Можна наголошувати на тому, що ці відмінності у національному регулюванні є однією з слабких сторін, перепорою до функціонування ефективного ринку цінних паперів в ЄС. Проте, навіть кажучи про еволюційний розвиток ринку цінних паперів ЄС, ми розуміємо, що під цим інтегрованим ринком цінних паперів містяться еволюційні процеси розвитку кожного окремого ринку цінних паперів країн - членів ЄС, що через створення ЄС зробили можливим говорити про наявність інтегрованого ринку ЄС.

Таким чином, створення ЄС та Економічного і Монетарного Союзу особливо, і введення євро, все це слугувало фундаментом до створення

інтеграційного ринку цінних паперів, з розробленням відповідного правового регулювання ринку та його наглядом [26, с. 6]. Вже зазначалось, що регулювання фінансових ринків має тривалу історію, і варто зазначити, що в кінці шляху ця історія веде до створення Європейського Монетарного Союзу [26, с. 8]. Так, єдина валюта на території ЄС і єдина монетарна політика ЄС стали передумовою ще більшої інтеграції та зумовили подальше об'єднання ринків країн-членів ЄС.

Для того, щоб уніфікувати та залагодити розбіжності у регулюванні фондових ринків країн – членів ЄС відбувався, і відбувається на сьогоднішній момент, довготривалий процес розроблення уніфікованого, систематизованого правового регулювання. Створення положень права ЄС щодо ринків цінних паперів у тому вигляді, якому вони постають перед нами зараз відбувався послідовно, таким чином, що старі положення у праві ЄС, зокрема у директивах, з урахуванням помилок та недоліків, були замінені на новіші, що повинні бути більш ефективними. Метою єдиного регулювання слугувало створення рівних можливостей для захищеного інвестування на фінансовому ринку ЄС. Виявлені неточності та проблеми у регулюванні вирішувались зміною до прийнятої директиви [25, с. 68].

Цілі, які ставлять перед собою ЄС та його головні правостановлюючі документи щодо інтегрованого ринку фінансових інструментів, можуть бути досягнуті за допомогою різних видів правових актів. Вони різняться за ступенем обов'язковості та за суб'єктом по правозастосуванню. Так, регламенти є обов'язковими правовими актами, які повинні бути застосовані на території ЄС; директиви тільки встановлюють мету, яку повинні досягти країни - члени ЄС, та вони вільні у виборі механізму досягнення цієї мети; рішення є обов'язкові тільки для тих, кому вони адресовані та підлягають прямому застосуванню; рекомендації та висновки не є обов'язковими [27].

Головними інструментами ЄС у правовому регулюванні в сфері ринку цінних паперів виступають директиви та регламенти. Ключовими є положення, що містяться у MIFID II (від англomовної аббревіатури: Directive 2014/65/EU of

the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU) та MIFIR (від англомовної аббревіатури: Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012). Багато інших правових положень, що містяться не тільки в праві ЄС, а і походять від міжнародних регуляторів виступають засадничими для ринку цінних паперів ЄС.

Через фінансову кризу 2007-2009 років, вимір якої характеризується як глобальний, почали все частіше точитися дебати щодо того, що національні регулятори повинні поступитися місцем міжнаціональному рівню регулювання. Так, фінансова криза 2007-2009 років, торкнулась майже всіх секторів фінансового ринку, зокрема і ринку фінансових інструментів, що показало всю хиткість у державному регулюванні фондового ринку, крихкість цієї системи та її неспроможність до захисту. Саме ця криза змусила регуляторів переглянути своє регулювання фінансового ринку. Перед державами постали нові виклики часу, що змусили їх об'єднати сили та сформувати принципові положення, що є загальними та уніфікованими стандартами, дотримання яких допоможе забезпечити стійкість фондового ринку. Так, розуміння важливості правового регулювання як інструмента посилення ринку цінних паперів та виходу з кризи є надзвичайно важливим [28, с. 2-4].

На наступному етапі регулювання інтегрованого ринку капіталів, Європейська Комісія у 2015 році прийняла План Дій стосовно побудови ринку капіталу в ЄС. В вступі зазначили про необхідність дій на забезпечення принципу вільного руху капіталу. Так, серед окреслених проблем зазначили недостатню розвиненість ринку ЄС та його значну фрагментарність. Європейська економіка є настільки ж великою як американська, але європейські фондові ринки складають менше половини від її розміру. Розрив між країнами – членами ЄС у 2015 році є навіть більшим, ніж між Європою та США. В таких умовах саме інтегрований ринок забезпечить ефективність та підтримає подальший економічний розвиток [29].

Фінансовий ринок в сучасних умовах повинен забезпечувати вільну та ефективну передачу фінансових активів. Розвиток фінансового ринку, який з'явився з появою фінансів відповідно, неможливо відділити від розвитку товарно-грошових відносин. Так, фінансовий ринок як система таких відносин проходить власну еволюцію. Смагін В. Л. зазначає про своєрідність зазначеного процесу в Україні. Так, якщо розвинуті країни пройшли в цьому аспекті еволюційний розвиток, та вже внаслідок змін в економіці та відносинах утворився фінансовий ринок, то в Україні він виникає внаслідок роздержавлення власності та прискореного процесу приватизації. В 1990х роках ринок представлявся непрозорим та високоспекулятивним. З наслідками чого Україна в подальшому боролася [30, с. 90].

Бровкова А. Л., вивчаючи еволюцію фінансово-правового регулювання ринку цінних паперів в Україні поділяє цей процес на 3 етапи: «І етап (1991–1995 роки) –період становлення ринку цінних паперів (його часто в літературі називають підготовчим); II етап (1995–2005 роки) – закладено правові засади здійснення державного регулювання ринку цінних паперів та державного контролю за випуском і обігом цінних паперів та їх похідних в Україні; III етап (з 2006 року і донині) –характеризується вдосконаленням нормативно-правової бази фінансово-правового регулювання ринку цінних паперів України» [31, с. 35].

Бусарева Т. Г. пропонує іншу класифікацію етапів еволюції ринку цінних паперів в Україні, а саме: поділену на 6 етапів. Перший етап 1991 - 1993 роки, який характеризувався такими рисами: активне створення АТ, приватизацією, створенням корпоративного законодавства, появою фондових бірж. Другий етап 1994 - 1996 роки, характеризувався випуском ваучера, розширенням видів цінних паперів, створенням інституційної інфраструктури ринку. Третій етап 1997 - 1999 роки, характеризувався випуском державної ощадної позики, зародженням ринку корпоративних цінних паперів, появою інвестиційних і пенсійних приватних фондів. Четвертий етап 2000 - 2007 роки, полягав у посиленні розшарування між великомасштабними та маломасштабними

власниками, що зумовило появу фінансових брокерів та подальший розвиток ринку. Саме на цьому етапі держава перестала встигати за оборотом ринку, що призвело до банкрутства та фінансових пірамід. П'ятий етап - 2008 рік і по сьогодні, що характеризується неспроможністю держави вирішити постаючі проблеми, де створена правова система не діє повною мірою, та відсутністю належного правового регулювання з боку уряду [32, с. 21-23].

Поплавська М. В. пропонує власну класифікацію еволюції ринку цінних паперів в Україні. Так, вона виділяє 4 етапи, згідно з якими, на першому етапі відбувалось стихійне й неорганізоване створення фондового ринку. На другому етапі поява фінансових посередників та іншої інфраструктури. На третьому етапі відбулось створення державних контролюючих установ та штучне форсування розвитку ринку. На четвертому етапі, який рахується з фінансової кризи, відбувається поставлення багатьох нових завдань, які потребують вирішення і законодавчого врегулювання [33, с. 80].

Нікончук В. В. виокремлює 6 етапів, починаючи з 1998 року по теперішній час. На етапі з 1998-1990 років йде початок і зародження фондового ринку, регулятором виступало Міністерство фінансів. 1991-19995 роки – законотворчий етап, де було прийнято багато законів стосовно ринку цінних паперів та створено окремий регулятор – Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку. 1995-1999 роки – етап приватизаційних сертифікатів та регулювання депозитарної діяльності. 2000 рік - перша половина 2008 року – розквіт, прийняття низки корпоративних законів. Друга половина 2008 року - 2009 рік – кризовий етап, прийнята концепція розвитку ринку цінних паперів, як інструмент виходу з кризи. 2010 рік -по сьогодні – формування концепцій і стратегій розвитку, збільшення інвесторів [34, с. 35].

Виявити на якому саме етапі еволюції свого правового регулювання наразі знаходиться Україна не важко. Цей етап можна вважати, якщо не найголовнішим, то точно найбільш трансформаційним з усіх, що колись зазнавав фондовий ринок України з моменту його створення. Підписання Угоди про асоціацію змусило Україну почати реформи по гармонізації законодавства

до законодавства ЄС. Принципові положення, що закріплені в цій асоціації безпосереднім чином стосуються і фондового ринку України. Так, ефективне та прозоре регулювання у сфері фінансових послуг (ст. 127), визнання важливості наближення законодавства до *acquis* ЄС (ст. 133), положення про співробітництво у сфері фінансових послуг (ст. 383-385) [35]. Ці, та інші зобов'язання які взяла на себе Україна наразі потребують поступової реалізації. Виходячи з вище наведеного, можна додати наступний етап до еволюції правового регулювання ринку цінних паперів України: гармонізація законодавства України до положень права ЄС, приведення до відповідності основних положень законодавства України до вимог ЄС, що почався з 2014 року і триває на сьогоднішній момент.

Таким чином, правове регулювання ринку цінних паперів пройшло свій тривалий та тернистий шлях становлення, що й досі є незавершеним, як в Україні, так і в ЄС. Інтегрований фондовий ринок ЄС перебуває на стадії свого становлення, розширення та в пошуці балансу між його учасниками та регуляторами. MIFID II, що стала наступницею MIFID, а також і всі інші директиви, регламенти ЄС стосовно ринку фінансових інструментів варто розглядати як систему, що є єдиною цілою та слугує поставленій меті: формування інтегрованого, єдиного ринку цінних паперів ЄС, що може бути вільно включений до міжнародного глобального фінансового простору та здатний забезпечити однаковий захист інвесторів для проведення їх ефективної діяльності на ринку цінних паперів.

В цьому аспекті буде важливо дослідити роль регуляторів як європейського, так і міжнародного рівня стосовно формування правових положень у сфері фондового ринку. Стосовно українського ринку цінних паперів, то його регулювання пройшло певні визначені етапи свого розвитку. Так, держава усвідомлюючи необхідність регулювання ринку починає спрямовувати своє регулювання спочатку на загальні та базові ідеї, а потім, поступово починає впроваджувати все чіткіші вимоги до фондового ринку та його інфраструктур. Згодом, Україна намагається створювати та гармонізувати

законодавство, щоб воно відповідало праву ЄС. Зазначений стан речей характерен для України, як країни що розвивається, що зазнала стихійності у формуванні власного фондового ринку. Щоб інтегрувати фондовий ринок України до ЄС варто цілеспрямовано знаходити механізми для впровадження найголовніших цілей та принципів, стандартів, що ставить ЄС у своїх директивах до ринку фінансових інструментів.

1.3. Типологія ринків цінних паперів та правове регулювання інфраструктур ринку цінних паперів

З економічної та правової точки зору, роль та необхідність ринку цінних паперів очевидна. Спершу, як вже зазначалось, цінні папери слугували механізмом для зростання капіталу. Так, ринок цінних паперів, в той час як здійснює забезпечення новим капіталом, ще й допомагає інвесторам знайти той цінний папір, що буде відповідати їх бажанню. Серед функцій ринку цінних паперів ще зазначають забезпечення ліквідності [36]. Підтримка економічних функцій, що здійснюється, зокрема і шляхом правового регулювання є не стільки самоціллю, чи метою, скільки необхідністю надати юридичну силу стандартам та принципам в цій сфері, щоб забезпечити його ефективне функціонування.

Поплавська М. В. виділяє наступні принципи функціонування фондового ринку: принцип соціальної справедливості, захищеності інвестора, регульованість і контрольованість, ефективність, правова впорядкованість і прозорість [33, с. 79-80]. Лапішко З. Я. на основі аналізу функціональних можливостей фондового ринку виділяє такі функції: посередницьку (взаємодія між учасниками ринку), організаційна (умови для проведення торгів), технічна, інформаційна (створення прозорого інформаційного простору) [37, с. 1-2].

Важливо зазначити не стільки спрямованість правового регулювання на закріплення функціональних особливостей фондового ринку, скільки на

питання інфраструктурних особливостей ринку. Кутузова М. М. аналізуючи інфраструктуру фондового ринку України, виявила їх роль у виконанні наступних завдань: «а) забезпечення стабільного функціонування фондового ринку; б) створення всіх необхідних умов для обігу цінних паперів на біржовому та позабіржовому ринках; в) сприяння укладанню угод щодо фінансових інструментів між учасниками ринку» [38, с. 116]. Для покращення і розвитку фондового ринку повинна існувати розвинена інфраструктура та бути наявним широкий спектр інструментів, і механізмів взаємодії між учасниками ринку. І все одно, найголовнішою передумовою на шляху до ефективного функціонування ринку є наявність чіткого та логічного регулювання в цій сфері. Зокрема, і регулювання інфраструктур фондового ринку. [39, с. 107].

Наступним варто дослідити також класифікацію та структури самих фондових ринків. Існують різні підходи до визначення структури ринку цінних паперів, проте майже кожен підхід, як серед вітчизняних, так і серед іноземних науковців і науковиць, розмежовує ринки за його організаційною характеристикою. Так, виділяють організований (біржовий) та неорганізований (позабіржовий) ринки. Організаційний ринок характеризується своїм здійсненням за певними встановленими правилами, що регламентуються вимогами лістингу цінних паперів. Біржовий ринок є завжди організованим ринком цінних паперів. Неорганізований ринок характеризується своєю діяльністю поза межами фондових бірж [40, с. 344].

Критерієм класифікації ще може виступати наступні чинники: інтегрованість, географічне розташування, рівень розвитку, стадії випуску та характер обігу цінних паперів, строк виконання угод, тощо [41, с. 295].

Так, в Україні, відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» розрізняють регульований (організаційно оформлений) фондовий ринок – це біржовий ринок, та позабіржовий ринок (п. 17ст. 1) [20], за класифікаційним критерієм організованості ринку.

Інфраструктура ринку цінних паперів може розглядатися через свої функції як засіб визначення порядку дій учасників ринку, і також як механізм,

завдяки якому з'являється можливість укласти угоди щодо фінансових інструментів. Таким чином, це зумовлює необхідність достатнього рівня правового регулювання, та створення великої кількості нормативно-правових актів, в наслідок її важливості та складності. Мета правового регулювання інфраструктур ринку цінних паперів це забезпечити дотримання прав та інтересів учасників ринку [42, с. 148]. Лапішко З. Я. рекомендує розглядати інфраструктуру ринку цінних паперів як внутрішню підсистему ринку цінних паперів, елементи якої різняться за функціями, які вони виконують на самому ринку. Так, за розробленою Лапішко З. Я. системою, кожна з підсистем (фінансового посередництва, організаційна, технічна та інформаційно-консультативна) виконує власні завдання, які лише в своїй сукупності будуть забезпечувати ефективність функціонування ринку цінних паперів [37, с. 5].

Фінансова криза 2007-2009 років, не вплинула безпосереднім чином на ринок цінних паперів, та вона спровокувала (насамперед в Європі) переоцінку системи регулювання ринків цінних паперів. Криза продемонструвала необхідність зміни регулювання ринком цінних паперів через запровадження та підвищення ефективності, прозорості, та стійкості. Так, в епоху пост кризового періоду варто наголошувати на міжнародному характері регулювання, що проявилось в активній діяльності міжнародних інституцій та розроблених нормативно-правових актів[28, с. 4].

Таким чином, варто згадати Банк Міжнародних розрахунків (BIS), що розробив «Принципи для інфраструктур фінансового ринку» (Principles for Financial Market Infrastructures, PFMI), що є міжнародними стандартами для інфраструктури фінансових ринків [43]. Так, Інфраструктура фондового ринку за PFMI включає платіжні системи (payment systems, PS) центральний депозитарій цінних паперів (central securities depositories, CSD), систему розрахунків за цінними паперами (securities settlement systems, SSS), торгові репозиторії (trade repositories, TR) та центральні контрагенти (central counterparties, CCPs) [44, с. 5]. Це регулюється також на європейському регіональному рівні EMIR (від англomовної аббревіатури: Regulation (EU) No

648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories).

Власне, саму структуру ринку цінних паперів та інфраструктур ринку в їх модернізації розглядали науковці у роботі «Regulating Financial Market Infrastructures». Так, вони зазначали про «торгівельні майданчики» (Trading venues), які виступають як неорганізовані ринки цінних паперів, і які набирають популярності на сучасному етапі, та є відмінними по суті від фондових бірж. Власне, їх поширеність виступає причиною фрагментарності ринку цінних паперів та необхідності регулювання зазначених процесів на рівні директив та інших міжнародних та європейських положень [28, с. 10-12].

Також, можливо наступне розрізнення структури та видів ринку цінних паперів: котирувальний ринок – це система електронної фондової біржі, де покупці та продавці укладають угоди з дилерами. В цій системі трейдери прямо контактують з дилерами. Така структура більше пасує до неліквідного ринку. Дилери вже забезпечують таку ліквідність на ринку. Ця структура більше застосовується до небіржового ринку, наприклад валютного. NASDAQ і London SEAQ – приклади цієї структури. Інший варіант структури ринку – це ринок, врегульований угодами. Тут угоди мають місце між покупцем і продавцем, що здійснюються переважно без посередників. Більшість таких ринків базуються на системі зустрічного аукціону. Гібридні Ринки, або ринки з змішаною структурою. Цей тип ринкової структури поєднує перші 2 типи між собою: традиційна система з електронною платформою. Останній тип ринку є брокерський. На такому ринку брокер чи інший агент шукає покупця для транзакції [45].

Важливим елементом інфраструктур ринку, що впливає з його структури (організовано оформлений ринок), є фондова біржа. Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» фондова біржа функціонує з метою забезпечення проведення регулярних торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами за встановленими правилами, а також для організації централізованого укладання і виконання договорів щодо

цінних паперів та інших фінансових інструментів (п. 17 ст. 1). Фондова біржа функціонує відповідно до цього Закону України, а також Положення «Про функціонування фондових бірж», що затверджено НКЦПФР, інших затверджених в відповідному порядку нормативно-правових актів компетентних органів. Відповідно до цього положення, п. 4 розділ I, до функцій фондової біржі належать, зокрема, організація біржових торгів, ведення переліку їх учасників, зберігання відповідних документів, оприлюднення відповідної інформації [46]. В Україні на сьогоднішній момент існують наступні фондові біржі: АТ «Фондова Біржа ПФТС», ПрАТ «Українська фондова біржа», ПрАТ «Українська міжбанківська валютна біржа», ПрАТ «Фондова біржа «ІННЕКС», ПрАТ «Фондова біржа «Перспектива»», АТ «Українська біржа» [47].

Також, однією з найважливіших складових фондового ринку є депозитарна діяльність. Відповідно до Закону України «Про депозитарну систему України», депозитарна діяльність це діяльність професійних учасників депозитарної системи України та НБУ щодо надання послуг із зберігання та обліку цінних паперів, обліку і обслуговування набуття, припинення та переходу прав на цінні папери і прав за цінними паперами та обмежень прав на цінні папери на рахунках у цінних паперах депозитарних установ, емітентів, депозитаріїв-кореспондентів, осіб, які провадять клірингову діяльність, Розрахункового центру, депонентів, номінальних утримувачів, а також надання інших послуг, які відповідно до цього Закону мають право надавати професійні учасники депозитарної системи України (п. 5 ст. 1) [48]. Депозитарна діяльність здійснюється відповідно до цього Закону України, Положення «Про провадження депозитарної діяльності», затвердженого НКЦПФР, іншими нормативно-правовими актами.

Відповідно до ст. 9 Закону України «Про депозитарну систему України» роль Центрального депозитарію полягає у забезпеченні формування та функціонування системи депозитарного обліку цінних паперів. Так, в Україні повинен існувати один Центральний депозитарій (ст. 9). В Україні поки не

існує саме єдиного центрального депозитарію, бо функції центрального депозитарію ще може здійснювати НБУ. Зокрема, НБУ забезпечує депозитарний облік державних цінних паперів, відповідно до Положення «Про провадження депозитарної і клірингової діяльності та забезпечення здійснення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів Національним банком України», затвердженого постановою правління НБУ (п. 3) [49]. Україна намагається перекваліфікуватися та перейти з групи, де існують 2 органи, що виконують депозитарну діяльність, до існування єдиного Центрального депозитарію. Так, Стратегію Розвитку Центрального депозитарію на 2019-2022 роки однією з 5 стратегічних цілей було визначено створення єдиного Центрального депозитарію в Україні. Облік всіх емісійних цінних паперів Центральним депозитарієм є логічним кроком в цьому напрямку [50].

На теренах українського ринку фінансових інструментів наявний ще один елемент інфраструктури, а саме, Розрахунковий центр. Відповідно до Закону України «Про депозитарну систему України» ст. 15, Розрахунковий центр забезпечує здійснення грошових розрахунків за правочинами щодо цінних паперів, укладеними на фондових біржах та поза фондовою біржею, якщо проводяться розрахунки за принципом «поставка цінних паперів проти оплати. Виключною компетенцією Розрахункового центру є проведення грошових розрахунків за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, вчинених на фондовій біржі та поза фондовою біржею, якщо проводяться розрахунки за принципом «поставка цінних паперів проти оплати» (ч. 5 ст. 15).

«Стратегією розвитку фінансового сектору України до 2025 року» НБУ визначив ключових гравців фінансової системи, зокрема і в інфраструктурі фінансової системи. Так, платіжні системи, центральний депозитарій, фондові біржі, емітенти криптовалют, криптовалютні біржі та центральні контрагенти є важливими елементами фінансової екосистеми країни, потреби яких повинна задовольнити політика у фінансовому секторі України [51, с. 12]. Варто зазначити, що лише усталені актори на ринку фінансових інструментів мають

відповідний рівень правового регулювання в Україні. Відповідно, ті елементи та учасники, що з'являються відносно нещодавно через зміну та розвиток правовідносин і соціального конструкту, наприклад криптовалютні біржі, криптовалюти, ще не мають належно правового регулювання. Очевидно, що це має причиною те, що розробити ефективне правове регулювання щодо таких елементів вважається ускладненою задачею, проте це є також і необхідною задачею для регуляторів, що потребує бути взятою до уваги.

Так, варто зазначити, що Україна також намагається поступово провадити PFMI, які стосуються центральних депозитаріїв, платіжних систем, торгових репозиторіїв, центральних контрагентів, систем розрахунків за цінними паперами. За цими принципами, інфраструктура фінансового ринку розглядається як багатостороння система, що використовується для клірингу чи інших фінансових операцій. Ця система встановлює набір загальних правил та процедур для її учасників, технічної інфраструктури, тощо [44, с. 7].

PFMI встановлює 24 головні принципи для інфраструктур фінансового ринку, які розподіляють відповідні обов'язки щодо їх дотримання серед інфраструктур. Такими принципами є: Принципи загальної організації: 1) правова основа, 2) управління, 3) система комплексного керування ризиками. Принципи керування кредитним ризиком і ризиком ліквідності: 4) кредитний ризик, 5) заставне забезпечення, 6) гарантійний депозит, 7) ризик ліквідності. Принципи розрахунків: 8) завершеність розрахунків, 9) грошові розрахунки, 10) фактична поставка. Принципи центральних депозитаріїв цінних паперів та розрахункові системи обміну на вартість: 11) центральні депозитарії цінних паперів, 12) розрахункові системи обміну на вартість. Принципи керування в разі невиконання зобов'язань: 13) правила та процедури, стосовно невиконання зобов'язань учасником, 14) сегрегація та перемістимість. Принципи управління загальними комерційними та операційними ризиками: 15) загальний комерційний ризик, 16) депозитарний та інвестиційний ризики, 17) операційний ризик. Принципи доступу: 18) Вимога доступу та участі, 19) багаторівнева структура участі, 20) Зв'язок інфраструктур фондового ринку. Принципи

ефективності: 21) Ефективність та результативність, 22) Процедури та стандарти передачі повідомлень. Принципи прозорості: 23) Розкриття правил, основних процедур та ринкових даних, 24) Розкриття ринкових даних торговим репозиторіями.[44, с. 1-4].

З вище наведеного, можна зробити висновок, що фондовий ринок навряд чи може існувати без його інфраструктур. Саме елементи інфраструктур ринку цінних паперів наповнюють його, роблять його можливим, забезпечують можливість укладання угод з фінансовими інструментами. Так, правове регулювання інфраструктур фондового ринку становить собою досить розгалужений та широкий аспект регулювання. Воно здійснюється як на національному, так і на регіональному і міжнародному рівні. Базові принципи закріплені на міжнародному рівні, таким чином, правове регулювання інфраструктур ринку цінних паперів в Україні повинно відповідати принципам стандартам, що встановлені регуляторами, як на регіональному, так і на міжнародному рівні.

Висновки до розділу 1:

1. «Ринок цінних паперів» чи «фондовий ринок» здебільшого, розглядаються науковцями як синонімічні терміни на позначення одного явища, чи системи, чи правовідношення. В праві ЄС, як і в працях іноземних науковців, здебільшого послуговуються терміном «ринок фінансових інструментів», адже він включає в себе всі ринки, на яких здійснюється оборот всіх фінансових інструментів.

2. У науковій літературі існує декілька наукових підходів до розуміння поняття «ринок цінних паперів», чи спроби виявити його основну суть. Ринок фінансових інструментів розвивається, поступово об'єднує ринки, на яких здійснюється оборот фінансових інструментів, зокрема, і ринок цінних паперів. В сучасному розмінні ринок цінних паперів слугує необхідним та незамінним елементом у фінансовій системі кожної країни як правова та економічна

категорія.

3. Тенденції України до інтеграції в ЄС є помітними на всіх рівнях: від уніфікації законодавства до визначення спільної політики фінансового сектору. Так, це неодмінно стосується і ринку цінних паперів. Єдиний інтегрований ринок фінансових інструментів ЄС це конкретна мета фінансової політики ЄС, у тому числі із залученням до нього фондових ринків країн, що тільки починають зближення і гармонізацію законодавства із правом ЄС.

4. Фондовий ринок України пройшов швидку еволюцію та містить своєю історією лише понад 25 років. Це надзвичайно короткий шлях у порівнянні з історією становлення фондових ринків країн ЄС. Перед українським правовим регулюванням ринку цінних паперів постають власні головні та актуальні завдання на шляху до інтеграції в ринок цінних паперів ЄС.

5. Систему правового регулювання ринку цінних паперів важко або навіть неможливо розглядати виключно як систему однієї держави-члена ЄС. Відносини на ринку цінних паперів ЄС – це переважно міжнаціональні відносини, які повинні дати кожному учаснику ринку можливості задовольнити свої інтереси та потреби, бути впевненими та передбачуваними стосовно своїх інвестувань та з відповідними гарантіями на всіх рівнях. В цьому аспекті зростає роль наднаціонального регулювання ринків цінних паперів в Україні та ЄС.

РОЗДІЛ 2

РЕГУЛЯТОРИ ТА ЇХ РОЛЬ У ПРАВОВОМУ РЕГУЛЮВАННІ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

2.1. Національні органи регулювання ринку цінних паперів

Як існує багато типів безпосередньо ринків цінних паперів, так існує і багато моделей регулювання ринків цінних паперів. Такі моделі регулювання можна класифікувати за наступними основними критеріями: суб'єктом регулювання, суб'єктом державного регулювання, ступенем жорсткості, або за іншими класифікаційними критеріями залежно від моделей самого ринку цінних паперів. Так, найпоширенішими у світі є 2 типи моделей регулювання фондового ринку: перша, де система регулювання ринку цінних паперів сформована переважно державними органами та друга, де провідну роль у регулюванні грають саморегулюючі організації. При тому, перша є найбільш характерною для США, в той час як друга – для більшості країн Західної Європи [52, с. 13]. Ринок цінних паперів України складно віднести до якоїсь конкретної моделі з наведених двох. Якщо говорити про історичний спадок, то саме він є причиною того, що жодна з зазначених моделей не була в Україні постійною. Як наслідок, ринок цінних паперів України має елементи цих двох концепцій, що проявилось в політиці «невтручання» державних органів у функціонування ринку протягом етапу його виникнення та в політиці активного формування державою інфраструктур ринку [52, с. 16].

В науковій літературі існує і інший поділ моделей державного регулювання. Зокрема, можливе виокремлення 3 основних моделей: модель з єдиним мегарегулятором, секторальна модель та модель перехресного регулювання [53]. Так, секторна діє відповідно по секторам фінансового ринку (банківський, страховий, ринок цінних паперів), на основі завдань; модель двох вершин – розподіляє повноваження між 2 державними органами; а модель

єдиного нагляду – один державний орган (переважно банк), що сконцентровує на собі регулювання [54, с. 61-62]. Між цими 3ма моделями, міжнародні тенденції показують схильність до побудови мегарегуляторної системи регулювання. Серед переваг такої системи виділяють можливість швидкого попередження ризиків, розроблення більш ефективної політики щодо моніторингу та оцінювання ризиків, узгодженість в діяльності щодо регулювання та функціонального розподілу, упорядкована система відповідальності за стан ринку, тощо [55]. Варто зазначити і про можливі недоліки такої системи мегарегуляторної моделі. Так, при секторальній моделі, кожен сектор фінансового ринку є вже відносно незалежним один від одного через його різну природу. Різна природа секторів фінансового ринку зумовлює необхідність застосування рівного, але не однакового регулювання до них. Спеціалізований орган, що буде здійснювати регулювання одного сектора вдається більш ефективним і більш компетентним.

В Україні регулювання фінансового ринку функціонує за секторальною моделлю, де між органами, що здійснюють регулювання сегментів існує розподіл повноважень. Такими сегментами є банківський ринок, небанківський ринок та ринок цінних паперів. Так, зважаючи на значну взаємопов'язаність секторів виникає проблема у здійсненні належного регулювання цих секторів регуляторами [56, с. 177]. Так, НКЦПФР не може стати мегарегулятором на ринку фінансових інструментів, адже за секторальною моделлю вона є регулятором виключно на ринку цінних паперів. Як вже зазначалось, ринок фінансових інструментів в ЄС має тенденцію до поглинання ринків на яких здійснюється оборот фінансових інструментів у єдину систему. Саме тому, Україні можливо буде необхідно в майбутньому переглянути секторальну модель та наблизити її до моделі мегарегуляторів, зважаючи при цьому на її недоліки та переваги.

Не виникає сумнівів, що державне регулювання фондового ринку є надзвичайно важливим та складним завданням, на що держава повинна зважати, якщо вона бажає забезпечити права та інтереси учасників ринку. Мета

державного регулювання полягає у визначенні правових основ відносин, що складаються в межах та поза межами ринку цінних паперів. Забезпечити розвиток та функціонування ефективного ринку, що здатний залучити інвестиції є важливим та складним завданням правового регулювання, результативність чого впливає на всю економічну систему [57, с. 128]. Більш того, правове регулювання на ринку цінних паперів повинно бути значною мірою гармонізованим. Так, учасники ринку цінних паперів, як в ЄС, так і в Україні повинні мати уніфіковані правила для провадження своєї діяльності, адже здебільшого, діяльність на ринку цінних паперів не обмежується і не повинна обмежуватись тільки національною країною, чи країною, що встановлює більш актуальні вимоги до діяльності учасників на ринку. Зокрема, це ще стосується вимог і стандартів до інфраструктур фондового ринку, що повинні теж бути значної мірою уніфіковані до міжнародних стандартів.

Правове регулювання фондового ринку здійснюється шляхом застосування загального та конкретного аспекту державного регулювання, де загальними правилами впроваджуються загальні та обов'язкові для всіх учасників правила, і конкретний аспект, де упорядковуються визначені та найважливіші аспекти діяльності ринку. В країнах до правового регулювання ринку залучені всі 3 гілки влади: законодавча, виконавча і судова. Також, майже в кожній країні є спеціальний орган, який є спеціальним регулятором фондового ринку [13, с. 25].

Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» регулювання ринку здійснюють держава та саморегулювні організації. Державне регулювання представлено НКЦПФР, та іншими державними органами у межах своїх повноважень, що визначені законом (ст. 47).

Закон України «Про засади державної регуляторної політики у сфері господарської діяльності» визначив які саме органи відносяться до регуляторних органів. Так, окрім ВРУ, Президента України, КМУ, НБУ, до регуляторних органів належать і державні органи, які відповідно до повноважень приймають регуляторні акти. (ст. 1) [58]. Так, НКЦПФР

уповноважена також на здійснення регуляторної діяльності, оскільки відповідно до положення «Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку», що було затверджене Указом Президента 2011 року, НКЦПФР здійснює державне регулювання фондового ринку. НКЦПФР, відповідно до цього положення є державним та колегіальним органом, що підпорядковується Президенту та є підзвітним ВРУ (п. 1) [59]. Завдання НКЦПФР це створення нормативних актів, які мають обов'язкову силу з питань, якими відає НКЦПФР. Так НКЦПФР переслідує мету створити умови для належного та ефективного функціонування ринку, що зможе забезпечити грошовим капіталом економічні потреби країни [60].

Основним документом, що визначає діяльність НКЦПФР є вже згадуване затверджене указом президента положення «Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку». Так у положенні визначені основні завдання НКЦПФР, першим з яких стоїть саме формування та забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо розвитку і функціонування ринку цінних паперів та похідних (деривативів) в Україні, сприяння адаптації національного ринку цінних паперів до міжнародних стандартів» (ч. 3 п. 1) [59].

НКЦПФР проводить обширно діяльність на ринку цінних паперів, що видно з кількості документів, опублікованих на сайті НКЦПФР. На березень 2020 року їх кількість складає більше 20 000 штук. Серед них провідне місце займають рішення, звіти, план-графіки, меморандуми, накази, положення, порядки, листи [61]. Серед основних нормативних актів НКЦПФР варто зазначити наступні: положення «Про розкриття інформації емітентами цінних паперів», положення «Про функціонування фондових бірж», положення «Про здійснення публічної пропозиції цінних паперів», положення «Про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України», положення «Про об'єднання професійних учасників фондового ринку», тощо.

Діяльність НКЦПФР включає в себе наступні види діяльності: регуляторна діяльність і ліцензування (регуляторна та ліцензійна діяльність, реєстрація емісій, діяльність з корпоративне управління, регулювання

діяльності Центрального депозитарію, як важливого елемента інфраструктур ринку цінних паперів); нагляд за ринком (інспекції та моніторинг професійних учасників, нагляд за емітентами, фінансовий моніторинг, пруденційний нагляд); інша діяльність (сертифікація спеціалістів, міжнародне співробітництво, взаємодія з громадськістю) [62].

Важливо окреслити деякі суперечливі моменти зазначеного регулятора. Так, 15 жовтня 2015 року був опублікований Звіт місії технічної допомоги МВФ щодо розширення повноважень і зміцнення незалежності НКЦПФР. У Звіті зазначається, що «рівень операційної незалежності НКЦПФР не відповідає рівневі, який очікується від незалежного органу регулювання» [63, с. 6]. Так, серед загроз незалежності НКЦПФР основними є наступні: необхідність погодження перевірок НКЦПФР з іншими державними органами; оцінка відповідності актів НКЦПФР Міністерством Юстиції України в момент їх реєстрації; фінансова незалежність НКЦПФР, що проявляється у неспроможності держави забезпечити достатнє та стабільне функціонування регулятора, наслідком чого є складність у залученні та утриманні високопрофесійних фахівців, та нестача коштів на фінансування необхідних технологій [63, с. 6-7]. Таким чином, можна прийти до висновку, що НКЦПФР, як регулятор, потребує подальшого свого реформування, з метою забезпечення більшої незалежності для ведення більш ефективної діяльності. Загалом, діяльність НКЦПФР дозволяє прийти до висновку, що вона значною мірою, хоча і з деякими недоліками, є ефективним регулятором на ринку цінних паперів, що після усунення недоліків буде мати ще більший потенціал до провадження ефективного та дієвого регулювання на ринку цінних паперів України.

Іншим важливим державним регулятором, який відповідно до Закону України «Про засади державної регуляторної політики у сфері господарської діяльності» відноситься до регуляторного органу є НБУ. Згідно з Законом України «Про банки і банківську діяльність» банки здійснюють інвестування та операції з цінними паперами згідно до законодавства України про цінні папери,

інвестиційну діяльність та нормативно-правових актів НБУ (ст. 50) [64]. Відповідно до Закону України «Про Національний Банк України», ст. 7, до функцій НБУ входить визначення напрямів розвитку сучасних електронних банківських технологій, створення та забезпечення безперервного, надійного та ефективного функціонування, розвиток створених ним платіжних та облікових систем, контроль створення платіжних інструментів, систем автоматизації банківської діяльності та засобів захисту банківської інформації; (7) здійснення банківського регулювання та нагляду на індивідуальній та консолідованій основі (8), тощо [65]. Відповідно до цього ж Закону України «Про Національний Банк України» в функції НБУ входить також здійснення повноважень у сфері депозитарного обліку (п. 22 прим. 1 ст. 7), функції у фінансово-кредитній сфері (п. 22 ст. 7). Так, НБУ регулює обсяг грошової маси через операції з цінними паперами, крім тих цінних паперів, що підтверджують корпоративні права, у тому числі з казначейськими зобов'язаннями, на відкритому ринку (п. 5 ст. 25). НБУ, очевидно не може залишатись на позиції виключно регулятора, саме тому він є також і учасником ринку, і елементом інфраструктур ринку цінних паперів, в аспекті здійснення депозитарного обліку разом з Центральним депозитарієм.

ВРУ уповноважена Конституцією України приймати закони, як єдиний орган законодавчої влади в Україні (ст. 75 і ст. 91). Зокрема, у ст. 92 Конституції України визначається, що виключно законами України встановлюються (ч. 2 п. 1)...засади створення і функціонування фінансового, грошового, кредитного та інвестиційного ринків;...порядок випуску та обігу державних цінних паперів, їх види і типи (ч. 2 п. 1). Відповідно до Закону України «Про комітети Верховної Ради України» в ВРУ утворюються комітети з числа народних депутатів, що здійснюють законопроектну роботу за окремими напрямами (ст. 1) [66]. Постановою ВРУ № 19-IX від 29 серпня 2019 року «Про перелік, кількісний склад і предмети відання комітетів Верховної Ради України дев'ятого скликання» був створений Комітет з питань фінансів, податкової та митної політики (п. 22 ч. 1) [67]. До предмету відання цього

комітету віднесено ринок капіталів та інші регульовані ринки, цінні папери, похідні фінансові інструменти (деривативи), інше (п. 22 додатку) [68]. Серед основних законів, що були прийняті ВРУ у сфері ринку цінних паперів варто зазначити наступні «Про цінні папери та фондовий ринок», «Про депозитарну систему України», «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», «Про інститути спільного інвестування», тощо.

КМУ Конституцією України уповноважений забезпечувати проведення фінансової, інвестиційної політики; розробляє загальнодержавні програми економічного розвитку (п. 3, 4 ст. 116). Мінфін є центральним органом виконавчої влади, що забезпечує формування та реалізацію державної фінансової політики, та забезпечує формування державної політики у сфері організації та контролю за виготовленням цінних паперів, відповідно до п. 1 положення «Про Міністерство фінансів України» [69]. Положення «Про Міністерство фінансів України», що затверджено постановою КМУ, затвердило, що основним з завдань Мінфіну є і здійснення правового регулювання у відповідних сферах, відповідно до його повноважень (п. 4). Також Мінфін турбується про підвищення рівня інвестування в державні цінні папери України та в його повноваженнях затверджувати графік первинного розміщення державних цінних паперів (п. 40). Мінфін має право отримувати безоплатно від НКЦПФР інформацію про реєстрацію випуску облігацій місцевих позик, надходження від їх розміщення, їх погашення (п. 6 пп. 2) [69].

Таким чином, можна простежити наявність системи стримувань і противаг і щодо регулювання ринку цінних паперів. Так, в процесі правового регулювання ринку цінних паперів України діяльність здійснюється ВРУ, як єдиного суб'єкта законотворчої гілки влади; КМУ, Мінфіна, НБУ, як суб'єктів виконавчої гілки влади, та НКЦПФР як незалежного органу. Така система є цілком доречною та ефективною при регулюванні ринку цінних паперів в Україні.

Також важливо відмітити необхідність співробітництва та кооперацію між цими регуляторними органами, зокрема, як між ними, так і між ними та

регуляторними органами ринку цінних паперів ЄС. В Угоді про асоціацію, у ч. 1 ст. 384, закріплена необхідність співробітництва між фінансовими регуляторними органами: сторони заохочують співробітництво між відповідними регуляторними та наглядовими органами, зокрема обмін інформацією і досвідом щодо фінансових ринків та інші подібні заходи [35].

Як зазначалось раніше, регулювання фондового ринку, відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» здійснюють держава та СРО (ч. 1 ст. 47). Відповідно до цього ж закону в Україні діють об'єднання професійних учасників фондового ринку, що є також учасниками фондового ринку (п. 2 ст. 2). Так, в Україні існують 2 види неприбуткових об'єднань, а саме: об'єднання професійних учасників фондового ринку та СРО професійних учасників фондового ринку. Об'єднання професійних учасників фондового ринку – це неприбуткове об'єднання професійних учасників фондового ринку, які провадять професійну діяльність на ринку цінних паперів, а саме: з торгівлі цінними паперами, депозитарної діяльності та управління активами інституційних інвесторів. СРО професійних учасників фондового ринку – це неприбуткове об'єднання учасників фондового ринку, що провадять професійну діяльність на фондовому ринку з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність, крім депозитаріїв, утворене відповідно до критеріїв та вимог, установлених НКЦПФР (абз. 10, 11 ч. 2 ст. 2). Ці організації є необхідними для здійснення професійної діяльності на фондовому ринку (крім депозитарної та на фондовій біржі), оскільки законом встановлена вимога членства в одному з таких об'єднань за відповідним видом професійної діяльності (ч. 4 ст. 16). Статус СРО можна набути об'єднанням професійних учасників фондового ринку за певним видом діяльності на ринку (ч. 2 ст. 48) Такий статус надається НКЦПФР після відповідної процедури, визначеної в законі, та підтверджується відповідним свідоцтвом про надання статусу СРО (ч. 4 ст. 48). Відповідно до положення «Про об'єднання професійних учасників фондового ринку» в їх повноваження входить імплементація норм професійної етики, створення

методичних рекомендацій щодо здійснення певного виду професійної діяльності, розробка механізмів розв'язання спорів, що пов'язані відповідно (п. 1 гл. 2 розд. II) [70]. Головна мета СРО це захист інтересів членів цієї СРО (п. 1 глави 1 розділу III). З цією метою СРО має ще додаткові повноваження щодо впровадження обов'язкових Правил (стандартів) провадження відповідного виду професійної діяльності на ринку та застосування дисциплінарних заходів до членів СРО у разі їх порушення Статуту СРО чи інших документів СРО (п. 1 гл. 2 розд. III). Серед інших повноважень СРО визначають: ініціювання та робота з законопроектами, іншими нормативно-правовими актами щодо фондового ринку, подання та направлення запитів, створення третейського суду (п. 1 гл. 2 розд. III) [70].

У Звіті НКЦПФР за 2018 рік наголошувалось на важливості системи регулювання фондового ринку, що охоплює всіх його учасників, та забезпечує здійснення кожним учасником свої діяльності. У 2018 році здійснювали свою діяльність такі об'єднання: Професійна асоціація учасників ринків капіталу та деривативів (ПАРД), Українська асоціація інвестиційного бізнесу (УАІБ), Асоціація «Українські фондові торговці» (УФТ) [71, с. 79].

В 2013 році НКЦПФР за підтримки Світового Банку оцінило імплементацію міжнародних стандартів (а саме принципів IOSCO) регулювання ринку цінних паперів. Так, одним з таких принципів виступає Принцип Саморегулювання. В Оцінці поточного стану дотримання Україною Принципів та цілей регулювання ринку цінних паперів IOSCO міститься важлива оцінка СРО в Україні на 2013 рік. Так, зазначено, що фактично В Україні не існує СРО, які мали б саме регуляторні повноваження, при тому, що за законодавством така делегація повноважень передбачається. Серед причин такої ситуації було визначено конфлікти інтересів серед учасників таких СРО. Так, визначена необхідність забезпечення незалежності СРО при здійсненні регуляторних повноважень [72, с. 46-47].

Варто зазначити, що не є вірним вважати СРО в Україні недоцільними чи бездіяльними. Так, наприклад, відповідно до Закону Україну «Про інститути

спільного інвестування», СРО, що об'єднують учасників фондового ринку, що провадять професійну діяльність з управління активами інституційних інвесторів, залучені у діяльність з ліцензування діяльності компанії з управління активами (ст. 66) [73]. Також, відповідно до цього Закону, інформація про інститут спільного інвестування розкривається, зокрема, і шляхом подання інформації до такої СРО (п. 5 ч. 1 ст. 75). Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу (УАІБ), що була заснована в квітні 1996 року та отримала Свідоцтво про реєстрацію об'єднання як СРО 19 квітня 2017 року, є саме такою СРО за видом професійної діяльності – управління активами інституційних інвесторів на території України, якій держава, відповідно до Закону України «Про інститути спільного інвестування», делегувала частку своїх повноважень [74].

Очевидно, що існує необхідність переоцінки ролі СРО, як регулятора ринку цінних паперів. Так, НБУ серед пропозицій до проекту закону «Про фінансові послуги та діяльність з надання фінансових послуг», зокрема у ст. 26-28, містить оновлені положення щодо ролі об'єднань учасників ринку фінансових послуг, зокрема і СРО [75, с. 25-28].

Таким чином, можна стверджувати, що СРО можуть слугувати ефективним регулятором на ринку цінних паперів, зокрема, щодо технічних аспектів, через свою практичну обізнаність у правовідносинах на фондовому ринку. Так, НКЦПФР необхідно здійснювати подальше делегування своїх окремих повноважень до СРО, для надання можливості таким СРО провадження своєї діяльності, як регулятора ринку цінних паперів під наглядом НКЦПФР.

2.2. Регулятори ринку цінних паперів на рівні ЄС та регулятори міжнародного рівня

Вже зазначалось про існування тенденцій в ЄС до посилення

наднаціонального регулювання, через низку його переваг перед національним регулюванням ринку цінних паперів, зокрема, в його можливості більш ефективно та швидко долати кризи в фінансових секторах, що є дуже актуальним на сьогоднішній момент.

В 2001 році комітетом «мудреців» була представлена фінальна доповідь щодо регулювання європейського ринку цінних паперів за головуванням Олександра Ламфаулуссі. Доповідь складається переважно з 2х головних частин. В першій частині пояснюється необхідність змін в регулюванні ринку цінних паперів, а в другій частині представлений детальний план, який поділений на 4 рівні, що повинен бути застосований як основа для реформи процесу регулювання єдиного ринку цінних паперів. Метою є поетапне створення сильного інтегрованого фінансового ринку [24, с. 3-4]. В доповіді зазначалось, що вже на 2001 рік був помітний рух до єдиного ринку капіталів. Головна проблема, яку намагались вирішити доповідачі: існуюча на 2001 рік система регулювання фінансового ринку не працювала через ряд наявних перепон [24, с. 13]. В доповіді була передбачена 4х рівнева система до впровадження норми, де на першому рівні визначались базові принципи, в якості звичайної законодавчої процедури ЄС, на другому рівні, який повинен бути представлений спеціальними комітетами з цінних паперів та регуляторами ринку цінних паперів, встановлювались технічні деталі. На 3 рівні відбувався звичайний процес імплементації права ЄС. На 4 рівні відбувалась кооперація з країнами - членами ЄС стосовно безпосереднього впровадження норми. Тобто, передбачалось, по-перше, звичайні стандарти з застосуванням принципів стосовно базових рішенистворчих моментів, та по-друге: розробка детальних технічних засобів відповідно до звичного процесу окремим органом Комісії [24, с. 19].

З метою впровадження регулювання за доповіддю Ламфаулуссі, такою спеціальною інституцією в Європейській Комісії став Європейський Комітет з цінних паперів (European Securities Committee, ESC), який був заснований у 2001 році рішенням Комісії 2001/528/ЄК. В рішенні зазначається, що Комітет

буде виконувати консультативні функції для Комісії, зокрема стосовно проектів законодавчих пропозицій, які Комісія може прийняти в сфері цінних паперів. (ст. 2) [76]. Такий Комітет складається з високо посадових представників держав-членів ЄС (ст. 3). В преамбулі зазначено, що такий Комітет повинен існувати як інституція для роздумів, дебатів та надання порад Європейській Комісії у сфері цінних паперів (9) [76]. Європейська організація з цінних паперів та ринків (European Securities and Market Authority, ESMA) – це друга спеціальна інституція, яка відповідно до доповіді О. Ламфалусі, разом з ESC повинна допомагати Європейській Комісії у сфері регулювання ринку цінних паперів. На 2001 рік вона мала назву Комітет європейських регуляторів цінних паперів (Committee of European Securities Regulators, CESR) [24, с. 19].

Система правового регулювання, яка була представлена в доповіді О. Ламфалуссі є актуальною вже 20 років. Очевидно, що реалізація цієї доповіді не є швидким процесом, і що така реалізація мусить пройти власний еволюційний поступовий шлях до реформування правового регулювання ринку цінних паперів в ЄС. Навіть при повній успішній реалізації плану О. Ламфалуссі, ЄС все одно не зможе уникнути пов'язаних проблем, таких як відмінності у праві країн-членів ЄС, тощо. Можна вважати, що 4х рівневий план правового регулювання фінансового ринку ЄС, запропонований О. Ламфалуссі, є досить успішний, відповідною мірою реалізований ЄС, та працює ефективно і на сьогоднішній момент. Проте мета цього плану і досі не була досягнута.

ESMA – Європейська організація з цінних паперів та ринків. Це незалежний регіональний орган ЄС, який допомагає в забезпеченні стабільності фінансової системи ЄС. ESMA досягає своє зазначеної мети, шляхом «оцінки ризиків інвесторів, ринків та фінансової стабільності, шляхом створення єдиного зводу правил для фінансових ринків ЄС...», тощо [77]. Незважаючи на те, що ця організація є незалежною, вона повністю підзвітна Європейському Парламенту, де перед Комітетом з економічних та валютних справ (Committee on Economic and Monetary Affairs, ECON), одним з комітетів Європейського

парламенту, ESMA виступає на офіційних слуханнях, та з річним звітом. ESMA почала свою діяльність 1 січня 2011 року, замінивши свою попередницю CESR. ESMA наголошує на 3х своїх головних цілях: «Захист інвестора, Впорядковані ринки, Фінансова стабільність» [77]. Відповідно до MiFID II ESMA має ще повноваження з метою забезпечення цілісності ринку, через підтримку на фінансових ринках технологічного розвитку. Задля цієї мети вона регулярно опрацьовує інформацію, що надійшла від національних експертів стосовно розвитку технологій з цієї сфери, включаючи торгові технологічні системи та нові практики, які певним чином можуть вплинути на зловживання ринком, з метою розвитку ефективних стратегій для попередження та подолання подібних зловживань (п. 68) [78].

ESMA є частиною Європейської системи фінансового нагляду (European system of financial supervision, ESFS). ESFS була представлена в 2010 році, та складається з Європейської Ради з системних ризиків (European Systemic Risk Board, ESRB), та 3х європейських органів нагляду, одним з яких виступає ESMA. 2 інших органи, що складають Європейську систему фінансового нагляду є Європейська банківська організація (European Banking Authority, EBA) та Європейський орган із страхування та пенсійних фондів (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) [79]. Таке об'єднання регуляторів різних секторів фінансового сектору ЄС відповідно у ESFS слугує формуванню єдиної функціональної системи щодо координації та нагляду всіх елементів фінансового сектору ЄС, що разом здатні функціонувати як єдина система на рівні ЄС, зокрема, і з метою попередження ризиків.

ESMA була заснована Регламентом 1095/2010 Європейського Парламенту та Ради від 24 листопада 2010 року. В Регламенті зазначається про фінансову кризу в 2007 - 2008 роках, що виявила суттєві недоліки у надгляді за фінансовою системою та щодо самої фінансової системи загалом. Модель нагляду за фінансовою системою, що базувалась на національній моделі відставала від фінансової глобалізації та від взаємозалежності та інтеграції європейських фінансових ринків, де більшість фінансових інституцій не помічають кордони.

Така криза дала змогу виявити недоліки в сфері кооперації, координації, гармонійного застосування права ЄС, довіри національних наглядачів за фінансовою системою один до одного (п. 1) [80]. Цим же Регламентом затверджені завдання та повноваження організації. В ст. 8 зазначеного вище регламенту вказується про наступні повноваження: розробка проектів регуляторних технічних стандартів стосовно певних питань, включених до компетенції, розробка імплементативних технічних стандартів стосовно певних питань, включених до компетенції, видання вказівок та рекомендацій з питань, відносно компетенції, приймати індивідуальні рішення, спрямовані до компетентних органів стосовно певних питань, в питаннях щодо прямого застосування права ЄС приймати індивідуальні рішення адресовані до учасників фінансового ринку, стосовно питань включених до компетенції, видавати висновки Європейському Парламенту, Раді, Комісії, збирати всю необхідну інформацію стосовно учасників фінансових ринків, тощо [80].

Щорічно ESMA складає та викладає на своєму сайті Робочу Програму на наступні 12 місяців. Робоча Програма на 2020 рік зауважує, що у 2020 році буде ще більше уваги приділено питанням кооперації та виконанню вже існуючих положень права ЄС, зокрема застосуванню MIFID II/MIFIR, захисту інвестора, відносинами з третіми країнами, технологічним інноваціям, фінансовим інноваціям стосовно крипто валюти, тощо. Варто зазначити і про фокус організації в 2020 році і на Єдиному Зводі Правил (Single Rulebook), що також стане причиною розробки відповідних нових правил стосовно інфраструктури ринку, та втілиться в EMIR 2.2/EMIR Refit та переоцінку MIFID II/MiFIR [81, с. 5-6]. Так, Робоча Програма на 2020 рік втілює одну візію: «забезпечити захист інвестора та розбудувати стабільні та упорядковані фінансові ринки» [81, с. 8]. Незважаючи на те, що мета ESMA не змінилась з часу її заснування, організація продовжує шукати нові шляхи досягнення цієї мети. Варто зазначити, що реалізувати цю мету ESMA зможе виключно через кооперацію з країнами - членами ЄС та їх готовністю разом протистояти новим викликам сучасності.

В світлі спалаху вірусної інфекції COVID-19 ESMA не могла стояти

осторонь. Організація випустила ряд рекомендацій для учасників фінансового ринку. Серед таких рекомендацій є планування безперервності бізнесу (Business Continuity Planning), що передбачає готовність учасників ринку та інфраструктур застосувати цей план; розкриття інформації на ринку, що рекомендує емітентам розкрити як можна скоріше будь-яку важливу інформацію, стосовно впливу вірусу на їх фінансову ситуацію відповідно до зобов'язань прозорості; щодо фінансової звітності, емітенти повинні забезпечити прозорість щодо реального або потенційного впливу вірусу, на їх бізнес активності та фінансову ситуацію [82]. Більш того, 02 квітня 2020 року ESMA надала оцінку ризиків для фінансових ринків ЄС стосовно впливу на них пандемії, змінила дати звітувань по MIFID II/MIFIR, тощо [82]. Так, дивлячись на активні дії, що були вчинені організацією не можливо не відміти її ефективність та гідну своєчасну відповідь на виклики часу. Таким чином, ESMA як регулятор показує свою здатність впоратися з перешкодами на шляху до досягнення її цілі. Вже зазначалось, за фінансову кризу 2007-2008 років, що змусили переглянути повноваження національних регуляторів ринку фінансових інструментів країн – членів ЄС в аспекті делегування все більше повноважень до наднаціональних структур. Так, нова криза, викликана пандемією COVID-19 може знов поставити це питання перед ЄС та країнами членами ЄС, оскільки очевидно, що глобальні світові кризи можуть бути подолані виключно на наднаціональному рівні.

Таким чином, ESMA є важливим європейським регулятором ринку фінансових інструментів ЄС. Як було зазначено, за планом О. Ламфалуссі ідея її створення базувалась на необхідності розроблення технічних і більш детальних стандартів стосовно ринку цінних паперів ЄС. Згодом, зокрема і через фінансову кризу 2007-2008 років, її роль поступово змінювалась і додавались нові повноваження. Зокрема, ESMA стала частиною ESFS, і вже важко уявити функціонування ринку фінансових інструментів ЄС без ESMA.

В квітні 1983 року була створена Міжнародна організація комісій з цінних паперів (International Organization of Securities Commissions, IOSCO). В

цей час «11 комісій з регулювання ринків цінних паперів Північної та Південної Америки дали свою згоду перетворити на міжнародну організацію свою між – Американську регіональну асоціацію регуляторів ринків з цінних паперів. Першими до новоперетвореної, вже міжнародної структури приєдналися за рік регуляторні комісії з цінних паперів Франції, Індонезії, Кореї та Великої Британії». Перша конференція, яка відбулась поза Американським кордоном відбулась за 3 роки після створення IOSCO, в 1986 році в Парижі. Головним документом, який прийняла IOSCO стали «Цілі та принципи регулювання цінних паперів» («Objectives and Principles of Securities Regulation»), перша редакція яких була затверджена в 1998 році [83].

«Цілі та принципи регулювання цінних паперів» містять «38 принципів, які базуються на 3 головних цілях регулювання цінних паперів: захист інвестора; забезпечення того, що ринки є справедливими, ефективними та прозорими; зниження системного ризику» [84, с. 3]. Документ визначає принципи для регуляторів (принципи 1-8), принципи для СРО (принцип 9), для кооперації в регулюванні (принципи 13-15), для емітентів (принципи 16-18), тощо [84, с. 2]. Очевидно, що «Цілі та принципи регулювання цінних паперів» носять принципоутворюючий характер, що мають метою не стільки впровадити технічні детальні елементи по регулюванню ринку цінних паперів в кожній країні, а, здебільшого, встановити стандарти та вектори орієнтирів з метою гармонізації та уніфікації принципових моментів такого регулювання ринку цінних паперів в світі.

Як зазначається на офіційному сайті організації, на сьогоднішній день, «учасники цієї міжнародної організації здійснюють регулювання приблизно 95 відсотками ринків цінних паперів по всьому світу» [83]. Саме це зумовлює те, правове регулювання IOSCO є надзвичайно важливим для встановлення принципів та стандартів, що будуть актуальними для всіх країн членів організації. IOSCO не тільки здійснює правове регулювання ринку цінних паперів, а і здійснює підтримку у технічному плані, проводить навчання, тренінги та різні дослідження стосовно ринку цінних паперів своїх членів.

Загальна мета, яку ставить перед собою організація полягає у створенні глобального ринку цінних паперів, який має глобальне регулювання. Для досягнення цієї мети члени IOSCO вирішили провадити співпрацю у розробці та імплементації міжнародно визнаних стандартів регулювання, забезпечити захист інвестора, здійснювати обмін інформацією стосовно їх досвіду. В 2002 році був прийнятий Багатосторонній Меморандум стосовно взаєморозуміння щодо консультування та співробітництва і обміну інформацією (Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information, IOSCO MMoU). MMoU є орієнтиром для міжнародної співпраці, обміном інформацією, тощо [83]. Не зважаючи на те, що мета IOSCO по створенню глобального світового ринку цінних паперів вдається такою, що є не можливою для досягнення, організація намагається розробити загальні правила та принципи для всіх країн-членів організації, об'єднати регуляторів ринків цінних паперів країн-учасниць для створення єдиного діалогу для обміну інформацією між ними.

Стосовно членства в IOSCO, то воно поділяється на звичайне, асоційоване та афілійоване. На сьогоднішній момент, звичайними членами є державні національні комісії або агентства з цінних паперів, які наділені повноваженнями у сфері ринку цінних паперів. Для того, щоб стати звичайним членом необхідно заповнити анкету-опитування, де заявник на участь у звичайному членстві організації повинен вказати у якому стані на поточний момент перебувають кожний з 38 принципів організації, про які згадувалось вище [85]. Асоційовані члени це наднаціональні, регіональні, міждержавні міжнародні організація або органи, що встановлюють стандарти на відповідних рівнях. Афілійовані члени це СРО професійних учасників ринку цінних паперів, інфраструктура фондового ринку, інші суб'єкти, які мають інтерес щодо регулювання ринку [85].

IOSCO звітує про свою діяльність у щорічній повній доповіді. В загальній доповіді містяться зокрема і доповіді від Голів комітетів про роботу, діяльність та успіхи комітетів та міжкомітетну співпрацю. Згідно з доповіддю за 2018 рік

звичайними членами були 129 країн, асоційованими членами 32 члена, і афілійованими 67 членів [86, с. 66-69]. Також в щорічній доповіді розкривається інша інформація стосовно організації безпосередньо, зокрема стосовно заробітної плати, гендерного складу співробітників, тощо [86, с. 78].

Важливо зазначити, що необхідність відповідності «Цілям та принципам регулювання обігу цінних паперів» закріплена в Угоді про асоціацію. Так, відповідно до Угоди про асоціацію, у ч. 2 ст. 127, визначено, що кожна сторона повинна докладати всіх необхідних зусиль для забезпечення впровадження міжнародних стандартів регулювання та нагляду у сфері фінансових послуг [35]. Серед таких міжнародних стандартів включають, зокрема і, «Цілі та принципи регулювання обігу цінних паперів» IOSCO (ч. 2 ст. 127) [35]. Закріплення положення щодо цього документа у Угоді про асоціацію свідчить про його важливість та необхідність українському ринку цінних паперів відповідати стандартам і принципам, щодо ринку цінних паперів, що встановлює IOSCO.

Не менш важливо дослідити як саме співвідносяться між собою такі організації як ESMA і IOSCO. Тобто, яка саме роль ЄС в саме міжнародному регулюванні ринку цінних паперів. IOSCO описують як «сполучені штати по регулюванню цінних паперів» [87, с. 7]. Ця організація є міжнародною, тож вона апріорі є дуже демократичною. Через це IOSCO намагається не бути дуже детальною, а встановлювати загальне принципове регулювання. Таким чином, вплив міжнародних принципів та стандартів IOSCO на право ЄС не є дуже сильним. Право ЄС, зокрема директиви та регламенти є значно детальнішими у порівнянні з регулюванням IOSCO. ЄС переважно репрезентована саме через ESMA, яка отримала статус асоційованого члена в IOSCO. Також, вона має статус наглядача, що дає змогу брати участь у виконавчому органі IOSCO [87, с. 7]. Так, вже наголошувалось на тому, що IOSCO є принципоутворюючою на векторноспрямовуючою організацією. Очевидно, що вона не здатна врахувати тонкощі права країн-членів організації, і тому її діяльність зводиться до встановлення принципів і цілей, стандартів і майданчиків для діалогу.

Натомість, з самого початку, роль ESMA полягала у встановленні технічних детальних моментів щодо правового регулювання ринку цінних паперів ЄС. Так, можливо співвідносити ці організації, як ту що закладає фундамент – принцип (IOSCO) і ту, що створює вже на ньому конкретні положення (ESMA).

Регулюючі комісії 28 країн членів ЄС є звичайними членами IOSCO. В загальному вигляді, вони складають близько 22 відсотків від членів IOSCO, що є значною кількістю. Щодо самої ESMA, то вона спочатку була долучена до IOSCO в якості афілійованого члена, але в 2013 році її статус змінився на асоційований [87, с. 24].

Цікавим аналіз є ще з того боку, що саме Європа, а не виключно ЄС є домом для найбільших у світі фінансових ринків. Важливість IOSCO значно зросла з 2008 року, після фінансової кризи, а до кризи 2008 року роль її зводилась переважно до легкої міжнародної координації національних регуляторів у сфері фінансового ринку [88, с. 73]. Хоча IOSCO і не є договірною організацією, а це лише мережа національних регуляторів, інституцій фондового ринку, її роль на сьогодні важлива. Форми та зміст, які можуть набувати міжнародні стандарти різняться. Якщо ці стандарти є надмірно деталізованими, то вони ризикують нашкодити на відмову їх виконання від національного регулятора. Знайти гармонізацію чи консенсус вдається вкрай важко [89]. Через це важливість IOSCO зростає саме під час кризових ситуацій. Шляхом кооперації, міжнародної координації та обміну інформацією та ідеями, ринки цінних паперів країн – учасниць організації стають більш сильнішими, загартованішими та ефективнішими.

Таким чином, IOSCO є надзвичайно важливим міжнародним регулятором ринку цінних паперів. Через її структуру та міжнародний характер вона не здатна впроваджувати технічні детальні стандарти щодо правового регулювання ринків цінних паперів країн-членів, проте вона закладає принципи та цілі, що є основою такого правового регулювання. IOSCO без сумніву є найбільшим міжнародним регулятором в своїй сфері. Глобальне регулювання ринку цінних паперів можливе саме на тому рівні, на якому здійснює його

IOSCO. Створення глобального ринку цінних паперів наразі залишається та буде ще залишатися ідеалом та ціллю IOSCO.

IOSCO не є єдиним регулятором на міжнародній арені. Варто згадати також і про Банк міжнародних розрахунків (Bank for International Settlements, BIS). BIS був заснований в 1930 році, з метою «допомагати центральним банкам досягнути фінансової стабільності, посилити міжнародну співпрацю та здійснювати роль Банку для центральних банків» [90]. 62 центральних банки, що репрезентують країни по всьому світу засували BIS. BIS працює над досягненням міжнародної фінансової стабільності. З цією метою здійснюється робота стосовно регулярного аналізу, та фінансової статистики. BIS є міжнародною організацією, що має 2 репрезентативні офіси в Гонконзі та Мексиці [90]. BIS здійснює свою діяльність з міжнародної кооперації між валютно-фінансовими органами у так званому Базельському Процесу (The Basel Process). Це форум для дискусій, з метою досягнення міжнародної кооперації, що може відбуватися як регулярні зустрічі з органами валютно-фінансової політики, або як співробітництво з міжнародними групами, що прагнуть досягнути такої фінансової стабільності [91]. BIS має власні комітети, що провадять аналізи та рекомендації щодо фінансово-валютних політик. Такими головними комітетами зокрема є Базельський комітет з банківського нагляду (займається розробкою глобальних регуляторних стандартів для банків), комітет глобальної фінансової системи (спостереження та аналіз питань, що пов'язані з фінансовими ринками), комітет з розрахунків та інфраструктур ринку (засновує глобальні регуляторні стандарти розрахунків, клірингу, інших інфраструктур фінансового ринку), комітет ринку. BIS співпрацює з Радою з Фінансової Стабільності, та іншими глобальними міжнародними інституціями в аспекті забезпечення фінансової стабільності [92].

Головна роль BIS у сфері саме регулювання фондового ринку визначається виданням «Принципів інфраструктур фінансового ринку» (Principles for Financial Market Infrastructures, PFMI). Це міжнародні стандарти,

що призначені для інфраструктур фінансових ринків. Вони вже були розглянуті у попередньому розділі. Варто зазначити, що PFMI встановлює ще й наступні обов'язки до регуляторів ринку та інших компетентних органів в галузі інфраструктур: Обов'язок А: Регулювання, нагляд та моніторинг інфраструктур ринку. Обов'язок В: Повноваження та ресурси в галузі регулювання, нагляду та моніторингу. Обов'язок С: Розкриття цілей та політики стосовно інфраструктур фінансових ринків. Обов'язок Д: Застосування принципів стосовно інфраструктур фінансових ринків. Обов'язок Е: Співпраця з іншими органами [44, с. 4].

Таким чином, BIS, діяльність якого є важливою переважно для банківського сектору фінансового ринку, також здійснює свою діяльність з метою забезпечення стабільності і підтримки фінансової стабільності зокрема і шляхом координації і правового регулювання в сфері ринків фінансових інструментів, особливо, інфраструктур фінансових ринків. Інфраструктури ринку фінансових інструментів були вже розглянуті, тепер же важливо підкреслити роль BIS у процесі їх регулювання. PFMI слугують основою та стандартами до інфраструктур на ринку цінних паперів, що і зумовлює їх важливість, оскільки вони носять міжнародний характер.

Не можна не сказати про Програму Оцінки Фінансового Сектору (Financial Sector Assessment Program, FSAP), що є «спільною програмою Міжнародного Валютного Фонду та Світового Банку. Вона була започаткована ще в 1999 році як відповідь на фінансову кризу в Азії. Програма ставить за мету допомогти країнам у зниженні ймовірності та наслідків криз, що виникають у фінансових секторах. FSAP забезпечує оцінювання за всеосяжними критеріями вразливості фінансової системи у країні - члені та допомагає у розробці практичних кроків до його подолання. Програма також передбачає надання країнам можливості оцінити рівень відповідності свого фінансового сектору до міжнародних стандартів, таким чином переводячи їх регулювання та наглядову систему до рівня кращих міжнародних практик» [93]. Важливо наголосити на важливості FSAP саме в умовах попередження фінансової кризи в країнах, а

також на її практичній необхідності вже в умовах кризи. Можна очікувати, що нова криза, що пов'язана з COVID-19 негативно відобразиться на всіх фінансових секторах, зокрема і на ринку фінансових інструментів, в цьому випадку, країни повинні знайти швидкий та ефективний шлях виходу з кризи, в чому може допомогти FSAP.

Наступним вкрай важливим регулятором, який має місце на фондовому ринку є СРО (SRO, self-regulation). Так, вище вже розглядалися причини створення програм чи міжнародних інституцій, щодо посилення регулювання на наднаціональному рівні. Червоною ниткою через всі причини, тобто своєрідний каталізатор змін стала фінансова криза в 2008 році. Думаю, можна сказати, що ця криза змінила світ, як сьогодні його змінює нова фінансова криза, пов'язана з COVID-19, наслідки якої важко на сьогодні передбачити. В неспроможності до самодисципліни ринок цінних паперів звернув свою провину на саморегулювальної організації. Так, під сумнів була поставлена можливість учасників фондового ринку та фірм регулювати себе. Таким чином, виникло упереджене сприйняття СРО [94, с. 3]. Питання правового регулювання СРО ще урегульовувалось на міжнародному рівні в кінці 20 – початку 21 століття. Так, в 1990 році в листопаді ще була прийнята Резолюція IOSCO Консультативного Комітету СРО Стосовно інформації, що поділяється між СРО. В 2000 році той самий тимчасовий комітет видав доповідь «Модель для ефективної регуляції» («Model for effective regulation»). Цей проект, передбачав створення ідеальної моделі для комбінації: приватного інтересу та державного контролю, що повинно було б мати наслідком ефективну систему регулювання ринку цінних паперів. Так, СРО могли б виконати свою роль і внести вклад у регулювання ринку цінних паперів країн [95, с. 1]. В найкращому варіанті, зазначається про модель СРО, що повинна включати в себе право створювати, змінювати, поширювати та забезпечувати виконання правил стосовно учасників СРО, з відповідним вирішенням спорів через арбітраж чи інші інституції. Повноваження, якими наділяється СРО вона отримує через делегування [95, с. 3].

В 2005 році в Щорічному звіті організації, була також наявна доповідь Головуючої консультативного комітету IOSCO, де зазначалось про відданість комітету захисту інвестора. На той час цей комітет займався розробкою Модельного Кодексу Етики, активно співпрацював з іншими постійними комітетами організації [96, с. 11-12]. В щорічній доповіді IOSCO за 2010 рік від Голови цього комітету була визначена місія комітету та прогнозовані подальші цілі роботи комітету. Так, серед місій (цілей) виокремили підвищення ефективності та цінності саморегулювання для забезпечення ефективності та цілісності ринку, допомога у розробці регуляторної політики, обмін досвідом через семінари та початкові програми [97, с. 19]. Серед планів на майбутнє заклали більш тіснішу співпрацю з іншими комітетами організації та з учасниками ринку цінних паперів, з метою досягнення цілей IOSCO. Також, зазначалось про бажання розширити роль комітету та його впливу на організацію загалом у сфері розробки політики організації [97, с. 21]. В Щорічній Доповіді 2018 року на рекордні 84 сторінки, СРО згадувались виключно декілька разів як афілійовані члени [86, с. 65].

В «Цілях та принципах регулювання ринку цінних паперів» минулої редакції, що були видані IOSCO в травні 2003 року вже наголошувалось на важливій ролі саморегулювання ринку цінних паперів та на наявності різних моделей саморегулювання [98, с. 12]. Серед переваг СРО IOSCO звернула увагу на 2 головні переваги, які є також, і своєрідною системою стримувань і противаг на фондовому ринку. Так, зазначено про можливість СРО вимагати дотримання етичних норм, що є такими, що виходять за рамки регулювання держаним регулятором, та зацентровано увагу на тому, що СРО можуть запропонувати глибший та більш професійний погляд стосовно операцій на фондовому ринку, практики що можуть бути взяті до уваги держаним регулятором для подальшого покращення умов на ринку [98, с. 12].

В «Цілях та принципах регулювання ринку цінних паперів» від IOSCO 2017 року, чинної редакції, містяться окремі положення про саморегулювання фондового ринку, зокрема, Принцип 9. В цьому принципі зазначено про

необхідність національними регуляторними органами використання такого саморегулювання, організації яких будуть мати відповідальні делеговані повноваження за певні сфери. Також, зазначено, що СРО повинні надглядатися регулятором, зокрема в аспекті справедливості та конфіденційності при здійсненні своїх повноважень [84, с.5].

Таким чином, виходячи з аналізу зазначених документів, не можна стверджувати, що і роль СРО є недоцільною на ринку цінних паперів. Оскільки діяльність СРО в значній мірі залежить від національного регулятора, а саме в аспекті делегування повноважень і щодо нагляду над діяльністю цієї СРО, то міжнародне регулювання СРО є недоцільним зі своєї функціональної мети. Так, важливо встановити стандарти і принципи до СРО, та її важливості у правовому регулюванні ринку цінних паперів, що і було зроблено IOSCO. А вже національним правом та національними регуляторами встановлювати більш чіткі норми до СРО. Це пояснює те, що з міжнародних документів поступово зникає СРО.

Висновки до розділу 2:

1. Правове регулювання ринку цінних паперів є надзвичайно широким та комплексним. Органи, що здійснюють правове регулювання ринку цінних паперів теж відрізняються залежно від своїх компетенцій та функцій. Український ринок цінних паперів переважно регулюється такими суб'єктами як ВРУ, що встановлює загальні засади, спрямування та орієнтири для правового регулювання ринку цінних паперів, та НКЦПФР, що реалізовує найбільше компетенцій у сфері регулювання ринку. На фондовому ринку запроваджена також саморегуляція учасників ринку шляхом створення СРО.

2. З часом все більше в ЄС помітна тенденція до посилення наднаціонального регулювання на ринку цінних паперів. Роль органів наднаціонального регулювання зводиться до встановлення міжнародних та європейських стандартів та принципів щодо правового регулювання ринку

цінних паперів. Нормативно – правові акти, які приймають міжнародні та європейські регулятори на ринку цінних паперів покликані забезпечити встановлення спільних ідей, цілей, засад щодо правового регулювання ринку цінних паперів.

3. Вже з 2001 року в ЄС була розроблена система правового регулювання інтегрованого фінансового ринку. Значна роль в розробленні положень права ЄС стосовно ринку цінних паперів належить ESMA. Її роль не зводиться тільки до консультування Європейської Комісії стосовно розробки права ЄС щодо фінансових ринків, вона виконує ще й наглядові та аналітичні функції, бере активну участь у попередженні та подоланні криз у секторі ринку фінансових інструментів ЄС.

4. Серед міжнародних регуляторів головна роль належить IOSCO. Ця міжнародна організація є найбільшим міжнародним регулятором щодо ринків цінних паперів. IOSCO має метою створити єдиний глобальний ефективний простір для функціонування ринку фінансових інструментів. Бути включеними до міжнародного фінансового простору є також завданням для національних регуляторів ринку цінних паперів України.

5. СРО, хоча і за своїми завданнями мають бути корисним інструментом для поліпшення регулювання ринку цінних паперів, на жаль, переважно через кризу 2008 року, та з плином часу, подекуди втратили свою дієвість та потребують переоцінки компетенції. Така переоцінка в Україні на сьогоднішній момент здійснюється, зокрема, у пропозиціях НБУ до проекту Закону України «Про фінансові послуги та діяльність з надання фінансових послуг».

РОЗДІЛ 3

ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ЄС ТА УКРАЇНИ

3.1. Ключові аспекти регулювання єдиного ринку цінних паперів ЄС та ринку цінних паперів України

В Договорі про заснування Європейської Спільноти у ст. 2 зазначено, що завданням Спільноти є, запроваджуючи спільний ринок, економічний та валютний союз, а також виконуючи спільні політики та діяльність, зазначені в ст. 3 та 4 [99]. В ст. 3 (с) зазначено про внутрішній ринок, характеристикою якого є скасування перешкод вільному пересуванню людей, товарів, послуг та капіталу між державами-членами, (h) зближення законодавств держав-членів до рівня, що його потребує функціонування спільного ринку. В ст. 98 визначено, що державам-членам належить провадити свої економічні політики, щоб сприяти досягненню мети Спільноти визначеної в ст. 2 [99]. Зазначені положення свідчать про те, що навіть у найголовнішому правовстановлюючому документі ЄС містяться принципові положення, зокрема, і щодо спільної політики країн - членів ЄС у сфері забезпечення вільного руху капіталів та спільного ринку, невід'ємним елементом чого є ринок фінансових інструментів ЄС, що як вже було виявлено, перебуває на разі на стадії подальшої інтеграції та посилення регулювання на рівні ЄС в сфері ринку фінансових інструментів.

Як вже було згадано, MiFID II і MiFIR від 2014 року є засобами правового регулювання, що прийшли на зміну MiFID. MiFID була застосована по всьому ЄС вже з 2007 року, коли стало явно зрозуміло необхідність застосування підходу до створення єдиного ринку, де інвестиційна діяльність та інша активність на ринку повинні мати достатній рівень гармонізованої захищеності. MiFID II і MiFIR «забезпечують більш справедливі та безпечні, а так само, більш ефективні ринки та забезпечують сприяння більшій прозорості для всіх

учасників ринку» [100]. Як було описано в 2му розділі, значна роль стосовно правового регулювання у ЄС у сфері ринку цінних паперів належить ESMA. Так, при розробці MiFID II і MiFIR, і при їх впровадженні, визначна роль також належала ESMA. Зокрема, ESMA здійснювала розробки технічних стандартів та технічних порад стосовно зазначених документів, випускала Відповіді – Питання, Рекомендації щодо послідовного застосування положень MiFID II і MiFIR. Також, ESMA виконувала різні функції, зокрема і інформаційну (через власний веб сайт, підготовка звітів), наглядову (шляхом аналізу стану імплементації норм, та видання відповідних висновків), тощо [100].

Таким чином, можна стверджувати виходячи з здійсненого загального огляду MIFID, MIFID II, що ці директиви є надзвичайно важливими в правовому регулюванні ринків фінансових інструментів ЄС. Вони стали зумовленим елементом еволюційного розвитку ринку фінансових інструментів ЄС. Так, в MIFID II акцентується увага на тому, що в останні роки більше інвесторів стають все активнішими на фінансових ринках, і їм пропонується все більше вибору стосовно фінансових інструментів. Мета MIFID II: гармонізація, та надання можливостей інвесторам здійснювати свою діяльність по всьому ЄС (п. 3). Фінансова криза, що показала слабкості в функціонуванні фондового ринку та його прозорості, виявила необхідність посилити регулювання ринків фінансових інструментів (п. 4) [78].

Виходячи з вищезазначеного, варто почати з аналізу найголовнішого, а саме, з структури ринку фінансових інструментів, та потім безпосередньо перейти до самих фінансових інструментів, які втілюють життя у фондовий ринок. Варто зазначити, що сама структура ринку вже зумовлює необхідність появи тих чи інших фінансових інструментів. Тому, застаріла структура ринку фінансових інструментів буде передумовою того, що відповідні фінансові інструменти будуть відсутні взагалі, або такими, що не є досить поширеними.

Принципово важливо для розуміння структури ринку фінансових інструментів однакове розуміння перекладу терміну «multilateral trading facility» (MTF), цей термін може перекладатися як «багатостороння торгівельна

- «regulated market», «multilateral system» - багатостороння система.

MIFID II розкриває значення суті зазначених понять у ст. 4. Так, торгівельний майданчик означає регульований ринок, БТМ або ОТМ (п. 24), регульований ринок, в свою чергу, визначається як багатостороння система, оперування якою здійснює оператор ринку, що зводить разом чи допомагає зводити треті сторони, що здійснюють купівлю-продаж фінансових інструментів, результатом чого є договір стосовно фінансових інструментів, які допущені до торгівлі згідно з правилами системи, яка має відповідний дозвіл та функціонує відповідно до цієї директиви (п. 21). БТМ – багатостороння система, яка оперується інвестиційною фірмою чи оператором ринку, що зводить разом чи допомагає зводити треті сторони, що здійснюють купівлю – продаж фінансових інструментів (п. 22). ОТМ – багатостороння система, що не є регульованим ринком чи БТМ, яка забезпечує взаємодію третіх осіб для купівлі-продажу облігацій, структурованих фінансових продуктів, квот на викиди, деривативів, результатом чого є договір (п. 23). Багатостороння система – система чи платформа, де треті сторони здійснюють купівлю-продаж фінансових інструментів (п. 19) [78].

З аналізу цього випливає, що торгівля фінансовими інструментами може бути здійснена на регульованому ринку, БТМ чи ОТМ. Вся система цілком розглядається як «багатостороння система». Так, всі три торгівельні майданчики різняться між собою, залежно від наступних чинників: 1). Суб'єкта регулювання (того, хто наділений повноваженнями по оперуванню елементом багатосторонньої системи); 2). Фінансових інструментів, торгівля якими здійснюється відповідно до таких торгівельних майданчиків.

В законопроекті «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» (реєстраційний № 2284 від 17 жовтня 2019 року), автори використовують наступний понятійний апарат, визначений в ст. 2: (п. 36) організований ринок, (п. 53) регульований ринок, (п. 37) організований торгівельний майданчик (ОТМ), (п. 8) багатосторонній торгівельний майданчик

(БТМ). І в ст. 3 «ринки капіталу», «фондовий ринок», «ринок деривативних (похідних) фінансових інструментів» [103]. З вище наведеного, можна прийти до висновку, що законопроект № 2284 пропонує суттєво оновити понятійно - категоріальний апарат, відповідно до MIFID II, та, відповідно оновлює і структуру українського ринку фінансових інструментів, що є надзвичайно важливим та необхідним кроком задля імплементації положень права ЄС в українське законодавство.

Варто зазначити, що зазначений законопроект № 2284 постановою ВРУ від 19 грудня 2019 року № 401-IX «Про прийняття за основу проекту Закону України про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» був прийнятий за основу з подальшим його доопрацюванням [104]. Це свідчить про те, що законопроект № 2284 має великі шанси на його прийняття прогнозовано вже у 2020 – 2021 році. Таким чином, це зумовлює необхідність подальшого дослідження зазначеного законопроекту. Окрім того, важливість його дослідження зумовлюється тим, що він втілює в себе всеохоплююче реформування ринку фінансових інструментів ЄС.

У законопроекті № 2284 наведена принципово нова для українського ринку фінансових інструментів структура, яка потребує детального вивчення. Відповідно, до ст. 3, ринки капіталу об'єднують у собі фондовий ринок, ринок деривативних (похідних) фінансових інструментів та грошовий ринок, також, у ч. 3 ст. 3 визначено, що ринки капіталу поділяються на організовані та поза організовані ринки (залежно за організаційною характеристикою). У ст. 2 (п. 36 ч. 1) організований ринок визначається як організований ринок капіталу та організований товарний ринок. Таким чином, представляється наступна структура ринку капіталу, що впливає з аналізу ст. 3 і 2 зазначеного законопроекту № 2284.

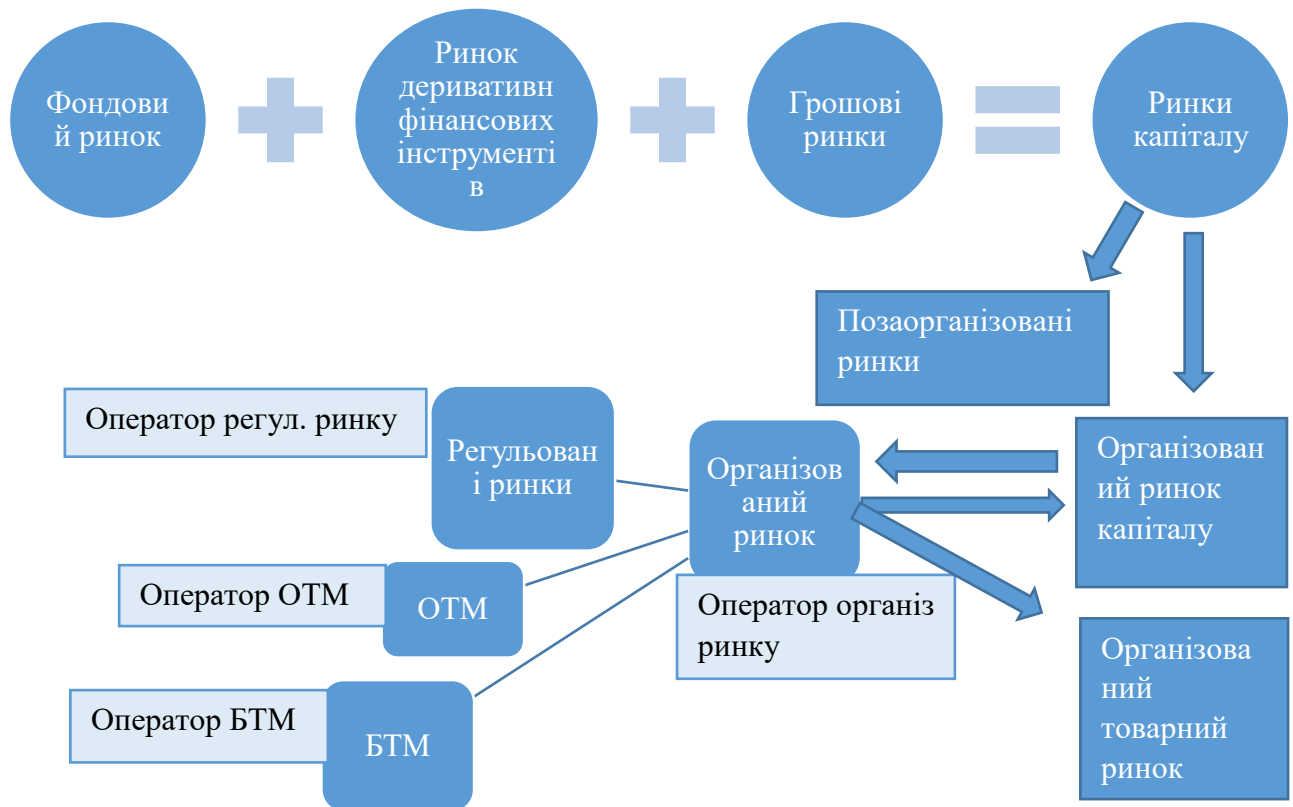


Схема 2. Структура ринку у законопроекті № 2284.

Згідно з законопроектом № 2284 ст. 2, ОТМ – це багатостороння система, яка не є регульованим ринком та БТМ, управляється оператором ОТМ та в установленому НКЦПФР порядку забезпечує централізоване вчинення та виконання правочинів щодо активів, допущених до торгів на такому ОТМ (п. 37). БТМ – це багатостороння система, яка управляється оператором БТМ та в установленому НКЦПФР порядку забезпечує централізоване вчинення та виконання правочинів щодо активів, допущених до торгів на такому БТМ (п. 8). Регульований ринок – це багатостороння система, яка управляється оператором регульованого ринку та в установленому НКЦПФР порядку забезпечує створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно пропозиції щодо активів, допущених до торгів на такому регульованому ринку, і попиту на них та для проведення регулярних торгів такими активами, а також забезпечує централізоване вчинення та виконання правочинів щодо таких

активів (п. 52). Оператор організованого ринку – оператор організованого ринку капіталу (оператор регульованого ринку, БТМ та ОТМ) та оператор організованого товарного ринку (оператор регульованого товарного ринку та товарна біржа)» (п. 32) [103].

Таким чином, можна зробити наступний аналіз. Структура ринку капіталу, що включає в себе і ринок цінних паперів є розширеною. З метою забезпечення відповідності положенням MIFID II організований ринок капіталу, що поділяється на організований ринок, який в свою чергу поділяється на регульований ринок, БТМ і ОТМ. Таким чином, тут виходимо на аналогічну структуру ринку фінансових інструментів, що запропонована в MIFID II. Кожен елемент організованого ринку управляється відповідним оператором, що має належні функції та повноваження до оперування зазначеним елементом. Таким чином, можна стверджувати, що структура ринку фінансових інструментів, що запропонована в законопроекті № 2284 відповідає положенням права ЄС, а саме, MIFID II.

На сьогоднішній момент, згідно з чинним Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» система ринків в Україні виглядає наступним чином: регульований (організаційно оформлений) фондовий ринок – фондова біржа (п. 17 ч. 1 ст. 1), та позабіржовий ринок. Таким чином, наявний єдиний елемент регульованого ринку цінних паперів, а саме: фондова біржа. Очевидно, що на сьогоднішній момент структура фондового ринку України, на жаль, не відповідає викликам сучасності. Так, фондовий ринок України є неефективною структурою, механізмом, що не здатний підлаштовуватися під інтереси його учасників. Хоча, механізм фондового ринку, представлений у законопроекті № 2284 вбачається значно ефективнішим, виникає багато питань і сумнівів стосовно того, чи здатна Україна втілити такий ринок фінансових інструментів в життя.

Наступним кроком буде дослідження питання безпосередньо фінансових інструментів. За законопроектом № 2284 «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та

запровадження нових фінансових інструментів» фінансові інструменти розглядаються як сукупність цінних паперів, деривативних (похідних) фінансових інструментів, інструментів грошового ринку (п. 66 ч. 1 ст. 2) [103]. Таким чином, очевидно, що фінансовим інструментам, включаючи в себе, зокрема і цінні папери, є необхідним створення ефективного механізму ринку фінансових інструментів.

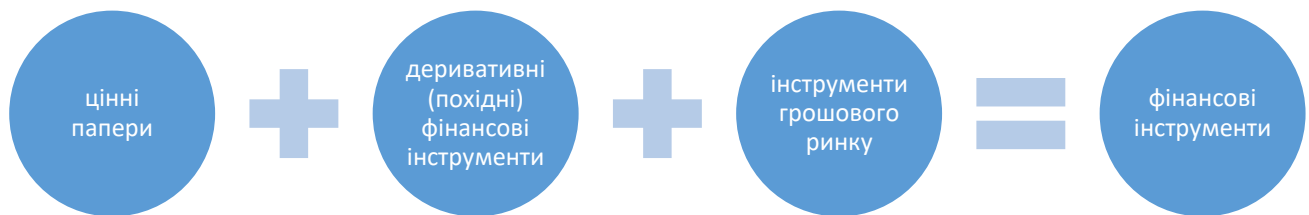


Схема 3. Фінансові інструменти за законопроектом № 2284.

В MiFID II, як і в MiFID визначено поняття фінансового інструменту: фінансові інструменти – це ті інструменти, що позначені в Секції С Додатку 1 (п. 15 ст. 4) [78]. В MiFID містилось ідентичне положення (п. 17 ст. 4) [101].

Так, беручи за основу переклад ВРУ MiFID (Додаток I Секція С [105]) та трохи змінюючи та адаптуючи переклад, додаючи відповідні зміни відповідно до MiFID II, до фінансових інструментів, що визначені в Секції С, Додатку I MiFID II належать наступні: 1) Перевідні цінні папери. 2) Інструменти грошового ринку. 3) Цінні папери інститутів спільного інвестування. 4-7) Опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти стосовно: 4) цінних паперів, валюти, процентних ставок, ставок доходності або іншими деривативами стосовно фінансових індексів чи фінансових показників, розрахунки за якими може бути здійснено шляхом поставки чи грошима; 5) товарів, розрахунки за якими повинні бути здійсненні грошима або можуть бути здійсненні грошима на вибір однієї зі сторін (не вдаючись до дефолту чи інших заходів припинення діяльності); 6) товарів, розрахунки за якими може бути здійснено фізично, за умови, якщо вони знаходяться в обігу на регульованому ринку, БТМ чи ОТМ, за винятком

оптових енергетичних продуктів, що торгуються на ОТМ, що повинні бути регульовані фізично; 7) товарів, розрахунки за якими може бути здійснено фізичним шляхом, якщо інше не зазначено в Секції С 6, і якщо вони не для комерційних цілей, мають характерні ознаки інших похідних фінансових інструментів. 8) Деривативні інструменти для передачі кредитного ризику. 9) Фінансові контракти щодо різниць. 10) Опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти, пов'язані зі змінами клімату, оплатою фрахту, знижками на емісію, рівнем інфляції чи будь-якими іншими офіційними економічними статистичними даним щодо яких розрахунки повинні бути здійснені грошима або можуть бути здійснені грошима, на вибір однієї зі сторін (не вдаючись до дефолту чи інших заходів припинення діяльності), а також щодо інших контрактів стосовно деривативів, пов'язаних з активами, правами, зобов'язаннями, індексами та заходами, не вказаними в цій Секції, що мають характерні ознаки інших деривативів, фінансових інструментів, зважаючи, між іншим, на те, чи вони знаходяться в обігу на регульованому ринку, ОТМ чи БТМ. 11) Квоти на викиди, що складаються з будь-яких одиниць, що відповідають вимогам Директиви 003/87/ЄК (Система Торгівлі Викидами) [78], [105].

Таким чином, аналізуючи приходимо до висновку, що незважаючи на відсутність дефініцій назв груп поділу фінансових інструментів можна прийти до наступного. Всі групи фінансових інструментів, наведені в Секції С Додатку 1 об'єднуються під дефініцією «фінансові інструменти». Цінні папери є однією з таких груп фінансових інструментів (№1, 3). Також, однією з груп фінансових інструментів є інструменти грошового ринку (№2). Третьою групою фінансових інструментів є деривативні (похідні) фінансові інструменти, що включають в себе опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти (№4-10). Четвертою групою фінансових інструментів є квоти на викиди (№11), які є відносно новим фінансовим інструментом, та були відсутні у MIFID. Таким чином, можна стверджувати, що групи фінансових інструментів в законопроекті № 2284 майже повністю

відповідають MIFID II, за виключенням відсутності у законопроекті такої групи фінансових інструментів, як квот на викиди.

Варто звернути увагу на наступне. Згідно з Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» (п. 20 ст. 1) під терміном фінансові інструменти розуміється цінні папери, строкові контракти (ф'ючерси), відсоткові строкові контракти (форварди), строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) у разі залежності ціни від відсоткової ставки, валютного курсу або фондового індексу (відсоткові, курсові чи індексні свопи), опціони, що дають право на купівлю або продаж будь-якого із зазначених фінансових інструментів, у тому числі тих, що передбачають грошову форму оплати (курсіві та відсоткові опціони). Отже, до груп фінансових інструментів чинне законодавство України відносить наступні 2 групи. 1). Цінні папери; 2). деривативні (похідні) фінансові інструменти, які хоча так і не називаються, проте за змістом цілком відповідають такій назві.

Таким чином, можна зробити висновок, що фінансові інструменти, відповідно і їх групи, на поточний стан в Україні не відповідають викликам сучасності. Здійснивши наведений нижче аналіз щодо фінансових інструментів у ЄС, за MIFID II, в Україні на сьогоднішній момент, та в Україні в перспективі за законопроектом № 2284, можна очевидно прийти до наступного. В Україні існує гостра необхідність проведення реформи ринку фінансових інструментів. Так, надзвичайно важливим є розширення фінансових інструментів та зміна безпосередньо самої структури ринку фінансових інструментів. Без проведення зазначеної реформи включення українського ринку цінних паперів до ринку цінних паперів ЄС не вбачається можливим, оскільки його структура є застарілою.

Наступним елементом аналізу є відповідність EMIR, зокрема в аспекті торгових репозиторіїв. EMIR загалом визначив проблему щодо ринку позабіржових деривативів, а саме: його непрозорість, зважаючи на те, що такі деривативні контракти укладаються приватно. Так, виникає небезпека, що така незалежність ускладнює визначення характеру та рівня ризиків, що мають

місце. При цьому необхідно знайти баланс (п. 4) [106]. Інституція, що буде досліджуватись далі це інституція інфраструктур ринку фінансових інструментів - торговий репозиторій (trade repository). За визначенням EMIR торговий репозиторій – це юридична особа, яка централізовано готує та веде облік деривативів (п. 2 ст. 2). Також варто навести визначення самого позабіржового деривативу (OTC derivative) або позабіржового похідного контракту (OTC derivative contract) за зазначеною директивою Так, це є похідним контрактом, виконання якого відбувається поза регульованим ринком, або на ринку третьої країни, що розглядається як рівний регульованому (п. 7) [106].

Варто зазначити, що досі в українському законодавстві відсутнє визначення «торгового репозиторію». Таким чином, відсутня і така інституція як торговий репозиторій. Це має місце через обмеженість самої структури фондового ринку України на сьогоднішній момент, що було розглянуто вище.

Так, відповідно до проекту Закону № 2284, в ст. 2 п. 65 визначена дефініція: торговий репозиторій – це орган державної влади або АТ, товариство з обмеженою відповідальністю, товариство з додатковою відповідальністю, яке здійснює централізоване збирання та ведення обліку укладених деривативних контрактів за умови включення його до Реєстру торгових репозиторіїв та отримання свідоцтва про включення до такого Реєстру [103].

Зазначена інституція схожа на Центральний депозитарій, основна функція якого зводиться до обліку певних видів цінних паперів, відповідно до українського законодавства. Проте, принципова різниця між Центральним депозитарієм і торговим репозиторієм полягає у тому, що торговий репозиторій здійснює облік не цінних паперів, а деривативних контрактів, тобто похідних фінансових інструментів. Можливо і розглядати можливість, коли Центральний депозитарій та торговий репозиторій є однією інституцією, що здійснює облік як цінних паперів, так і похідних фінансових інструментів. Таким чином, перед Україною стоїть ще одна задача, а саме: впровадити нову інституцію інфраструктури фондового ринку, що буде відповідати як розглянутому EMIR,

так і PFMI.

Наступним варто дослідити більш детально аспекти стосовно зловживання на ринку цінних паперів. Так, Директива про зловживання на ринку (market abuse directive) визначає наступні принципові положення: забезпечити інтегрований та ефективний фінансовий ринок, з метою впевненості інвестора можливо шляхом цілісності ринку (п. 1) [107]. Подібне функціонування ринку, який має довіру до себе є передумовою економічного зростання. Зловживання на ринку посягають на цю цілісність та довіру до ринку та до фінансових інструментів (п. 1). Так, законодавство по відношенню до зловживання ринком вимагає не тільки юридичного закріплення, а й ефективного правозастосування (п. 4). Директива покладає на держави-члени обов'язок щонайменше передбачити у кримінальному законодавстві найбільш серйозні випадки зловживань на ринку, а саме: інсайдерські угоди, маніпулювання на ринку, незаконне розкриття інсайдерської інформації (п. 10) [107].

В Директиві визначені основні ознаки найбільш серйозних зловживань на фінансовому ринку. Так, наприклад, визначена дефініція інсайдерської угоди. Інсайдерська угода має місце, коли особа володіє інсайдерською інформацією та використовує таку інформацію набуваючи чи відчужуючи, щодо власного рахунку чи рахунку третьої сторони, прямо чи опосередковано, фінансові інструменти, стосовно яких стосується ця інформація (п 2 ст. 3). Наступний елемент – незаконне розголошення інсайдерської інформації, має місце коли особа, що володіє інсайдерською інформацією, розкриває таку інформацію будь-якій іншій особі, окрім випадків, де подібне розголошення здійснюється в ході роботи, професії, обов'язків, включаючи випадки, де розголошення кваліфікується як зондування ринку (п. 2 ст. 4). Директива також визначає основні елементи, що повинна містити об'єктивна сторона злочину маніпулювання на ринку (ст. 5). Директива також встановлює санкції за такі зловживання як для фізичних осіб, так і для юридичних (ст. 7-8). Так, санкції для юридичних осіб, які винні у зловживаннях на ринку (особа, що діяла

індивідуально, чи як частина органу юридичної особи, та була наділена відповідними повноваженнями) можуть включати: обмеження права на публічні блага чи допомогу, тимчасове чи постійне відсторонення від комерційної діяльності, поміщення під судовий контроль, ліквідація судом, тимчасове чи постійне закриття установи, що була використана для використання злочину (ст. 9) [107].

Відповідно до Кримінального Кодексу України, в Україні передбачені наступні злочини у сфері ринку цінних паперів: ст. 222 прим. 1: маніпулювання на фондовому ринку (умисні дії службової особи учасника фондового ринку, що мають ознаки маніпулювання на фондовій біржі, що призвели до наслідків, визначених в законі...[108]), ст. 223 прим. 1: підроблення документів, які подаються для реєстрації випуску цінних паперів, ст. 224: виготовлення, збут та використання підроблених недержавних цінних паперів, ст. 232 прим. 1: незаконне використання інсайдерської інформації (умисне незаконне розголошення, передача або надання доступу до інсайдерської інформації, а так само надання з використанням такої інформації рекомендацій стосовно придбання або відчуження фінансових інструментів), ст. 232 прим. 2: приховування інформації про діяльність емітента. Окрім кримінальної відповідальності, законодавець встановив адміністративну відповідальність за наступні проступки у сфері ринку цінних паперів. Відповідно до Кодексу про адміністративні правопорушення: ст. 163: розміщення цінних паперів без реєстрації їх випуску або порушення порядку здійснення емісії цінних паперів, ст. 163 прим. 5: приховування інформації про діяльність емітента, ст. 163 прим. 7: діяльність на фондовому ринку без ліцензії, ст. 163 прим. 8: маніпулювання на фондовому ринку (умисні дії посадової особи учасника фондового ринку, що мають ознаки маніпулювання на фондовій біржі...[109]), ст. 163 прим. 9: незаконне використання інсайдерської інформації, ст. 163 прим. 11: порушення порядку розкриття інформації на фондовому ринку.

Здійснивши цей аналіз зазначених правових норм можна прийти до наступних висновків. По-перше, в Україні криміналізовані майже всі основні

елементи зловживання на ринку, відповідно до Директиви про зловживання на ринку. Окрім кримінальної відповідальності, законодавець передбачив можливість застосування адміністративної відповідальності за злочини, що мають меншу суспільно шкідливість. По-друге, маніпулювання на ринку, за що встановлюється як адміністративна, так і кримінальна відповідальність можуть стосуватися тільки цінних паперів, що торгуються на фондовій біржі, тобто, на організаційно оформленому фондовому ринку. Це є недоліком, що вимагає поступового усунення, адже маніпулювання на ринку може стосуватися всіх фінансових інструментів, зокрема, і похідних фінансових інструментів, що визначено в EMIR. По-третє, в законодавстві України відсутній термін інсайдерської угоди, не визначеними залишаються характеристики самої інсайдерської інформації. По-четверте, відповідно до EMIR кримінальна відповідальність за зловживання на ринку може лягати як на юридичних, так і на фізичних осіб. Відповідно до Кримінального Кодексу України до юридичних осіб можуть застосовуватись лише заходи кримінально-правового характеру за вчинення дії, що передбачені в Кримінальному Кодексі України (ст. 96 прим. 3). В відповідному переліку відсутня жодна стаття стосовно зловживання на ринку. Таким чином, юридична особа в Україні не може бути притягнута не до кримінальної відповідальності, не до заходів кримінально-правового характеру за вчинення зловживань на ринку фінансових інструментів. Таким чином, відповідна норма EMIR, що була проаналізована вище, щодо санкцій до юридичних осіб повинна бути імплементована в українське законодавство, можливо, шляхом розширення переліку злочинів, за які можуть застосовуватись заходи кримінально – правового характеру до юридичних осіб.

Таким чином, хоча і український законодавець встановлює кримінальну та адміністративну відповідальності за зловживання на фондовому ринку України, що включає також питання стосовно інсайдерської інформації, маніпулювання, підроблення відповідних документів, тощо, певні елементи потребують подальшого вдосконалення. Так, можна вважати, що український ринок фінансових інструментів є відносно захищеним та відповідні норми на

захист ринку фінансових інструментів відносно відповідають EMIR, проте деякі моменти досі лишаються нереалізованими.

3.2. Перспективи включення українського ринку цінних паперів до інтегрованого ринку цінних паперів ЄС

Угода про асоціацію містить положення, закріплене у ч. 1 ст. 133 стосовно наближення законодавства України до законодавства ЄС: Сторони визнають важливість наближення чинного законодавства України до законодавства ЄС. Україна забезпечить поступове приведення у відповідність своїх чинних законів та майбутнього законодавства до *acquis* ЄС [35]. Зобов'язання України за Асоціацією стосовно фондового ринку можна поділити на окремі види. 1й вид зобов'язань стосується вільного руху капіталу. Так, відповідно до ч. 1 ст. 145 Угоди про асоціацію: Що стосується операцій на рахунку операцій з капіталом та фінансовому рахунку платіжного балансу, то з дати набрання чинності цією Угодою Сторони повинні забезпечувати вільний рух капіталу, пов'язаного з надходженням прямих інвестицій... [35]. Ця вимога в Асоціації випливає з Договору про заснування Європейської Спільноти, де в ст. 56 п. 1 закріплено забороне обмежувати пересування капіталу між державами-членами та між державами-членами й третіми країнами [99]. В ст. 3 (с) того ж Договору зазначено, що Спільнота, виконуючу спільну політику та діяльність зокрема і стосовно внутрішнього ринку, характеристикою якого є відсутність перешкод вільному пересуванню людей, товарів, послуг та капіталу між державами-членами [99]. Інший вид зобов'язань стосовно фондового ринку стосується діяльності з фінансових послуг. Так, згідно з Угодою про Асоціацію до фінансових послуг належить 2 види діяльності: страхові і пов'язані зі страхуванням послуги та банківські та інші фінансові послуги (за винятком страхування) (ст. 125) [35]. Так, до банківських та інших фінансових послуг стосовно фондового ринку Угода про асоціацію відносить: укладання угод на

біржі, поза нею або будь-яким іншим чином стосовно визначених фінансових інструментів та активів (6), участь у якості агента в емісії всіх типів цінних паперів і надання послуг, пов'язаних з такою емісією (7), послуги з управління майном (9), послуги з клірингу та фінансового управління майном(10), тощо (ст. 125) [35]. Таким чином, Угода про асоціацію регулює відповідну діяльність на ринку цінних паперів як фінансові послуги. Відповідно і зобов'язання, які слідують за Угодою про асоціацію стосуються також і зобов'язань в сфері ринку цінних паперів.

Окрім того, Угода про асоціацію визначає необхідність співробітництва сторін угоди у сфері фінансових послуг, яка провадиться з метою досягнення певних цілей, визначених в Угоді про асоціацію, зокрема, а) підтримка процесу адаптації регулювання фінансових послуг до потреб відкритої ринкової економіки; b) забезпечення ефективного та належного захисту інвесторів та інших споживачів фінансових послуг; c) сприяння стабільності та цілісності світової фінансової системи; d) підтримки співробітництва між різними учасниками фінансової системи, зокрема регуляторні та наглядові органи; e) забезпечення незалежного та ефективного нагляду (ст. 383) [35].

Україна вже працює у русі до європейської інтеграції, та з Угодою про асоціацію процес гармонізації українського законодавства до положень права ЄС став ще більш актуальним, і залишається таким до сьогоднішнього моменту. Так, КМУ затвердив постановою у 2017 році План Заходів з виконання Угоди про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони, де п. 607, до виконання до 31 грудня 2019 року було «удосконалення механізмів інформаційного співробітництва між регуляторами ринків фінансових послуг», а п. 629, теж до виконання до 31 грудня 2021 року «запровадження механізмів остаточності розрахунків щодо деривативів та процедур ліквідаційного неттингу», п. 630, до того ж строку «впровадження механізму гарантування виконання деривативів», п. 631 «впровадження механізмів остаточності розрахунків з цінними

паперами», п. 632 «Впровадження механізму гарантування виконання угод щодо цінних паперів», тощо [110]. У зазначеному документі має місце окрема частина стосовно цінних паперів, а саме номери п. 1543 – 1685. Деякі найголовніші з них, що стосуються цієї роботи варто зазначити. П. 1543. «Приведення переліку послуг та видів діяльності, які можуть провадити інвестиційні фірми, у відповідність з правом ЄС», п. 1557 «Введення поняття «професійна таємниця» та встановлення заборони на її розголошення», п. 1558 «Приведення переліку фінансових інструментів у відповідність з правом ЄС», п. 1560 «Забезпечення можливості для здійснення міжнародного співробітництва з іноземними регуляторами фондового ринку відповідно до міжнародних стандартів», п. 1569. «Встановлення операційних вимог до альтернативних торговельних систем», п. 1570. «Встановлення особливостей функціонування альтернативних торговельних систем для малих та середніх підприємств». Так, масштабна реформа щодо ринку цінних паперів повинна була бути проведена відповідно до Плану Заходів до 31 грудня 2019 р [110]. Як видно з цього переліку, деякі пункти були розглянуті в цій магістерській роботі як ключові та необхідні до найшвидшої реалізації, зокрема п. 1558, щодо переліку фінансових інструментів, п. 1569 – 1570 щодо альтернативних торговельних систем. Це свідчить про те, що зазначені питання вже визнані виконавчою владою як такі, що повинні бути вирішені до 31 грудня 2019 року. Очевидно, що наразі вони і досі залишаються декларативними і не реалізованими.

На виконання цього Плану Заходів НКЦПФР своїм рішенням від 02.жовтня 2018 року затвердила План Заходів з виконання НКЦПФР постанови КМУ від 25 жовтня 2017 року № 1106 «Про виконання Угоди про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони», де 163 пункти стосовно ринку фінансових послуг, а саме: стосовно інвестиційних фірм, проспекту цінних паперів, фінансової звітності, розкриття інформації на фондовому ринку, запобігання маніпулюванню та зловживань на

фондовому ринку, — повинні бути впроваджені НКЦПФР переважно до 31.грудня 2019 року [111]. Це свідчить про те, що НКЦПФР є однією з відповідальних структур по реалізації гармонізації законодавства України до положень права ЄС, і вона повинна приймати активну участь у цьому процесі, шляхом ефективного здійснення своїх повноважень з орієнтуванням у правовому регулюванні на право ЄС.

Україна також приймає активну участь у міжнародному співробітництві. Так, з 26 вересня 1996 року НКЦПФР є постійним членом в IOSCO та представником від України [112]. Членство України в IOSCO є надзвичайно важливою. Оскільки IOSCO є найзначнішим міжнародним регулятором на ринку цінних паперів в світі, то її діяльність, зокрема в встановленні принципів та стандартів для ринків цінних паперів теж є визначною. Окрім того, НКЦПФР як член IOSCO має можливість бути залученою до міжнародного майданчика діалогу, що є важливим в аспекті популяризації нових ефективних ідей в сфері регулювання ринком цінних паперів. Так, Україна теж приймає участь у створенні глобального ринку цінних паперів.

Вже згадувалось, що у 2013 році була проведена Оцінка Імплементації принципів IOSCO НКЦПФР. Цей документ проводить детальне оцінювання ступеню імплементації кожного принципу в країні. За результатами оцінювання останньою частиною документа були підсумкові рекомендації. Серед таких рекомендацій мали місце рекомендації стосовно консолідації бірж, зниження ліквідності на ринку, перегляд ролі СРО як регулятора ринку, запровадження вимог щодо корпоративного управління фірм, що зареєстровані на біржі, рекомендації стосовно регулятора НКЦПФР [72, с. 189-192]. Вже з 2013 року минуло 7 років, а деякі з вказаних положень залишились недосяжними для українського регулятора. На цьому особливо важливо наголосити, адже принципи, що впровадила IOSCO є міжнародними принципами, і як зазначалось, вони є фундаментальними для подальшого правового регулювання ринку цінних паперів в кожній країні.

Директиви та Регламенти ЄС окремими статтями встановлюють також

певні зобов'язання країн – членів ЄС по відношенню до третіх країн. Так, починаючи з MIFID II варто зосередитись на наступному. По-перше, слід ще раз наголосити, що це ця директива є надзвичайно важливою. Відповідно до ст. 1 MIFID II застосовується також і до компаній третіх країн, які провадять інвестиційні послуги чи провадять інвестиційну діяльність через заснування представництва в ЄС (ст. 1) [78]. Окрім того, в ст. 88 визначена необхідність обміну інформацією з третіми країнами. Так, країни члени ЄС можуть укласти коопераційні домовленості, з метою забезпечити обмін інформацією з компетентними органами влади третіх країн, у разі якщо надана інформація отримає гарантії інформації, що є професійною таємницею (п. 1 ст. 88). Також, забезпечується обмін інформацією між країнами-членами і ESMA з одного боку та владними органами третіх країн, інституціями, юридичними особами, що відповідальні за: нагляд за кредитними організаціями, фінансовими установами, фінансовими ринками, ліквідацію і банкрутство інвестиційних фірм, проведення обов'язкових аудитів фінансової звітності, нагляд за органами, що здійснюють подібну діяльність, за особами, що здійснюють активну діяльність на ринку деривативів сільськогосподарськими продукції, тощо (ст. 88) [78]. Відповідно, країни-члени ЄС, ESMA всіляко сприяють обміну інформацією з іншими країнами для налагодження діалогу, кооперації та координації інших країн з метою залучити їх до діяльності по створенню інтегрованого ринку фінансових інструментів.

Відповідно до EMIR, ст. 75, Комісія може прийняти акт імплементації, що визначає, що правові та наглядові механізми третіх країн забезпечують, що: уповноважені торгові репозиторії в третіх країнах відповідають юридичним вимогам, які є аналогічними до EMIR; ефективний нагляд над торговими репозиторіями в третіх країнах здійснюється на постійній основі; гарантування професійної таємниці, що стосується інформації, що поділяється з третіми країнами на рівні EMIR (ст. 75). Відповідно до ст. 76, можуть укладатися угоди про співпрацю (коопераційні домовленості), за таких умов, уповноважені третіх країн, що не мають торгових репозиторіїв, заснованих в їх юрисдикції можуть

звернутися до ESMA з метою укласти цю домовленість для отримання доступу до інформації щодо деривативних контрактів в межах торгових репозиторіїв ЄС (ст. 76) [106]. Виходячи з зазначених положень, можна наголосити на тому, що з ESMA можуть співпрацювати ще інфраструктури ринку цінних паперів. Оскільки в Україні, як вже зазначалось, не має торгового репозиторію, EMIR пропонує власні альтернативи. Відповідність торгових репозиторіїв повинна бути належною до EMIR.

Від 29 квітня 2019 року НКЦПФР з співробітництвом з Європейським банком реконструкції та розвитку та разом з іншими європейськими партнерами почали впроваджувати «Рекомендації щодо стратегічного підходу до створення, ліцензування та нагляду за інфраструктурою ринку капіталу з фокусом на біржі: Звіт про рекомендації». Ці Рекомендації покликані допомогти українському ринку фінансових інструментів у модернізації, консолідації та розвитку інфраструктури ринку. Це може бути, зокрема, досягнуто і впровадженням кращих європейських та міжнародних практик. [113, с. 4]. В зазначеному документі містяться 42 рекомендації. Серед таких рекомендацій повинні бути впроваджені зокрема наступні: Консолідація всієї інфраструктури ринку (Рекомендація 1) [113, с. 10]. Встановити шляхом регулювання чіткі межі між організованим ринком (біржовою торгівлею) та позабіржовою торгівлею, з метою рівної прозорості зобов'язань відповідно до кожного типу ринку (Рекомендація 31). Встановити торгові зобов'язання для акцій та стандартизованих деривативних контрактів, шляхом, щоб торгівля здійснювалась на організованому ринку, окрім випадків, коли є законні підстави відійти від такого зобов'язання. (Рекомендація 32) [113, с. 53]. Побудова Системи Торгових Звітів, з метою керування прозорістю зобов'язань за позабіржовими транзакціями (Рекомендація 37) [113, с. 57]. Встановлення НКЦПФР чітких елементів об'єктивної сторони зловживанням ринку та встановлення прикладів для того, щоб співробітники, що відповідають за нагляд могли чітко визначити чи є такі дії зловживанням (Рекомендація 43) [113, с. 61], інші важливі рекомендації, що є необхідними для впровадження.

Зазначені Рекомендації тільки мають на меті своє поступове впровадження, що ставить перед НКЦПФР нові завдання по їх реалізації.

10 березня 2020 року був опублікований Звіт про виконання комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року. Ця програма визначала головні здобутки у реформуванні фінансового ринку за 5 років. Зокрема, у сфері ринку цінних паперів виокремили наступні здобутки: проведення реформування в сфері емісії цінних паперів та розкриття інформації на фондовому ринку відповідно до положень права ЄС, запровадження більш спрощеної процедури іноземного інвестування [114, с. 6]. Так, зокрема, такі досягнення були впровадженні Законом України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів» від 16 листопада 2017 року [114, с. 6]. Очевидно, що Україна багато чого досягла в сфері регулювання ринку цінних паперів, проте багато не менш важливих питань ще потребують пошуку своїх відповідей.

Рішенням НКЦПФР № 740 від 26 жовтня 2018 року була затверджена Концепція реформи інфраструктури ринків капіталу. Така концепція передбачає реформування таких елементів фінансового ринку як депозитарна система та розрахунки, реформування клірингу, регулювання торгових репозиторіїв, тощо. Так, подібне реформування через внесення змін та доповнень до законодавства та створення нових правових норм повинно вирішити ряд завдань, таких як відповідність положенням права ЄС, з урахуванням специфіки стану українського ринку фінансових інструментів [115, с. 3-5]. Загалом, стан інфраструктур ринку цінних паперів в Україні не можна назвати відповідним, зокрема і EMIR. Окремі елементи інфраструктур потребують свого реформування та оновлення (чи створення – торговий репозиторій). Оскільки інфраструктура ринку цінних паперів є важливою для функціонування ефективного ринку цінних паперів, важливо також наголосити на проведенні реформування, зокрема і депозитарної діяльності, з метою її більшої консолідації.

Серед вдалих реформ на сьогоднішній момент українського правового регулювання варто зазначити наступну. Так, ще НКЦПФР 12 березня 2020 року був прийнятий Кодекс корпоративного управління: ключові вимоги і рекомендації. Він був затверджений рішенням НКЦПФР № 118 від 12.03.2020 року, як Рекомендації щодо практики застосування законодавства з питань корпоративного управління. Кодекс розроблений в першу чергу для компаній, які зареєстровані на фондовій біржі України [116, с. 2]. Це важливий момент для компаній, які зареєстровані на фондовій біржі, адже встановлені положення містять ряд елементів, які повинні бути дотримані компанією і щодо виконання яких повинен бути наявний відповідний звіт їх виконання. Це допоможе уніфікувати ключові моменти у діяльності компаній, що допоможе їм бути більш прозорими, що позитивно відобразиться і на ринку цінних паперів.

Аналізований в попередньому підрозділі проект Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» № 2284 є надзвичайно важливим до розгляду, адже саме він втілює основні рішення стосовно прогалин у правовому регулюванні ринку фінансових інструментів та реформує безпосередньо сам ринок і його інфраструктуру відповідно до положень права ЄС. Так, авторами законопроекту № 2284 пропонується змінити чинний Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» на Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки». Так, зазначений законопроект № 2284 пропонує нову структуру ринку, яка була попередньо вже розглянута, до впровадження, вводить поняття торгових репозиторіїв, операторів ринку, значно розширює перелік фінансових інструментів, тощо.

У Стратегії фінансового сектору України до 2025 року визначені наступні задачі по розвитку фінансових ринків України: ефективна та достатня інфраструктура ринків капіталу, створення ліквідних ринків фінансових інструментів, створення механізмів і інструментів зниження ризиків проведення фінансових операцій, інтеграція фінансового ринку України у

світовий та ЄС фінансовий простір [51, с. 16]. Так, Стратегія фінансового сектору України до 2025 року визначає характеристики майбутнього фінансового сектору, де зокрема, зазначається про підвищення довіри до українських фінансових інструментів серед інвесторів, наявність регульованого та прозорого ринку деривативів, фінансовий ринок України відповідає стандартам ЄС стосовно ринків фінансових інструментів, імплементовано найважливіші положення права ЄС у цій сфері, ринок капіталу є прозорим [51, с. 18-19]. Також, в Стратегії підкреслена важливість внесеного на розгляд ВРУ Проекту Закону України про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів (реєстраційний № 2284), окремі аспекти якого були розглянуті у попередньому підрозділі. Так, прийняття зазначеного проекту закону є ефективним способом для досягнення стратегічної цілі щодо ефективного регулювання фінансового сектору [51, с. 35].

Хоча, і передбачалось, як було вказано вище, що масштабна реформа ринку фінансових інструментів повинна була бути проведена до 31 грудня 2019 року, все ж зазначені плани реалізовані Україною не були. Україна має необхідний фундамент, щоб провести реформу власного правового регулювання з метою відповідності положенням права ЄС та бути інтегрованою в європейський та міжнародний фінансовий простір.

Таким чином, серед основних напрямів щодо правильного вирішення проблем правового регулювання ринку цінних паперів в Україні є наступні. По-перше, якнайшвидше проведення реформи ринку фінансових інструментів відповідно до положень права ЄС у цій сфері. По-друге, доопрацювати і прийняти законопроект № 2284, що був розглянутий у цьому розділі. Таким чином, український ринок фінансових інструментів буде мати змогу консолідуватися з фінансовим ринком ЄС та бути включеним до європейського та міжнародного глобального простору.

Наразі правове регулювання українського ринку цінних паперів можна схарактеризувати як задовільне, для ринку країни, що розвивається. Проте, він

не є задовільним, якщо Україна хоче мати можливість бути частиною фінансового простору ЄС. Таким чином, необхідно проводити якісне реформування правового регулювання в цій сфері, щоб це стало основою для створення та функціонування належного ринку цінних паперів України.

Висновки до розділу 3:

1. Правове регулювання є фундаментом, на якому будуються найголовніші правовідносини. У тому числі, ринок фінансових інструментів не може бути ефективним без якісного правового регулювання. Так, MIFID II, EMIR, директива щодо зловживань на ринку – це стандарти, фундаменти, впроваджуючи які фінансовий ринок стає ефективним зі своєї економічної точки зору, зокрема.

2. Структура ринку фінансових інструментів багатoelementна та складна тому, що така структура забезпечує ефективне функціонування ринку, де інвестору пропонується не менш широкий вибір фінансових інструментів, які б відповідали його інтересам. Структура фінансового ринку, групи фінансових інструментів, та окрема інфраструктура ринку цінних паперів України на сьогоднішній день не відповідають праву ЄС, а саме MIFID II та EMIR.

3. Угода про асоціацію актуалізувала для України необхідність гармонізації законодавства України до положень права ЄС, зокрема і в сфері ринку фінансових інструментів. На сьогоднішній момент Україна знаходиться на шляху реформування правового регулювання ринку цінних паперів.

4. Подальше реформування ринку цінних паперів в Україні прогнозовано буде втілювати в собі проект закону «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» (реєстраційний № 2284), через який Україна впровадить нову структуру ринку капіталу та нові фінансові інструменти. Законопроект потребує доопрацювання, проте він може стати базою для проведення реформування ринку фінансових інструментів в Україні.

ВИСНОВКИ

Дослідивши теоретичні підходи та законодавство України та ЄС у сфері ринку цінних паперів можна зробити наступні висновки:

1. Поняття «фондовий ринок» та «ринок цінних паперів» є синонімічними. Поняття «ринок фінансових інструментів», яким послуговуються в положеннях права ЄС, є ширшим, та включає в себе як елемент ринок цінних паперів.

2. З 2001 року ринок цінних паперів ЄС послуговується створеним О.Ламфалуссі механізмом ефективного регулювання інтегрованим ринком фінансових інструментів, що є актуальним і на сьогоднішній момент. Ідеї створення єдиного фінансового простору були закладені ще під час створення ЄС. Натомість, становлення українського ринку цінних паперів, через історичну зумовленість, відбувалось не еволюційно, як в ЄС, а хаотично та надто швидко.

3. Правове регулювання інфраструктур ринку цінних паперів і ЄС, і України потребують встановлення та реалізації спільних стандартів до елементів таких інфраструктур. Такі ключові положення містяться, зокрема в PFMI, що є документом міжнародного рівня, та EMIR, що має регіональний європейський характер.

4. Національні регулятори ринку цінних паперів України наділені відповідними повноваженнями по правовому регулюванню відповідно до рівня їх компетенцій. НКЦПФР, що здійснює ключове регулювання на ринку цінних паперів, є недосконалим органом, що зокрема, проявляється у відсутності належного рівня його незалежності. На рівні ЄС провідна роль у процесі правового регулювання та імплементації положень права ЄС у сфері ринку фінансових інструментів належить ESMA. Принципоутворююча та координуюча роль належить міжнародним регуляторам, основним з яких є IOSCO. IOSCO є найголовнішим міжнародним регуляторним органом щодо ринку цінних паперів, яка має метою створення глобального ринку цінних

паперів та глобального правового регулювання ринку цінних паперів.

5. Сильними сторонами правового регулювання ринку цінних паперів в ЄС є: запроваджені єдині стандарти регулювання, єдині принципи і цілі, принципи стандартів; постійний обмін необхідною інформацією серед регуляторів та учасників; регулювання досить чіткого характеру; включення до міжнародного фінансового простору. Слабкими сторонами правового регулювання ринку цінних паперів ЄС є: відмінності у національному регулюванні, пов'язані з національним правом країн-членів; непомітна роль саморегулювних організацій.

6. За ключовими положеннями, а саме: структура ринку цінних паперів, види фінансових інструментів, наявність необхідних елементів інфраструктур, встановлення відповідальності за порушення зловживання ринком – український ринок цінних паперів не відповідає встановленим вимогам, що містяться в положеннях права ЄС, зокрема в MIFID II, EMIR, Директиві про зловживання на ринку. Правове регулювання ринку цінних паперів України є незадовільним з причини того, що воно вже не відповідає вимогам часу.

7. Правове регулювання ринку цінних паперів України в подальшому повинно бути зумовленим наступними аспектами:

1) В Угоді про асоціацію визначений ряд принципових положень, що зумовлюють необхідність імплементації відповідного законодавства ЄС у законодавство України;

2) Наявна гостра необхідність, щодо здійснення всеохоплюючого реформування правового регулювання ринку цінних паперів України. На сьогоднішній момент правове регулювання України в цій сфері характеризується окремими моментами успіху, такими як прийняття Корпоративного Кодексу, реформа щодо розкриття інформації емітентами, тощо, та окремими невдачами, такими як не проведення всеосяжної реформи ринку цінних паперів, недостатня кількість фінансових інструментів, незмінна застаріла структура ринку цінних паперів.

8. Всеохоплююче реформування українського ринку цінних паперів

відповідно до стандартів права ЄС може бути досягнуто шляхом прийняття проекту Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» (реєстраційний № 2284 від 17 жовтня 2019 року). Ринок цінних паперів України після проведення реформування відповідно до цього законопроекту буде мати більше можливостей бути включеним до інтегрованого ринку цінних паперів ЄС. Ключові положення законопроекту реєстраційний № 2284 змінюють саму структуру ринку цінних паперів, відповідно до MIFID II, розширюють перелік фінансових інструментів, за MIFID II, та впроваджують новий елемент інфраструктури фондового ринку: торговий репозиторій. Впровадження зазначених змін буде являти собою фундамент нового ринку цінних паперів України, який є ефективним та наближеним до ринку цінних паперів ЄС.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Конституція України: Закон України від 28.06.1996 № 254к/96-ВР // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. Дата оновлення: 01.01.2020. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80> (дата звернення: 12.04.2020).
2. Протокол до Конвенції про захист прав людини і основоположних свобод: Протокол Ради Європи від 20.03.1952 № 994_535 // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. Дата оновлення: 17.07.1997. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/994_535 (дата звернення: 12.04.2020).
3. Цивільний кодекс України: Закон України від 16.01.2003 № 435-IV // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. Дата оновлення: 28.04.2020. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/435-15> (дата звернення: 11.05.2020).
4. Горобець Н. Поняття та сутність права власності в контексті Першого Протоколу до Конвенції про захист прав людини та основоположних свобод 1950р. та практики європейського суду з прав людини. Часопис Київського університету права. 2014. №4. С. 307-311.
5. Яремова І. Розвиток законодавства та наукової думки про виникнення права власності на українських землях до першої половини XVII століття. Часопис Київського університету права. 2013. №4. С. 227-232.
6. Michie R. The Global Securities Market A History. Oxford University Press Inc, New York, 2006. 399p.
7. Омельченко О., Козлова О. Ретроспектива становлення та розвитку ринку цінних паперів. Бізнес Інформ. 2013. №1. С. 277-281.
8. Посполітак В. Правове регулювання цінних паперів в Україні: поняття та ознаки. Наукові записки. 2006. Том 53. С. 87-92.
9. Johansson E. Property Rights in Investment Securities and the Doctrine of Specificity. Springer, Berlin;London, 2009. 220p.

- 10.Назаренко Л. Визначення сутності поняття «Фондовий ринок». Збірник наукових праць. 2014. Випуск 40. С. 211-216.
- 11.Тевелєв Д. Дефініція «Ринок цінних паперів»: сутність та визначення. Економіка будівництва і міського господарства. 2013. Том 9. №2. С.87-93.
- 12.Фондовий ринок: навч-метод посібник для самот. вивч. дисципл / О. М. Мозговий. К.:КНЕУ, 2001. 96 с.
- 13.Ринок цінних паперів: навчальний посібник / О.Г. Мендрул, І.А. Шевчук. К.:КНЕУ, 1998. 152 с.
- 14.Ліпич М. Сутність фондового ринку. Науковий вісник Херсонського державного університету. 2014. Випуск 7. Частина 5. С. 44-47.
- 15.Гутафель В. Визначення сутності категорії «Фондовий ринок» у сучасних умовах. Вісник Чернівецького торговельно-економічного інституту. Економічні науки. 2012. Випуск 1. С. 309-315.
- 16.Джус С. Аналіз наукових підходів до визначення сутності понять «фондовий ринок» та «ринок цінних паперів». Статистика України. 2015. №4. С. 53-59.
- 17.Мошенський С. Сутність, функції та структура сучасних фінансових ринків в контексті гармонізації національних фінансових систем країн ЄС та України. Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. 2008. Випуск 102. С. 33-38.
- 18.Віхров С. Ринок цінних паперів як господарсько-правова категорія. Часопис Київського університету права. 2010. №4. С.181-185.
- 19.Іванов В., Науменкова С. Економіко-правові колізії дослідження фінансових ринків. Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. 2013. Випуск 12. С. 35 - 41.
- 20.Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 №3480-IV // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. Дата оновлення: 02.04.2020. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15> (дата звернення: 13.04.2020).
- 21.Яновська І. Інтегрований фондовий ринок як окрема сфера регулювання в праві Європейського Союзу. Європейські студії і право. 2011. №1(3). С. 74-

87.

22. The Lamfalussy architecture. Regulatory process in financial services. // European Commission. URL: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/regulatory-process-financial-services/regulatory-process-financial-services_en (last accessed: 13.04.2020).
23. Lamfalussy A. Reflections on the regulation of European securities markets. SUERF, Vienna, 2001. 40p.
24. The Committee of wise men Final report of the Committee of wise men on the regulation of European securities markets. Brussels, 2001. 115p. URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf (last accessed: 13.04.2020).
25. Хоружий С. Складові системи регулювання ринків цінних паперів в ЄС. Ринок цінних паперів України. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. 2009. №9-10. С. 65-69.
26. Dumoulin H., Kruse M. The regulatory and supervisory framework for fixed income markets in Europe. World Bank Policy Research Working Paper 3308, 2004. 109p. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=610353 (last accessed: 13.04.2020).
27. Regulations, Directives and other acts // EU Law / European Union. URL: https://europa.eu/european-union/eu-law/legal-acts_en (last accessed: 13.04.2020).
28. Ferrarini G., Sagatj P. Regulating Financial Market Infrastructures. ECGI Working Paper Series in Law N°259/2014. 2014. 37p. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2450095## (last accessed: 13.04.2020).
29. Action Plan on Building a Capital Markets Union. European Commission. Brussels. COM (2015) 468 final. 2015. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468> (last accessed: 13.04.2020)
30. Смагін В. Економічна суть фінансового ринку як інтегрованого інституту перехідної економічної системи. Стратегія розвитку України. 2011. №1. С. 88-93.

- 31.Бровкова А. Еволюція фінансово-правового регулювання ринку цінних паперів в Україні. Наукові записки Інституту законодавства Верховної Ради України. 2014. №1. С.30-36.
- 32.Бусараєва Т. Історія розвитку та становлення ринку цінних паперів України. Агросвіт. 2016. №3. С. 20-23.
- 33.Поплавська М. Особливості формування фондового ринку України. Економіка та держава. 2011. №2. С. 79-81.
- 34.Нікончук В. Формування фондового ринку: економічні аспекти еволюції та інституційної динаміки. Вісник Дніпропетровського університету. Серія «Економіка». 2012. Випуск 6(2). С. 32- 37.
- 35.Угода про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони від 27.06.2014 №984_011 // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. Дата оновлення: 30.11.2015. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984_011 (дата звернення: 12.04.2020)
- 36.Reinach A. The Role of the Securities Market. The Nature of Puts and Calls, New York: The Bookmailer, 1961. URL: <https://fee.org/articles/the-role-of-the-securities-market/> (last accessed: 13.04.2020)
- 37.Лапішко З. Завдання і функції інфраструктури ринку цінних паперів. Financial and credit activity: problems of theory and practice. 2009. Vol 2. №7. 6р. URL: <http://fkd.org.ua/article/view/29593> (дата звернення: 13.04.2020)
- 38.Кутузова М. Фондовий ринок України в умовах нестабільності світового фінансового середовища. «Молодий вчений». 2016. №3 (30). С. 115-118.
- 39.Яковенко Г. Фондовий ринок: сучасний стан та перспективи розвитку. МАГІСТЕРІУМ. Економічні студії. 2014. Випуск 56. С.105-108.
- 40.Кужелєв М., Головенко І.Фондові біржі як елемент інфраструктури національного ринку цінних паперів: тенденції розвитку. Економічний вісник університету. 2017. Випуск №33/1. С. 343-349.
- 41.Гутафель В. Класифікація фондових ринків у сучасних умовах. Вісник

- Чернівецького торговельно-економічного інституту. Економічні науки. 2012. Випуск 2. С. 294-298.
42. Кужелєв М., Головенко І. Розвиток інфраструктури ринку цінних паперів: сутність та елементи. Збірник наукових праць Університету державної фіскальної служби України. 2016. №2. С. 144-154.
43. Principles for Financial Market Infrastructures (PFMI) // Committee on Payments and Market Infrastructures // BIS. URL: https://www.bis.org/cpmi/info_pfmi.htm (last accessed: 14.04.2020)
44. Committee on Payment and Settlement Systems Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. Principles for financial market infrastructures. 2012. 182p. URL: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf> (last accessed: 14.04.2020)
45. Nguyen J. An Introduction To Securities Market Structures. 2019. URL: <https://www.investopedia.com/articles/stocks/11/securities-market-introduction.asp> . (last accessed: 14.04.2020).
46. Про функціонування фондових бірж: Положення від 22.11.2012 №1688 // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. Дата оновлення: 30.07.2019. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12> (дата звернення: 12.04.2020).
47. Фондові біржі // Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/register/litsenzuvannia-ta-reestratsiia/stock-exchanges/> (дата звернення: 12.04.2020)
48. Про депозитарну систему України: Закон України від 06.07.2012 № 5178-VI // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. Дата оновлення: 28.04.2020. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5178-17> (дата звернення: 12.04.2020)
49. Про провадження депозитарної і клірингової діяльності та забезпечення здійснення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів Національним банком України: Положення від 21.12.2017 №140 // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. Дата оновлення:

- 01.11.2018. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0140500-17> (дата звернення: 12.04.2020)
50. Стратегічний план розвитку ПАТ «НДУ» 2019-2022. Що буде відбуватися з інфраструктурою фондового ринку в найближчі 3 роки. 2019. // Національний Депозитарій України. URL: https://csd.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=11816%3Ahot-news&catid=51%3Ahot-news&Itemid=18&lang=en (дата звернення: 12.04.2020)
51. Стратегія розвитку фінансового сектору України до 2025 року // Національний Банк України. 101с. URL: <https://bank.gov.ua/news/all/strategiya-rozvitku-finansovogo-sektoru-ukrayini-do-2025-roku-7686> (дата звернення: 12.04.2020)
52. Лизун М., Ліщинський І. Регулювання ринку цінних паперів в розвинутих країнах світу: досвід для України. Збірник наукових праць ЧДТУ. Серія: Економічні науки. 2014. Випуск 38. Частина II. С.12-17.
53. Казима Г. Моделі регулювання фінансових ринків: сутність та особливості. Державне управління: удосконалення та розвиток. 2011. №12. URL: <http://www.dy.nayka.com.ua/?op=1&z=369> (дата звернення: 12.04.2020)
54. Андрейків Т., Шморгай В. Сучасні механізми регулювання фінансового ринку в Україні. Технологический аудит и резервы производства. 2015. №1/7 (21). С. 60-64.
55. Дзюнь О. Світовий досвід створення мегарегулятора на ринку фінансових посліг. Державне управління: удосконалення та розвиток. 2014. №3. URL: <http://www.dy.nayka.com.ua/?op=1&z=695> (дата звернення: 12.04.2020)
56. Тевелєв Д. Причини недосконалості державного регулювання ринку цінних паперів в Україні. Право та державне управління. 2013. №1(10). С. 177-180.
57. Калюга О. Стан державного регулювання фінансового ринку України Вісник НУЦЗУ. Серія: Державне управління. 2017. Випуск 1(6). С. 126-135.
58. Про засади державної регуляторної політики у сфері господарської діяльності: Закон України від 11.09.2003 № 1160-IV // База даних

- «Законодавство України» / Верховна Рада України. Дата оновлення: 02.04.2020. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1160-15> (дата звернення: 12.04.2020)
- 59.Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку: Положення від 23 листопада 2011 року № 1063/2011 // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. Дата оновлення: 07.04.2015. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1063/2011> (дата звернення: 12.04.2020)
- 60.Опис НКЦПФР // Національна Комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/about-us/> (дата звернення: 14.04.2020)
- 61.Документи // Національна Комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/regulations/> (дата звернення: 14.04.2020)
- 62.Офіційний сайт // Національна Комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/> (дата звернення: 14.04.2020)
- 63.Звіт місії технічної допомоги МВФ щодо розширення повноважень і зміцнення незалежності Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 15.10.2015. Міжнародний Валютний Фонд. Департамент ринків грошей і капіталу. 22с. URL: https://www.nssmc.gov.ua/documents/zvt-ms-tehntchno-dopomogi-mvf_rozshirennya-povnovazheny-zmtsennyya-nezalezhnost-nktspfr/ (дата звернення: 16.04.2020)
- 64.Про банки і банківську діяльність: Закон України від 07.12.2000 № 2121-III // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. 28.04.2020. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2121-14> (дата звернення: 30.04.2020)
- 65.Про Національний банк України: Закон України від 20.05.1999 № 679-XIV // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. Дата оновлення: 28.04.2020. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14> (дата звернення: 30.04.2020)
- 66.Про комітети Верховної Ради України: Закон України від 04.04.1995 № 116/95-ВР // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. Дата оновлення: 02.04.2020. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/116/95->

[%E2%F0](#) (дата звернення: 14.04.2020)

67. Про перелік, кількісний склад і предмети відання комітетів Верховної Ради України дев'ятого скликання: Постанова Верховної Ради України від 29.08.2019 № 19-IX // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/19-20> (дата звернення: 14.04.2020)
68. Предмети Відання комітетів Верховної Ради України дев'ятого скликання: Додаток до Постанови Верховної Ради України від 29 серпня 2019 року № 19-IX // База даних «Законодавство України»/ВР України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/19-20> (дата звернення: 14.04.2020)
69. Про Міністерство фінансів України: Положення від 20 серпня 2014 р. № 375 // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. Дата оновлення: 28.01.2020. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/375-2014-%D0%BF> (дата звернення: 14.04.2020)
70. Про об'єднання професійних учасників фондового ринку: Положення від 27.12.2012 № 1925 // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. Дата оновлення: 25.02.2020. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0182-13> (дата звернення: 14.04.2020)
71. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2018 рік: Звіт НКЦПФР від 23.05.2019 №284. 100с. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/rtchniy-zvt-nktspr-za-2018-rk/> (дата звернення: 14.04.2020)
72. Оцінка поточного стану дотримання Україною Принципів та цілей регулювання ринку цінних паперів IOSCO, здійснена Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку протягом 2013 року за підтримки Світового банку: Звіт від 29.11.2013. 192с. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/otsnka-stanu-dotrimannya-ukranoyu-printsipv-iosco-2013/> (дата звернення: 14.04.2020)
73. Про інститути спільного інвестування: Закон України від 05.07.2012 № 5080-VI // База даних «Законодавство України»/ Верховна Рада України. Дата

- оновлення: 02.04.2020. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>
(дата звернення: 04.05.2020)
- 74.Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу // Про Асоціацію. URL: <https://www.uaib.com.ua/about-uaib> (дата звернення: 04.05.2020)
- 75.Пропозиції до проекту закону «Про фінансові послуги та діяльність з надання фінансових послуг» / Національний Банк України / Пропозиції НБУ до Проект закону «Про фінансові послуги та діяльність з надання фінансових послуг». 39с. URL: <https://bank.gov.ua/news/all/rozpochato-gromadske-obgovorennya-propozitsiy-do-proyektu-zakonu-pro-finansovi-poslugi-ta-diyalnist-z-nadannya-finansovih-poslug> (дата звернення: 04.05.2020)
- 76.2001/528/EC: Commission Decision of 6 June 2001 establishing the European Securities Committee. Official Journal L 191, 13/07/2001 P. 0045 – 0046. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32001D0528> (last accessed: 14.04.2020)
- 77.Who we are // About ESMA / European Securities and Market Authority. URL: <https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are> (last accessed: 14.04.2020)
- 78.Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. Official Journal of the European Union L 173/349. 12/06/2014. Volume 57. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0065> (last accessed: 14.04.2020)
- 79.European system of financial supervision // Financial supervision and risk management / European Commission. URL: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-supervision-and-risk-management/european-system-financial-supervision_en (last accessed: 14.04.2020)
- 80.Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC. Official Journal of the European

- Union L 331/84. 15/12/2010. Volume 53. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32010R1095> (last accessed: 14.04.2020)
- 81.2020 Annual Work Programme // European Securities and Market Authority. 26 September 2019. 52p. URL: <https://www.esma.europa.eu/document/2020-work-programme> (last accessed: 14.04.2020)
- 82.COVID-19. Recommendations to financial market participants // European Securities and Market Authority. URL: <https://www.esma.europa.eu/about-esma/covid-19> (last accessed: 14.04.2020)
- 83.About IOSCO // International Organization of Securities Commissions. URL: https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco (last accessed: 14.04.2020)
- 84.Objectives and Principles of Securities Regulation. International Organization of Securities Commissions. 2017. 12p. URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf> (last accessed: 14.04.2020)
- 85.Becoming a Member // IOSCO Membership / International Organization of Securities Commissions. URL: https://www.iosco.org/about/?subsection=becoming_a_member (last accessed: 14.04.2020)
- 86.Annual Report 2018 International Organization of Securities Commissions. 2018. 84p. URL: https://www.iosco.org/publications/?subsection=annual_reports (last accessed: 14.04.2020)
- 87.Directorate-General for international policies. Policy Department A: Economic and scientific policy. The European Union's Role in International Economic Fora Paper 6: The IOSCO. Study for ECON Committee. 2015. 47p. URL: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2015/542195/IPOL_STU\(2015\)542195_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2015/542195/IPOL_STU(2015)542195_EN.pdf) (last accessed: 14.04.2020)
- 88.Conac P.-H. The International Organisation of Securities Commission (IOSCO), Europe, Brexit, and Rethinking Cross-border Regulation: A Call for a World Finance Organisation. European Company and Financial Law Review. 2020. Volume 17. Issue 1. P.72-98.

89. Jordan C. The New Internationalism? IOSCO, International Standards and Capital Markets Regulation // Financial systems, standards / Centre for International Governance Innovation. 2018. URL: <https://www.cigionline.org/articles/new-internationalism-iosco-international-standards-and-capital-markets-regulation> (last accessed: 14.04.2020)
90. About BIS – overview // BIS. URL: <https://www.bis.org/about/index.htm> (last accessed: 14.04.2020)
91. The Basel Process – overview // BIS. URL: https://www.bis.org/about/basel_process.htm (last accessed: 14.04.2020)
92. About committees and associations // BIS. URL: <https://www.bis.org/stability.htm?m=3%7C45> (last accessed: 14.04.2020)
93. Financial Sector Assessment Program (FSAP) // The World Bank. URL: <https://www.worldbank.org/en/programs/financial-sector-assessment-program> (last accessed: 14.04.2020)
94. Rittenhouse L. Self-regulation in the securities markets. Transitions and new possibilities. CFA Institute. 2013. 40p.
95. Report of the SRO Consultative Committee of the International Organization of Securities Commissions. Model for effective regulation. 2000. 14p. URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD110.pdf> (last accessed: 14.04.2020)
96. Annual Report IOSCO 2005. International Organization of Securities Commissions. 2005. 24p. URL: https://www.iosco.org/annual_reports/annual_report_2005/pdf/Annual_Report_05.pdf (last accessed: 14.04.2020)
97. Annual Report IOSCO 2010 International Organization of Securities Commissions. 59p. URL: https://www.iosco.org/publications/?subsection=annual_reports (last accessed: 14.04.2020)
98. Objectives and Principles of Securities Regulation. International Organization of Securities Commissions. 2003. 47p. URL:

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf> (last accessed: 14.04.2020)

99. Договір про заснування Європейської Спільноти (Договір про заснування Європейського економічного співтовариства) ЄЕС, ЄС від 25.03.1957 № 994_017 // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. Дата оновлення: 01.01.2005. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/994_017#Text (дата звернення: 15.04.2020)
100. MIFID II // Policy activities / European Securities and Market Authority. URL: <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir> (last accessed: 15.04.2020)
101. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC. Official Journal of the European Union L 145, 30/04/2004. Volume 47. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32004L0039> (last accessed: 15.04.2020)
102. Проект Закону про ринки капіталу та організовані товарні ринки 7055 від 01.09.2017. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=62443 (дата доступу: 15.04.2020)
103. Проект Закону про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів 2284 від 17.10.2019. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=67117 (дата доступу: 15.04.2020)
104. Про прийняття за основу проекту Закону України про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів: Постанова Верховної Ради України від 19 грудня 2019 року № 401-IX. URL:

<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/401-20> (дата доступу: 15.04.2020)

105. Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради Про ринки фінансових інструментів, що вносить зміни в Директиви Ради 85/611/ЄЕС і 93/6/ЄЕС та Директиву 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради і припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄЕС від 21 квітня 2004 року № 2004/39/ЄС. Скасована: 14.06.2006. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/994_586 (дата доступу: 15.04.2020)
106. Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. Official Journal of the European Union L 201/1. Volume 55. URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2012.201.01.0001.01.ENG&toc=OJ:L:2012:201:TOC (last accessed: 15.04.2020)
107. Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive). Official Journal of the European Union. L 173/179. Volume 57. 12 June 2014. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0057> (last accessed: 15.04.2020)
108. Кримінальний кодекс України: Закон України від 05.04.2001 № 2341-III // База даних «Законодавство України»/ВР України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2341-14> (дата звернення: 15.04.2020)
109. Кодекс України про адміністративні правопорушення (статті 1 - 212-21): Закон України від 07.12.1984 № 8073-X // База даних «Законодавство України»/ВР України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/80731-10> (дата звернення: 15.04.2020)
110. План Заходів з виконання Угоди про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони. КМУ. від 25 жовтня 2017 р. № 1106. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1106-2017-%D0%BF> (дата звернення: 15.04.2020)

111. Про затвердження плану заходів щодо виконання Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку Угоди про асоціацію між Україною та ЄС від 02.10.2018 № 674. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/pro-zatverdzhennya-planu-zahodv-shtodo-vikonannya-natsionalynoyu-komysyu-z-tsnnih-paperv-ta-fondovogo-rinku-ugodi-pro-asotsatsyu-m/> (дата звернення: 15.04.2020)
112. Міжнародне співробітництво // Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/activity/inshadiialnist/mizhnarodne-spivrobitnytstvo/#tab-2> (дата звернення: 15.04.2020)
113. Advise on the strategic approach for the set-up, licensing and supervision of the capital market infrastructure with focus on exchanges: Recommendations report. 29 April 2019. 71p. №20/01-15/11087. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/rekomendats-shtodo-strategtchnogo-pdhdu-do-stvorenniya-ltsenzuvannya-ta-naglyadu-za-nfrastrukturoyu-rinku-kaptalu-z-fokusom-na-b/> (last accessed: 15.04.2020)
114. Звіт про виконання Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року за 2018 рік від 26.02.2019. 14с. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/zvt-pro-vikonannya-kompleksno-programi-rozvitku-fnansovogo-sektoru-ukrani-do-2020-roku-za-2018-rk/> (дата звернення: 15.04.2020)
115. Концепція реформи інфраструктури ринків капіталу в Україні від 26.10.2018. 164с. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/kontseptsya-reformi-nfrastrukтури-rinkv-kaptalu-v-ukran/> (дата звернення: 15.04.2020)
116. Кодекс корпоративного управління: ключові вимоги і рекомендації від 12.03.2020 № 118. 48с. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/kodeks-korporatyvnoho-upravlinnia-kliuchovi-vymohy-i-rekomendatsii/> (дата звернення: 15.04.2020)