

Міністерство освіти і науки України
Національний університет «Києво-Могилянська академія»
Факультет правничих наук
Кафедра загальнотеоретичного правознавства та публічного права

Магістерська робота
освітній ступінь – магістр

на тему: **«ФІНАНСОВО-ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ ЕМІСІЇ ТА ОБІГУ
ВІРТУАЛЬНИХ АКТИВІВ: ДОСВІД ІНОЗЕМНИХ ДЕРЖАВ ТА
ПЕРСПЕКТИВИ РЕГУЛЮВАННЯ В УКРАЇНІ»**
**«REGULATION OF THE EMISSION AND CIRCULATION OF VIRTUAL
ASSETS: EXPERIENCE OF FOREIGN COUNTRIES AND PROSPECTS FOR
REGULATION IN UKRAINE»**

Виконав:

Студент 2-го року навчання

Спеціальності 081 «Право»

Позняков Олександр Олександрович

Науковий керівник:

кандидат юридичних наук,

Кравченко Наталія Григорівна

Рецензент:

Магістерська робота захищена з
оцінкою _____

Секретар ЕК _____

«____» _____ 2026 р.

Київ – 2026

Декларація академічної доброчесності

Я, Позняков Олександр Олександрович, студент 2 року навчання магістерської програми за спеціальністю «Право» факультету правничих наук НаУКМА підтверджую наступне:

- написана мною магістерська робота на тему “Фінансово-правове регулювання емісії та обігу віртуальних активів: досвід іноземних держав та перспективи регулювання в Україні” відповідає вимогам академічної доброчесності та не містить порушень, передбачених п. 3.1. Положення про академічну доброчесність здобувачів освіти у НаУКМА, зі змістом якого я ознайомлений;

надана мною для перевірки електронна версія роботи є ідентичною її друкованій версії.



«01» травня 2026 року

О. О.

Позняков

ЗМІСТ

ВСТУП	6
РОЗДІЛ 1..... ТЕОРЕТИКО-ПРАВОВІ ЗАСАДИ РЕГУЛЮВАННЯ	
ВІРТУАЛЬНИХ АКТИВІВ У ФІНАНСОВОМУ ПРАВІ	8
1.1. Юридична природа та класифікація віртуальних активів як об'єкта	
фінансових правовідносин.....	8
Дефініція віртуальних активів у вітчизняному та міжнародному праві.....	8
Віртуальні активи як об'єкт фінансового права.....	11
Класифікація віртуальних активів.	13
Місце віртуальних активів у системі об'єктів цивільних та фінансових прав..	15
Віртуальні активи у системі фінансового моніторингу.....	16
Токенізація як нова парадигма фінансових правовідносин.	17
1.2. Генеза та еволюція фінансово-правового регулювання ринку	
віртуальних активів.....	19
Технологічні передумови та дорегуляторний період (1980–2012).....	19
Перші спроби правового реагування (2013–2016).	24
Етап «ІСО-буму» та активізації регулювання (2017–2019).	27
Формування комплексних регуляторних режимів (2018–2023).	28
1.3. Суб'єкти ринку віртуальних активів та їх правовий статус у системі	
фінансового контролю.....	30
Емітенти віртуальних активів як первинні суб'єкти ринку та об'єкти нагляду.	33
Постачальники послуг, пов'язаних з обігом віртуальних активів, як ключові	
суб'єкти системи фінансового моніторингу.	36
Державні регулятори: розмежування компетенції між НБУ та Регулятором	
ринків віртуальних активів, роль Держфінмоніторингу.	39
РОЗДІЛ 2..... ДОСВІД ІНОЗЕМНИХ ДЕРЖАВ У СФЕРІ РЕГУЛЮВАННЯ	
ЕМІСІЇ ТА ОБІГУ ВІРТУАЛЬНИХ АКТИВІВ	47

2.1. Правова модель регулювання ринку віртуальних активів у країнах ЄС (аналіз Регламенту MiCA)	47
Концептуальні засади, генезис та архітектура Регламенту MiCA.	47
Класифікація криптоактивів за Регламентом MiCA.	50
Режим значних токенів	55
Правовий статус та регулювання постачальників послуг з криптоактивів	56
Процедура авторизації CASP	57
Операційні та організаційні вимоги	59
Режим запобігання ринковим зловживанням	59
Перехідні положення та проблема фрагментації	60
Регуляторні прогалини, обмеження периметра MiCA та виклики інновацій ...	61
2.2. Особливості фінансового-правового статусу криптовалют у США та країнах Азії: порівняльний аспект	64
Регуляторна парадигма США: від конкуренції юрисдикцій Комісією з цінних паперів та Комісією з торгівлі товарними ф'ючерсами до уніфікації підходів	64
Сінгапур: модульний ризик-орієнтований підхід до цифрових платежів	68
Південна Корея: від заходів протидії відмиванню коштів до тотального захисту прав інвесторів	69
РОЗДІЛ 3..... СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВО-ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ВІРТУАЛЬНИХ АКТИВІВ В УКРАЇНІ	74
3.1. Аналіз вітчизняного законодавства у сфері віртуальних активів: проблеми та суперечності	74
Проблемні аспекти Закону про віртуальні активи	74
Законопроекти на виправлення Закону про віртуальні активи т врегулювання оподаткування.....	77
3.2. Напрями вдосконалення правового регулювання емісії та обігу віртуальних активів в умовах євроінтеграції України.....	80
ВИСНОВКИ	83

ВИКОРИСТАНІ ДЖЕРЕЛА.....	88
---------------------------------	-----------

ВСТУП

Актуальність дослідження. Стрімкий розвиток цифрових технологій та децентралізованих фінансових систем на початку XXI століття зумовив появу принципово нових об'єктів фінансових правовідносин — віртуальних активів. Їхня подвійна природа як оборотоздатних благ та водночас інструментів, що здатні генерувати фінансові потоки і впливати на макроекономічну стабільність, створює безпрецедентні виклики для публічних фінансів. В Україні ситуація ускладнюється станом тривалої правової невизначеності: відтермінування набрання чинності базовим Законом України «Про віртуальні активи» та наявність у ньому концептуальних вад (зокрема, відсутність легальної дефініції емітента, ігнорування функціональної класифікації токенів та слабкі пруденційні вимоги) де-факто утворили регуляторну «сіру зону».

Водночас стратегічний курс України на повноправне членство в Європейському Союзі вимагає невідкладної гармонізації вітчизняного правового поля з європейськими стандартами, насамперед із положеннями Регламенту ЄС про ринки криптоактивів (MiCA). Необхідність подолання нормативної фрагментації, мінімізації ризиків легалізації доходів, одержаних злочинним шляхом, та створення безпечного інвестиційного середовища через імплементацію передового іноземного досвіду (зокрема ЄС, Сінгапуру, Південної Кореї та США) зумовлюють високу актуальність, теоретичну та практичну значущість обраної теми дослідження.

Об'єкт дослідження. Суспільні відносини, що виникають у процесі здійснення фінансово-правового регулювання емісії та обігу віртуальних активів, а також інтеграції цих об'єктів у систему державного фінансового контролю.

Предметом дослідження є норми національного законодавства України та міжнародного права, нормативно-правові акти іноземних держав (зокрема країн ЄС, США, Сінгапуру, Південної Кореї), що регулюють ринок віртуальних активів,

правозастосовна практика, а також теоретико-доктринальні підходи до розуміння правової природи віртуальних активів.

Завдання дослідження. Для досягнення поставленої мети було сформульовано та вирішено такі основні завдання:

1. З'ясувати юридичну природу віртуальних активів та визначити їхнє місце у системі об'єктів цивільних та фінансових прав.
2. Проаналізувати функціональні підходи до класифікації віртуальних активів та обґрунтувати необхідність їх застосування у фінансовому праві.
3. Дослідити генезу, еволюцію та основні етапи формування фінансово-правового регулювання ринку віртуальних активів.
4. Визначити систему суб'єктів ринку віртуальних активів (емітентів, постачальників послуг, державних регуляторів) та охарактеризувати їхній правовий статус у механізмі фінансового контролю та моніторингу.
5. Здійснити аналіз правової моделі регулювання ринку віртуальних активів у країнах Європейського Союзу через призму Регламенту MiCA.
6. Провести порівняльно-правовий аналіз особливостей фінансово-правового статусу криптовалют у США та провідних юрисдикціях Азії (Сінгапур, Південна Корея).
7. Виявити прогалини та суперечності чинного законодавства України у сфері віртуальних активів.
8. Сформулювати стратегічні напрями вдосконалення вітчизняного законодавства, включаючи податкову модель та інтеграцію до міжнародних систем обміну даними.

Задля виконання завдань буде використано наступні методи: формально-юридичний — для тлумачення норм чинного національного законодавства та актів ЄС; системний — розглянути досліджувані правові інститути у їхньому взаємозв'язку, метод аналіз та синтезу, хронологічний метод для дослідження розвитку явищ у сфері віртуальних активів.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-ПРАВОВІ ЗАСАДИ РЕГУЛЮВАННЯ ВІРТУАЛЬНИХ АКТИВІВ У ФІНАНСОВОМУ ПРАВІ

1.1.Юридична природа та класифікація віртуальних активів як об'єкта фінансових правовідносин

Стрімкий розвиток цифрових технологій на початку ХХІ століття зумовив появу принципово нових об'єктів, що претендують на повноцінну участь у фінансових правовідносинах. Серед них особливе місце посідають віртуальні активи — категорія, що вже понад десятиліття перебуває у фокусі уваги як законодавців, так і науковців у галузі фінансового та цивільного права. Початок цій дискусії поклала поява у 2008 році концептуальної роботи, що описувала децентралізовану систему електронних платежів,[1] а подальше створення мережі Bitcoin продемонструвало практичну можливість існування фінансових інструментів поза межами традиційної банківської системи та державного контролю.

Актуальність з'ясування юридичної природи віртуальних активів визначається тим, що без чіткого розуміння правової сутності цих об'єктів неможливо побудувати ефективну систему їх фінансово-правового регулювання. Відсутність єдиної доктринальної позиції щодо місця віртуальних активів у системі об'єктів права породжує суперечності у правозастосовній практиці, ускладнює оподаткування операцій з ними та створює передумови для зловживань у сфері протидії відмиванню коштів.

Дефініція віртуальних активів у вітчизняному та міжнародному праві.

Український інформаційний простір у 2022 році був, можна сказати, перенасичений новинами про легалізацію ринку криптовалют та віртуальних активів. Дійсно, у 2021 році було проголосовано парламентом, а у 2022 році підписано Президентом України Закон України «Про віртуальні активи» від 17

лютого 2022 року № 2074-IX («Закон про віртуальні активи»).[2] Законодавче визначення віртуальних активів в Україні було цим Законом про віртуальні активи. Відповідно до статті 1, віртуальний актив визначається як нематеріальне благо, що є об'єктом цивільних прав, має вартість та виражене у наборі даних в електронній формі.

При цьому законодавець наголошує, що існування та оборотоздатність віртуального активу забезпечується системою забезпечення обороту віртуальних активів. Законодавець не визначає, яка саме система мається на увазі. Це має сенс, адже нормативне регулювання має створюватись із прицілом на майбутнє, а обмежувати визначення об'єкта регулювання лише одним принципом роботи системи обігу чи окремою системою обігу означає вистрілити собі в ногу та приговорити закон до короткого життя. Водночас в тому ж визначенні вказано, що віртуальний актив може майнові права, зокрема права вимоги на інші об'єкти цивільних прав. Отже, віртуальні активи тут розглядаються не у вузькому значенні криптовалюти – тобто засобу цифрового вираження вартості – а у широкому, що охоплює всі інші види віртуальних активів, як, наприклад, забезпечені токени, утилітарні токени тощо, про які детальніше йтиме мова далі.

У міжнародному контексті ключову роль у формуванні дефініції відіграють рекомендації Групи з розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей (далі – FATF). Це міжурядова організація, що була створена у 1989 році та об'єднує в собі більшість держав із розвиненими економіками.[3] Особливістю рекомендацій FATF є те, що хоча вони і не є жорстким правом, як міжнародні договори чи конвенції, вони фактично мають жорсткий нормативний характер для всіх держав, що беруть участь у цій міжурядовій організації. Це пояснюється відносно просто. Більшість учасниць – держави із великим внутрішнім капіталом. Вони зацікавлені у протидії фінансовим злочинам, відмиванню коштів та протидії тероризму. Рекомендації FATF по суті виступають стандартами, яких мають дотримуватись фінансові установи держав-учасниць. В результаті, хоча

рекомендації не є жорстким правом, їх жорстко дотримуються фінансові установи через впровадження власних внутрішніх політик та процедур часто вищих стандартів на момент винесення таких рекомендацій, ніж встановлені на той момент у самих державах.

Згідно з оновленими Рекомендаціями FATF 2021 року, віртуальний актив визначається як цифрове вираження вартості, яке може бути предметом цифрової торгівлі або переказу та може використовуватися для платіжних або інвестиційних цілей.[4, с. 22] Водночас FATF підкреслює, що до категорії віртуальних активів не належать цифрові представлення фіатних валют, цінних паперів та інших фінансових активів, які вже охоплюються іншими рекомендаціями. Тут необхідно відмітити, що FATF також не робили жодних прив'язок до технології, за використання якої відбувається обіг віртуальних активів. Також тут не згадується про те, що віртуальні активи можуть засвідчувати майнові права на інші об'єкти. Визначення FATF є також широким, а ось ознаки про засвідчення майнових прав на інші об'єкти та активи, можна вивести із частини «може використовуватись для ... інвестиційних цілей».

Європейський Союз запропонував власний підхід через Регламент (ЄС) 2023/1114 Європейського Парламенту та Ради від 31 травня 2023 року про ринки у криптоактивах (далі – Регламент MiCA).[5, ст. 3.1(5)] Регламент MiCA оперує поняттям «криптоактив», під яким розуміється цифрове представлення вартості або прав, яке може передаватися та зберігатися в електронному вигляді з використанням технології розподіленого реєстру або аналогічної/подібної (в тексті оригіналу англійською мовою використовується термін «similar», що частіше перекладається українською мовою як «подібний») технології. Основною відмінністю, що одразу кидається в очі, є згадка про технологію розподіленого реєстру. Найбільш асоційованою назвою із технологією розподіленого реєстру є назва блокчейн. Це дуже нашумілий термін, що буквально на слуху у кожної людини протягом останніх щонайменше 10 років. Блокчейн є лише одним зі

способів імплементації технології розподіленого реєстру. Із врахуванням цієї доволі технічної інформації, Європейський Союз застосував більш широке поняття при визначенні «криптоактиву». Тим не менш, щоби забезпечити довгострокове успішне регулювання правовідносин, законодавці ЄС додали згадку про «аналогічні». На нашу думку, буде перебільшенням сказати, що дефініція Регламенту MiCA є значно ширшою за визначення, що було використане FATF. Регламент MiCA прямо згадує про «цифрове вираження ... права». Цей аспект також дозволяє охоплювати не виключно криптовалюти, а інші види віртуальних активів, як таких, що можуть мати інвестиційну функцію, так і тих, що можуть надавати право на доступ до якогось сервісу чи послуги. В цьому регламенті, власне й наводяться визначення декількох основних видів криптоактивів оскільки воно охоплює не лише платіжні інструменти, а й інвестиційні та утилітарні токени.

Порівняльний аналіз наведених дефініцій дозволяє виокремити спільні ознаки віртуальних активів, визнані різними регуляторами: нематеріальний (цифровий) характер існування; здатність виражати вартість; можливість передачі та зберігання в електронній формі; функціонування на основі криптографічних технологій або технології розподіленого реєстру – в даному випадку робимо широкий висновок, оскільки MiCA вже застосовується в державах-учасниках ЄС. Разом з тим, ми не можемо сказати, що відмінності у підходах до визначення віртуальних активів є надзвичайно великими. Вони полягають здебільшого у тому, чи робить регулятор прив'язку до конкретної технології, на основі якої відбувається обіг віртуальних активів.

Віртуальні активи як об'єкт фінансового права.

Визначення місця віртуальних активів у предметі фінансового права потребує звернення до доктринальних засад цієї галузі. Як зазначають О. О. Кудь, М. П. Кучерявенко та Є. М. Смичок, «суспільні відносини, пов'язані із обігом віртуальних валют, мають комплексний характер, що передбачає як регулювання їх засобами приватного та публічного права, так і виділення окремих аспектів цих відносин як

предмета цивільного, господарського та фінансового права.» [6, с. 165] Хоча ці науковці розглядають один із видів віртуальних активів, а саме, віртуальні валюти, вони дуже влучно підкреслюють комплексність явища віртуальних активів.

У зв'язку із цим необхідно звернутись до фундаментального питання предмету фінансового права. Наприклад, Кучерявенко М. П. відносить до предмету фінансового права виключно відносини, що регулюють рух публічних фінансів, які утворюються у зв'язку з функціонуванням державних фінансів, фінансів територіальних громад.[7, с. 19] За іншим визначенням предметом фінансового права є суспільні відносини, що виникають з приводу формування та контролю публічних фінансових ресурсів у процесі діяльності держави та органів місцевого самоврядування.[8, с. 44] Із наведених визначень, можемо вивести ключову ознаку – суспільні відносини, що належать предмету регулювання фінансового права мають виникати і виникають саме з приводу публічних фінансових ресурсів, їхнього руху та розподілу. Отже, необхідно зрозуміти, як саме віртуальні активи та їхній обіг входять у предмет фінансового права.

Віртуальні активи входять у сферу фінансово-правового регулювання через кілька каналів. По-перше, операції з віртуальними активами породжують податкові зобов'язання, що є основою та, можна сказати, основним інтересом будь-якого регулятора у сфері фінансово-правового регулювання. Дохід від операцій з віртуальними активами підлягає оподаткуванню. Активи, хоча й віртуальні за формою свого існування, наразі мають чітко визначення вираження у формі реальних ресурсів. А будь-яке таке вираження можна перевести у валютний аналог – тобто в реальні гроші. Це у свою чергу це зумовлює необхідність встановлення на рівні фінансового законодавства механізмів обліку доходів та збитків, їхнього декларування та стягнення належних платежів у публічні фонди. По-друге, діяльність суб'єктів ринку віртуальних активів потрапляє під сферу фінансового контролю та нагляду. Анонімна природа операцій з віртуальними активами створює високі ризики здійснення фінансових злочинів як, наприклад, відмивання коштів чи

фінансування тероризму, що наносять шкоду та дестабілізують державний устрій. Тому регулятори встановлюють зобов'язання суб'єктів фінансового моніторингу, а уповноважені державні органи здійснюють контроль за виконанням таким обов'язків. По-третє, віртуальні активи все частіше використовуються як інструменти залучення фінансування (через механізм первинного розміщення токенів — ICO), що зближує їх з об'єктами ринку капіталів.

З позиції цивільного права віртуальні активи відповідають ознакам об'єктів цивільних прав, визначених у статті 177 Цивільного кодексу України від 16.01.2003 № 435-IV (зі змінами та доповненнями).[9] Водночас їх подвійна природа — як об'єктів цивільного обороту і як об'єктів, що породжують фінансово-правові наслідки (оподаткування, фінансовий моніторинг, валютне регулювання), — зумовлює міжгалузевий характер їх правового режиму. Податковий кодекс України від 02.12.2010 № 2755-VI[10] на момент прийняття Закону про віртуальні активи не містив і осі не містить спеціальних норм щодо оподаткування операцій із цими об'єктами, що засвідчує відставання фінансового законодавства від потреб практики.

Класифікація віртуальних активів.

Різноманітність віртуальних активів, що існують на сучасному ринку, вимагає їх систематизації за юридично значущими критеріями. Загалом фінансові активи можна класифікувати на наступні категорії.

Криптовалюти. Першою та найбільш відомою категорією є криптовалюти — децентралізовані цифрові валюти, що функціонують на основі технології розподіленого реєстру та призначені переважно для використання як засіб обміну та платежу. Класичним прикладом є Bitcoin. З фінансово-правової точки зору криптовалюти створюють найбільші виклики для регуляторів, оскільки вони претендують на виконання функцій грошей, не будучи при цьому законним платіжним засобом жодної держави.

Стейблкоїни (стабільні монети). Другу категорію становлять стейблкоїни — віртуальні активи, вартість яких прив’язана до одного або кількох базових активів (фіатних валют, товарів, інших криптоактивів або кошика активів). Європейський центральний банк у спеціальному дослідженні виокремлює кілька підвидів стейблкоїнів: забезпечені фіатними валютами, забезпечені криптовалютами та алгоритмічні стейблкоїни.[11, с. 10] З позиції фінансового права стейблкоїни займають особливе місце, оскільки деякі з них за своїми функціональними характеристиками наближаються до електронних грошей. Регламент MiCA запровадив для стейблкоїнів окремий правовий режим, виокремивши «токени, прив’язані до активів» (asset-referenced tokens) та «токени електронних грошей» (e-money tokens), встановивши для кожної підкатегорії диференційовані вимоги щодо резервів, ліцензування та нагляду.

Утилітарні токени. Третя категорія охоплює утилітарні токени — цифрові активи, що надають їх власнику право доступу до певного товару, послуги або платформи. На відміну від криптовалют, утилітарні токени не призначені для використання як засіб платежу чи інвестиційний інструмент, хоча на практиці межа між цими функціями часто є нечіткою. Регулятори різних країн по-різному підходять до кваліфікації утилітарних токенів. Європейський парламент у спеціальному дослідженні, підготовленому Р. Хубеном та А. Снайерс, констатував, що межа між утилітарними та інвестиційними токенами є одним із найскладніших питань у сфері регулювання криптоактивів.[12, с. 20-22] В Україні Закон «Про віртуальні активи» не виокремлює утилітарні токени як окрему категорію, натомість відносить їх до загальної категорії «незабезпечених віртуальних активів», що критикується вітчизняними дослідниками як недостатньо диференційований підхід. Зокрема, С. О. Грицай, аналізуючи правову сутність дефініції «віртуальні активи» у Законі 2074-IX, доходить висновку, що правова недосконалість поняття та правової природи віртуальних активів сприятиме непорозумінням у

правозастосовній діяльності, та пропонує уточнити визначення через категорію «інформація» у статті 200 Цивільного кодексу України.[13, с. 248]

Токенізовані активи (security tokens). Четверту категорію становлять токенізовані активи або токени цінних паперів — цифрові активи, які засвідчують права, аналогічні правам з традиційних цінних паперів: право на частку прибутку, право голосу, право на дивіденди або борговий зобов’язання. Слід зазначити, що у вітчизняній правовій доктрині проблема відсутності системного правового регулювання обігу віртуальних активів загалом досліджується досить активно. Зокрема, Т. Гудіма, В. Устименко, Р. Джабраїлов та О. Черних обґрунтовують, що існування зон невизначеності у сфері обігу віртуальних активів є неприпустимим для правової держави, а відставання в правовому регулюванні є очевидним, зокрема через відтермінування набрання чинності Закону про віртуальні активи.[14, с. 145] Токенізація активів — процес перетворення прав на реальні або фінансові активи у цифрові токени на блокчейні — розглядається як один з найперспективніших напрямків розвитку фінансових ринків. З позиції фінансового права токенізовані активи створюють специфічні виклики, оскільки потребують узгодження двох правових режимів: режиму віртуальних активів та режиму цінних паперів.

Невзаємозамінні токени (NFT). Окремої уваги заслуговують невзаємозамінні токени — унікальні цифрові активи, що засвідчують право власності на цифровий або фізичний об’єкт. На відміну від криптовалют і стейблкоїнів, кожен NFT є унікальним і не може бути замінений іншим еквівалентним токеном. Правовий статус NFT залишається дискусійним: залежно від конкретних характеристик вони можуть кваліфікуватися як утилітарні токени, як засвідчення прав інтелектуальної власності або навіть як цінні папери.

Місце віртуальних активів у системі об’єктів цивільних та фінансових прав.

Визначення місця віртуальних активів у системі об’єктів права є ключовим теоретичним питанням, від вирішення якого залежить вибір моделі правового регулювання. Український законодавець обрав підхід, згідно з яким віртуальні

активи визнаються нематеріальним благом, а не річчю, грошима чи цінним папером. Такий підхід має як переваги, так і недоліки. З одного боку, він дозволяє уникнути необхідності перегляду базових категорій цивільного права. З іншого боку, кваліфікація віртуального активу як нематеріального блага не повністю відображає його економічну сутність, адже віртуальні активи мають вартість, можуть бути предметом купівлі-продажу та володіють ознаками оборотоздатності, що зближує їх з майновими правами. У контексті фінансового права віртуальні активи можуть розглядатися як специфічний об'єкт фінансових правовідносин, що характеризується такими ознаками: здатність генерувати фінансові потоки та породжувати податкові зобов'язання; залученість до сфери фінансового моніторингу та контролю; потенційне значення для фінансової стабільності (особливо стейблкоїни системного значення); використання як інструменту залучення капіталу. Найбільш широкого розповсюдження набув функціональний підхід, наприклад, Швейцарський регулятор фінансових ринків одним із перших запропонував триелементну класифікацію токенів (платіжні, утилітарні, інвестиційні), яка згодом стала основою для більшості національних та міжнародних класифікацій.[15]

Віртуальні активи у системі фінансового моніторингу.

Окремим аспектом фінансово-правового статусу віртуальних активів є їх місце у системі запобігання та протидії відмиванню доходів, одержаних злочинним шляхом. Пункт 8 частини 2 статті 6, абзац 5 частини 4 статті 11, стаття 14 Закону України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення» від 06.12.2019 № 361-IX (зі змінами та доповненнями) (далі — Закон про ПВК/ФТ) включає операції з віртуальними активами до переліку фінансових операцій, що підлягають фінансовому моніторингу. Це означає, що суб'єкти ринку віртуальних активів зобов'язані здійснювати ідентифікацію та верифікацію клієнтів, повідомляти про підозрілі

операції та зберігати відповідну документацію. Включення віртуальних активів до системи фінансового моніторингу є важливим кроком у напрямку їх інтеграції до правового поля. Водночас це породжує нові проблеми, пов'язані з технічними особливостями функціонування децентралізованих систем: складність ідентифікації учасників транзакцій, можливість використання анонімних гаманців, транскордонний характер операцій. Ці виклики потребують розробки специфічних правових механізмів, адаптованих до технологічних особливостей віртуальних активів.

Токенізація як нова парадигма фінансових правовідносин.

Окремо слід зазначити, що процес токенізації активів фундаментально змінює саму структуру фінансових правовідносин. В. Чижиков зауважує, що в Україні, хоч вже й відбувається обіг віртуальних активів, відсутня належна регуляторна інфраструктура, важлива для суб'єктів господарювання. Наприклад, стандарти бухгалтерського обліку значно відстають від сучасних технологій і не передбачають порядку обліку віртуальних активів.[17, с. 143] З фінансово-правової точки зору це також означає необхідність переосмислення традиційних категорій: суб'єктного складу фінансових правовідносин (поява децентралізованих автономних організацій), механізмів фінансового контролю (адаптація до нових технологічних реалій) та форм правового регулювання (перехід від інституційного до функціонального підходу).

З'ясування юридичної природи віртуальних активів є фундаментальною передумовою для побудови ефективного фінансово-правового регулювання. Аналіз національного законодавства, міжнародних стандартів FATF та європейського Регламенту MiCA демонструє концептуальну єдність у визначенні базових ознак цих інструментів. До таких ознак належать: цифрова (нематеріальна) форма існування, здатність виражати вартість або засвідчувати права, а також здатність до електронного обігу на базі криптографічних технологій або технології

розподіленого реєстру. Відмінності у нормативних дефініціях здебільшого зводяться до ступеня їхньої технологічної нейтральності.

У контексті фінансового права віртуальні активи мають комплексну природу. Їхня інтеграція у предмет фінансово-правового регулювання відбувається через три ключові напрями: виникнення податкових зобов'язань за результатами операцій з активами, обов'язкове підпорядкування діяльності суб'єктів ринку вимогам державного нагляду та фінансового моніторингу, а також використання токенів як інструментів залучення капіталу. Подвійний статус віртуальних активів (як об'єктів цивільного обороту та одночасно тригерів фінансово-правових наслідків) зумовлює необхідність міжгалузевого регулювання, ефективність якого наразі стримується відставанням вітчизняного податкового законодавства.

Багатоманітність економічних функцій віртуальних активів обґрунтовує застосування функціонального підходу до їхньої класифікації. За цільовим призначенням та механізмом формування вартості на ринку чітко виокремлюються криптовалюти, стейблкоїни (з можливою диференціацією залежно від об'єкта забезпечення), утилітарні токени, токенізовані активи та невзаємозамінні токени. Кожна категорія генерує специфічні виклики для публічних фінансів та потребує диференційованого регуляторного режиму.

Законодавче закріплення за віртуальними активами статусу нематеріального блага сприяє їхній інтеграції у чинну правову систему без кардинальної зміни традиційних цивілістичних конструкцій, хоча й не повною мірою розкриває їхню економічну сутність. Водночас підпорядкування операцій із віртуальними активами правилам у сфері ПВК/ФТ є ключовим кроком до їхньої легалізації. Разом із цим, глобальний процес токенізації вимагає концептуального переосмислення фінансових правовідносин, що передбачає адаптацію стандартів бухгалтерського обліку, модернізацію контрольних механізмів та остаточний перехід до функціонального підходу в регулюванні децентралізованих систем.

1.2.Гене́за та еволю́ція фінансово-правового регулювання ринку віртуальних активів

Становлення фінансово-правового регулювання віртуальних активів є відносно новим, проте надзвичайно динамічним процесом, що нерозривно пов'язаний з технологічним розвитком та трансформацією фінансових ринків. Розуміння генези цього регулювання має принципове значення для оцінки сучасного стану правового забезпечення обігу віртуальних активів та визначення перспективних напрямків його вдосконалення. Еволюція фінансово-правового регулювання ринку віртуальних активів охоплює декілька послідовних етапів, кожен з яких характеризується специфічними викликами та правовими відповідями на них.

Технологічні передумови та дорегуляторний період (1980–2012).

Щоби знайти інформацію про технологічні витоки та походження концепції криптовалют, не потрібно надзвичайно глибоко копати. Інформаційний бум довкола цієї сфери має наслідком надлишок інформації на абсолютно різноманітних ресурсах: починаючи від статей у ЗМІ різного калібру а достовірності, закінчуючи самими акторами у сфері криптовалют та інвестицій. Так чи інакше, у пошуках інформації про зародження криптовалют можна прийти до імені Девід Чаум.[18] Ім'я цієї людини фігурувало у дослідженнях вітчизняних науковців, але не в контексті криптовалют та віртуальних активів. Девіда Чаума згадують у контексті питання виникнення та розвитку електронних грошей. Наприклад, Поштаренко О. В. у своїй статті, присвяченій зародженню електронних грошей, дуже детально описує історію першого проєкту Д. Чаума DigiCash, що був першим проєктом електронних грошей.[19, с. 96-97] Проте в контексті віртуальних активів великий інтерес викликає ідея «сліпих цифрових підписів», яку Девід Чаум висловив та описав ще у 1983 році в короткому документі на 4 сторінки.[20] Концепція полягала у тому, щоби використовувати криптографічні підписи тріади

«платник»-«банк»-«отримувач» таким чином, щоби жодна зі сторін, не знала хто саме проводить платіж. За допомогою свого приватного цифрового підпису платник формував пакет даних, який далі підписував банк. Підпис банку знімав із пакету даних підпис платника, але лишав цей пакет даних свідченням, що банк дійсно зарахує гроші (банк визнає своє зобов'язання). Будь-який отримувач такого пакету даних міг підписати своїм приватним ключем такий пакет даних, що зараховували визначену в цьому пакеті суму на банківський рахунок отримувача. В цій моделі одразу кидається в очі, якщо порівнювати її з поширеним через канали масової інформації образом децентралізованої системи цифрових платежів. В початковій моделі Чаума функцію валідації платежу виконував централізований банк, а за технологією розподіленого реєстру цю функцію виконують самі користувачі мережі, доходячи консенсусу, що транзакція дійсно була здійснена саме від особи А до особи Б, а не в іншому порядку.

Протягом наступних двох десятиліть Д. Чаум робив щонайменше дві спроби розвинути свою концепцію. Першою спробою було створення електронних грошей DigiCash. Ідея була дуже амбітною і йому навіть вдалось долучити до проєкту один із найбільших банків Європи – Deutsche Bank, а також фінляндський банк Mirita Bank. Механізм дії цих електронних грошей підсумували у наступним чином: «... користувачі могли скачувати собі на комп'ютер цифрові монети, списуючи кошти з власного банківського рахунку. Монети потім можна було би використовувати для оплати товарів через Інтернет.»[21] Девід Чаум розвинув проєкт DigiCash у eCash і співпрацював у його поширенні та використанні ще й з американськими банками.[18] Втім ці проєкти не знайшли широкої підтримки серед саме користувачів послуг банків. З цих причин Deutsche Bank відмовився від підтримки та розвитку проєкту, а останнім «цвяхом» стала відмова єдиного банку, що надавав послуги із eCash, від подальшої підтримки проєкту. В результаті компанія збанкрутувала.[22] Втім цей проєкт Девіда Чаума має щонайменше два наслідки – 1) започаткування концепції електронних грошей та 2) один із прекурсорів

криптовалют та віртуальних активів загалом – ідея платежів, що не використовують готівку, але забезпечують той же рівень анонімності, коли ні платника, ні отримувача платежу не можна відслідкувати один до одного.

Наступний концептуальним кроком у технологічній еволюції ідеї віртуальних активів, стала винайдена функція Hashcash. У 1997 році Адам Бек концептуалізував використання алгоритму «proof-of-work».[23] «Proof-of-work» дослівно перекладається як «доказ роботи». Це принцип, за якого для підтвердження автентичності необхідно провести математичний обрахунок криптографічної хеш функції (hashcash function). На той час центральним процесором комп'ютера (бо на момент опису концепту це був єдиний гарантовано наявний обчислювальний процесор в будь-якому комп'ютері, що мав доступ до інтернету) витрачається обчислювальна потужність і виконується робота. Саме цей сутнісний процес пояснює походження назви «доказ роботи». Проте первинною ідеєю використання такої функції був захист електронної пошти від спаму. Тобто, користувачі електронної пошти мали використовувати свій процесор аби створити унікальний ідентифікатор, що супроводжує електронного листа. Наявність такого ідентифікатора була гарантією, що електронний лист не є спамом чи фішинговим листом, що значно підвищувало безпечність електронних комунікацій. Вклад HashCash у розвиток віртуальних активів можна полягає у створенні функції, яка лежить в основі механізму досягнення консенсусу частинами розподіленого реєстру щодо порядку здійснених транзакцій.

У 1998 році було концептуалізовано систему науковець у сфері криптографії Вей Дай концептуалізував систему цифрових грошей під назвою b-money. Нові одиниці цієї валюти мали створюватись за рахунок розв'язування математичних задач комп'ютери користувачів цієї мережі. Як бачимо, тут теж закладено концепт «доказу роботи». Проте ніяк не вирішувалась проблема визначення вартості такої цифрової валюти. Автор описував дві концепції.[24] За першою, перед початком розв'язку математичної проблема, усі учасники мережі, що мали брати участь у

розв'язку, мали домовитись про прив'язку вартості до реального показника. У цій концепції автор прив'язувався до вартості стандартної корзини товарів. Наприклад, якщо комп'ютер витрачає 100 годин на найбільш економний розв'язок задачі і ці 100 годин коштують вартість трьох стандартних корзин товарів, то кожен учасник має перерахувати першому комп'ютеру, що передав розв'язок задачі, три монетарні одиниці. Із цієї концепції, ні перший, ні на n-ий наш погляд не зрозуміло, яка ж буде тоді вартість згенерованої валюти. За другою концепцією, повинен був існувати окремий період створення цифрової валюти. Вартість безпосередньо валюти мала визначатись на аукціоні. Проте цей аукціон не прив'язувався до реальної валюти, хоча спосіб прив'язки до реальної вартості був. На етапі планування усі учасники мали домовитись, хто яку кількість b-money хоче створити. Далі кожен учасник робив ставку «кількість b-money, що він створить» + «математична задача, яку він розв'язуватиме». Після розв'язування задач, кожен власник рахунку в b-money відраховує винагорода тим, хто робив ставки та розв'язував задачі. Прив'язка до реальної вартості в такому підході відбувалась тяж через кількість витрачених ресурсів обчислювальних машин на розв'язування задач. Найпростіше припущення – вартість власне техніки + вартість електроенергії, що витратили. Чим важча задача – тим довше її розв'язувати і тим дорожча реальна вартість кожної одиниці b-money. Втім, вся ідея b-money лишилась виключно ідеєю, але з неї можна виокремити наступний елемент, важливий для «вибуху» віртуальних активів – винагорода для учасників мережі, що беруть участь в обчисленнях для забезпечення діяльності цієї мережі.

Наступною концепцією, що зробила внесок у генезу Bitcoin та початку широкого явища віртуальних активів загалом, стала BitGold, яку описав у 2005 році Нік Сабо.[25] Пан Сабо також був визначним спеціалістом у сфері криптографії, але окрім цього мав ще й юридичну освіту. BitGold об'єднував в собі наступні елементи: «доказ роботи», розподілений реєстр, необхідність проведення математичних обрахунків для проведення та підтвердження транзакцій. Визначна

риса цього концепту – визнання можливості отримання «інвестиційного» доходу на вторинному ринку особами, що оригінально докладали ресурсів для отримання нових одиниць валюти. Якщо подивитись на ситуації нині, то основний інтерес до віртуальних активів саме на вторинному ринку, а ціна на ньому визначається попитом та пропозицією, що формується на біржах. Втім, досі не було однозначного механізму досягнення консенсусу у мережі розподіленого реєстру щодо послідовності здійснення транзакцій за певний проміжок часу.

Ситуація кардинально змінилася наприкінці 2008 року, коли на тлі глобальної фінансової кризи невідома особа або група осіб під псевдонімом Сатоші Накамото опублікувала концептуальну роботу, що описувала децентралізовану систему електронних платежів.[1] У січні 2009 року було запущено мережу Bitcoin, що ознаменувало початок нової ери в історії фінансових технологій. Bitcoin продемонстрував можливість існування платіжної системи, що функціонує без довіри до централізованого посередника, використовуючи натомість математично верифікований консенсус.

Перший період існування Bitcoin (2009–2012) характеризувався практично повною відсутністю правового регулювання. Держави та фінансові регулятори переважно не усвідомлювали масштаб та потенціал нового явища. Перші спроби інституційного аналізу з'явилися лише у 2012 році, коли Європейський центральний банк опублікував доповідь «Virtual Currency Schemes».[26, с. 13] Заради достовірності дискусії, Європейський центральний банк розглядав поняття віртуальних валют, які визначав як «тим нерегульованих, цифрових грошей, які емітуються і зазвичай контролюються їхніми розробниками, а використовуються та приймаються учасниками певної віртуальної спільноти». На той момент серед віртуальних активів саме криптовалюти були найбільш поширеними, тому їх можна вважати одними з центральних об'єктів дослідження. Віртуальні активи як об'єкт нашого дослідження за дослідженням ЄЦБ можна віднести до віртуальних валют із двостороннім потоком. Двосторонність потоку означає, що існують обмінні

майданчики із курсом купівлі та продажу, а також їх приймають як для купівлі віртуальних товарів, так і для купівлі товарів реальних. Втім, на віртуальні активи не поширювався режим електронних грошей, адже був відсутній централізований механізм регулювання, а також посередник у вигляді банку або ліцензованої фінансової установи, що гарантував відповідність електронних грошей реальним грошам у співвідношенні 1 до 1. Ця доповідь стала першим значним документом інституційного рівня, що привернув увагу до правових та економічних аспектів криптовалют.

Перші спроби правового реагування (2013–2016).

Початок другого етапу еволюції регулювання пов'язаний зі стрімким зростанням курсу Bitcoin у 2013 році, що привернуло увагу широкої громадськості та регуляторів. У березні 2013 року Мережа з протидії фінансовим злочинам Міністерства фінансів США (FinCEN) видала настанови щодо застосування банківського законодавства до осіб, які здійснюють операції з віртуальними валютами.[27] FinCEN також видає оперувала поняттям «віртуальні валюти» та розмежовувала їх від реальних грошей щонайменше відсутністю статусу законного засобу платежу. Конкретно ці настанови стосувались «конвертованих віртуальних валют», тобто таких віртуальних активів, що можна конвертувати у реальні законні засоби платежу. Цей документ визначав наступних суб'єктів у сфері обігу віртуальних активів: користувачі, обмінники та адміністратори. Користувачі набувають віртуальні активи для придбання товарів або послуг. Обмінники визначались як особи, що залучені у бізнес обміну віртуальної валюти на реальну валюту, кошти або інші віртуальну валюту. Адміністратором визначали особу, що залучена до діяльності емісії (введення в обіг) віртуальної валюти, і як має повноваження вивести з обігу таку віртуальну валюту. Обмінники та адміністраторів було визнано «передавачами грошей», що в результаті поширювало на них вимоги законодавства у сфері протидії відмиванню коштів та фінансування тероризму (фінмоніторингу). Підставою стало те, що визначення передавача коштів

не розрізняло «віртуальні валюти» та «реальні валюти». Приймання та передавання будь-чого, що має вартість і слугує заміником коштів, є послугою із передавання коштів. і підпали під вимоги щодо реєстрації та протидії відмиванню коштів.[27, с. 2-3] Таким чином регуляторні органи США врегулювали питання суб'єктного складу відносин, що пов'язані із віртуальними активами, а також їх зобов'язань у сфері фінансового моніторингу.

Наступним не вирішеним до кінця питанням лишалось застосування податкового законодавства до віртуальних активів, адже вони слугували виразникам вартості, засобом платежу. Відповідно, проведення операцій із ними може породжувати податкові наслідки для усіх суб'єктів, залучених у їх обіг. У 2014 році Служба внутрішніх доходів США випустила повідомлення, згідно з яким конвертовані віртуальні валюти кваліфікувалися як «майно» для цілей федерального оподаткування.[28] Такий підхід визначив базову модель оподаткування операцій з криптовалютами. Конкретно для конвертованих віртуальних валют застосовувався режим, подібний до цінних паперів. Ключова причина – механізм визначення вартості віртуальних валют. Їхня вартість визначалась на відкритих ринках здебільшого співвідношенням попиту та пропозиції на них. Відповідно, база оподаткування визначалась за обмінним курсом на момент придбання валют та на момент її продажу. Таким чином, якщо віртуальна валюта знецінювалась, платник податків міг декларувати збиток і зменшувати свою базу оподаткування. Якщо вартість валюти збільшувалась, то платник податків мав декларувати прибуток від зміни курсу віртуальної валюти на момент її продажу.[28, с. 3-4]

На європейському континенті ключовою подією стало рішення Суду Європейського Союзу у справі Hedqvist (C-264/14) від 22 жовтня 2015 року.[29] У цій справі податковий орган Швеції вимагав обкладати податком на додану вартість операції, що проводив пан Хедквіст, з обміну реальної валюти на біткоїн та навпаки. Суд вдався до аналізу природи біткоїну та операцій з його обміну. Суд визначив,

що біткоїн є віртуальною із двонаправленим потоком (її можна обміняти на реальні кошти, а також можна купувати реальні товари та послуги). В ході аналізу, суд відмітив складність таких операцій та їхню подібність до операцій з обміну банківських купюр та монет, що є законними платіжними засобами. Такі операції були прямо виключені з об'єктів оподаткування ПДВ згідно зі статтею 135 Директиви про ПДВ (2006/112/ЕС від 28 листопада 2006 року). Оскільки винагорода за надання цієї послуги сильно прив'язана до об'єкта операції, це створює великі проблеми із визначенням бази оподаткування ПДВ та його адміністрування. Виходячи із цих міркувань, суд визнав, що операції з обміну біткоїну на реальну валюту та навпаки виключені з оподаткування ПДВ.[29, абз. 51-57] було визначено, що обмін традиційних валют на Bitcoin звільняється від ПДВ як фінансова послуга. Це рішення було прецедентом, адже прирівняло Bitcoin (віртуальну конвертовану валюту) до традиційних валют для цілей оподаткування ПДВ.

На міжнародному рівні ФАТФ у 2014 році опублікувала першу доповідь щодо віртуальних валют. Доповідь була присвячена типології віртуальних валют, ризикам, які породжують віртуальні валюти, а також висвітлювала окремі випадки правопорушень, що використовували віртуальні валюти. Основні ризики полягають у розповсюдженні та спрощенні відмивання коштів та фінансування тероризму. Основоположні ідеї анонімності та децентралізації спричиняють якраз і створюють умови для зростання цих ризиків. Відсутність необхідності з'явитись особисто для проведення платежу послаблює можливість контролю за джерелом походження коштів, а також за тими особами, що беруть участь у переказі коштів. На додачу, децентралізованість як принцип забезпечення довіри до історії транзакцій дозволяє розпорошувати усіх учасників мережі, які створюють платіжну інфраструктуру між багатьма державами. Це створює надзвичайно складну структуру, яку майже неможливо дослідити наскрізь ззовні.[30, с. 9-10] Ця доповідь заклала основу для

подальшого включення віртуальних активів до глобальної системи протидії відмиванню коштів.

Етап «ІСО-буму» та активізації регулювання (2017–2019).

Третій етап еволюції регулювання пов'язаний із феноменом первинного розміщення токенів, який набув масового характеру у 2017–2018 роках. За підрахунками Д. Цече, Р. Баклі та Д. Арнера, обсяг коштів, залучених через ІСО у цей період, перевищив 70 мільярдів доларів США.[31, с. 2] Дослідники доволі глибоко аналізували вибірку первинних розміщень токенів, що відбулись на той момент протягом 20 місяців до виходу статті. Дослідники звертають увагу, що майже всі розміщувані токени використовували лакуни в законодавстві або відверто оперували в сірих зонах.[31, с. 11] Існування таких сірих зон та відсутність спеціальних вимог до процедури первісного розміщення токенів, викликало найбільший ризик – асиметрію інформації. Особи, що розміщували, публікували білу книгу (white paper), яка мала на меті описати, як саме функціонуватиме токен, куди направлятимуться кошти і будь-яку іншу інформацію важливу для осіб, що вкладали кошти. Проблема ж полягала в тому, що не існувало жорстких вимог до змісту книги та детальності розкриття інформації в ній. В результаті більшість таких білих книг мітили виключно опис дії технології і нічого більше.[31, с. 15]

Ключовою подією стало рішення Комісії з цінних паперів та бірж США у справі The DAO (липень 2017 року). The DAO створили токен, який продавали в обмін на інший віртуальний актив. Проте основною їхньою обіцянкою було надавати у майбутньому прибуток власникам токенів DAO пропорційно до кількості токенів, якою вони володіють. Власники токенів могли брати участь у голосуваннях та отримували право на винагороди. Крім того, DAO мала інвестувати отримані віртуальні активи у нові проєкти і в результаті генерувати прибутки для власників токенів DAO.[32, с. 4-6] Комісія з обміну цінних паперів застосувала до цих обставин давно усталений тест Хауї (Howey): “наявність інвестицій у спільне підприємство, що базується на обґрунтованому очікуванні прибутку від

підприємницьких або управлінських зусиль інших осіб”. Комісія встановила, що токени, емітовані організацією The DAO, є цінними паперами відповідно до тесту *Howey* та підпадають під вимоги федерального законодавства про цінні папери.[32, с. 11-13]

Реакції різних юрисдикцій на ICO-бум суттєво відрізнялися. У вересні 2017 року Народний банк Китаю повністю заборонив проведення ICO. Ця установа категоризувала первісні розміщення токенів як «заборонені інструменти збору коштів», що можуть включати в себе фінансове шахрайство та піраміди, що «серйозно порушують фінансовий та економічний порядок». Окрім того, він зобов’язав ініціаторів таких компаній повернути кошти, що вже були залучені таким чином.[33]

Швейцарський орган нагляду за фінансовим ринком у лютому 2018 року опублікував настанови щодо ICO.x Цей орган запровадив триелементну класифікацію токенів. Основним критерієм стали мета, з якою створювались токени, а також чи такі токени вже можна обмінювати або передавати.[15]

Платіжні токени – можуть із часом розвивати потрібний функціонал та прийматись як засіб платежу – для цих токенів застосовувались стандарти фінансового моніторингу для протидії відмиванню коштів та фінансуванню тероризму;

Утилітарні токени – токени, що створені для надання цифрового доступу до додатку або сервісу – на ці токени поширювався режим цінних паперів, тільки якщо вони повністю або частково могли використовуватись як інвестиційні інструменти;

Токен, прив’язаний до активу, або інвестиційний токен – представляють активи, такі як участь у реальних фізичних базових активах, компаніях або потоках доходів, або право на дивіденди чи виплати відсотків – до цих токенів застосовувались вимоги законодавства про цінні папери. За своєю економічною функцією токени аналогічні акціям, облігаціям або деривативам.

Формування комплексних регуляторних режимів (2018–2023).

Четвертий етап характеризується переходом від фрагментарного реагування до побудови цілісних регуляторних режимів. У Європейському Союзі першим кроком стало прийняття П'ятої директиви про протидію відмиванню коштів у травні 2018 року (Директива (ЄС) 2018/843 Європейського Парламенту та Ради від 30 травня 2018 року, яка вперше поширила вимоги щодо ідентифікації клієнтів та повідомлення про підозрілі операції на криптовалютні біржі та провайдерів гаманців. Необхідно зазначити, що включення віртуальних активів до системи протидії відмиванню коштів стало поворотним моментом у легітимізації індустрії. Кульмінацією четвертого етапу стало прийняття Регламенту МіСА травня 2023 року. МіСА являє собою перший у світі комплексний законодавчий акт, що встановлює цілісний правовий режим для емісії та обігу криптоактивів.

Формування фінансово-правового регулювання віртуальних активів — це триваючий динамічний процес, у якому наразі можна виокремити чотири ключові етапи, що відображають поступовий перехід від доктрини невтручання до запровадження комплексного державного контролю.

Перший (дорегуляторний) етап (1980–2012 роки) характеризується зародженням концептуальних та технологічних передумов децентралізованих систем (криптографічні підписи, алгоритм доказу роботи) та запуском мережі Bitcoin. Правове регулювання у цей період було відсутнім, а дії наднаціональних інституцій обмежувалися виключно теоретичним аналізом нового явища та спробами його термінологічного визначення.

Другий етап (2013–2016 роки) відзначився першими фрагментарними реакціями регуляторів на зростання популярності криптовалют. Національні органи та міжнародні організації (зокрема, FATF) почали формувати первинні підходи до класифікації суб'єктів ринку. Головним досягненням цього періоду стало включення операцій із конвертованими віртуальними валютами до сфери фінансового моніторингу та формування базових принципів їхнього оподаткування

(кваліфікація як майна для цілей прямого оподаткування та звільнення від ПДВ операцій з їхнього обміну на фіатні гроші).

Третій етап (2017–2019 роки) був спровокований бумом первинного розміщення токенів (ICO) та виявленими у зв'язку з цим прогалинами у захисті інвесторів. Важливим прецедентом стало застосування класичного тесту для цінних паперів (тесту Howey) до інвестиційних токенів, що підпорядкувало їх жорстким вимогам законодавства про ринки капіталу. Загалом же реакція держав на ці виклики була полярною: від повної заборони механізмів ICO до запровадження функціональної трирівневої класифікації токенів (на платіжні, утилітарні та інвестиційні).

Четвертий етап (2018–2023 роки) ознаменувався розбудовою цілісних регуляторних режимів. Інтеграція криптобірж та надавачів гарантій до європейської системи запобігання відмиванню доходів стала ключовим кроком до легітимізації галузі. Кульмінацією цього процесу стало ухвалення Регламенту МіСА, який створив першу у світі комплексну правову базу, що системно регулює всі аспекти емісії та обігу криптоактивів на території ЄС.

1.3. Суб'єкти ринку віртуальних активів та їх правовий статус у системі фінансового контролю

Інституціоналізація ринку віртуальних активів та його інтеграція у традиційну фінансову систему об'єктивно вимагають формування чіткої системи суб'єктів, наділених специфічним правовим статусом. Перехід до екосистеми, в якій функціонують професійні інституційні посередники, зумовлює необхідність встановлення ефективного фінансового контролю з боку держави.

Для цілей фінансового права фундаментальним є розмежування учасників ринку на об'єкти контролю та суб'єкти владних повноважень (регулятори). Водночас сама екосистема віртуальних валют є надзвичайно складною та

багатогранною. У 2015 році Європейський центральний банк випустив нову доповідь, присвячену віртуальним валютам «Virtual Currency Schemes – further analysis». У цій доповіді банку визначив, що екосистема схем з віртуальними валютами складається з нових категорій суб'єктів, що раніше не були присутні у середовищі платежів. Там же надано перелік найбільш важливих акторів цієї нової екосистеми: [34, с. 7-8]

розробники (inventors) – створюють віртуальну валюту та розробляють технічну частину її мережі;

емітенти (issuers) – мають змогу генерувати одиниці віртуальної валюти;

майнери (miners) – особи, що часом працюють як група, які добровільно здійснюють комп'ютерні обчислення для валідації послідовності транзакцій;

надавачі процесингових послуг (processing service providers) – спрощують передачу одиниць від однієї особи до іншої;

кінцеві користувачі (users) – обирають придбати віртуальну валюту для придбання віртуальних чи реальних товарів та послуг від конкретних постачальників, для здійснення платежів між особами або надсилання грошових переказів, або для інвестиційних цілей, в тому числі, спекуляцій;

надавачів послуг гаманців (wallet providers) – пропонують цифровий гаманець користувачам для збереження їхніх криптографічних ключів віртуальної валюти та кодів для автентифікації транзакцій, ініціювання транзакцій та надання огляду історії їхніх транзакцій;

криптовалютні обмінники (exchanges) - пропонують користувачам торговельні послуги, вказуючи обмінні курси, за якими біржа купуватиме/продаватиме віртуальну валюту відносно основних валют (долар США, юань, єна, євро) або відносно інших віртуальних валют; та

торгові платформи (trading platforms) - функціонують як торгові майданчики, об'єднуючи покупців та продавців віртуальних валют, надаючи їм платформу, на якій вони можуть пропонувати та робити ставки між собою.

Кожен із цих учасників виконує свою унікальну функцію, проте далеко не кожен наділяється повноцінною правосуб'єктністю в межах системи державного фінансового моніторингу та контролю.

Незважаючи на цей звіт, до регулювання статусу суб'єктів ринку віртуальних активів вдалися тільки за декілька років. Із прийняттям Директиви (ЄС) 2018/843 у *acquis Communautaire* було введено термін «віртуальні валюти», а також «надавачі кастодіальних гаманців» у пп. (d) п. (2) ст. 1 цієї директиви. Крім того, пп. (d) п. (2) ст. 1 осіб, що залучені у послуги обміну між віртуальними валютами та фіатними валютами і надавачів кастодіальних гаманців було додано у перелік зобов'язаних осіб. Ця зміна означала, що надавачі послуг із віртуальними валютами та надавачі кастодіальних гаманців від того моменту були зобов'язані здійснювати фінансовий моніторинг операцій.

У 2019 році FATF оновили свої настанови для ризик-орієнтованого підходу, приділяючи особливу увагу постачальникам послуг, пов'язаних з обігом віртуальних активів. FATF визначили наступні види діяльності, що підпадають під діяльність постачальників послуг, пов'язаних з обігом віртуальних активів: [35, с.13-14]

- 1) обмін між віртуальними активами та фіатними валютами;
- 2) обмін однієї або більше формами віртуальних активів;
- 3) передача віртуальних активів;
- 4) зберігання та/або адміністрування віртуальних активів або інструментів, що дають контроль над віртуальними активами; та
- 5) участь у та надання фінансових послуг, пов'язаних із розміщенням, що здійснює емітент, та/або продажі віртуальних активів.

Якщо співвідносити ці види діяльності із суб'єктами, що визначав Європейський центральний банку у 2015 році, то постачальники послуг, пов'язаних з обігом віртуальних активів, охоплюють діяльність криптовалютних обмінників, надавачів процесингових послуг, надавачів послуг гаманців та торгових платформ.

Вони фокусують у своїй діяльності більшість складових екосистеми віртуальних активів. Відповідно, підвищена увага до цих суб'єктів екосистеми не безпідставна. Для більшості суб'єктів постачальники послуг, пов'язаних з обігом віртуальних активів, є входною брамою у екосистему віртуальних активів. Відповідно, самі надавачі таких послуг – охоронці брами.

Із цих визначень суб'єктів можна виокремити три рівні. Перший рівень – це емітенти, які безпосередньо створюють пропозицію цифрових активів та несуть зобов'язання перед інвесторами. Другий рівень складають професійні постачальники послуг, пов'язаних з обігом віртуальних активів, (VASP), які виконують роль входу у систему віртуальних активів для користувачів та на яких покладається основний тягар здійснення первинного фінансового моніторингу. Третій рівень представлений державними регуляторами, які здійснюють нагляд, ліцензування та застосування заходів державного примусу за порушення фінансової дисципліни. Детальний аналіз правового статусу кожної з цих груп суб'єктів є необхідною передумовою для розуміння механізмів фінансово-правового регулювання цього новітнього ринку.

Емітенти віртуальних активів як первинні суб'єкти ринку та об'єкти нагляду.

Під емітентом у традиційному розумінні зазвичай мають на увазі юридичну особу, державу або муніципальне утворення, яке від свого імені випускає цінні папери або інші фінансові інструменти і несе зобов'язання за ними перед власниками. Перенесення цієї концепції на ринок віртуальних активів супроводжується значними доктринальними та практичними труднощами, зумовленими технологічною природою розподілених реєстрів. Зокрема, у випадку повністю децентралізованих криптовалют (таких як Bitcoin), емісія відбувається алгоритмічно, без участі жодного централізованого суб'єкта, який міг би взяти на себе юридичні зобов'язання. Відповідно, застосування традиційних інструментів фінансового контролю до таких "алгоритмічних емітентів" є неможливим.

У контексті українського правового поля проблема визначення статусу емітента є особливо актуальною. Кулик О. І. обґрунтовано зазначає, що чинний Закон про віртуальні активи має суттєві прогалини: він лише опосередковано згадує такого учасника ринку як емітент віртуальних активів (зокрема, у статтях 4 та 16), однак жодним чином не розкриває його зміст, права чи обов'язки [36, с. 84]. Відсутність легальної дефініції емітента створює юридичний вакуум, оскільки унеможлиблює ідентифікацію особи, до якої інвестори можуть пред'явити майнові вимоги, а органи державного контролю — застосувати санкції за порушення правил розкриття інформації.

Можна припустити, що законодавець ходів передати повноваження надати визначення емітента на регулятора, а саме на Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР). Якщо це правда, то таку логіку неможливо прийняти як правильну. Емітент як суб'єкт є основоположним для сфери віртуальних активів. Передавати його визначення на рівень підзаконного акту підвищує правову невизначеність у сфері, що й так має доволі волатильні тренди та швидкозмінне внутрішнє середовище. З іншої сторони, саме ця волатильність сфери може потребувати додаткової гнучкості у визначеннях, щоби регулювання встигало за реаліями.

Спробою вирішити цю термінологічну та концептуальну проблему була розробка законопроектів. Зокрема, проєкт Закону України про внесення змін до Податкового кодексу України та інших законодавчих актів України щодо врегулювання обороту віртуальних активів в Україні (№ 10225) та альтернативний йому законопроект (№ 10225-1) пропонували закріпити положення про те, що емітентом може бути виключно юридична особа [36, с. 85]. Такий підхід свідчив про намір законодавця уніфікувати статус емітента віртуальних активів із традиційними суб'єктами господарювання, що дозволить інтегрувати їх у загальну систему корпоративного та фінансового контролю. 2025 року на розгляді у Верховній Раді знаходиться законопроект № 10225-д.[37] Цей закон передбачає

значне переосмислення існуючого Закону про віртуальні активи, адже передбачає його викладення в новій редакції. Якщо говорити конкретно про тому варто звернутись до визначення «емітента», що пропонується в ньому. Згідно з п. 7 ч. 1 ст. 2 пропонованої редакції Закону про віртуальні активи, емітентом віртуальних активів пропонують визначити юридичну особу, у тому числі створену та/або авторизовану відповідно до законодавства іноземної держави, або інших учасників цивільних відносин відповідно до Цивільного кодексу України, що здійснює емісію віртуальних активів. Очевидно, що законодавець визнає можливість емісії віртуальних активів не тільки юридичними особами, але й іншими суб'єктами правовідносин. Тобто, законодавець не бере за основу принцип обмеження. Такі зміни однозначно сприяють покращенню регулювання випуску віртуальних активів. Крім того, пропонована нова редакція Закону про віртуальні активи врегульовує багато аспектів емітентів токенів, прив'язаних до активів. Розділ IV закону присвячений токенам з прив'язкою до активів: від моменту авторизації емітентів на випуск та публічну пропозицію таких токенів до подальших зобов'язань, що покладаються на емітента. Глава 2 Розділу IV детально врегульовує обов'язки емітентів – оприлюднення білої книги віртуальних активів, регулювання маркетингових повідомлень, обов'язки щодо зберігання власних активів. Втім всі ці положення актуальні та застосовні для централізованих токенів, коли існує один конкретний емітенти токenu з прив'язкою до активів.

Особливим викликом для фінансово-правового регулювання є поява децентралізованих автономних організацій (DAO), які фактично здійснюють емісію токенів та управління протоколами. Функціонально децентралізована автономна організація здатна виступати в ролі повноцінного провайдера послуг або емітента, виконуючи операції, притаманні корпораціям, але без створення формальної юридичної особи. [36, с. 84] Це створює безпрецедентну проблему для суб'єктів державного фінансового моніторингу, оскільки класичні механізми притягнення до юридичної відповідальності вимагають наявності ідентифікованого суб'єкта права,

а децентралізовані автономні організації можуть існувати як фактична корпорація, що складається із суб'єктів, розташованих в абсолютно різних юрисдикціях.

Не менш складною є правова кваліфікація діяльності майнерів. Чинне законодавства ніяк не адресує статусу майнерів у середовищі обігу віртуальних активів. Генерація нових блоків та створення нових віртуальних активів не входять до обсягу діяльності постачальників послуг, пов'язаних з обігом віртуальних активів, ні за визначеннями FATF, ні за визначенням, яке надає Закон про ПВК/ФТ у п. 51 ч. 1 ст. 1. В результаті, виникає ситуація, коли майнери є фундаментальною технічною ланкою функціонування мереж, що діють на основі технології розподіленого реєстру, вони все одно залишаються поза межами державного нагляду та фінансового моніторингу, що застосовується до постачальників послуг, пов'язаних з обігом віртуальних активів.

Додаткову складність для визначення статусу емітентів складає різна суть існування віртуальних активів. Деякі з них можуть існувати як централізовані віртуальні активи, в яких особа може контролювати генерацію нових одиниць активу. Інші ж існують у форматі повністю децентралізованих активів, де всі учасники мережі роблять внесок у генерацію нових одиниць активів шляхом комп'ютерних обчислень для досягнення консенсусу. Через такі особливості фокус уваги державного контролю та фінансового моніторингу зміщується на наступну ланку – постачальників послуг, пов'язаних з обігом віртуальних активів.

Постачальники послуг, пов'язаних з обігом віртуальних активів, як ключові суб'єкти системи фінансового моніторингу.

Постачальники послуг, пов'язаних з обігом віртуальних активів, (далі - VASP) є центральною ланкою в системі державного нагляду та фінансового моніторингу. Зважаючи на транскордонний, швидкісний та анонімний характер транзакцій на технологіях розподіленого реєстру, держави об'єктивно не здатні контролювати кожну окрему операцію. Тому сучасна фінансово-правова парадигма покладає обов'язок із забезпечення прозорості ринку саме на інституційних посередників –

VASP. У цьому контексті вони наділяються специфічним правовим статусом – стають суб'єктами первинного фінансового моніторингу.

В Україні їхній правовий статус у системі протидії відмиванню коштів закріплений на рівні спеціального законодавства. Відповідно до положень статті 5 Закону про ПВК/ФТ, VASP імперативно визнаються спеціально визначеними суб'єктами первинного фінансового моніторингу.[16, п. 8 ч. 1 ст. 5] Набуття цього статусу означає, що на них поширюється весь масив обов'язків, які традиційно виконували лише фінансові установи.

Фундаментальною вимогою, що визначає інституційну спроможність VASP здійснювати фінансовий контроль, є формування внутрішньої системи комплаєнсу. Згідно зі статтею 7 Закону про ПВК/ФТ, кожен суб'єкт первинного фінансового моніторингу зобов'язаний призначити відповідального працівника, причому така посада має знаходитися виключно на рівні керівництва компанії [16, ч. 1 ст. 8]. Ця посадова особа наділяється широкими повноваженнями щодо блокування підозрілих транзакцій та взаємодії з правоохоронними органами. Більше того, законодавство встановлює суворий режим персональної юридичної відповідальності: відповідно до ч. 6 ст. 8 Закону про ПВК/ФТ, як керівники, так і відповідальні працівники несуть відповідальність згідно із законом за порушення вимог законодавства у сфері фінансового моніторингу. Це створює стимули для неухильного дотримання регуляторних вимог.

Центральним елементом правового статусу VASP є здійснення належної перевірки клієнтів. VASP не має права відкривати та обслуговувати анонімні рахунки.[16, ч. 1 ст. 11] Окремої уваги заслуговує імплементація так званого "Правило подорожі" ("Travel Rule"), розробленого FATF. Згідно з ним VASP зобов'язані отримати, зберігати та подавати необхідну інформацію про ініціатора та бенефіціара, асоційованих із переведенням віртуальних активів для ідентифікації та повідомлення про підозрілі операції, вживати заходів щодо заморожування активів та забороняти операції з визначеними особами та організаціями. [4, с. 82]

Українське законодавство жорстко регламентує порядок переказу цифрових активів: суб'єкт первинного фінансового моніторингу, що надає послуги з переказу віртуальних активів, зобов'язаний здійснити належну перевірку до моменту проведення переказу шляхом верифікації ініціатора операції на підставі офіційних документів [16, ст. 14]. Це означає, що інформація про відправника та одержувача має супроводжувати кожную транзакцію, що технічно є вкрай складним завданням для технологій розподіленого реєстру, але юридично є імперативною вимогою. Крім того, у процесі обслуговування клієнтів VASP зобов'язаний постійно актуалізувати та уточнювати інформацію про них [16, абз. 6 п. 34 ст. 1].

Методологічною основою діяльності VASP як суб'єктів фінансового контролю є ризик-орієнтований підхід.[16, ст. 7]. Ризик-орієнтований підхід визначається як визначення (виявлення), оцінка (переоцінка) та розуміння ризиків легалізації (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансування тероризму та/або фінансування розповсюдження зброї масового знищення, а також вжиття відповідних заходів щодо управління ризиками у спосіб та в обсязі, що забезпечують мінімізацію таких ризиків залежно від їх рівня.[16, п. 53 ч. 1 ст. 1] В цьому випадку сама назва ризик-орієнтований підхід є дещо самоописовою. Суб'єкти первинного фінансового моніторингу зобов'язані в рамках своїх перевірок орієнтуватись на пошук ризиків, цілеспрямовано перевіряти абсолютно всі операції на їх наявність, а також ретроспективно повторно перевіряти операції для ідентифікації упущених ризиків. Якщо у VASP виникають найменші сумніви щодо достовірності наданої клієнтом інформації, він зобов'язаний негайно провести поглиблену перевірку та має право зупинити фінансову операцію [16, абз. 6 ч. 4ст. 11].

Підсумовуючи, правовий статус постачальників послуг у системі фінансового контролю характеризується дуалізмом: з одного боку, вони є комерційними підприємствами, що надають технологічні послуги на ринку криптоактивів, а з іншого — вони інтегровані в правовий механізм держави як суб'єкти первинного

фінансового моніторингу, на яких покладено обов'язок збирати, зберігати та передавати уповноваженим органам фінансову розвідувальну інформацію під загрозою застосування жорстких адміністративних та фінансових санкцій. Проте такий дуалізм є необхідним для забезпечення стабільності правопорядку та суспільного ладу в державах.

Державні регулятори: розмежування компетенції між НБУ та Регулятором ринків віртуальних активів, роль Держфінмоніторингу.

Ефективність функціонування будь-якого ринку залежить від наявності компетентних та незалежних органів державного нагляду. Архітектура державного фінансового контролю за ринком віртуальних активів в Україні побудована на принципі секторального розподілу повноважень. Відповідно до ч. 3 ст. 6 Закону про ПВК/ФТ, до системи суб'єктів державного фінансового моніторингу входять, серед інших, Національний банк України (НБУ), Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) та Міністерство цифрової трансформації. Ми виокремлюємо Міністерство цифрової трансформації, оскільки згідно з п. 5 Закону про ПВК/ФТ його визначили як суб'єкта державного регулювання і нагляду, що відповідає за VASP. Втім ця ремарка лише задля формування більш повної картини.

Коротке дослідження відкритих джерел не приносить результатів у вигляді конкретних вимог чи інструкцій у вигляді нормативних актів, затверджених цим міністерством. Закон про віртуальні активи визначає основними регуляторами НБУ для НКЦПФР для фінансових активів. НКЦПФР має повноваження щодо забезпечених віртуальних активів, що забезпечені цінним папером або деривативним фінансовим інструментом (абз. 3 ч. 6 ст. 4 та абз. 3 ч. 1 ст. 16). НБУ у свою чергу має здійснювати державне регулювання віртуальних активів, що забезпечені валютними цінностями (абз. 2 ч. 6 ст. 4 та абз. 3 ч. 1 ст. 16). У свою чергу, Міністерство цифрової трансформації у Законі про ПВК/ФТ мало бути замінене на НКЦПФР (абз. 12 п. 8 ч. 3 Розділу IV). Якби Закон про віртуальні активи

набрав чинності, НБА та НКЦПФР наразі формували б регуляторну інфраструктуру регулювання віртуальних активів, проте їхній правовий статус, цілі та інструменти нагляду суттєво відрізняються, що зумовлено гібридною економічною природою самих віртуальних активів, які можуть мати ознаки як платіжних засобів, так і інвестиційних інструментів.

Розмежування повноважень НБУ та НКЦПФР полягає навіть у природі віртуальних активів, які вони мали би регулювати. Віртуальні активи, забезпечені цінними паперами або деривативами, просто через природу активів, що їх забезпечують вже ближчі за своєю природою до цінних паперів. Тому органічно було би передати їх під егіду регулювання НКЦПФР. НБУ ж у свою чергу мав би регулювати віртуальні активи, що забезпечені валютними цінностями (грошовими коштами та банківськими металами). Регулювання валютних цінностей вже віднесено до компетенції НБУ. Віртуальні активи, забезпечені ними, – просто новий спосіб циркуляції таких активів. Їхнє регулювання органічно вкладається в межі компетенцій НБУ, адже як і валютні цінності вони можуть впливати на макроекономічну стабільність держави.

Враховуючи реалії українського правового поля, орієнтуватись на Закон про віртуальні активи в його нинішній редакції – не зовсім правильно. Необхідно звернутись до законодавчих ініціатив, що існують наразі. Вище ми вже згадували про законопроект № 10225-д, зареєстрований у квітні 2025 року. Нова редакція Закону про віртуальні активи, яку пропонує законопроект № 10225-д передбачає можливість існування двох регуляторів – НБА та іншого державного органу, який може бути призначений Кабінетом Міністрів України за погодженням із НБУ (ч. 3 ст. 4 пропонованої нової редакції).

Законодавець відходить від визначення на рівні закону якогось конкретного органу в якості другого регулятора ринків віртуальних активів. Виникає очікуване питання: «Чому?». Відповідь полягає у розмежуванні об'єктів регулювання цього закону. Пропонована редакція Закону про віртуальні активи спрямована на

імплементация Регламенту MiCA. Цей закон акцептує розмежування застосовності до віртуальних активів відповідно до їхньої правової природи. В результаті, цей закон не буде застосовуватись до цифрових речей, що підпадають хоч під одну з наступних категорій: фінансових інструментів у розумінні закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»; вкладів відповідно до закону України «Про банки і банківську діяльність»; грошових коштів відповідно до закону України «Про платіжні послуги»; сек'юритизаційної позиції; страхового продукту та послуг перестрахування; пенсійних виплат у системах пенсійного забезпечення; іншого виду фінансових послуг відповідно до закону України «Про фінансові послуги та фінансові компанії»(ч. 5 ст. 5 пропонованої редакції Закону про віртуальні активи).

Визначення віртуальних активів уніфікується із Регламентом MiCA, пропонується вводити такі категорії віртуальних активів: 1) токени з прив'язкою до активів; 2) токени електронних грошей та 3) інші токени, що не належать до передніх двох категорій (ч. 1 ст. 6 пропонованої редакції Закону про віртуальні активи).

Таке обмеження застосовності Закону про віртуальні активи було би надзвичайно раціональним. Існуючі регулятори вже мають доволі значні та комплексні ринки, що потребують багато ресурсів для ефективного регулювання. Збільшення навантаження на них могло би тільки зашкодити. Крім того, таке розмежування за природою віртуальних активів наштовхує на відповідь: заздалегідь визначити регулятора було би занадто складною та контроверсійною задачею. Процес узгодження законопроекту міг би надзвичайно затягнутись. Не виключено, що для цілей регулювання ринків віртуальних активів буде створено новий орган, повністю присвячений регулюванню ринків віртуальних активів.

Усі повноваження щодо встановлення конкретних регулювань для ринків віртуальних активів передаються регуляторів ринків віртуальних активів були би передані на Регулятора.

Своєю чергою, НБУ було би інтегровано систему регулювання віртуальних активів з урахуванням його макроекономічних функцій. Оскільки віртуальні активи (особливо стейблкоїни та токени електронних грошей) за своєю економічною суттю здатні виконувати функцію засобу платежу або засобу накопичення вартості, вони створюють прямі ризики для макроекономічної стабільності держави. Відповідно, компетенція НБУ фокусується саме на оцінці впливу віртуальних активів. Наприклад, на тих криптоактивах, які забезпечені фіатними валютами, та на контролі за системними ризиками, що можуть виникнути у разі масового перетікання капіталу з традиційного банківського сектору у віртуальний.

Докази такого розмежування можна побачити в наступних прикладах. Висновок НБУ з оцінки ризиків токена з прив'язкою до активів з точки зору стабільності монетарної системи, ризиків відмивання коштів та фінансування тероризму необхідний для надання авторизації такого токена (п. 6 ст. 25, ч. 8 ст. 28 пропонованої редакції Закону про віртуальні активи), а також може спричинити відкликання авторизації токена з прив'язкою до активів (ч. 2 ст. 31 пропонованої редакції Закону про віртуальні активи).

Крім того, необхідно згадати роль Державної служби фінансового моніторингу України (Держфінмоніторингу) ключовим органом у механізмі фінансового моніторингу. Саме цей орган акумулює звітність, яку подають VASP як суб'єкти первинного моніторингу (16, п. 8 ч. 2 ст. 8), та здійснює її аналітичну обробку для виявлення транскордонних схем відмивання коштів. Хоча Держфінмоніторинг не здійснює щоденного нагляду за VASP, його статус як центрального органу виконавчої влади у сфері ПВК/ФТ робить його невід'ємним елементом системи фінансового контролю, що має надзвичайно важливі повноваження для протидії відмиванню коштів та фінансуванню тероризму.

Отже, система суб'єктів ринку віртуальних активів характеризується високим рівнем складності та фрагментації правових статусів. Емітенти, особливо в децентралізованих системах, залишаються найменш врегульованою категорією, що

стимулює законодавця фокусувати фінансовий контроль на інституційних посередниках (VASP). Останні наділені статусом суб'єктів первинного фінансового моніторингу та несуть основний тягар комплаєнс-зобов'язань. Державні регулятори (НБУ та НКЦПФР) забезпечують наглядову функцію, при цьому їхня компетенція розмежована за функціональним принципом: НКЦПФР відповідає за захист інвесторів та цілісність інфраструктури, тоді як НБУ захищає монетарну політику та стабільність банківської системи. Тільки узгоджена взаємодія всіх трьох рівнів суб'єктів здатна забезпечити ефективне функціонування легального ринку віртуальних активів в Україні.

Екосистема ринку віртуальних активів характеризується складною суб'єктною структурою, яку для цілей фінансового права доцільно класифікувати на три базові рівні: емітенти (ініціатори пропозиції), постачальники послуг, пов'язаних з обігом віртуальних активів (VASP, інституційні посередники), та уповноважені державні органи (регулятори). Ефективність легалізації цієї сфери прямо залежить від чіткого визначення правового статусу кожної з цих груп.

Врегулювання статусу емітентів становить найскладніший концептуальний виклик через технологічну специфіку розподілених реєстрів. Повністю децентралізовані проекти, діяльність майнерів та функціонування децентралізованих автономних організацій об'єктивно залишаються поза межами класичних механізмів притягнення до юридичної відповідальності. Водночас еволюція вітчизняного законодавства, зокрема перспективні зміни, закладені у законопроекті № 10225-д, спрямована на подолання правового вакууму шляхом розширення дефініції емітента та запровадження спеціальних вимог до осіб, що випускають токени з прив'язкою до активів.

З огляду на неможливість тотального контролю за емісією у децентралізованих мережах, фокус державного нагляду зміщується на інституційних посередників — VASP. Ці суб'єкти наділені статусом спеціально визначених суб'єктів первинного фінансового моніторингу, що зумовлює їхній

правовий дуалізм: будучи комерційними підприємствами, вони водночас виконують публічно-правові функції держави. На VASP покладається імперативний обов'язок щодо розбудови внутрішньої системи комплаєнсу, здійснення належної перевірки клієнтів, реалізації ризик-орієнтованого підходу та супроводження переказів вичерпною ідентифікаційною інформацією під загрозою суворих юридичних санкцій.

Система державного контролю за ринком віртуальних активів в Україні ґрунтується на секторальній моделі розмежування компетенцій. Перспективна архітектура нагляду передбачає перехід до профільного управління, де ключову нормотворчу та контрольну роль відіграватиме спеціально призначений Регулятор ринків віртуальних активів. Водночас за Національним банком України закріплюється функція захисту макроекономічної та монетарної стабільності, а Державна служба фінансового моніторингу України продовжує виконувати завдання центрального органу фінансової розвідки у сфері запобігання легалізації злочинних доходів. Тільки узгоджена та збалансована взаємодія всіх учасників цієї трирівневої системи здатна забезпечити стабільний та прозорий обіг віртуальних активів у межах правового поля.

Узагальнюючи дослідження теоретико-правових засад регулювання віртуальних активів, варто наголосити на складній, багатоаспектній правовій природі цього феномену, яка виходить за межі класичних категорій цивільного чи фінансового права. Національний законодавчий підхід, що кваліфікує віртуальний актив виключно як нематеріальне благо, хоча й створює базове підґрунтя для його легального обігу, все ж виявляється недостатнім, оскільки не повною мірою віддзеркалює його економічної сутності, оборотоздатності та здатності створювати податкові наслідки для суб'єктів правовідносин. Аналіз міжнародних стандартів, зокрема напрацювань FATF та Регламенту MiCA, доводить критичну необхідність імплементації функціонального підходу. Саме він дозволяє здійснювати

обґрунтовану класифікацію цифрових активів за їхнім економічним призначенням — на криптовалюти, стейблкоїни, утилітарні токени, токенозовані активи та невзаємозамінні токени. Такий розподіл є фундаментальною передумовою для розбудови дієвої системи фінансово-правового регулювання, адже різні види активів вимагають диференційованих механізмів оподаткування, контролю та захисту інвесторів, що підтверджує глибоко міжгалузевий характер цього правового інституту.

Дослідження генези нормативного забезпечення ринку яскраво демонструє стійку еволюційну парадигму: від функціонування у стані абсолютного правового вакууму до конструювання спеціалізованих, комплексних регуляторних режимів. Історичний розвиток правового поля пройшов шлях від дорегуляторного етапу, коли цифрові інновації розглядалися суто як технологічний експеримент, до первинних точкових спроб державних органів взяти під контроль процеси оподаткування та запобігання відмиванню доходів. Вирішальним каталізатором для посилення регуляторного тиску став період стрімкого розширення практики первинного розміщення токенів, який оголив системні проблеми асиметрії інформації та високих інвестиційних ризиків. Відповіддю на ці виклики спочатку слугувало застосування жорстких заборон або поширення традиційного законодавства про цінні папери на новітні цифрові інструменти. Логічним підсумком еволюції та усвідомлення неефективності фрагментарних кроків став перехід провідних юрисдикцій до розробки профільного законодавства, кульмінацією якого є прийняття Регламенту МіСА. Цей акт запровадив інституціоналізований контроль та пруденційний нагляд, остаточно легалізувавши віртуальні активи як невід'ємний елемент глобальної фінансової системи.

Інституціоналізація та інтеграція ринку в легальну економіку об'єктивно зумовили формування багаторівневої архітектури суб'єктів фінансового контролю, яка складається з трьох ключових ланок. Перший рівень репрезентують емітенти, статус яких трансформується від неідентифікованих алгоритмічних мереж до

легальних осіб, хоча діяльність децентралізованих автономних організацій та майнерів досі створює значні виклики для державного нагляду. Через це основний тягар забезпечення прозорості ринку переноситься на другий рівень — професійних постачальників послуг, пов'язаних з обігом віртуальних активів. Наділені імперативним статусом суб'єктів первинного фінансового моніторингу, вони діють як інфраструктурні посередники. На них покладено обов'язок імплементації ризик-орієнтованого підходу, здійснення належної перевірки клієнтів та забезпечення супроводу транзакцій ідентифікаційними даними, що робить їх головним інструментом стримування незаконних фінансових операцій. Третій рівень формують органи державного регулювання, система яких в Україні перебуває на етапі реформування. Перспективна модель управління тяжіє до функціонального розмежування наглядових компетенцій: закріплення за Національним банком України контролю за активами, здатними впливати на макроекономічну стабільність, із паралельним переданням питань захисту інвесторів та нагляду за VASP до відання профільного регулятора.

РОЗДІЛ 2. ДОСВІД ІНОЗЕМНИХ ДЕРЖАВ У СФЕРІ РЕГУЛЮВАННЯ ЕМІСІЇ ТА ОБІГУ ВІРТУАЛЬНИХ АКТИВІВ

2.1.Правова модель регулювання ринку віртуальних активів у країнах ЄС (аналіз Регламенту МіСА)

Концептуальні засади, генезис та архітектура Регламенту МіСА.

Формування єдиного правового поля для емісії, обігу та надання послуг, пов'язаних із віртуальними активами в Європейському Союзі, ознаменувалося прийняттям Регламенту МіСА.[5] Ухвалення цього фундаментального нормативного акта було направлено на реалізацію Стратегії цифрових фінансів для Європейського Союзу, представленої у 2020 році.[38] Основними пріоритетами для цифрової трансформації фінансового сектору ЄС Європейська Комісія визначила: [38, с.4-5]

- подолати фрагментацію на єдиному цифровому ринку фінансових послуг, тим самим надаючи європейським споживачам доступ до транскордонних послуг та допомагаючи європейським фінансовим компаніям масштабувати свої цифрові операції;
- забезпечити, щоб нормативно-правова база ЄС сприяла цифровим інноваціям в інтересах споживачів та ефективності ринку;
- створити європейський простір фінансових даних для сприяння інноваціям, заснованим на даних, спираючись на Європейську стратегію даних, включаючи розширений доступ до даних та обмін даними у фінансовому секторі;
- вирішення нових викликів та ризиків, пов'язаних з цифровою трансформацією.

До набуття чинності Регламентом МіСА європейський ринок характеризувався високим ступенем фрагментації, оскільки цифрові активи, які не підпадали під дію існуючого фінансового законодавства ЄС регулювалися

розрізненими національними режимами держав-членів. Ба більше, держави застосовували до одних і тих самих явищ різні інструменти, що вже існували у праві ЄС на момент виникнення правовідносин. Це породжувало правову невизначеність, а також різну кваліфікацію тих самих віртуальних активів. В результаті учасники екосистеми віртуальних активів вдавались до регуляторного арбітражу – розшукували такі юрисдикції, що мають найбільш привабливі умови. І паралельно з негармонізованої класифікації віртуальних активів виникали проблеми оцінки активів для податкових цілей, ідентифікації права власності та цілей ПВК/ФТ.[39, с. 8-9]

Нормативна логіка Регламенту МіСА базується на принципі технологічної нейтральності та концептуальному підході, відомому в фінансовому праві як «однакова діяльність, однакові ризики, однакові правила» (same activity, same risk, same rule) [38, с. 5]. Цей принцип означає, що якщо дві фінансові діяльності є функціонально подібними (наприклад, оцінюються за їхнім впливом на споживачів та здатністю генерувати системні ризики), вони повинні підлягати однаковому або еквівалентному нормативному регулюванню, незалежно від технології, що лежить в їх основі.

Відповідно до цього підходу, Регламент МіСА впроваджує термінологічний апарат, позбавлений прив'язки до конкретних програмних рішень. Зокрема, у п. 1 ч. 1 с. 3 технологія розподіленого реєстру визначається максимально широко – технологія, що забезпечує роботу та використання розподілених реєстрів. У п. 2 ч. 1 с. 3 «розподілений реєстр» означає інформаційне сховище, яке зберігає записи про транзакції та яке спільно використовується та синхронізується між набором вузлів мережі розподіленого реєстру за допомогою механізму консенсусу. У свою чергу, згідно зі п. 5 ч. 1 с. 3 Регламенту МіСА, криптоактив означає цифрове представлення вартості або права, яке можна передати та зберігати електронним способом за допомогою технології розподіленого реєстру або подібної технології. Такі технологічно нейтральні дефініції враховують особливість генези та існування

віртуальних активів на основі технологій децентралізованого реєстру. Вони не роблять прив'язки до конкретного механізму, як наприклад, «доказ роботи». Такий підхід до регулювання забезпечить довгострокове успішне регулювання та забезпечує готовність до майбутніх змін у бізнес-моделях та нових способів використання технології розподіленого реєстру.

Важливим елементом архітектури Регламенту MiCA є чітке розмежування сфери його дії від існуючого масиву європейського фінансового законодавства. Ч. 4 ст. 4 Регламенту MiCA виключає з-під поля регулювання криптоактиви, які кваліфікуються як:

- електронних грошей;
- позиції сек'юритизації в контексті сек'юритизації, як визначено у статті 2, пункті (1) Регламенту (ЄС) 2017/2402;
- страхові продукти, що не пов'язані зі страхуванням життя або страхуванням життя, що належать до класів страхування, перелічених у додатках I та II до Директиви Європейського Парламенту та Ради 2009/138/ЄС (27), або договори перестрахування та ретроцесії, зазначені в цій Директиві;
- пенсійні продукти, які згідно з національним законодавством визнані такими, що мають основну мету забезпечення інвестору доходу на пенсії та надають інвестору право на певні виплати;
- офіційно визнані професійні пенсійні схеми, що належать до сфери застосування Директиви (ЄС) 2016/2341 Європейського Парламенту та Ради (28) або Директиви 2009/138/ЄС;
- індивідуальні пенсійні продукти, для яких національним законодавством вимагається фінансовий внесок від роботодавця, і де роботодавець або працівник не мають вибору щодо пенсійного продукту чи постачальника;
- загальноєвропейський персональний пенсійний продукт, як визначено у статті 2, пункті (2) Регламенту (ЄС) 2019/1238 Європейського Парламенту та Ради (29);

- схеми соціального забезпечення, що охоплюються Регламентами (ЄС) № 883/2004 (30) та (ЄС) № 987/2009 Європейського Парламенту та Ради.

Регулятор продовжує втілення принципу «однакова діяльність, однакові ризики, однакові правила» застосовуючи до криптоактивів правила, виходячи з їхньої економічної суттє. Якщо криптоактив відповідає критеріям інших регульованих інструментів, для яких вже є визначені ризики, визначені правила та механізми нагляду, до криптоактиву мають застосовуватись відповідні правила. Європейське управління з цінних паперів і ринків у своїх роз'яснює, що в основі цього підходу лежать технологічна нейтральність та принцип переваги змісту над формою.[40, с. 9-10, 13, 20].

Класифікація криптоактивів за Регламентом MiCA.

Замість створення вичерпного каталогу всіх існуючих на ринку токенів, законодавець ЄС обрав функціональний підхід. Класифікація криптоактивів базується на цільовому призначенні активу та на механізмах формування його вартості (абз. 18 Преамбули). Регламент MiCA ділить криптоактиви на три категорії кожна з яких підпорядковується окремому правовому режиму (ч. 1 ст. 1 Регламенту MiCA).

Токени електронних грошей (ЕМТ). П. 7 ч. 1 ст. 3 Регламенту MiCA визначає токен електронних грошей як тип криптоактиву, який претендує підтримання стабільної вартості, посиляючись на вартість однієї офіційної валюти (наприклад, євро або долара США). Відповідно до статті 48(2) Регламенту, ЕМТ автоматично вважаються електронними грошима.

Регламент підпорядкував ЕМТ системі Директиви про електронні гроші 2009/110/ЄС, оскільки обидва інструменти функціонують як електронні сурогати банкнот і монет, і надають своєму власнику пряме право вимоги до емітента на отримання фінансових коштів за номінальною вартістю (абз. 18 Преамбули Регламенту MiCA). Стаття 48(3) MiCA прямо вказує, що положення Директиви 2009/110/ЄС застосовуються до ЕМТ, якщо інше прямо не передбачено в Титулі IV

Регламенту MiCA. Водночас стаття 49(1) MiCA встановлює правила, які є спеціальними нормами відносно щодо Директиви 2009/110/ЕС, що регулює правовідносини у сфері обігу електронних грошей, перекриваючи певні базові норми директиви специфічними вимогами до емісії та погашення токенизованих електронних грошей. Як приклад вже існуючого токени, що вже підпадає під визначення ЕМТ, можна навести токен під назвою USDT. Це токен, одиниця якого дорівнює вартості реального долара США. Окрім цього можна назвати ще USDC. Є навіть проекти, що прив'язують свою вартість один до одного із євро, наприклад, EURC та EUROe.

Визначальною рисою ЕМТ є можливість власників цих криптоактивів в будь-який момент обміняти токени на реальну валюту у особи, що випустила такі ЕМТ. У зв'язку із цим законодавець спеціально використав максимально широке визначення. Мета – охопити усі можливі типи криптоактивів, які забезпечуються однією реальною валютою (абз. 18 Преамбули Регламенту MiCA). Такий категоричний підхід виключає створення криптоактиву, що по суті має на меті замінити собою готівку та гроші у формі безготівкового розрахунку. Коло суб'єктів, що можуть створити ЕМТ теж специфічно врегульовано. Ч. 1 ст. 48 Регламенту MiCA прямо дозволяє отримувати дозвіл на випуск та торгівлю ЕМТ кредитним установам або установам електронних грошей, що повідомили білу книгу свого токени компетентному органу та опублікувала цю білу книгу. Абзац 4 цієї статті дозволяє іншим особам, за письмовим дозволом емітента отримувати дозвіл на пропозицію та торгівлю ЕМТ. Отже, емітентами ЕМТ можуть бути виключно спеціальні суб'єкти – кредитні установи та установи електронних грошей. Такий емітент після належної авторизації на випуск ЕМТ може дозволяти третім особам пропонувати токени, що випустив емітент. Таким чином регулятор дозволяє існування вторинного ринку обігу ЕМТ поза межами мереж, які утримують емітенти, через постачальників послуг, пов'язаних з обігом криптоактивів (далі – CASP. По суті, це адаптована до термінології, яку використовує Регламент MiCA

назва VASP. Оскільки регламент оперує поняттям криптоактивів, а не віртуальних активів, різниця формально виглядає у одному слові). На таких третіх осіб поширюється заборона надавати проценти на EMT (ч. 2 ст. 50), а також дотримуватись вимог до маркетингових комунікацій (ст. 534 Регламенту MiCA). Ці обмеження закривають для багатьох CASP та VASP можливості надання споживачам продуктів у вигляді криптодепозитів. Доволі поширеним є продукт, який полягає у передачі на зберігання CASP/VASP токenu USDC під складні динамічні проценти, що нараховується кожену годину, з можливістю виведення токенів у будь-який момент або під прості статичні проценти, але без можливості виведення токенів у будь-який момент.

Токени з прив'язкою до активів (ART). П. 6 ч. 1 ст. 3 Регламенту MiCA визначає токен з прив'язкою до активів як тип криптоактивів, що не є токенами електронних грошей і мають на меті підтримання стабільної вартості прив'язкою до іншої вартості або права, або їхньої комбінації, включаючи одну або декілька реальних валют. Очевидно це визначення не дозволяє створити стейблкоїн, який підтримується прив'язкою до однієї реальної валюти (згадані вище USDT, USDC, EURC тощо). Як ART можуть бути класифіковані виключно токени, що прив'язані до іншого активу відмінного від реальних валют (у випадку прив'язки до одного активу), а якщо Прив'язка вартості здійснена до реальної валюти, то вона може бути прив'язана щонайменше до двох валют. У разі прив'язки не до валюти, то об'єктом прив'язки можуть бути сировинні товари (наприклад, золото, срібло тощо) або навіть портфелі, складені з декількох інших криптоактивів.

Інші криптоактиви (включаючи утилітарні токени). Третя група є залишковою категорією і охоплює всі інші віртуальні активи, які підпадають під базове визначення криптоактиву за статтею 3, але не відповідають критеріям ані ART, ані EMT. До цієї групи належать, зокрема, утилітарні токени – тип криптоактивів, які призначені виключно для надання цифрового доступу до товарів або послуг, що постачаються безпосередньо їхнім емітентом (п 9 ч. 1 ст. 1

Регламенту MiCA). Можна припустити, що до цієї категорії могли би підпадати повністю децентралізовані криптоактиви, наприклад, Bitcoin. Проте п. в ч. 3 ст. 4 Регламенту MiCA прямо виключає з-під обсягу

Вимоги до емісії віртуальних активів.

Регламент MiCA імплементує глибоко структуровану та комплексну систему розкриття інформації для осіб, що здійснюють емісію криптоактивів. Фундаментальним елементом є підготовка та публікації білої книги криптоактиву. Цей підхід є імплементацією моделі, що застосовується до публічних пропозицій на ринках цінних паперів до проспектів емісії.[41, с. 15] Відповідно до ст. 5 Регламенту MiCA, будь-яка особа, яка має намір здійснити публічну пропозицію криптоактивів або звернутися з проханням про їх допуск до торгів на торговельному майданчику, зобов'язана розробити цей деталізований інформаційний документ. Біла книга повинна містити вичерпний опис проєкту, технічних характеристик активу, прав та обов'язків сторін, екологічного впливу механізму досягнення консенсусу, який лежить в основі криптоактиву та ключових ризиків для інвесторів (ч. 1 ст. 6 Регламенту MiCA). Крім того, згідно зі статтею 12 Регламенту MiCA, емітент несе постійний обов'язок щодо оновлення інформації у білій книзі в разі будь-яких суттєвих змін у проєкті, оновлювати їхні маркетингові комунікації, а також повідомляти про всі такі зміни білої книги компетентному органу їхньої держави.

Значна увага у Регламенті MiCA приділяється питанням обов'язків емітентів у поведінці та спілкуванні з особам, що придбають їхні криптоактиви, а також юридичної відповідальності емітентів. Стаття 14 Регламенту MiCA зобов'язує емітентів діяти чесно, справедливо та професійно; комунікувати з власниками та потенційними власниками криптоактивів у чесний, прозорий та неоманливий спосіб; ідентифікувати, попереджувати та розкривати будь-які конфлікти інтересів, що можуть виникнути; утримувати всі їхні системи та протоколи безпечного доступу відповідно до відповідних стандартів Союзу. У разі скасування публічної

пропозиції токенів, емітенти зобов'язані повернути кошти, залучені від власників або потенційних власників не пізніше ніж протягом 25 днів після дати скасування.

Стаття 15 Регламенту МіСА встановлюють чіткі стандарти відповідальності осіб, що здійснюють емісію, за повноту, точність та достовірність інформації, викладеної у білій книзі. Емітенти зобов'язані відшкодувати власникам будь-які збитки, спричинені наданням неправдивої або неповної інформації у білій книзі. Будь-яке обмеження цивільно відповідальності, викладене у договорі з власниками криптоактивів, вважається нікчемним. Проте тягар доведення причинно-наслідкового зв'язку між неправдивою інформацією у білій книзі та збитками покладено на власників криптоактивів. Водночас, емітент захищений від необґрунтованих вимог власників криптоактивів, якщо не буде доказано надання неправдивої/неповної інформації у білій книзі.

За ч. 2 ст. 4 Регламенту МіСА вимоги щодо складання та публікації білої книги не застосовуються якщо:

- пропозиція здійснюється менш ніж 150 фізичним або юридичним особам на державу-члена, якщо такі особи діють від власного імені;
- протягом 12 місяців, починаючи з початку пропозиції, загальна сума пропозиції криптоактиву для осіб в ЄС не перевищує 1,000,000 євро або еквівалентної суми в іншій офіційній валюті або в криптоактивах;
- пропозиція криптоактиву адресована виключно кваліфікованим інвесторам, якщо криптоактив може належати лише таким кваліфікованим інвесторам.

Окремо необхідно відмітити спеціальні вимоги до емітентів ART. Емітенти ART зобов'язані в будь-який момент часу мати власні кошти у сумі, що дорівнює вищому із двох наступних (ч. 1 ст. 35 Регламенту МіСА):

- 350,000 тисяч євро;
- 2% резервних активів;
- Чверть постійних накладних витрат за попередній рік.

Стаття 36 Регламенту MiCA встановлює вимоги щодо створення та постійно підтримки емітентами ART резервів. Резерви мають бути складені так, щоби покривати ризик активів, до яких прив'язані токени, та враховувати ризики ліквідності, пов'язані з постійними правами власників на викуп. Окрім того, врегульовано яким чином резерви мають зберігатись. Резерви мають бути юридично відокремлені від власності власників токенів, а також від резервів, що пов'язані з іншими ART.

Режим значних токенів

Однією з найважливіших нормативних інновацій MiCA, спрямованих на захист макроекономічної стабільності ЄС, є впровадження концепції значних токенів. За Регламентом MiCA ART та EMT можуть набути статус значного в результаті двох сценаріїв. Перший сценарій – Європейське банківське управління в рамках власного моніторингу визначає, що токен відповідає критеріям значного (ч. 2 ст. 43, ч. 4 ст. 56 Регламенту MiCA). Другий сценарій – емітент токена при поданні заяви на авторизацію для емісії токена може добровільно зазначити про бажання класифікувати токен як значний. В результаті Європейське банківське управління за результатами розгляду виносить рішення, чи класифікувати токен як значний (ст. 44, 57 Регламенту MiCA). Згідно з ч. 1-2 ст. 43 Регламенту MiCA, для класифікації токена як значущого він повинен відповідати принаймні трьом із шести кількісних та якісних критеріїв:

- Кількість власників ART перевищує 10 мільйонів користувачів;
- середня кількість та середня сукупна вартість транзакцій у цьому токені, пов'язаному з активом, на день протягом відповідного періоду перевищує 2,5 мільйона транзакцій та 500 000 000 євро відповідно;
- емітент токена, на який посилається актив, є постачальником основних послуг платформи, призначеним бранником відповідно до Регламенту (ЄС) 2022/1925 Європейського Парламенту та Ради;

- значення діяльності емітента токена, пов'язаного з активами, у міжнародному масштабі, включаючи використання токена, пов'язаного з активами, для платежів та грошових переказів;
- взаємозв'язок токена, пов'язаного з активами, або його емітентів з фінансовою системою;
- той факт, що той самий емітент випускає принаймні один додатковий токен, пов'язаний з активами, або токен електронних грошей, та надає принаймні одну послугу, пов'язану з криптоактивами.

Моніторинг цих порогових значень здійснює Європейське банківське управління, на яке покладається обов'язок безпосереднього нагляду за емітентами значущих токенів з метою запобігання поширенню системних ризиків на європейському ринку (ч. 2 ст. 43, ч. 4 Регламенту MiCA).

Для емітентів значущих токенів стаття 45 Регламенту встановлює значно посилені операційні вимоги. Вони зобов'язані прийняти, впровадити та підтримувати політику винагороди, яка сприяє раціональному та ефективному управлінню ризиками таких емітентів і не створює стимулів для послаблення стандартів ризику; повинні забезпечити, щоб такі токени могли зберігатися різними постачальниками послуг криптоактивів, уповноваженими на надання послуг зберігання та адміністрування криптоактивів від імені клієнтів, зокрема постачальниками послуг криптоактивів, які не належать до однієї групи; повинен встановити, підтримувати та впроваджувати політику та процедури управління ліквідністю.(ч. 1-3 ст. 45 Регламенту MiCA). Додатково до емітентів значущих токенів можуть застосовуватись надбавки у розмірі від 20% до 40% понад стандартні вимоги власного капіталу, якщо результати стрес тест на стійкість токенів фінансовим шоковим сценаріям, як, наприклад, скачки процентної ставки та операційні ризики (ч. 1 ст. 58, ч. 5 ст. 35 Регламенту MiCA).

Правовий статус та регулювання постачальників послуг з криптоактивів

Другим фундаментальним стовпом Регламенту MiCA є регулювання діяльності інституційних посередників, яке викладено в Титулі V. Відповідно до статті 3(15) MiCA, CASP визначається як юридична особа або інше підприємство, професійною діяльністю або бізнесом якого є надання однієї або кількох послуг, пов'язаних з криптоактивами, клієнтам на професійній основі, і яке має право надавати послуги, пов'язані з криптоактивами, відповідно до ст. 59 Регламенту MiCA.

Номенклатура криптопослуг, що підлягають ліцензуванню за статтею 3(16) MiCA, є широкою і охоплює:

- забезпечення зберігання та адміністрування криптоактивів від імені клієнтів;
- керування торговою платформою для криптоактивів;
- обмін криптоактивів на кошти;
- обмін криптоактивів на інші криптоактиви;
- виконання ордерів на криптоактиви від імені клієнтів;
- розміщення криптоактивів;
- прийом та передача ордерів на криптоактиви від імені клієнтів;
- надання консультацій щодо криптоактивів;
- надання послуг з управління портфелем криптоактивів;
- надання послуг з переказу криптоактивів від імені клієнтів.

Правовий режим CASP, встановлений регламентом MiCA значною мірою побудований на основі моделі регулювання, що викладена у Директиві 2014/65/EC.[41, с. 15].

Процедура авторизації CASP

Легалізація діяльності CASP вимагає отримання попередньої авторизації (ліцензії) від національного компетентного органу тієї держави-члена, де компанія планує базувати свою діяльність. Процедура авторизації суворо регламентована. По-перше, особа, що бажає отримати статус CASP зобов'язана розкрити про себе

дуже великий обсяг інформації. Мета таких вимог – забезпечити повну прозорість інформації про надавача послуг. Згідно з ч. 2 ст. 62 така інформація включає, зокрема, юридичну назву та всі інші комерційні назви, які використовує особа, організаційно-правову форму, статут, програму діяльності, що викладає типи криптоактивів, щодо яких будуть надавати послуги; докази, що кандидат відповідає вимогам пруденційних гарантій; опис структури управління; особу будь-яких акціонерів та учасників, в тому числі з прямою та непрямою участю, а також докази, що вони мають достатньо хорошу репутацію; в яких юрисдикціях кандидат надаватиме послуги.

Спеціальні вимоги щодо пруденційних гарантій встановлюють високий планку для захисту прав власників криптоактивів. CASP зобов'язані в будь-який час мати пруденційні гарантії в сумі, що дорівнює більшій із двох наступних: 1) сума перманентного мінімального капіталу, встановлена додатком IV до Регламенту MiCA (50 000, 125 000 або 150 000 євро, залежно від послуг, які надаватиме CASP); 2) одна чверть від постійних накладних витрат попереднього року (ч. 1 ст. 67 Регламенту MiCA). Під пруденційними гарантіями мають на увазі або власні кошти, що складаються з високоліквідних інвестиційних активів або програму страхування, що покриває територію Європейського Союзу, чи аналогічну гарантію (ч. 4 тієї ж статті).

Крім того, якщо кандидат проходить авторизацію, до нього існують додаткові вимоги щодо тримання зареєстрованого офісу у держав-члені Європейського Союзу, а також мати місце ефективного управління на території Європейського Союзу та обов'язково щонайменше один із директорів має бути резидентом Європейського Союзу (ч. 3 ст. 59 Регламенту MiCA). Такі жорсткі вимоги фактично прив'язують CASP до юрисдикції Європейського Союзу, де вони постачатимуть послуги. Не можна назвати такий підхід регулятора надлишковим. На момент прийняти Регламенту MiCA в багатьох юрисдикціях вже відбулись багато випадків банкрутства CASP, в результаті яких власники віртуальних активів лишались без

своїх коштів. Така Прив'язка до території Союзу надає регуляторам реальну змогу здійснювати нагляд за та вплив на діяльність CASP. У випадку будь-якої обґрунтоваї шкоди інтересам власників криптоактивів, CASP та його акціонерам не вдасться випаруватись і лишити збитки невідшкодованими.

Проте такі високі вимоги, за умови їх виконання та дотримання, мають дуже привабливу перевагу. За ч. 7 ст. 59 Регламенту MiCA, CASP, що пройшов авторизацію, отримує право постачати послуги на території всіх держав-членів Європейського Союзу. Це означає необмежений доступ до одного з найбільших світових ринків капіталу, пройшовши авторизацію лише в одній державі-учасниці.

Операційні та організаційні вимоги

Титул V MiCA впроваджує для CASP набір обов'язків щодо захисту активів та інтересів клієнтів. Однією з фундаментальних є вимоги статті 70 щодо створення механізмів застереження, які достатні для захисту права власності клієнтів у випадку банкрутства CASP. Активи клієнтів не можуть зберігатись на власному рахунку CASP; їх необхідно зберігати на рахунку окремо та у спосіб, що дозволяє їх розрізнити від активів CASP. У разі отримання EMT, CASP зобов'язані в той самий день депонувати відповідну суму у кредитну установу або центральний банк.

Відповідно до статті 72 Регламенту, провайдери також повинні розробити, впровадити та підтримувати ефективні процедури для виявлення, запобігання, управління та розкриття конфліктів інтересів, що можуть виникнути між CASP та їхніми клієнтами, або між різними клієнтами. Інформація про природу та джерела конфліктів інтересів має бути публічно доступною на вебсайті компанії. CASP мають переглядати власні політики управління щонайменше раз на рік.

Режим запобігання ринковим зловживанням

Криптоактиви за своєю природою схильні до надзвичайної цінової волатильності. Відсутність регуляторного нагляду створила можливості для зловживань на цьому ринку. Взнаючи цю проблему, регулятор передбачив механізми запобігання зловживанням. Титул VI Регламенту MiCA запроваджує

комплексну правову базу щодо запобігання та заборони зловживань на ринку криптоактивів.

Як пояснюється у абзаці 95 Преамбули Регламенту МіСА, оскільки більшість емітентів криптоактивів та CASP є малими та середніми підприємствами, застосування до них усього масиву суворих вимог Регламенту (ЄС) №596/2014 було б. В цьому ж абзаці пояснюється, що необхідно викласти правила, що конкретно забороняють поведінку, яка підриває впевненість користувача ринках криптоактивів. Регулятор виокремив три основні типи такої поведінки:

- Інсайдерську торгівлю;
- Неправомірне розкриття інсайдерської інформації;
- Маніпулювання ринком.

Перехідні положення та проблема фрагментації

Усвідомлюючи масштабність змін, які приносить МіСА для індустрії, європейський законодавець включив до тексту Регламенту ч. 3 ст. 143, яка містить перехідні положення. Метою цього перехідного режиму є забезпечення безперервності бізнес-процесів для компаній, які вже законно функціонували на ринку. Згідно з цією нормою, CASP, які надавали свої послуги відповідно до чинного національного законодавства держав-членів до 30 грудня 2024 року, можуть продовжувати свою діяльність на тих самих підставах протягом додаткових 18 місяців – до 1 липня 2026 року (або до моменту, коли їм буде видано чи відмовлено у ліцензії МіСА, залежно від того, яка подія настане раніше). Протягом цього часу вони не мають статусу CASP в розумінні МіСА, але можуть законно постачати послуги на території Європейського Союзу.

Наявність перехідних положень є необхідною, особливо коли мова йде про здійснення великих реформ. Саме по собі перехідне положення має намір створити для учасників правовідносин перехідний період для адаптації до нових реалій регулювання. Втім, у контексті ринків криптоактивів, таке перехідне положення створює ризик фрагментації правового режимі, що застосовується до CASP. Абз. 2

ч. 3 ст. 143 наділяє кожную державу-члена абсолютно дискреційним правом не застосовувати цей перехідний режим на своїй території або скоротити його тривалість, якщо національні уряди вважають, що їхнє попереднє законодавство було недостатньо суворим для захисту інвесторів. Держави мали повідомити про своє рішення Європейську Комісію та Європейський орган з цінних паперів та ринків до 30 червня 2024 року.

На сайті Європейського органу з цінних паперів та ринків можна знайти перелік тривалості перехідних періодів для всіх держав-учасниць. Ці періоди різняться від 6 місяців, продовжуючи 9, 12 та 18 місяцями.[42] У своїй відповідях цей регулятор уточнює, що надавачі послуг з віртуальними активами, які не пройшли авторизацію за Регламентом МіСА не мають права здійснювати діяльність на території всього Європейського Союзу.[43] Це право не поширюється на суб'єктів, що діють на підставі перехідних положень. Оскільки країни скоротили тривалість перехідного періоду до різних термінів, учасники ринку стикаються з серйозними юридичними колізіями. У заяві про перехідні заходи Регламенту МіСА Європейський орган з цінних паперів та ринків наводить показовий приклад: якщо CASP подає заявку на ліцензію у Державі А, яка встановила 12-місячний перехідний період, але паралельно обслуговує клієнтів у Державі Б, яка скоротила цей період до 6 місяців. У такій ситуації, після завершення 6 місяців, CASP втратить право надавати послуги резидентам Держави Б аж до моменту отримання повноцінної європейської ліцензії в Державі А.[44]

Регуляторні прогалини, обмеження периметра МіСА та виклики інновацій

Попри визнання Регламенту МіСА найбільш пропрацьованим у світі нормативним документом у сфері цифрових активів, глибокий доктринальний аналіз виявляє суттєві регуляторні прогалини. Головна проблема полягає в обмеженості сфери його застосування. Найбільш дискусійними питаннями є виключення з-під дії Регламенту МіСА децентралізованих фінансів та невзаємозамінних токенів.

Децентралізовані фінанси. Як зазначено у абз. 22 Преамбули до Регламенту MiCA, він не застосовується до криптоактивів, які надаються повністю децентралізованим способом, тобто без залучення будь-яких ідентифікованих посередників або централізованих адміністраторів.

Невзаємозамінні токени. Відповідно до ч. 4 ст. 2 Регламенту, унікальні NFT виключені зі сфери його регулювання. Законодавець обґрунтовує це тим, що унікальність невзаємозамінних tokenів не дає можливості оцінити їхню вартість відносно одне одного. Характеристика невзаємозамінності позбавляє можливості порівняти їх з криптоактивами подібної вартості. Це обмежує їхнє застосування у фінансових цілях, а це у свою чергу знижує ризики для власників та фінансової системи (абз. 10 Преамбули Регламенту MiCA). Проте, MiCA передбачає виняток із цього правила. У абз. 11 Преамбули Регламенту MiCA пояснюють: якщо невзаємозамінні токени фактично втрачають свою унікальність і стають взаємозамінними, вони підпадають під дію Регламенту MiCA. Прикладом такої ситуації наводять емісію криптоактиву у вигляді невзаємозамінних tokenів у великій серії або колекції слід розглядати як показник їхньої взаємозамінності. Тобто, чим більша кількість чогось невзаємозамінного, тим менш невзаємозамінним воно стає. Присвоєння унікального ідентифікатора до криптоактиву не робить його невзаємозамінним.

Аналіз європейського досвіду засвідчує, що ухвалення Регламенту MiCA стало фундаментальним кроком до подолання правової фрагментації та формування єдиного нормативного простору для ринку віртуальних активів у державах-членах ЄС. В основу європейської правової моделі покладено принципи технологічної нейтральності та функціональної еквівалентності, які гарантують однаковий підхід до регулювання діяльності зі схожим рівнем ризику незалежно від застосованих програмних рішень. Водночас нормативний акт чітко розмежовує сферу свого застосування з класичним фінансовим законодавством, концептуально

виключаючи зі свого периметра інструменти, до яких вже застосовуються інші галузеві норми.

Ключовим елементом архітектури нового регулювання є запровадження класифікації криптоактивів за їхнім цільовим призначенням та механізмом формування вартості. Поділ на токени електронних грошей (ЕМТ), токени з прив'язкою до активів (АРТ) та інші криптоактиви (зокрема утилітарні) зумовлює диференційований підхід до емітентів. Європейський законодавець встановив суворі стандарти прозорості, центральним із яких є обов'язок публікації вичерпного інформаційного документа (білої книги) та закріплення невідворотної відповідальності за достовірність викладених у ньому відомостей. З метою захисту макроекономічної стабільності особливо жорсткі пруденційні вимоги та зобов'язання щодо формування відокремлених резервів застосовуються до емітентів забезпечених токенів.

Для запобігання системним загрозам у межах ЄС запроваджено посилений наглядовий режим для токенів, що набувають статусу значних. Паралельно Регламент вибудовує комплексну регламентацію статусу постачальників послуг, пов'язаних з криптоактивами (CASP). Отримання єдиної ліцензії, яка відкриває легальний доступ до всього європейського ринку, вимагає від таких суб'єктів виконання високих організаційних умов, забезпечення надійного захисту клієнтських активів шляхом їх відокремлення, дотримання політик управління конфліктами інтересів та суворих правил протидії ринковим зловживанням.

Попри створення безпрецедентно деталізованої правової бази, впровадження нового режиму супроводжується низкою викликів. Зокрема, дискреційність застосування перехідних положень призвела до тимчасової фрагментації правових режимів та юридичних колізій у різних державах-членах ЄС. Крім того, залишення поза сферою нормативного впливу повністю децентралізованих фінансових систем та унікальних невзаємозамінних токенів (NFT) вказує на наявність об'єктивних регуляторних обмежень. Це підкреслює складність формування статичних

правових конструкцій в умовах безперервного розвитку технологій розподіленого реєстру.

2.2. Особливості фінансового-правового статусу криптовалют у США та країнах Азії: порівняльний аспект

Регуляторна парадигма США: від конкуренції юрисдикцій Комісією з цінних паперів та Комісією з торгівлі товарними ф'ючерсами до уніфікації підходів

Фундаментальною проблемою фінансового права США у сфері криптовалют є відсутність чіткого розмежування повноважень між Комісією з цінних паперів і бірж (SEC) та Комісією з торгівлі товарними ф'ючерсами (CFTC).[45]

Доктрина інвестиційного контракту та позиція SEC. Комісія з обміну цінних паперів і бірж США (SEC) відстоює позицію, згідно з якою переважна більшість криптовалют та токенів, випущених через процедуру первинної пропозиції (ICO), підпадають під визначення цінних паперів. Правовим інструментом для такої кваліфікації слугує тест Хауї, розроблений Верховним Судом США у справі *SEC v. W.J. Howey Co.* [31, с. 11]. Відповідно до офіційного Керівництва SEC з аналізу цифрових активів (2019 рік), інвестиційний контракт виникає за наявності трьох обов'язкових кумулятивних елементів: 1) інвестування коштів; 2) у спільне підприємство; 3) з обґрунтованим очікуванням прибутку, що генерується виключно завдяки зусиллям інших осіб.[45]

У контексті ринку віртуальних активів найбільш дискусійним є третій критерій. Аналізуючи застосування тесту Хаві до цифрових активів, Хеннінг Дж. зауважує, що жорстке застосування тесту Хаві до інноваційних децентралізованих протоколів створює ризик придушення технологічного розвитку, хоча мотивація SEC полягає у забезпеченні максимального захисту прав некваліфікованих інвесторів. Якщо актив визнається цінним папером, його емітент зобов'язаний пройти складну процедуру реєстрації в SEC, розкрити повну фінансову інформацію

та дотримуватися суворих правил обігу [46, с. 71-72]. Загалом дослідник також зазначає, що тест Хауї дуже інтенсивний у частині дослідження фактів.[46, с. 74] Якщо пригадати справу the DAO, про яку ми вели мову в попередньому розділі, ключовою причиною, чому SEC визнала їхні токени цінними паперами – концентрація капіталу в руках менеджерів the DAO та їхні плани на інвестування залучених коштів у проекти для генерації нових tokenів, що сплачувались би як винагорода власникам tokenів.

Товарна природа криптовалют та позиція Комісії з торгівлі товарними ф'ючерсами. На противагу SEC, Комісія з торгівлі товарними ф'ючерсами розглядає криптовалюту, як біржові товари. Галассо Дж. у своєму дослідженні відзначає, що Комісія з торгівлі товарними ф'ючерсами оперує надзвичайно широким поняттям товару. В одній зі справ суд навіть постановив, що товаром може бути буквально все, що не є цибулею, і саме тому підпадатиме під відання Комісії з торгівлі товарними ф'ючерсами.[27, с. 1405] Моффет Т. А. відзначає у своєму дослідженні, що Комісія з торгівлі товарними ф'ючерсами своїм правозастосуванням підтверджує інтерпретацію, що Bitcoin як криптовалюта підпадає під відання цього органу. [48, 724] Далі дослідниця обґрунтовує, що Bitcoin не відповідає всім необхідним складовим тесту Хауї. Його децентралізована природа не задовольняє критерій «спільного підприємства». Тобто, усі особи, що придбавають криптовалюту Bitcoin діють у власних інтересах, не мають на меті діяти спільно, навіть коли придбавають його в інвестиційних цілях (*найчастіше- з метою спекулятивних операцій*). Відповідно, очікування прибутку не залежить від професійних якостей осіб, що управляють активами.[48, с. 729] Крім того, одна й та сама криптовалюта може змінювати свій статус із цінного паперу та товар. [48, 730] Наприклад, при первісному розміщенні tokenів здійснюється централізоване залучення коштів, а в подальшому криптовалюта може перейти в існування як централізоване явище. В такому випадку її статус зміниться на товар в розумінні правової системи США. Наприклад, деякі розробники мереж розподіленого реєстру

дають змогу запускати на власній інфраструктурі проєкти третіх осіб. Може виникнути ситуація, коли емітент криптовалюти перестав існувати, але її одиниці лишаються на гаманцях власників і вони досі можуть здійснювати операції з такими валютами.

Втім невизначеність у юрисдикціях двох органів не могла існувати довго. У вересні 2025 року обидві комісії випустили спільну заяву, що вони працюватимуть для гармонізації регулювання. За мету ставили недопущення існування сірих зон, а також покращення регуляторного клімату для інновацій у сфері фінансів.[49] Вже у березні 2026 року Комісія з обміну цінних паперів випустила роз'яснення щодо застосування федеральних законів про цінні папери до окремих типів криптоактивів. В ньому розмежували компетенції наступним чином:

- Цифрові товари – НЕ цінні папери - Криптоактиви, які нерозривно пов'язані з програмним функціонуванням криптосистеми, що є «функціональною», та отримують свою цінність від неї, а також від динаміки попиту та пропозиції, а не від очікування прибутку від суттєвих управлінських зусиль інших. – *в цю категорію підпадають децентралізовані криптовалюти.*

- Цифрові колекційні предмети – НЕ цінні папери – криптоактиви, призначені для колекціонування та/або використання, які можуть представляти або передавати права на твори мистецтва, музику, відео, колекційні картки, ігрові предмети або цифрові зображення чи посилання на інтернет-меми, персонажів, поточні події чи тенденції, серед іншого. – *іншими словами – невзаємозамінні токени.*

- *Цифрові інструменти* – НЕ цінні папери – криптоактиви, які виконують практичну функцію, таку як членство, квиток, посвідчення, документ, що підтверджує право власності, або посвідчення особи. – *по суті – утилітарні токени.*

- Стейблкоїни – Закон GENIUS Стейблкоїни НЕ ЦІННІ ПАПЕРИ – Визначені в Законі GENIUS як «платіжний стейблкоїн, випущений дозволеним

емітентом платіжних стейблкоїнів – *поняття, що може об'єднувати в собі як токени з прив'язкою до активів так і токени електронних грошей, про що детальніше пояснимо далі*

- Цифрові цінні папери (або «токенізовані цінні папери») – Цінні папери – Фінансові інструменти, перелічені у визначенні «цінного паперу», які відформатовані як криптоактив або представлені криптоактивом, де запис про право власності зберігається повністю або частково в одній або кількох криптомережах або через них. – *токенізовані цінні папери.*

На наш погляд, таке пояснення не сильно виправило ситуацію із невизначеністю поділу юрисдикцій. Все одно для визначення, чи є віртуальний актив цінним папером чи навпаки товаром необхідно буде застосовувати тест Хауї і лише після цього буде зрозуміло, до чийого відання підпадає конкретний актив.

Щодо GENIUS Act S. 394.[50] Цей закон прийняли влітку 2025 року з ініціативи президента США Дональда Трампа. Метою було виправити відставання США від інших юрисдикцій у частині віртуальних активів. Якщо подивитись на визначення стейблкоїну в цьому законі, то можна побачити його майже ідентичність визначенні токenu електронних грошей: «платіжний стейблкоїн – означає цифровий актив, що використовується як засіб платежу, або розроблявся для цього та емітент якого зобов'язаний викупити або викупити за фіксовану грошову суму, за винятком цифрового активу, деномінованого у фіксованій грошовій сумі; та означає, що такий емітент підтримуватиме або створить обґрунтоване очікування, що він підтримуватиме стабільну вартість відносно вартості фіксованої грошової суми».[50, п. 22 р. 2]

Ми вважаємо, що стейблкоїни у розумінні цього закону можуть включати як токени електронних грошей, так і токен з прив'язкою до активів, оскільки тут 1) наявне зобов'язання емітента викупити актив за вимогою власника в будь-який момент; та 2) відсутнє обмеження щодо прив'язки вартості активу виключно до однієї валюти чи одного виду активу.

Не зважаючи на такі нещодавні зміни у правовому полі США, ми вважаємо що цей підхід досі лишається фрагментарним і не вирішує проблеми конкуренції юрисдикцій різних регуляторів відносно віртуальних активів.

Сінгапур: модульний ризик-орієнтований підхід до цифрових платежів

Республіка Сінгапур утвердилася як один із провідних світових хабів фінансових технологій завдяки проактивній та гнучкій політиці Грошово-кредитного управління Сінгапуру. Правовою основою регулювання ринку є Закон про платіжні послуги, який набув чинності на початку 2020 року.[51]

Сінгапурський законодавець відмовився від спроб втиснути новітні активи у старі рамки законодавства про цінні папери. Натомість PSA запровадив модульний підхід.[52, с. 2]

Основним терміном у сінгапурському режимі віртуальних активів є «цифровий платіжний токен». Відповідно до визначення у ст. 2 Закону про платіжні послуги Сінгапуру, цифровий платіжний токен — це цифрове вираження вартості, яке не деноміноване у жодній валюті та не прив'язаний емітентом до жодної валюти; є або призначений бути засобом обміну, прийнятим громадськістю або частиною громадськості як плата за товари чи послуги або за погашення боргу; може бути переданий, збережений або обмінюваний електронним способом; та відповідає іншим характеристикам, які може призначити регулятор. Якщо суб'єкт господарювання бажає надавати послуги пов'язані з цифровими платіжними токенами, він зобов'язаний отримати ліцензію на здійснення такої діяльності.[51, п. 1 ст. 6]

Модульність підходу полягає у диференціації видів ліцензій, що необхідно отримувати, залежно від обсягу операцій, які здійснює постачальник послуг. Логіка наступна% більший обсяг операцій дорівнює більшим ризикам з точки зору економічного ладу держави. Матеріальні пороги встановлені у розмірі 3 мільйони доларів США для будь-якої одної та 6 більшої для будь-яких двох з наступних платіжних послуг: [51, пп. а п. 5 ст. 6]

- послуга зі створення рахунків (окрім послуги зі створення рахунків електронних грошей);
- послуга внутрішнього переказу грошей;
- послуга транскордонного переказу грошей;
- послуга придбання торговців;
- послуга цифрових платіжних токенів.

Для постачальників послуг зі створення рахунків в електронних грошах – поріг у 5 мільйонів доларів США. Для постачальників послуг з емісії електронних грошей – поріг загальної кількості емітованих грошей у 5 мільйонів доларів США.[51, пп. в п. ст. 6] При виконанні цих критеріїв постачальник послуг зобов'язаний отримати ліцензію великої платіжної установи. До великих платіжних установ встановлюються вищі вимоги по кількості резервів, вищі стандарти щодо збереження коштів споживачів.[51, ст. 22-23]

Південна Корея: від заходів протидії відмиванню коштів до тотального захисту прав інвесторів

Еволюція правового статусу віртуальних активів у Південній Кореї ілюструє перехід від вузького фокусу на фінансовому моніторингу до комплексної парадигми захисту прав споживачів. До 2023 року єдиним нормативним актом, що опосередковано регулював цю сферу, був Закон про звітність та використання визначеної фінансової інформації.[53]

Однак, усвідомлюючи недостатність лише механізмів протидії відмиванню коштів а фінансуванню тероризму, 18 липня 2023 року Національна Асамблея Південної Кореї ухвалила фундаментальний Закон про захист користувачів віртуальних активів[54], який повноцінно набув чинності 19 липня 2024 року[53]. Цей акт визначає віртуальні активи як електронні сертифікати (включаючи всі пов'язані з ними права), що мають економічну цінність і якими можна торгувати або передавати електронним способом.[54, п. 1 ст. 2]

Корейський закон фокусується конкретно на захисті користувачів віртуальних активів. У зв'язку із цим комісія з фінансових послуг наділена доволі широкими повноваженнями щодо проведення перевірок та розслідувань проти потенційних порушників закону.[54, ст. 13-18] Що є незвичним, то це закріплення санкцій за порушення закону одразу в самому законі. Ми не стверджуємо, що закріплення адміністративних санкцій у спеціальному законі є звичним і характерним прийомом правового регулювання. Проте одна із санкцій – ув'язнення із примусовою працею строком до одного року.[54, п. 1 ст. 19] Звісно, не варто забувати, що такі санкції можуть вважатись адміністративною відповідальністю у корейській правовій системі.

До заборонених видів діяльності – правопорушень – у сфері віртуальних активів корейський законодавець відносить торгівлю з використанням інсайдерської інформації, інсайдерська торгівля з метою введення в оману інших осіб щодо прибутковості віртуального активу, маніпуляції ринком.[54, пп. 1-4 п. 1 ст. 19]

Особливістю південнокорейського режиму є імперативні вимоги до збереження капіталу. VASP зобов'язані зберігати внески клієнтів у реальній валюті окремо від власних внесків виключно у традиційних банківських установах.[54, п. 1 ст. 6]

Порівняльний аналіз правових режимів Сполучених Штатів Америки та провідних азійських юрисдикцій демонструє суттєві концептуальні розбіжності у підходах до фінансово-правового регулювання ринку віртуальних активів.

Американська регуляторна парадигма історично характеризується проблемою конкуренції юрисдикцій між Комісією з цінних паперів і бірж та Комісією з торгівлі товарними ф'ючерсами. Кваліфікація цифрових активів у США спирається на інструменти прецедентного права, зокрема тест Хауї та дуже широке визначення поняття «товар», що зумовлює конкуренцію регуляторних компетенцій комісій. Попри нещодавні кроки назустріч уніфікації, спільні роз'яснення відомств

та прийняття спеціального законодавства (Закону GENIUS), правове поле США залишається певною мірою фрагментарним.

Натомість азійські юрисдикції демонструють тенденцію до створення автономних, спеціалізованих нормативно-правових баз, відмовляючись від штучного підпорядкування інноваційних інструментів застарілим правовим рамкам. Республіка Сінгапур імплементувала гнучкий модульний ризик-орієнтований підхід. Через введення концепції «цифрового платіжного токена» сінгапурський законодавець встановив диференційовані ліцензійні вимоги до постачальників послуг. Жорсткість цих вимог (зокрема щодо резервування та збереження коштів) прямо залежить від матеріальних обсягів здійснюваних фінансових операцій, що дозволяє ефективно масштабувати нагляд без придушення інновацій.

Своєю чергою, правова модель Південної Кореї еволюціонувала від стандартних заходів фінансового моніторингу до побудови системи тотального захисту прав користувачів віртуальних активів. Спеціальне корейське законодавство вирізняється встановленням жорстких імперативних вимог до VASP щодо обов'язкового відокремленого зберігання фіатних коштів клієнтів у традиційних банках, а також закріпленням суворих санкцій (включно з позбавленням волі) безпосередньо у профільному законі за ринкові зловживання, такі як інсайдерська торгівля та маніпулювання цінами.

Таким чином, якщо США продовжують адаптувати існуючі класичні фінансові доктрини до новітніх об'єктів з поступовим розмежуванням наглядових компетенцій, то Сінгапур та Південна Корея розбудовують нові спеціалізовані режими. Сінгапурська модель оптимізує регулювання через призму обсягів платіжних послуг, тоді як південнокорейська — ставить урядовий абсолют на забезпеченні безпеки капіталу та доброчесності.

Дослідження європейського вектору правового регулювання доводить, що Регламент MiCA став концептуальним базисом для подолання нормативної роздробленості та створення однорідного простору для функціонування віртуальних активів у межах Європейського Союзу. Нормотворча логіка базується на принципах технологічної нейтральності та еквівалентності ризиків, що дозволяє уніфікувати вимоги до схожих видів фінансової діяльності безвідносно до їхньої технічної інфраструктури. При цьому законодавство чітко відмежовує новітні цифрові інструменти від усталених об'єктів фінансового права. Фундаментом архітектури MiCA є функціональна класифікація криптоактивів на токени електронних грошей, токени з прив'язкою до активів та інші види tokenів. Залежно від категорії активу до емітентів висуваються диференційовані вимоги, серед яких ключовими є вичерпне розкриття інформації в оприлюдненій білій книзі та встановлення абсолютної відповідальності за повноту її даних. Для емітентів забезпечених та значних tokenів передбачено високі пруденційні нормативи та правила резервування з метою нівелювання системних макроекономічних загроз. У сфері надання послуг регламент впроваджує статус CASP, вимагаючи від таких суб'єктів проходження суворої процедури авторизації. Ліцензіати натомість отримують право постачати послуги на весь ринок ЄС за умови дотримання жорстких операційних стандартів, гарантування сегрегації активів клієнтів та протидії ринковим маніпуляціям. Водночас аналіз виявляє певні вразливості системи: імплементація перехідних положень спровокувала тимчасові юрисдикційні колізії, а децентралізовані фінанси та невзаємозамінні токени залишилися поза нормативним периметром, що свідчить про об'єктивні межі поточного регуляторного механізму.

Огляд правових режимів Сполучених Штатів Америки та ключових юрисдикцій Азії ілюструє концептуальний плюралізм у підходах до фінансово-правового впорядкування сфери віртуальних активів. Для американської системи характерним є тривалий конфлікт регуляторних компетенцій між Комісією з цінних

паперів і бірж та Комісією з торгівлі товарними ф'ючерсами. Кваліфікація віртуальних активів тут здебільшого здійснюється через призму судових прецедентів, зокрема тесту Хауї. Незважаючи на законодавчі ініціативи щодо гармонізації підходів, правове поле США зберігає ознаки фрагментарності через намагання інкорпорувати інноваційні активи в існуючу парадигму ринку капіталу. На противагу цьому, азійські держави надають перевагу формуванню спеціалізованих нормативних екосистем. Республіка Сінгапур застосовує модульний механізм ліцензування, де центральним об'єктом виступає цифровий платіжний токен. Суворість наглядових вимог до постачальників послуг у цій країні лінійно залежить від фінансових обсягів керованих операцій, що забезпечує баланс між безпекою та технологічним розвитком. Південнокорейська ж модель демонструє радикальний зсув від стандартних процедур фінансового моніторингу до створення безпрецедентної архітектури захисту інвесторів. Спеціальне законодавство цієї держави зобов'язує провайдерів (VASP) ізолювати фіатні активи клієнтів виключно у класичних банках та інтегрує суворі кримінальні санкції за ринкові маніпуляції безпосередньо в текст профільного закону. У підсумку, простежується чітка різниця підходів між екстраполяцією існуючого законодавства в США, масштабованим ризик-орієнтованим підходом в Сінгапурі та політики абсолютного захисту споживачів у Південній Кореї.

РОЗДІЛ 3. СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВО-ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ВІРТУАЛЬНИХ АКТИВІВ В УКРАЇНІ

3.1. Аналіз вітчизняного законодавства у сфері віртуальних активів: проблеми та суперечності

Інтеграція України до глобального цифрового економічного простору, а також заявлений курс на повноправне членство в Європейському Союзі вимагають створення узгодженої, несуперечливої та доктринально обґрунтованої системи нормативно-правового регулювання ринку віртуальних активів. Формування такої системи у вітчизняному правовому полі супроводжується значними теоретичними та практичними викликами, які зумовлені інноваційною природою об'єкта регулювання та відставанням юридичної науки від стрімкого розвитку технологій розподіленого реєстру. Поточний стан правового поля в Україні об'єктивно характеризується станом тривалої правової невизначеності, або так званої «сірої зони», що виникла внаслідок відтермінування набрання чинності базовим Законом України «Про віртуальні активи» від 17 лютого 2022 року № 2074-IX.[14, с. 141, 145]

Перепоною для повноцінної легалізації індустрії стала законодавча прив'язка вступу в дію цього Закону до моменту ухвалення спеціальних змін до Податкового кодексу України щодо особливостей оподаткування операцій з віртуальними активами.[2, ч. 1 Розд.VI] В умовах, коли ринко віртуальних активів функціонує фактично, але залишається позбавленим дієвого профільного регулювання, виникають критичні ризики для фінансової стабільності, захисту прав власників віртуальних активів та протидії легалізації доходів, одержаних злочинним шляхом.

Проблемні аспекти Закону про віртуальні активи

Окрім очевидної неузгодженості з положеннями Цивільного кодексу України, сам текст Закону № 2074-IX містить глибокі внутрішні суперечності, які

підривають ефективність майбутнього правозастосування. М. В. Старинський та К. Р. Корощенко, здійснюючи системний аналіз юридичної конструкції поняття «віртуальні активи», вказують на логічний парадокс, закладений законодавцем. З одного боку, закон констатує, що віртуальний актив є об'єктом цивільних прав і має вартість; з іншого боку, імперативно встановлюється, що він не є засобом платежу на території України та не може бути предметом обміну на майно (товари), роботи чи послуги [55, с. 4].

Принагідно буде пригадати нашу дискусію у Розділі 1 цієї роботи в рамках дослідження суб'єктного кола відносин у сфері обігу віртуальних активів. Лише опосередковано згадує такого учасника ринку як емітент віртуальних активів (зокрема, у статтях 4 та 16), однак жодним чином не розкриває його зміст, права чи обов'язки [36, с. 84]. Відсутність легальної дефініції емітента створює юридичний вакуум, оскільки унеможливорює ідентифікацію особи, до якої інвестори можуть пред'явити майнові вимоги, а органи державного контролю — застосувати санкції за порушення правил розкриття інформації. Відсутність визначення настільки важливого, можна сказати, первинного учасника обігу віртуальних активів на рівні закону – величезний недолік, що не сприяв би підвищенню довіри ні до регуляторів, ні до режиму віртуальних активів в Україні.

На нашу думку, неправильним є відсутність класифікації віртуальних активів за їхнім функціональним призначенням. Терміни визначені в Законі про віртуальні активи наразі майже неможливо співвіднести із тими типами віртуальних активів, що перебувають у реальному обігу.

Невдалою ідеєю, як ми вважаємо, є підпорядкування віртуальних активів, забезпечених фінансовими інструментами, не спеціальному закону, що регулює ринки капіталу, а закону про віртуальні активи. Така класифікація не відповідає природі. Віртуальні активи, забезпечені фінансовими інструментами – це токенизовані фінансові інструменти. Це просто ще один спосіб придбати у власність фінансовий інструмент. За принципом, який застосовує ЄС «однакова діяльність,

однакові ризики, однакові правила» немає раціональних підстав підпорядковувати їх регулювання Законів про віртуальні активи. Аргументи на користь цього ми можемо знайти в самому законі – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку мала бути призначена регулятором усіх віртуальних активів, окрім забезпечених валютними цінностями (абз. 2 ч. 1 ст. 16). Ба більше, комісія мала би регулювати не тільки об'єкти, що за природою належать до своєї компетенції, а на додачу ще мати збільшене адміністративне навантаження через розширення кола об'єктів регулювання.

На додачу до відсутності визначення емітента віртуальних активів, Закон про віртуальні активи встановлює дуже низький поріг вимог для здійснення публічної пропозиції віртуальних активів емітентами: необхідно просто розкрити інформацію на власному вебсайті, розкрити умови придбання, відчуження та вилучення віртуальних активів з обігу і розкрити ризики, пов'язані із придбанням віртуальних активів (ч. 2 ст. 15). Не встановлено вимог щодо резервів. Не встановлено вимог щодо відмежування коштів власників віртуальних активів від коштів емітента. Не встановлено вимог щодо перевірки стресостійкості компанії до зовнішніх економічних та неекономічних ризиків. Відсутні вимоги до структури управління емітентів, публікації їхніх політик, розробки та регулярного перегляду внутрішніх документів, що забезпечують належне управління. Насправді, це список можна продовжувати ще довго. Особливо після детального розбору Регламенту МіСА у Розділі 2 цієї роботи. Всі ці зауваження застосовні також і до вимог, які Закон про віртуальні активи поширює на VASP.

Після детального ознайомлення із досвідом іноземних держав, нам видається, що встановлення відкладальної обставини для набрання сили у вигляді змін до Податкового кодексу задля врегулювання оподаткування операцій із віртуальними активами, насправді видалось подією, що приведе до кращого результату. В умовах високих ризиків як для звичайних споживачів, так і для макроекономічного здоров'я держави, ще й в умовах війни, допустити набрання сили нормативним

актом із такою кількістю недоліків для регулювання такої складної сфери, могло би бути фатальною помилкою.

Законопроекти на виправлення Закону про віртуальні активи та врегулювання оподаткування

Із моменту прийняття Закону про віртуальні активи законодавці створили два законопроекти, що мають у разі прийняття внести зміни у Податковий кодекс і одночасно викласти Закон про віртуальні активи у новій редакції. Ми ведемо мову про Законопроект № 10225-1[56], а також законопроект № 10225-д,[37] до якого я звертався раніше в Розділі 1 цієї роботи. Цей випадок доволі цікавий. Якщо почитати пояснювальну записку, то можна побачити згадку про Регламент MiCA, але зроблені вони по-різному. Законопроект 10225-1 просто згадує, що такий регламент «він вже був прийнятий і скоро стане обов’язковим у країнах-учасниках ЄС». Дійсно, з точки зору класифікації віртуальних активів цей законопроект ближчий до Регламенту MiCA, ніж Закон про віртуальні активи. Автор визначає EMT, ART, службові токени (наймовірніше намагались знайти питоме українське слово замість «утилітарний») та некласифіковані токени (ч. 3 ст. 4 тексту закону, що пропонується проектом № 10225-1). Більше того, існують розбіжності із визначенням віртуального активу, яке надане у Регламенті MiCA. Регламент робить акцент на створенні, існуванні та збереженні криптоактиву з використанням технології розподіленого реєстру. Законопроект № 10225-1 визначає віртуальний актив у відриві від технології розподіленого реєстру, яка є невід’ємною частиною і ознакою віртуальних активів: «різновид цифрової речі, що є об’єктом цивільних прав, має вартість та виражене сукупністю даних в електронній формі»(п. 4 . 1 ст. 1 редакції Закону про віртуальні валюти, що пропонована Законопроектом № 10225-1) На нашу думку, щонайменше через цей недолік це законопроект потребує кардинального доопрацювання або не вартує розгляду в контексті євроінтеграції України.

Проте варто детальніше дослідити законопроект № 10225-д. У пояснювальній записці цього законопроекту прямим текстом вказано, що існує нагальна потреба впровадження Регламенту MiCA у законодавство України. Якщо порівняти визначення віртуального активу із визначенням криптоактиву у Регламенті MiCA, то це буквально слово в слово перекладений українською мовою термін. Загалом швидкий огляд змісту цього законопроекту складає враження, що це буквально переклад і акцепт Регламенту MiCA в законодавство Україна (із виправленнями на національну валюту). Ми не маємо нічого проти такого підходу. Тексти права ЄС надзвичайно якісні з точки зору законодавчої техніки і зазвичай не потребують значних доопрацювань, аби вони працювали як годинник.

Далі хочеться приділити увагу податковій складовій і як ці законопроекти мають на меті вирішити питання оподаткування операцій з віртуальними активами. Законопроект 10225-1 хотіли прирівняти віртуальні активи до інвестиційних активів (пп. 2 п. 1 ч. 1 законопроекту 10225-1). Автори прописали правила застосування податкових різниць для платиків податку на прибуток, а також порядок обліку операцій з віртуальними активами для платників податку на доходу фізичних осіб. Найбільш привабливою для певної частини населення рисою цього законопроекту є пільговий перехідний період застосування зниженої ставки ПДФО – 5 відсотків протягом перших трьох звітних років, і 9% протягом ще наступних п'яти. (п.12 розділу I Законопроекту № 10225-1). VASP у разі виплати доходу платникам ПДФО всиступали податковими агентами.

Законопроект № 10225-д, якщо дивитись по суті. Не має значних відмінностей у механізмі звітування та підході до оподаткування. Основна відмінність – тривалість перехідного періоду. Якби платники ПДФО продали віртуальні активи набуті до набрання чинності законопроектом, то весь прибуток від операції оподатковувався б за ставкою 5% протягом 2026 року(пп. 1 п. 18 ч. 1 роз. I Законопроекту № 10225-д).

Аналіз вітчизняного законодавства засвідчує, що сфера обігу віртуальних активів в Україні наразі перебуває у стані правової невизначеності. Відтермінування набрання чинності базовим Законом України «Про віртуальні активи» через відсутність профільного податкового регулювання де-факто утворило регуляторну «сіру зону». Водночас таку затримку слід оцінювати скоріше позитивно, оскільки чинна редакція закону містить критичні концептуальні недоліки, практичне застосування яких могло б дестабілізувати ринок та поглибити ризики для фінансової системи держави.

Серед фундаментальних дефектів Закону виокремлюються внутрішні логічні суперечності щодо статусу віртуального активу як оборотоздатного об'єкта, повна відсутність легальної дефініції «емітента» та ігнорування функціональної класифікації активів. Крім того, не виправдано м'які вимоги до здійснення публічної пропозиції, відсутність інституту гарантування збереження коштів клієнтів емітентами та постачальниками послуг (VASP), а також хибне підпорядкування токенизованих фінансових інструментів цьому Закону (замість законодавства про ринки капіталу) прямо суперечать базовим принципам безпеки та європейським стандартам нагляду.

Подолання регуляторної кризи та узгодження національного права із курсом на євроінтеграцію вбачається у прийнятті комплексних законодавчих змін. З-поміж існуючих ініціатив найбільш доктринально обґрунтованим є законопроект № 10225-д. На відміну від альтернативних проєктів (зокрема № 10225-1), які пропонують відірвані від сутності технології розподіленого реєстру визначення, зазначений документ концептуально та термінологічно наслідує європейський Регламент МіСА, що гарантує високу якість законодавчої техніки та інституційну визначеність.

Обов'язковою передумовою легалізації індустрії залишається розробка чіткого податкового механізму. Перспективні моделі зводяться до кваліфікації віртуальних активів як інвестиційних активів та закріплення за VASP статусу

податкових агентів. При цьому запровадження тимчасових пільгових ставок оподаткування доходів фізичних осіб розглядається як необхідний перехідний інструмент для ефективної детінізації ринку та плавної адаптації учасників до нового нормативного поля.

3.2. Напрями вдосконалення правового регулювання емісії та обігу віртуальних активів в умовах євроінтеграції України.

В попередньому підрозділі ми змогли вивести доволі багато недоліків та місць для покращень національного законодавства у сфері віртуальних активів. Найпершим напрямом і заходом покращення хочемо виділити прийняття Законопроекту № 10225-д та набрання ним чинності. Він закрий надзвичайно багато прогалин, що існують у чинному Законі про віртуальні активи.

Наступний напрям для покращення – підсилення правової системи України у питаннях протидії відмиванню коштів та фінансуванню тероризму. введення правила подорожі (travel rule) для операцій з віртуальними активами. Ми говорили про цю концепцію у першому розділі цієї роботи. Інформація про ініціатора платежу та його бенефіціара має супроводжувати платіж, а також її мають збирати VASP.

Наступний напрям для покращення – доєднання України до ініціативи Crypto-Asset Report Framework. Ця ініціатива – аналог Common Reporting System тільки для віртуальних активів. Вона започаткована Організацією економічного співробітництва та розвитку і має на меті підвищити прозорість між державами-учасницями організації, що запобігає ухиленню від податків, а також здійсненню фінансових злочинів. До речі, про ці напрямки в березні 2026 року на експертному діалозі «Регулювання використання віртуальних активів у політичному фінансуванні» говорили представники НКЦПФР.[57]

Дослідження стану вітчизняного законодавства у сфері віртуальних активів засвідчує перебування ринку в умовах тривалої правової невизначеності, зумовленої відтермінуванням набрання чинності базовим профільним законом. Водночас така регуляторна пауза виявилася стратегічно виправданою з огляду на наявність у первинному нормативному акті критичних концептуальних вад: від глибоких внутрішніх суперечностей у визначенні юридичної природи активів та відсутності легальної дефініції їх емітента до ігнорування функціональної класифікації токенів і встановлення не виправдано низьких пруденційних вимог до учасників ринку. Оптимальним шляхом подолання наявної інституційної кризи та узгодження національного правового поля з євроінтеграційним курсом держави вбачається ухвалення законопроекту № 10225-д, який концептуально, термінологічно та змістовно імплементує стандарти європейського Регламенту МіСА. Невіддільним елементом такої правової трансформації має стати формування прозорої фіскальної моделі, що базуватиметься на кваліфікації віртуальних активів як інвестиційних інструментів, закріпленні статусу податкових агентів за постачальниками послуг (VASP) та застосуванні механізму перехідних пільгових податкових ставок для ефективного стимулювання детінізації галузі.

Стратегічні напрями вдосконалення фінансово-правового регулювання нерозривно пов'язані з подальшою імплементацією передових міжнародних стандартів фінансового контролю. Окрім першочергового оновлення базового законодавства, фундаментальне значення має модернізація вітчизняної системи запобігання легалізації доходів, одержаних злочинним шляхом, насамперед через імперативне запровадження «правила подорожі» (travel rule), яке зобов'яже інституційних посередників забезпечувати повну інформаційну простежуваність транзакцій. Додатковим вагомим вектором розвитку вітчизняної юрисдикції є долучення України до міжнародної системи звітності Crypto-Asset Reporting Framework (CARF). Інтеграція до цього глобального механізму автоматичного

обміну податковою інформацією, ініційованого Організацією економічного співробітництва та розвитку, дозволить суттєво підвищити рівень транскордонної прозорості ринку, мінімізувати ризики вчинення фінансових правопорушень та гарантувати повну відповідність української регуляторної практики найвищим світовим стандартам.

ВИСНОВКИ

В результаті нашого комплексного дослідження фінансово-правового регулювання емісії та обігу віртуальних активів сформульовано низку теоретичних узагальнень, концептуальних висновків та практичних рекомендацій, що допомагають із вирішення науково-прикладного завдання щодо розбудови ефективної, узгодженої з європейськими стандартами нормативної моделі для України.

По-перше, з'ясовано, що юридична природа віртуальних активів відзначається складним, міжгалузевим характером, який неможливо вичерпно описати виключно через традиційні інститути. Законодавче визначення таких інструментів лише як «нематеріальних благ», оскільки ігнорує їхню здатність генерувати грошові потоки та виступати повноцінними об'єктами фінансових правовідносин. Доведено, що побудова ефективного державного контролю вимагає відмови від уніфікованого підходу на користь функціональної класифікації, яка диференціює активи залежно від їхнього економічного призначення. Лише таке чітке розмежування дозволяє застосовувати адекватні інструменти публічно-правового впливу, запобігаючи як надмірному регуляторному тиску, так і виникненню системних фінансових загроз.

По-друге, встановлено, що інтеграція віртуальних активів у економічний обіг зумовила формування нової трирівневої архітектури суб'єктів ринку. Перший рівень утворюють емітенти, правовий статус яких становить найбільший концептуальний виклик через здатність повністю децентралізованих алгоритмічних мереж функціонувати без ідентифікованого суб'єкта юридичної відповідальності. Другий, фундаментальний для фінансового контролю рівень, представлений професійними постачальниками послуг, пов'язаних з обігом віртуальних активів. Як інституційні посередники та "охоронці брами", вони наділяються правовим статусом суб'єктів первинного фінансового моніторингу, на яких покладається ключовий обов'язок щодо імплементації ризик-орієнтованого підходу та

верифікації клієнтів. Третій рівень складають органи державного нагляду, ефективність яких залежить від секторального розмежування компетенцій на основі природи самого активу.

По-третє, аналіз еволюції європейського законодавства підтверджує, що Регламент MiCA є найбільш доктринально зрілою спробою подолання нормативної фрагментації. Європейський законодавець обрав стратегію технологічної нейтральності, поєднану з принципом функціональної еквівалентності ризиків. Запровадження суворих правил розкриття інформації через обов'язкову публікацію білої книги, встановлення абсолютної відповідальності емітента за її достовірність, а також жорсткі пруденційні вимоги до сегрегації коштів гарантують безпрецедентний рівень захисту прав інвесторів. Водночас превентивне виокремлення режиму значних токенів, що здатні акумулювати системні макроекономічні ризики, доводить спроможність Регламенту гнучко реагувати на глобальні виклики цифрової економіки. Разом з тим, залишення поза периметром регулювання децентралізованих фінансів та унікальних токенів підтверджує наявність об'єктивних меж впливу класичного права на архітектуру розподілених реєстрів.

По-четверте, порівняльно-правове дослідження зарубіжних моделей виявило глибокі концептуальні розбіжності у глобальному регуляторному ландшафті. Доведено, що американська парадигма, яка тяжіє до екстраполяції існуючого законодавства про ринки капіталу (зокрема, через застосування тесту Хауї) на цифрові активи, провокує деструктивну конкуренцію юрисдикцій між регуляторними відомствами та генерує правову невизначеність. Натомість азійські юрисдикції демонструють вищу ефективність завдяки конструюванню автономних режимів. Сінгапурський Закон про платіжні послуги імплементує гнучкий модульний підхід, де суворість ліцензійних вимог до постачальників послуг лінійно залежить від обсягів керованого капіталу. Своєю чергою, Південна Корея утвердила радикальну модель тотального захисту користувачів, закріпивши на рівні

профільного закону імперативні вимоги щодо відокремленого зберігання фіатних активів клієнтів у традиційних банках та встановивши жорсткі кримінальні санкції за маніпулювання ринком.

По-п'яте, критичний аналіз вітчизняного законодавства показав, що ринок віртуальних активів в Україні де-факто перебуває у стані правового вакууму, що парадоксальним чином відіграє запобіжну роль. Відтермінування набрання чинності Законом України «Про віртуальні активи» є доцільним, оскільки документ містить руйнівні концептуальні дефекти: внутрішню логічну суперечність щодо неможливості обміну активу, який визнається таким, що має вартість; повну відсутність дефініції емітента; слабкі вимоги до публічної пропозиції та помилкове виведення токенизованих цінних паперів з-під дії спеціального законодавства про ринки капіталу.

На підставі викладеного вище сформульовано низку практичних рекомендацій щодо стратегії розвитку фінансово-правового регулювання в Україні:

1. **Імплементація європейських стандартів.** Пріоритетним завданням є ухвалення законопроектів № 10225-д, який забезпечує пряму імплементацію норм Регламенту МіСА. Це дозволить уніфікувати термінологію, відійти від хибних класифікацій, запровадити надійну систему авторизації інституційних посередників та гармонізувати українське правове поле з єдиним цифровим ринком ЄС .
2. **Запровадження стимулюючої фіскальної моделі.** Повноцінна інституціоналізація індустрії вимагає негайного закріплення прозорих податкових правил . Доцільним є визнання віртуальних активів інвестиційними активами з одночасним встановленням перехідного періоду, протягом якого застосовуватиметься пільгова ставка податку на доходи фізичних осіб (на рівні 5%) . Такий крок виступатиме основним драйвером детінізації ринку, тоді як на постачальників послуг має бути покладено

функцію податкових агентів для забезпечення автоматичного адміністрування зборів .

3. **Модернізація системи фінансового моніторингу.** З метою мінімізації ризиків використання децентралізованих мереж для відмивання доходів, українське законодавство потребує імперативного закріплення «правила подорожі» (travel rule) . Постачальники послуг повинні нести безумовний обов'язок щодо збору, зберігання та передачі вичерпної ідентифікаційної інформації про ініціатора та бенефіціара кожної транзакції .
4. **Інтеграція до міжнародних систем обміну даними.** Для нівелювання загроз транскордонного ухилення від сплати податків стратегічно важливим є приєднання України до ініціативи Організації економічного співробітництва та розвитку — Crypto-Asset Reporting Framework (CARF) . Участь у цій системі автоматичного обміну податковою інформацією гарантуватиме прозорість операцій резидентів на іноземних торговельних майданчиках .
5. **Розмежування наглядових компетенцій.** Оптимальна архітектура державного контролю повинна базуватися на функціональному розподілі: моніторинг інструментів, що здатні впливати на макроекономічну та монетарну стабільність (токени електронних грошей та токени з прив'язкою до активів), має належати до виключної компетенції Національного банку України . Водночас загальний нагляд за діяльністю постачальників послуг, дотриманням вимог щодо публікації білої книги та захистом прав споживачів доцільно закріпити за Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку або спеціально уповноваженим профільним регулятором .

Підсумовуючи, відмова від фрагментарних спроб адаптації застарілих правових доктрин та перехід до побудови спеціалізованої, концептуально цілісної екосистеми є єдиним дієвим вектором розвитку . Тільки синергія жорстких пруденційних вимог до учасників ринку, стимулюючого податкового клімату та повної інтеграції у європейський нормативний простір здатна забезпечити

трансформацію віртуальних активів із зони правової турбулентності в надійний інструмент зміцнення національної економіки.

ВИКОРИСТАНІ ДЖЕРЕЛА

1. Nakamoto S. Bitcoin: a peer-to-peer cash system. *Bitcoin - Open source P2P money*. URL: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> (date of access: 14.04.2026).
2. Україна легалізувала криптосектор – Президент підписав профільний Закон. *Урядовий портал*. URL: <https://www.kmu.gov.ua/news/ukrayina-legalizuvala-kriptosektor-prezident-pidpisav-profilnij-zakon> (дата звернення: 14.04.2026).
3. Who we are. *Financial Action Task Force*. URL: <https://www.fatf-gafi.org/en/the-fatf/who-we-are.html> (date of access: 14.04.2026).
4. Updated Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers. *FATF*. October 2021 URL: <https://www.fatf-gafi.org/content/dam/fatf-gafi/guidance/Updated-Guidance-VA-VASP.pdf.coredownload.inline.pdf> (date of access: 14.04.2026) – с. 22.
5. Regulation (EU) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2023 on markets in crypto-assets (MiCA). Official Journal of the European Union. L 150. 2023. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32023R1114> (дата звернення 14.04.2026).
6. Кудь А. Цифрові активи та їх економіко-правове регулювання у світлі розвитку технології блокчейн : монографія / Александр Кудь, Микола Кучерявенко, Євген Смичок. – Харків : Право, 2019. – 384 с.
7. Фінансове право : навч. посіб. / за ред. М. П. Кучерявенка. – Х. : Право, 2010. – 288 с.
8. Фінансове право : підручник / за заг. ред. О. М. Бандурки та О. П. Гетманець ; Ю. М. Жорнокуй, О. В. Кашкарьова, Т. В. Колесник та інші. – Х. : Екограф, 2015 – 384 с.
9. Цивільний кодекс України від 16.01.2003 № 435-IV. Відомості Верховної Ради України. 2003. №№ 40–44. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/435-15> (дата звернення 14.04.2026).

10. Податковий кодекс України від 02.12.2010 № 2755-VI. Відомості Верховної Ради України. 2011. №№ 13–17. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17> (дата звернення: 14.04.2026).
11. Bullmann D., Klemm J., Pinna A. In search for stability in crypto-assets: are stablecoins the solution? ECB Occasional Paper Series. 2019. No. 230. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op230~d57946be3b.en.pdf> (дата звернення: 14.04.2026).
12. Houben R., Snyers A. Crypto-assets: Key developments, regulatory concerns and responses. European Parliament, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies. 2020. URL: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/648779/IPOL_STU\(2020\)648779_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/648779/IPOL_STU(2020)648779_EN.pdf) (дата звернення: 14.04.2026).
13. Грицай С. О. Правова сутність дефініції «віртуальні активи» у Законі України «Про віртуальні активи». Аналітично-порівняльне правознавство. 2022. URL: <https://app-journal.in.ua/wp-content/uploads/2022/05/47.pdf> (дата звернення: 14.04.2026).
14. ОСОБЛИВОСТІ ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ОБІГУ ВІРТУАЛЬНИХ АКТИВІВ В УКРАЇНІ: ДЕ-ФАКТО VS ДЕ-ЮРЕ / Т. Гудіма та ін. *Financial and credit activity problems of theory and practice*. 2022. Т. 5, № 46. С. 137–148. URL: <https://doi.org/10.55643/fcaptp.5.46.2022.3844> (дата звернення: 14.04.2026).
15. La FINMA pubblica una guida pratica sulle ICO. *Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA*. URL: <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/> (date of access: 14.04.2026).
16. Закон України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення» від 06.12.2019 № 361-IX : станом на 1 січ. 2026 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/361-20#Text> (дата звернення: 14.04.2026).

17. Чижигов В. Перспективи регулювання обліку та оподаткування віртуальних активів в Україні. Український економічний часопис. 2024. № 5. С. 141–145. URL: <https://journals.dpu.kyiv.ua/index.php/economy/article/view/446/430> (дата звернення: 14.04.2026).
18. Rasure E., Rohrs Schmitt K. The Legacy of DigiCash: A Predecessor to Modern Cryptocurrencies. *Investopedia*. URL: <https://www.investopedia.com/terms/d/digicash.asp> (date of access: 16.04.2026).
19. Poshtarenko O. V. To the issue of the birth of electronic money. Прикарпатський юридичний вісник. 2023. No. 6. P. 95–99. URL: <https://doi.org/10.32782/pyuv.v6.2023.19> (date of access: 16.04.2026)
20. Chaum D. Blind Signatures for Untraceable Payments. BME Department of Networked Systems and Services (HIT). URL: <https://www.hit.bme.hu/~buttyan/courses/BMEVIHI5316/Chaum.BlindSigForPayment.1982.PDF> (date of access: 16.04.2026).
21. StrasselStaff K. A. Deutsche Bank to Test 'E-Cash' With DigiCash in Pilot Project. *The Wall Street Journal*. URL: <https://www.wsj.com/articles/SB831416067295410500> (date of access: 16.04.2026).
22. Digicash files Chapter 11. *CNET Tour Guide to a Better Future*. URL: <https://www.cnet.com/tech/tech-industry/digicash-files-chapter-11/> (date of access: 16.04.2026).
23. Hashcash.org. *Hashcash.org*. URL: <http://www.hashcash.org> (date of access: 20.04.2026).
24. Wai W. B-Money. *weidai.com*. URL: <http://www.weidai.com/bmoney.txt> (date of access: 16.04.2026).
25. Szabo N. Bit Gold | Satoshi Nakamoto Institute. *Satoshi Nakamoto Institute*. URL: <https://nakamotoinstitute.org/library/bit-gold/> (date of access: 21.04.2026).

26. European Central Bank. Virtual Currency Schemes. Frankfurt: ECB, 2012. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf> (date of access: 21.04.2026).
27. FinCEN. Application of FinCEN's Regulations to Persons Administering, Exchanging, or Using Virtual Currencies. Guidance FIN-2013-G001. 2013. URL: <https://www.fincen.gov/resources/statutes-regulations/guidance/application-fincens-regulations-persons-administering> (date of access: 21.04.2026).
28. Internal Revenue Service. Notice 2014-21: IRS Virtual Currency Guidance. 2014. URL: <https://www.irs.gov/pub/irs-drop/n-14-21.pdf> (date of access: 21.04.2026).
29. Case C-264/14, Skatteverket v. David Hedqvist [2015] ECR 718. Link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:62014CJ0264> (date of access: 21.04.2026).
30. FATF. Virtual Currencies: Key Definitions and Potential AML/CFT Risks. Paris: FATF, 2014. URL: <https://www.fatf-gafi.org/content/dam/fatf-gafi/reports/Virtual-currency-key-definitions-and-potential-aml-cft-risks.pdf> (date of access: 21.04.2026).
31. The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators / D. A. Zetzsche et al. SSRN Electronic Journal. 2017. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3072298> (date of access: 21.04.2026).
32. Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO. *Security Exchange Commission*. URL: <https://www.sec.gov/files/litigation/investreport/34-81207.pdf> (date of access: 21.04.2026).
33. Cheng L., Xiao L., Yujian W. China Claws Back at Cryptocurrencies With Ban on Initial Coin Offerings - Caixin Global. *Caixin Global - Latest Business and Financial News on China, U.S. Trade War and Negotiations, Breaking News, Headlines and Developments*. URL: <https://www.caixinglobal.com/2017-09-04/china-claws-back-at-cryptocurrencies-with-ban-on-initial-coin-offerings-101140498.html> (date of access: 29.04.2026).

34. Virtual currency schemes - a further analysis. *European Central Bank*. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemesen.pdf> (date of access: 21.04.2026).
35. Updated Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers. *FATF*. June 2019. Link: <https://www.fatf-gafi.org/content/dam/fatf-gafi/guidance/RBA-VA-VASPs.pdf.coredownload.inline.pdf>. (date of access 21.04.2026).
36. Кулик О. І. Virtual Assets Market Participants. *Теорія і практика правознавства*. 2024. Vol. 2, no. 26. P. 77–91. URL: <https://tlaw.nlu.edu.ua/article/view/312466/312264> (date of access: 21.04.2026).
37. Проект Закону про внесення змін до Податкового кодексу України та інших законодавчих актів України щодо врегулювання обороту віртуальних активів в Україні № 10225-д від 17.11.2023. *Верховна Рада України*. URL: <https://itd.rada.gov.ua/billinfo/Bills/Card/56271> (дата звернення: 21.04.2026).
38. COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS on a Digital Finance Strategy for the EU. *EUR-Lex. Access to European Union Law*. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0591> (date of access: 21.04.2026).
39. The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy / D. A. Zetsche et al. *SSRN*. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3725395 (date of access: 21.04.2026).
40. Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments. *European Securities and Markets Authority*. URL: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-03/ESMA75453128700->

1323_Guidelines_on_the_conditions_and_criteria_for_the_qualification_of_CAs_as_FI
s.pdf (date of access: 21.04.2026).

41. Annunziata F. EBI Working Paper Series 2023 - No. 158. An Overview of the Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR). *SSRN*. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4660379(date of access: 21.04.2026).

42. List of grandfathering periods decided by Member States under Article 143 of Regulation (EU) 2023/1114 Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA). *European Securities and Markets Authority*. URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/List_of_MiCA_grandfathering_periods_art._143_3.pdf(date of access: 21.04.2026).

43. ESMA_QA_2086. Passporting rights for entities benefiting from grandfathering. *European Securities and Markets Authority* URL: <https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/2086>(date of access: 23.04.2026).

44. ESMA Statement on MiCA Transitional Measures. *European Securities and Markets Authority*. URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA75-453128700-1396_Statement_on_MiCA_transitional_measures.pdf(date of access: 23.04.2026).

45. SEC.gov | Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets (Withdrawn) [Superseded by Application of the Federal Securities Laws to Certain Types of Crypto Assets and Certain Transactions Involving Crypto Assets (Mar. 17, 2026)]. *SEC.gov | Home*. URL: <https://www.sec.gov/about/divisions-offices/division-corporation-finance/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>(date of access: 26.05.2026).

46. Henning J. t: Are Crypto-Assets Investment Contracts? The Howey Test: Are Crypto-Assets Investment Contracts?. *University of Miami Business Law Review*. 2018. Vol. 27, no. 1. P. 51–74.

URL: <https://repository.law.miami.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1335&context=umbl&sei->(date of access: 26.04.2026).

47. Galasso J. The Crypto Revolution: A Comparative Analysis of Crypto The Crypto Revolution: A Comparative Analysis of Crypto Regulation in the United States and the European Union. *Touro Law Review*. 2024. Vol. 39, no. 4. P. 1393–1424. URL: <https://digitalcommons.tourolaw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3473&context=lawreview>(date of access: 26.04.2026).

48. Moffet T. A. CFTC & SEC: The Wild W C & SEC: The Wild West of Cr est of Cryptocurrency Regulation ency Regulation. *University of Richmond Law Review*. 2021. Vol. 57, no. 2. P. 713–762. URL: <https://scholarship.richmond.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3405&context=lawreview>.

49. Joint Statement from the Chairman of the SEC and Acting Chairman of the CFTC. *U.S. Securities and Exchange Commission*. URL: <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/joint-statement-atkins-pham-090525>(date of access: 26.04.2026).

50. An Act to provide for the regulation of stable coins, and for other purposes: Public Law No. 119-27 of 18.07.2025 no. <https://www.congress.gov/bill/119th-cong>. URL: <https://www.congress.gov/bill/119th-congress/senate-bill/394/text>(date of access: 26.04.2026).

51. Payment Services Act 2019: Law of 09.03.2025 : as of 1 December 2021. URL: <https://sso.agc.gov.sg/act/psa2019?Timeline=On>(date of access: 26.04.2026).

52. Payment Services Act A Guide to the Essential Aspects of the Payment Services Act 2019. *Monetary Authority of Singapore*. URL: <https://www.mas.gov.sg/-/media/mas/regulations-and-financial-stability/regulations-guidance-and-licensing/payment-service-providers/guide-to-the-payment-services-act-2019.pdf>(date of access: 26.04.2026).

53. Press Releases. The Act on the Protection of Virtual Asset Users to Take Effect from July 19. *Financial Services Commission*.

URL: <https://www.fsc.go.kr/eng/pr010101/82683>(date of access: 26.04.2026).

54. Act on the Protection of Virtual Asset Users: Law of 18.07.2023.

URL: https://elaw.klri.re.kr/eng_mobile/viewer.do?hseq=63752&type=part&key=23.

55. Старинський М. В., Корощенко К. Р. Проблемні питання визначення поняття «віртуальні активи». *Академічні візії*. 2022. № 15.

URL: <https://doi.org/10.5281/zenodo.7597978>(дата звернення: 26.04.2026).

56. Проект Закону про внесення змін до Податкового кодексу України та інших законодавчих актів України щодо врегулювання обороту віртуальних активів в Україні № 10225-1 від 17.11.2023. *Верховна Рада України*.

URL: <https://itd.rada.gov.ua/billinfo/Bills/Card/43232>(дата звернення: 21.04.2026).

57. НКЦПФР долучилась до обговорення регулювання віртуальних активів у політичному фінансуванні. *Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку*.

URL: <https://www.nssmc.gov.ua/ua-nktspr-doluchylas-do-obhovorennia-rehuliuvannia-virtualnykh-aktyviv-u-politychnomu-finansuvanni/>(дата звернення: 30.04.2026).

Дата закінчення роботи: 01.05.2026є

Підпис:

