

УДК 347.7

DOI <https://doi.org/10.24144/2788-6018.2025.03.1.27>

ДЕЯКІ ПРАВОВІ АСПЕКТИ РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО, КРИПТОВАЛЮТНОГО РИНКІВ ТА ВПЛИВУ НА НИХ ЦИФРОВИХ ТЕХНОЛОГІЙ У СПОЛУЧЕНИХ ШТАТАХ АМЕРИКИ ТА ЄВРОПЕСЬКОМУ СОЮЗІ

Боярчук О.М.,

кандидат юридичних наук, заслужений юрист України,
ст. викладач кафедри інтелектуальної власності та приватного права
Національного технічного університету України
«Київський політехнічний інститут імені Ігоря Сікорського»
ORCID: 0009-0006-4190-2897

Боярчук О.М. Деякі правові аспекти регулювання фондового, криптовалютного ринків та впливу на них цифрових технологій у Сполучених Штатах Америки та Європейському Союзі.

Дана стаття присвячена розгляду певних правових та регуляторних механізмів фінансових ринків в умовах цифровізації та впровадження новітніх технологій. У роботі висвітлюються ключові особливості правового регулювання фондового та криптовалютного секторів у Сполучених Штатах Америки та Європейського Союзу (надалі – США, ЄС). Проводиться порівняльна характеристика регулювання фондового ринку та криптовалютного США та ЄС, зосереджена увага на відмінностях правової системи у контексті регулювання при застосуванні фінансових та цифрових технологій. Розглядаються відповідність деяких нормативно-правових актів у динаміці до розвитку технологічного процесу, а також оцінюється вплив алгоритмічної торгівлі, блокчейн, хмарних технологій, штучного інтелекту на юридичні механізми контролю та захисту прав інвесторів.

Вказується на те, що фондовий ринок США регулюється низкою федеральних законів, таких як Securities Act, Securities Exchange Act, Sarbanes-Oxley, Dodd-Frank Act які спрямовані на підвищення прозорості ринку, на запобігання маніпуляціям та контролю за процесом проведення інвестиційної діяльності.

В ЄС аналогічні функції по врегулюванню фондового ринку виконують MiFID II, Market Abuse Regulation (MAR), Prospectus regulation, UCIS Directive, що направлені на забезпечення стандартів правової гармонізації між країнами-учасницями та захисту прав інвесторів.

Звернена увага на певне уже регулювання криптовалютного ринку. Наприклад у США таке регулювання, у тому числі здійснює Комісія з цінних паперів і бірж США (SEC), у ЄС прийнятий окремий норматив, такий як Регламент (ЄС) 2023/1114 про ринки криптоактивів (MiCA), який встановлює ліцензування криптопослуг, вимоги до емітентів криптоактивів та механізми контролю.

Особливу увагу приділено правовим викликам, пов'язаним із технологічною трансформацією. Використання штучного інтелекту у трейдингу викликає певне занепокоєння щодо дотримання принципів конкурентності та захисту інформації. У зв'язку із використанням блокчейн технології та токенизації активів постає питання юридичного статусу цифрових цінних паперів, а високочастотний трейдинг потребує більш чітких регуляторних механізмів, здатних запобігти ринковим зловживанням.

Проаналізовано проблематику законодавства до існуючих та можливих викликів у процесі застосування цифрових технологій та запропоновані деякі шляхи вдосконалення правових механізмів, спрямованих на забезпечення стабільності та безпеки на ринку фінансових послуг.

Ключові слова: фондовий ринок, цифрові технології, криптовалютний ринок.

Boiarchuk O.M. Some legal aspects of the regulation of the stock and cryptocurrency markets and the impact of digital technologies on them in the United States of America and the European Union.

This article is devoted to the consideration of certain legal and regulatory mechanisms of financial markets in the context of digitalization and the introduction of new technologies. The paper highlights the key features of the legal regulation of the stock and cryptocurrency sectors in the United States of America and the European Union (hereinafter referred to as the USA, EU). A comparative characteristic of the regulation of the stock market and cryptocurrency in the USA and the EU is carried out, focusing on the differences in the legal system in the context of regulation when applying financial and digital technologies. The compliance of some regulatory and legal acts in the dynamics of the development

of the technological process is considered, and the impact of algorithmic trading, blockchain, cloud technologies, artificial intelligence on the legal mechanisms of control and protection of investor rights is also assessed.

It is indicated that the US stock market is regulated by a number of federal laws, such as the Securities Act, Securities Exchange Act, Sarbanes-Oxley, Dodd-Frank Act, which are aimed at increasing market transparency, preventing manipulation and controlling the process of investment activities.

In the EU, similar functions for regulating the stock market are performed by MiFID II, Market Abuse Regulation (MAR), Prospectus regulation, UCINS Directive, which are aimed at ensuring standards of legal harmonization between member states and protecting investor rights.

Attention is drawn to the already certain regulation of the cryptocurrency market. For example, in the USA, such regulation is carried out, among others, by the US Securities and Exchange Commission (SEC), and in the EU, a separate regulation has been adopted, such as Regulation (EU) 2023/1114 on markets in crypto-assets (MiCA), which establishes the licensing of crypto-services, requirements for crypto-asset issuers and control mechanisms.

Particular attention is paid to the legal challenges associated with technological transformation. The use of artificial intelligence in trading raises some concerns about compliance with the principles of competitiveness and information protection. In connection with the use of blockchain technology and asset tokenization, the question of the legal status of digital securities arises, and high-frequency trading requires clearer regulatory mechanisms capable of preventing market abuse.

The issues of legislation related to existing and possible challenges in the process of applying digital technologies are analyzed and some ways of improving legal mechanisms aimed at ensuring stability and security in the financial services market are proposed.

Key words: stock market, digital technologies, cryptocurrency market.

Постановка проблеми. Сучасний розвиток фондового та криптовалютного ринків, створюють нові правові виклики, а вплив на ці процеси цифрових технологій суттєво змінює перебіг відносин та застосування фінансових механізмів на даних ринках. У свою чергу це потребує створення відповідної правової бази, ефективного правового регулювання.

Мета дослідження: аналіз правових аспектів регулювання фондового та криптовалютного ринків у порівнянні США та ЄС, оцінка ефекту цифрових технологій у даному сегменті, розгляд напрямків впровадження та застосування нормативного регулювання для забезпечення стабільності та захисту інвесторів.

Стан опрацювання проблематики. Дані та подібні питання розглядаються у працях таких дослідників, переважно економічного напрямку як О.О. Павлюк, А.О. Босак, Ю.В. Дойнік, У.Я. Андрусів, Н.О. Крихівська, Н.М. Крючкова, В.М. Мирончук та інші.

Виклад основного матеріалу. Фондовий ринок США є одним з найбільш розвинутих, тому варто проаналізувати їх законодавчі акти. Система законодавства США має два рівні – федеральний і окремих штатів, водночас існує тісне узгодження принципових регулятивних положень. До кожного закону додаються правила й норми, які детально роз'яснюють практичні аспекти їх застосування. Основним регулятором є Комісія з цінних паперів і бірж США (U.S. Securities and Exchange Commission; SEC) [1, с. 295].

Правове регулювання фондового ринку Сполучених Штатів Америки (далі – США) передбачає дворівневу систему регулювання. Юридична система функціонує на федеральному рівні де основним регуляторним органом виступає Комісія з цінних паперів і бірж США (SEC – Securities Exchange Commission) та на рівні окремих штатів, де передбачається можливість встановлювати додаткове регулювання. Така структура спрямована на забезпечення балансу між загальним правовим регулюванням та регіональними особливостями регулювання ринку капіталу. Причому, на регіональному рівні передбачена можливість, а не обов'язок встановлення додаткових регуляторних норм щодо фондового ринку.

З юридичної точки зору, узгодження регулятивних положень між рівнями є критичним для запобігання колізійним ситуаціям та забезпечення ефективного правового захисту інвесторів.

В даному контексті значну роль відіграють «Blue Sky laws». Це закони, які регулюють діяльність компаній, що залучають інвестиційний капітал. Такі нормативні документи мають штати, встановлюють певні правила для фінансових установ у межах штату, окрім федерального законодавства. Вони направлені на запобігання шахрайству та встановлюють додаткові вимоги до розкриття фінансової інформації.

Наведемо деякі основні нормативно-правові акти, що регулюють фондовий ринок США.

Закон про цінні папери від 1933 року [2] запровадив обов'язкову реєстрацію цінних паперів та вимогу попереднього розкриття інформації. Також наведений нормативно-правових документ

визначає відповідальність за шахрайство у процесі емісії цінних паперів. Загалом цей закон став реакцією на, так звану, велику депресію та спрямований був на забезпечення прозорості ринку.

Наступний, Закон про фондову біржу від 1934 року [3] встановив правовий статус Комісії з цінних паперів і бірж США (SEC), визначив норми для регулювання вторинного ринку та боротьби з ринковими маніпуляціями. Даний норматив вважається основою для регулювання для сучасного антимонопольного регулювання фінансового сектору.

Також, до врегулювання певних відносин має відношення Закон Сарбейнса-Окслі (2002) [4]. Відповідно до його положень передбачено посилення відповідальності керівництва корпорацій за подання недостовірної фінансової звітності, визначено обов'язковість аудиту для компаній, що котируються на фондовому ринку, запроваджено жорсткі санкції за маніпуляції з бухгалтерською звітністю, було створено Раду з нагляду за бухгалтерським обліком публічних компаній (PCAOB).

Згідно до Закону про Додда-Франка від 2010 року [5] який саме про реформу Уолл-стріт та захист прав споживачів, встановлені норми підвищеного контролю над фінансовими установами з метою запобігання системним ризикам, визначено регулювання похідних фінансових інструментів, а саме деривативів та операцій з високим рівнем фінансового ризику, створено Бюро захисту прав споживачів у фінансовій сфері.

Ключову роль у регулювання фондового ринку США відіграє Комісія з цінних паперів і бірж США (SEC). Як основний регулятор, комісія здійснює контроль за реєстрацією та проводить емісію цінних паперів, здійснює регулювання бірж та трейдингових платформ (NYSE, NASDAQ), здійснює розслідування маніпуляцій та інсайдерської торгівлі, встановлює стандарти звітності діяльності публічних компаній та загалом діяльності на фондовому ринку.

Звичайно, фінансові закони США мають значний вплив на конкурентне середовище ринку і не тільки США, а й світового фондового ринку, зважаючи на розвинену систему впровадження та реалізації інструментів даного ринку та їх вплив на фінансові ринки у інших правових системах. Юридичний аналіз положень наведених нормативів у їх динамічній складовій, що за тривалий час свого існування зазнавали змін та доповнень, свідчить про те, що недостатнє регулювання може призводити до системних ризиків, які як уже показала практика створюють доволі кризові ситуації, які не завжди вдається виправити без суттєвих наслідків, а надмірне регулювання може знижувати ефективність у діяльності та розвитку даного сегменту ринку.

Порівняємо деякі аспекти регулювання фондового ринку США та Європейського Союзу (надалі – ЄС). Варто зазначити, що дані фондові ринки мають різні підходи до правового регулювання. Можна вказувати на те, що у США переважає так званий принцип ринкової саморегуляції, де наведена уже нами Комісія з цінних паперів та бірж (SEC) відіграє ключову роль, про яку ми вказували вище. У ЄС біржове регулювання переважно здійснюється на наднаціональному рівні, що і характерно для системи організаційно-функціональної побудови діяльності Європейського Союзу. Таке регулювання в ЄС здійснюється через Європейське управління з цінних паперів та ринків (ESMA) [6], регулятор і наглядовий орган ЄС за фінансовими ринками. Поряд з цим, у ЄС регулювання фондових ринків здійснюється також національними регуляторами країн-учасниць.

Тобто, можна вважати, що основною відмінністю між регулюванням фондового ринку США та ЄС є рівні централізації такого регулювання. У США регулювання здійснюється на основі уніфікованої системи на основі федерального законодавства, але з додатковими нормативами окремих штатів. У ЄС передбачена взаємодія регулювання на основі юридичного узгодження між директивами ЄС та національними законодавствами країн-членів.

У зв'язку з цим, вкажемо на деякі нормативи, призначені для регулювання фондового ринку ЄС.

Нормативно-правовим документом, спрямованим на регулювання діяльності інвестиційних компаній і бірж, забезпечення прозорості ринку фінансових послуг та захисту інвесторів була прийнята Директива MiFID II у 2018 році [7]. Правилами, запровадженими цією директивою охоплені торгівля деривативами, високочастотні фірми, що застосовують складні алгоритми для виконання та аналізу ринку – високочастотний трейдинг, алгоритмічні торговельні стратегії.

Також, можна вказати на інший документ прийнятий у 2016 році, а саме Market Abuse Regulation [8], відомий за аббревіатурою як MAR, що в перекладі означає – Регламент зловживання на ринку. Даним регламентом передбачені норми, направлені на запобігання маніпуляціям- зловживанням на ринку, та визначені механізми забезпечення розповсюдження належної інформації, покращення умов транскордонного співробітництва.

Регламент ЄС про проспект емісії прийнятий 2017 року [9] встановив єдині правила щодо проспектів емісії цінних паперів у Європі, сприяв запобіганню розбіжностей на національному рівні, більшій юридичній визначеності у застосуванні норм, підвищення довіри до прозорості ринку, ефективності регулювання і що не менш важливо – зменшення витрат учасників на дотримання вимог.

Необхідним чинником для регулювання відносин на фондовому ринку відіграє ще одна Директива ЄС відома як UCINS Directive [10]. Наведена директива була створена з метою запровадження спільного ринку підприємств спільного інвестування в переказні цінні папери, фактично регулює діяльність інвестиційних фондів та сприяє транскордонному їх розміщенню. Відповідно до положень директиви, UCINS – фонди повинні отримати дозвіл у країні реєстрації, після авторизації передбачено право для фондів здійснювати діяльність у всіх країнах ЄС без додаткової реєстрації. В тому числі встановлено зобов'язання для фондів дотримання принципу диверсифікації активів, щодо розкриття інформації про фонд, його активи, ризики, фінансової звітності, механізмів управління. Поряд з цим, директива здійснює антимонопольний контроль, запобігаючи концентрації ринку, встановлює обмеження на структуру фондів. Також, можна відзначити те, що UCINS передбачає механізм управління ліквідністю, що безперечно, сприяє стабільності фінансових ринків.

Аналіз сучасних тенденцій розвитку фондових ринків дозволяє виділити ключові технології, що найбільше впливають на трансформацію біржової торгівлі цінними паперами: алгоритмічна торгівля і високочастотний трейдинг (HFT); блокчейн-технології та токенизація активів; штучний інтелект та великі дані (Big Data); API та відкриті банківські платформи та хмарні технології [11].

Регулювання алгоритмічної торгівлі та високочастотного трейдингу (HFT), про що вище уже велась мова, є важливим для запобігання ринковим порушенням та забезпечення рівних умов для учасників ринку. У ЄС регулювання HFT здійснюється відповідно до норм також уже згадуваної у дослідженні Директиви MiFID II, визначаючи вимоги до контролю за алгоритмами торгівлі, їх тестування та ризик-менеджмент. У США Комісія з цінних паперів та бірж (SEC) також запроваджує механізми моніторингу HFT, з метою уникнення маніпуляцій з цінами та зловживання швидкістю виконання договорів.

Відносно застосуванню технології блокчейн та токенизації активів, то постає питання правового регулювання цифрових цінних паперів та механізмів їх передачі. В даному контексті, у США регулювання цифрових активів здійснюється SEC, яка встановлює вимоги до безпеки, боротьби з відмиванням коштів. Натомість у ЄС, прийнято у 2023 році Регламент (ЄС) 2023/1114 про ринки криптоактивів (MiCA). [12], який встановлює вимоги до токенизації та регулює діяльність криптовалютних бірж.

Даний Регламент є першим комплексним нормативно-правовим документом в Європейському Союзі, був прийнятий 31 травня 2023 та регулює ринок криптоактивів. Норми регламенту спрямовані на забезпечення юридичної визначеності щодо криптоактивів, включаючи стейблкоїни та токенизовані активи, також на забезпечення фінансової стабільності емітентів криптоактивів. Він є документом прямої дії у всіх країнах ЄС, без необхідності додаткової імплементації норм Регламенту національними законодавствами країн-учасниць. Згідно положень нормативу, проведена класифікація криптоактивів, до якої віднесені стейблкоїни (e-money tokens), якими визначені криптоактиви, прив'язані до фіатної валюти, токени активів – криптоактиви, прив'язані до інших активів, зокрема до золота, кошика валют, сервісні токени (utility tokens), криптоактиви, що використовуються для доступу до цифрових послуг.

Також, цим документом передбачено обов'язковість для усіх бірж, криптогеманців, платформ отримати ліцензію MiCA CASP, яка діє на всій території ЄС, що усуває національні відмінності у регулюванні.

Встановлені вимоги до емітентів криптоактивів, а саме щодо обов'язкового розкриття фінансової інформації, визначення механізму захисту інвесторів та резервного забезпечення для стейблкоїнів.

Поряд з наведеним, слід зазначити, що незважаючи на пряму дію норм MiCA, країни-учасниць ЄС можуть встановлювати додаткові вимоги, також норми Регламенту не розповсюджують свою дію на децентралізовані фінансові платформи (DeFi), що не виключає можливості в подальшому регулювання наведеного напрямку.

Висновки. Загалом, позитивним фактором є уже саме регулювання нового та доволі волатильного ринку криптоактивів, відсутність якого збільшувало зловживання довірою та позбавляє можливості чіткого розуміння та захисту своїх прав від порушень, яких у даній сфері достатньо. Тому, зважаючи, особливо в даний період існування даного напрямку криптоактивів, можливі ризики та виклики, доцільно з обережністю та виваженістю користуватись даними видами фінансових послуг, а власне нормативне регулювання встановлюючи єдині правила застосування, сприяє, перш за все захисту інвесторів, підвищенню стабільності ринку та створенню належної правової бази для усіх його учасників.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Босак А.О., Дойнік Ю.В. Фондовий ринок України: перспективи розвитку і світовий досвід державного регулювання. 2021 С. 290–303. URL: https://science.lpnu.ua/sites/default/files/journal-paper/2021/nov/25547/nzmened-290-303_0.pdf (дата звернення 05 травня 2025 р.).

2. Securities Act of 1933. URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf> (дата звернення 10.05.2025 р.).
3. Securities Exchange Act of 1934. URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf> (дата звернення 10.05.2025 р.).
4. Sarbanes-Oxley of 2002. URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1883/pdf/COMPS-1883.pdf> (дата звернення 10.05.2025 р.).
5. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-9515/pdf/COMPS-9515.pdf> (дата звернення 10.05.2025 р.).
6. ESMA. URL: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-fines-modefinance-srl-eur-420000-misleadingly-using-esmas-name-statements> (дата звернення 11.05.2025 р.).
7. MiFID II. URL: <https://ec.europa.eu/newsroom/fisma/items/612597/en> (дата звернення 11.05.2025 р.).
8. Market Abuse Regulation of 2016. URL: <https://www.lseg.com/en/post-trade/regulatory-reporting/regulation/market-abuse#:~:text=MAR%20sought%20to%20enhance%20and,operating%20in%20EU%20financial%20markets> (дата звернення 11.05.2025 р.).
9. Prospectus regulation of 2017. <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj/eng> (дата звернення 11.05.2025 р.).
10. Directive 2009/65/EC of 13 July 2009. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj/eng> (дата звернення 11.05.2025 р.).
11. Андрусів У.Я., & Крихівська Н.О. (2025). Вплив цифровізації на розвиток біржової торгівлі цінними паперами. *Актуальні питання економічних наук*, (10). <https://doi.org/10.5281/zenodo.15236680> (дата звернення 11.05.2025 р.).
12. Регламент (ЄС) 2023/1114 про ринки криптоактивів та про внесення змін до Регламентів (ЄС) № 1093/2010 та (ЄС) № 1095/2010 і Директив 2013/36/ЄС та (ЄС) 2019/1937. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2023/1114/oj/eng> (дата звернення 12.05.2025 р.).