АКТУАЛЬНІ ПИТАННЯ ЮРИДИЧНОЇ НАУКИ

УДК 342.51:343.373
DOI https://doi.org/10.32782/2408-9257-2025-3-24

Кошовий О. Г.,
адвокат, аспірант кафедри адміністративного та кримінального права Дніпровського національного університету імені Олеся Гончара

ІНСТИТУЦІЙНИЙ ПІДХІД ДО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЯКОСТІ ЗАКОНОДАВСТВА ПРО ПРОТИДІЮ ЗЛОВЖИВАННЯМ НА РИНКАХ КАПІТАЛУ

AN INSTITUTIONAL APPROACH TO ENSURING THE QUALITY OF LEGISLATION ON COMBATING ABUSE OF CAPITAL MARKETS

Статтю присвячено правовому інституційному підходу до регулювання та захисту ринків капіталу від зловживань. Проаналізований інституційно-правовий контекст європейської інтеграції та імплементації законодавства Європейського Союзу до законодавства України. Дослідження здійснено також в ретроспективному та порівняльному аспектах виникнення сучасного підходу до регуляції та захисту ринків у Сполучених Штатах Америки, Європейському Союзу, Україні. Наведено та проаналізовано аспекти інституційного підходу до діяльності соціальних та економічних інституцій, значення інклюзивного характеру інституції в ринковій економіці та його законодавчого закріплення.

У статті обґрунтовано необхідність правового інституційного підходу до імплементації законодавства Європейського Союзу в сфері захисту ринків капіталу від зловживань та відповідного регулювання. На підставі здійсненого порівняльного аналізу законодавства США, Республіки Польща та України щодо правових підстав та рамок діяльності регулятора ринків капіталу доведено юрисдикційні відмінності, що вказують на елементи екстрактивного характеру при ухваленні законодавства в Україні. На основі дослідження в контексті інституційного підходу до правового регулювання та діяльності інституцій доведено порушення Конституції України у законодавчому регулюванні прав та повноважень регулятора ринків капіталу: в аспекті повноважень глави держави щодо призначення членів регулятора та щодо застосованої форми діяльності – «державний колегіальний орган». Акцентовано увагу на правових інституційних пастках, що нівелюють інклюзивний характер ринкових інституцій. Сфокусовано увагу на унеможливленні впливу на законотворення прихованих авторів та бенефіціарів фінансування законодавчого процесу. Загалом розглянуто інституціоналізацію процесу законотворення, як новоутворений неформальний інститут та фактор впливу поза межами прозорої рамки процесу законотворення. В статті з'ясовано, які законодавчі порушення можуть вести до викривлення функції інституту регулятора ринків капіталу в системі ринкової економіки, а також до викривлення інклюзивного характеру інституцій при імплементації законодавства Європейського Союзу.

Ключові слова: *регулятор ринків капіталу, зловживання на організованих ринках капіталу, інституційний підхід, організовані ринки капіталу, імплементація законодавства ЄС, маніпулювання ринком, незаконне використання інсайдерської інформації, Конституція України, НКЦПФР, захист ринку від зловживань.*

The article is devoted to the legal institutional approach to the regulation and protection of capital markets from abuse. The author analyzes the institutional and legal context of European integration and implementation of the European Union legislation into Ukrainian legislation. The study is also carried out in the retrospective and comparative aspects of the emergence of a modern approach to market regulation and protection in the United States of America, the European Union, and Ukraine. The article presents and analyzes aspects of the institutional approach to the activities of social and economic institutions, the importance of the inclusive nature of an institution in a market economy and its legislative consolidation.

The article substantiates the need for a legal institutional approach to the implementation of the European Union legislation in the area of protection of capital markets from abuse and relevant regulation. Based on a comparative analysis of the legislation of the USA, the Republic of Poland and Ukraine regarding the legal basis and framework for the activities of the capital markets regulator, the author proves jurisdictional differences which indicate elements of an extractive nature when adopting legislation in Ukraine. Based on the study in the context of the institutional approach

© Кошовий О. Г., 2025

to legal regulation and the activities of institutions, the author proves that the Constitution of Ukraine is violated in the legislative regulation of the rights and powers of the capital markets regulator: in terms of the powers of the head of state to appoint members of the regulator and the form of activity used – "state collegial body". The author emphasizes the legal institutional traps that neutralize the inclusive nature of market institutions. Attention is focused on preventing hidden authors and beneficiaries of financing of the legislative process from influencing lawmaking. In general, the author considers the institutionalization of the lawmaking process as a newly formed informal institution and a factor of influence outside the transparent framework of the lawmaking process. The article identifies which legislative violations may lead to distortion of the function of the institution of capital markets regulator in a market economy, as well as to distortion of the inclusive nature of institutions in the implementation of EU legislation.

Key words: *capital markets regulator, abuses in organized capital markets, institutional approach, organized capital markets, implementation of EU legislation, market manipulation, insider dealing, Constitution of Ukraine, NSSMC, protecting the market from abuse.*

Вступ та постановка проблеми. Організовані ринки капіталу, які ототожнюються з фондовими біржами, відіграють роль рушія економічних процесів у ринковій економіці. Це відбувається завдяки властивостям фондових бірж забезпечувати оборотність, ліквідність, оціненість активів та сполученню реального та фінансового секторів економіки. Ці організовані ринки капіталу є тими інституціолізованими майданчиками, на яких здійснюється обіг цінних паперів з метою їх ринкового обміну за справедливою ціною. Безумовно в першу чергу до цінних паперів, що обертаються сьогодні на біржі, слід віднести акції та облігації. Тобто інвестиційний та позиковий капітал економіки. Без існування організованих ринків капіталу економіка не може мати того потенціалу, який, через забезпечення ліквідного попиту кореспондують їй ці ринкові інституції.

Відтак у ринковій економіці загалом та зокрема при забезпеченні діяльності організованих ринків капіталу, – краєугольним каменем є убезпечення цих ринків від зловживань, тобто від викривлення балансу ціноутворення щодо цінних паперів, які обертаються на біржі, – з одного боку, та зміцнення довіри – з іншого боку. Викривлення цінових орієнтирів здатне спричиняти відтік капіталу, зменшення його обігоздатності, зрештою гальмування економіки в цілому. Така неправомірна активність на ринках капіталу не в інтересах ані економіки, ані суспільства, яке цю економіку створює та рухає.

Правовий аспект захисту організованих ринків проявлений у тому, що гострота проблеми на організованому ринкові, де одночасно відбувається торгівля за участі необмеженого кола осіб, простір для шахрайських практик є ширшим у порівнянні зі сферою відносин «сам на сам» – де, так би мовити, потерпілий хоча б, здебільшого, знає в обличчя свого кривдника, та має бодай які можливості фокусувати увагу на конкретній ситуації можливої омани, з метою захисту власних інтересів. Спектр же шахрайських практик на організованому ринкові є складнішим. На думку N. Ryder, E. Herlin-Karnell саме *«поняття "зловживання ринком" – це парасольковий ярлик який використовується для визначення інсайдерської торгівлі та маніпулювання ринком»* [1]. В Україні маніпулювання на організованих ринках криміналізовано у ст. 222[1] КК України, незаконне використання інсайдерської інформації – у ст. 232[1] КК України [51]. Захист організованого ринку має включати як складові інституційної якості щодо регулювання ринків з метою запобігання зловживанням, так і механізми протидії та покарання (адміністративні та кримінально-правові санкції), що передбачає бездоганну якість правової визначеності у поняттях формулювання та правозастосування щодо заборонних норм. Роль регулятора ринку в цьому процесі протидії та захисту ринку є основною. Регулятор, з однієї сторони, має на інституційному рівні створювати безпечну сферу обігу цінних паперів та, з іншої сторони, локально протидіяти зловживанням ринком. В інституційній правовій архітектурі в Україні таким регуляторним органом є Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР). З огляду на приписи Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» та Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків», НКЦПФР знаходиться в центрі функції протидії зловживанням ринку:

протидіє зловживанням, встановлює критерії суттєвого відхилення ціни від поточної ціни відповідного активу, допущеного до торгів на організованому ринку, здійснює правозастосування на ринках капіталу та організованих товарних ринках, що включає нагляд, інспекції, розслідування, здійснює розгляд справ про порушення профільного законодавства тощо [49]. Загалом з урахуванням сукупності повноважень є ключовим елементом протидії зловживанням як на адміністративному рівні захисту ринку так і на кримінально-правовому, адже здійснює первинний специфічний моніторинг на предмет виявлення ознак кримінального правопорушення на ринку. З урахуванням функціонального впливу регулятора на захист ринку та регуляцію, вважаємо за необхідне дослідити права та повноваження цього органу в аспекті інституційної якості. Адже орган, покликаний здійснювати регуляцію на ринку, повинен мати ступінь довіри, співрозмірний покладеним на нього функціям – мати бездоганну інституційну якість, якісне законодавче регулювання та транслювати через ці складові довіру ринку. Загалом завданням інституції, що займається регулюванням ринку та його захистом є підтримання такого балансу довіри до ринкового ціноутворення, за якого справедлива вартість фінансових інструментів, що обертаються на біржі, буде відображати результати виключно ринкового обігу та фіксувати високий рівень довіри ринку. Адже втрати країни від відсутності довіри до ринків капіталу в України є суттєвими. Наприклад, незважаючи на зростання попиту економічному сегменті оборони (внаслідок збільшення витрат бюджету на оборону [2], в тому числі, продукцію оборонного призначення), українські ринки не демонструють зростання. Втім, характерний парадокс воєнного часу полягає в тому, що в інституційно розвинених юрисдикціях (США, ФРН) ринки демонструють зростання саме завдяки довірі до їх діяльності [3] [4]. Україна потребує відновлення втраченого за роки війни капіталу та відшкодування шкоди, завданої інфраструктурі. За даними Світового банку, станом на лютий 2025 року цей збиток оцінювався в 524 мільярди доларів США [5] і ця цифра продовжує зростати. Ринки капіталу в змозі залучити капітал в економіку України, сполучивши її з фінансовими ринками ЄС США. Водночас довіра до діяльності ринків капіталу є інституційним фактором, що залежить від якості, функціоналу та інклюзивності законодавчого регулювання інституцій, відповідальних за нормальну роботу та захист ринків.

Мета роботи. Дослідження складової інституційного укладу та порівняльно-правовий аналіз законодавчого регулювання інституцій регуляторів ринків капіталу в Україні, Сполучених Штатах Америки та державі-члені Європейського Союзу, на нашу думку матиме своєю ціллю віднайдення якісних характеристик довіри як до регулятора ринків капіталу в Україні, так і довіри до ринків капіталу в цілому. Окрім порівняльного підходу, предметом цього дослідження є певні елементи, функціонал законів, які визначають правовий статус інституції з регулювання ринків капіталу в Україні, відповідність цього законодавства Основному Законові України. З огляду на це метою дослідження є обґрунтування значення якості законодавчого регулювання інституцій, їхньої інклюзивності в демократичному суспільстві в контексті впливу на довіру до ринків капіталу.

Виклад основного матеріалу. У сучасному світі зміст та якість інституцій, що ними пронизаний та структурований суспільний та економічний простір, може бути як фактором розвитку, так і відправною точкою занепаду. На еволюційному шляху розвитку якість та зміст інституцій є основою для побудови суспільства інклюзивного типу. В Україні інституційний уклад впроваджується шляхом часткової рецепції європейського законодавства, яким урегульовується діяльність інституцій ЄС. Вважається, що реформи законодавства, обумовлені інтеграцією та майбутнім членством у Європейському Союзі, спрямовані на зміни в інституційному укладі на користь інституоналізації суспільних відносин за принципом інклюзивності. В той же час підхід до визначення якості реформованої інституції в системі ринкових правовідносин в Україні є сферою знань, яка недостатньо наповнена аналізом та пропозиціями. Інституції, будучи формалізовані у форми відповідно до векторів розвитку, не завжди працюватимуть самостійно

та на користь суспільства, адже рівень викривлень змісту та функцій на етапі нормотворення може впливати на якість інституцій. Рівень регулювання суспільних відносин з їхньою деталізацією та структуруванням вимагає ретельного підходу до побудови інституцій. В аспекті дослідження зауважимо, що законодавство про ринки капіталу в Україні, європейське законодавство про фінансові ринки, є дуже розлогим, деталізованим, містить великий обсяг документів (актів великого обсягу) та понять. З урахуванням цього велике значення набуває підхід до розуміння цих актів законодавства, в тому числі їх рецепції з точки зору викривлень, притаманних правовому позитивізму. Адже його девіації суттєво впливають на природу відносин і функціонування ринків. Також неможна недооцінювати вплив правового позитивізму на якість не тільки нормотворення, а й нормосприйняття, тлумачення, роз'яснення, розуміння права. Отже, питання якості регулювання відносин набуває особливої ваги. Це не лише про правила гри, а й про те, як ці правила реалізуються у повсякденному житті людей та бізнесу. Якість правового регулювання може стати вирішальним фактором у забезпеченні стабільності та розвитку суспільства в цілому.

До інституційного устрою частіше звертаються економісти, управлінці. Однак, на нашу думку, потенціал якості інституцій недооцінений у юридичній науці. З огляду на обсяг та парадигмальний характер законодавчих змін, що відбуваються наразі в Україні на шляху євроінтеграції, питання інституційного устрою в юридичній науці має власний нерозкритий потенціал. Питання протидії зловживанням на ринках капіталу були предметом дослідження як зарубіжних так і вітчизняних науковців. Генезою інституцій регуляції діяльності ринків капіталу в контексті їх захисту займалися A. Błachnio-Parzych, N. Ryder, E. Herlin-Karnell, Н. Шелудько, С. Шишков, досліджували якість та особливості заборонних норм щодо зловживання ринком Д. Каменський, Р. Волинець, О. Дудоров, В. Гацелюк, В. Тертишник, інші; питанням діяльності та впливу соціальних та інших інституцій на економіку, право суспільство присвячені роботи таких вчених як Th. Veblen, J. Commons, D. Bromley, W.J. Samuels, F. Fukuyama, D. C. North, D. Acemoglu, J. A. Robinson, інших вчених та дослідників. В той же час дослідженням законодавчої якості інституцій з регулювання та протидії зловживанням ринком в Україні на нашу думку приділено недостатньо уваги з огляду на важливе значення, що його мають організовані ринки капіталу для розвитку економіки.

Починаючи від Д. Коммонса (John Rogers Commons), який обґрунтував важливість відображення в праві суті та функцій економічних та суспільних інституцій, правовий інституціналізм є вкоріненою практикою еволюційного розвитку суспільства. На думку G. Hodgson *«Коммонс, вірогідно, зробив більше, ніж будь-хто інший, щоб встановити важливість правових питань для економіки»* [6]. Як зазначає S. Frerichs *«Одним із шляхів подальшого розвитку теорії Коммонса є концепція "правово-економічного зв'язку" Семюелса (W.J. Samuels), згідно з якою право є функцією економіки, а економіка – функцією права* [7]*: з одного боку, право структурує – створює, полегшує та регулює – економічні транзакції, наприклад, шляхом визначення та забезпечення дотримання прав власності. З іншого боку, до права звертаються для вирішення економічних проблем, і в процесі цього воно адаптується до мінливих вимог економічної системи»* [8].

Звертаючись до досліджень Д. Норта [9], Д. Робінсона та Д. Аджемоглу [10] щодо впливу якості інститутів на розвиток суспільства, держави, економіки, загалом на розвиток або схильність до занепаду, зі свого боку зауважимо, що критерієм корисності реформи інституту в суспільстві, яке прагне розвитку, є наявність потенціалу реформи, який веде до більш інклюзивного характеру інституції. Також важливо стежити за тим, щоб реформа не призводила до поглиблення елементів екстрактивного характеру інституції, та забезпечити такий режим перетворень, щоб елементи інституції, реформування якої проводиться, проходили перевірку на відсутність екстрактивних ознак та впливу. Вітдак, здійснюючи реформування інституцій в сучасному суспільному устрої України важливим є дотримуватися мети реформи і, змінюючи закони як формальні складові інституційного укладу, не втратити сенс змін і наповненість інституцій. А з ураху-

ванням великих за обсягом та складно структурованих змін до законодавства, – не розпорошити сенс змін у складному законодавчому матеріалі.

Оскільки інституції бувають екстрактивними та інклюзивними, то заглиблюючись у деталі архітектури інституту, ми можемо визначити за шкалою їхньої інтенсивності і до якого саме типу інституцій належить та чи інша – інклюзивного чи екстрактивного. Залежно від запропонованого підходу інклюзивність виявляється у наявності в дії верховенства права, можливості вибору влади, загалом плюралізму в політиці та економіці, свободі та незалежності засобів масової інформації, відсутності тотального контролю чи узурпації влади окремою особою або групою осіб, які контролюють ресурси та можливості суспільства, справедливому розподіленні благ на підставі законних правил. Навпаки, екстрактивні інститути характеризуються наявністю ознак контролю влади та економіки окремими групи осіб, що мають зиск від такого контролю, ресурсів, потенціалу і можливостей суспільства, використовуючи потенціал та ресурси суспільства на свою користь. Відповідно до цього визначається можливість розвитку та примноження суспільного блага, капіталу та розвитку потенціалу того чи іншого суспільства. Це залежить від переважного характеру (способу їх формування тощо) тих інституцій, які присутні в тому чи іншому суспільстві.

В контексті майбутнього вступу України до Європейського Союзу вивчення цього питання є корисним для розширення можливостей залучення капіталу з фінансових ринків ЄС внаслідок довіри до України та її інстиуцій. З точки зору правового регулювання якість інституції з нагляду та регулювання фінансовими ринками загалом та ринками капіталу, зокрема, має вимірюватися за багатьма показниками: відповідності Конституції законів, що ними формалізовано рамки державного регулювання ринків, обіг паперів, діяльність ринкових інституцій (бірж, професійних учасників ринку) тощо. Своєю чергою якість протидії зловживанням ринком напряму корелює з якістю як самої інституції регулятора організованих ринків капіталу щодо інклюзивного або екстрактивного характеру, так і з якістю законодавства, згідно з яким цю інституцію утворено, реформовано та на підставі якого вона працює та здійснює діяльність. При цьому поняття інклюзивності в світлі останніх політичних подій підлягає сьогодні уточненню з точки зору правового позитивізму в юридичній науці. Отже зауважимо, що в аспекті інституційного укладу діяльність та існування інклюзивних інституцій не можна підмінювати чи замінити поняттям інклюзивності, вживаним за гендерним принципом [11]. Власне, саме за сукупністю ознак, які вказують на інституційний характер явища, й можна судити про корисність інституції в ринковій економіці чи її гальмуючий (змішаний) характер для економіки та суспільства. На думку Д. Норта (Douglass C. North) інституції внаслідок невизначеності відносин між людьми та за рахунок встановлення обмежень слугують «структуруванню» [9] цих відносин.

США

З урахуванням цього потенціал та еволюцію в питанні регуляції ринків капіталу в Сполучених Штатах Америки слід розглянути як кореляцію між довірою до регулятора, його інституційною правовою якістю та сучасною активністю ринку загалом. Адже це регулювання в сучасному вигляді виникло саме на рештках довіри до зруйнованого та нерегульованого належним чином ринку США в роки Великої Депресії саме в аспекті відновлення довіри. А зловживання на організованих ринках капіталу є явищем, інституалізація протидії якому в сучасному розумінні здебільшого обумовлена наслідками Великої депресії 1929–1933 р.р. у Сполучених Штатах Америки. Адже саме тоді з розумною очевидністю з'ясувалося, що традиційні способи кримінально-правового захисту від шахрайства не є релевантними новій на той час та широко втіленій шахрайській практиці з маніпулювання та використання інсайдерської інформації. За наслідками Великої депресії у США було ухвалено низку законодавчих актів, якими було закладено інституційні рамки убезпечення ринків від зловживань.

До таких віднесемо Securities Act of 1933 – SA [12] Закон про цінні папери 1933 р., Securities Exchange Act of 1934 – SEA [13], Закон про біржі цінних паперів 1934 р. Згодом було ухва-

лено Commodity Exchange Act of 1936 – CEA, Закон про товарні біржі 1936 р., The Investment Company Act of 1940 – ICA1, Закон про інвестиційну компанію 1940 р., The Investment Advisers Act of 1940 – IAA2, Закон про інвестиційних консультантів 1940 р.

Згідно до розділу 4 Securities Exchange Act of 1934 – SEA було утворено регулятора U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). Як зазначається вже сьогодні на сайті Комісії «Федеральні закони про цінні папери наділяють Комісію з цінних паперів і бірж широкими повноваженнями щодо всіх аспектів індустрії цінних паперів. Місія SEC полягає в захисті інвесторів; підтримці справедливих, упорядкованих та ефективних ринків і сприянні формуванню капіталу». Відповідно до розділу 4 Securities Exchange Act of 1934 – SEA було утворено регулятора U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). Правові основи створення Комісії було закладено наступні: *«Розділ 4. (а) Цим створюється Комісія з цінних паперів та бірж (далі – "Комісія"), яка складається з п'яти членів, що призначаються Президентом за рекомендацією та згодою Сенату. Не більше трьох членів Комісії можуть бути членами однієї політичної партії, а при призначенні члени різних політичних партій призначаються почергово, наскільки це можливо на практиці. Жоден член Комісії не може займатися будь-якою іншою діяльністю, професією або працювати за наймом, окрім виконання обов'язків члена Комісії, а також не може брати участь, прямо чи опосередковано, у будь-яких операціях на фондовому ринку або угодах, що підлягають регулюванню Комісією відповідно до цього Статуту. Кожен член Комісії отримує заробітну плату в розмірі 10 000 доларів США на рік і перебуває на посаді протягом п'яти років, за винятком того, що (1) будь-який член Комісії, призначений для заповнення вакансії, що виникла до для заповнення вакансії, що виникла до закінчення строку, на який був призначений його попередник, призначається на решту такого строку, і (2) строк повноважень членів Комісії, які вперше приступають до виконання своїх обов'язків після дати набуття чинності цією статтею, закінчується, як визначено Президентом під час призначення, один – наприкінці одного року, один – наприкінці двох років, один – наприкінці трьох років, один – наприкінці чотирьох років і один – наприкінці п'яти років після дати набуття чинності цією статтею»* [14].

В аспекті правової чистоти Закону, яким утворено SEC, слід звернути увагу на відповідність Конституції США процедури призначення членів регулятора, відповідність повноважень відповідного владного суб'єкту (в даному випадку Президента США) щодо призначення членів регулятора. Адже відповідно до Розділу 1 статті 2 Конституції США *«Виконавча влада надається Президенту Сполучених Штатів Америки»* [15].

Відповідно до ч.ч. 2, 3 розділу 2 статті 2 Конституції США *«Він (Президент – прикл. авт.) має право за порадою і за згодою сенату укладати міжнародні договори за умови їхнього схвалення двома третинами присутніх сенаторів; він за порадою і за згодою сенату призначає послів, інших офіційних представників і консулів, суддів Верховного суду та всіх інших посадових осіб Сполучених Штатів, призначення яких Конституцією не передбачено в іншому порядку і посади яких установлюються законом; але Конгрес може законом надати право призначення таких нижчих посадових осіб, яких визнає за доречне, Президенту.*

Президент має право заповнювати всі вакансії, що відкриваються в період між сесіями сенату, видаючи посвідчення на посади, термін дії яких спливає наприкінці його наступної сесії» [15].

В аспекті довіри, слід зазначити, що заснування регулятора відбулося на тлі подій краху фондового ринку, відтак було покликано відновити довіру до ринку, привнести елемент соціального капіталу як умову для подальшої економічної співпраці в рамках системи ринкових відносин на фондовому ринку. Ф. Фукуяма зазначає, що *«Соціальний капітал важливий для ефективного функціонування сучасної економіки і є безумовною умовою стабільної ліберальної демократії»* [16]. Ф. Фукуяма, розмірковуючи про соціальний капітал, зазначає, що цей *«соціальний капітал являє собою не просто набір інстанційованих норм; вони мають призвести до співпраці в групах і, отже, пов'язані з традиційними чеснотами, такими як чесність, дотримання зобов'язань, надійне*

виконання обов'язків, взаємність тощо» [16]. Законодавче регулювання утворення інституту регулятора ринку в США, зокрема, мало надати сигнал ринкові про довіру до цієї нової інституції, що буде опікуватися регулюванням фондового ринку. Авторитет утвореної інституції досі високо цінується у Сполучених Штатах Америки, де фондовий ринок виконує функцію рушія економіки, і неможливо було б уявити, що довіра до регулятора ринку може при цьому бути заснована на незаконному чи антиконституційному фундаменті.

Республіка Польща

В якості прикладу законодавчого регулювання інституції відповідальної за фінансовий нагляд та протидію зловживанням державі-члені Європейського Союзу розглянемо правові основи відповідної інституції – Комісії з фінансового нагляду (Komisja Nadzoru Finansowego – KNF) в Республіці Польща.

Слід зазначити, що інституційні вимоги до регулятора у державі-члені – Республіці Польща – встановлені, окрім актів національного законодавства, актами законодавства Європейського Союзу. Так, акти національного законодавства Республіки Польща, використовуючи конструкції бланкетних норм, мають прямі відсилання до актів законодавства Європейського Союзу як до норм прямої дії. Водночас чинний стан організації фінансового нагляду, пов'язаний з законодавством ЄС сьогодні, має власну історію розвитку та становлення до вступу Польщі до Європейського Союзу. Так, як зазначає А. Блахньо-Пажих *«закон, завдяки якому можливими стали відкриття біржі та проведення названих[1] реформ отримав назву Закон «Про цивільний обіг цінних паперів та трастові фонди» і був ухвалений 22.03.1991 р. Він визначав правила функціонування та основні елементи ринку капіталів. Закон вводив професію маклера та орган нагляду за функціонуванням ринку – Комісію у справах цінних паперів (нині Комісія з фінансового нагляду, Komisja Nadzoru Finansowego, KNF). Згідно з цим законом, 12.04.1991 р. був підписаний засновницький акт АТ «Варшавська фондова біржа» (Gielda Papierów Wartosciowych w Warszawie S. A.), а перша сесія на біржі відбулася вже через 4 дні, тобто 16.04.1991 р.»* [17].

Сьогодні організація фінансового нагляду в Польщі та основи протидії зловживанням ринком побудовані відповідно до ст. 3 Закону про нагляд за фінансовим ринком від 21.07.2006 р. [18], Закон про нагляд за ринком капіталовим від 29.07.2005 р. [22], інших актів законодавства Республіки Польща та законодавства Європейського Союзу. Так згідно до статті 3 Закону про нагляд за фінансовим ринком від 21.07.2006 р. *«Офіс Комісії з фінансового нагляду, далі – «Офіс Комісії», є державною юридичною особою, завданням якої є надання послуг Комісії з фінансового нагляду та Голові Комісії з фінансового нагляду»* [18].

Слід зазначити, що правова архітектура органів публічної влади Республіки Польща є невід'ємно пов'язаною з законодавством Європейського Союзу. Враховує інституційні пріоритети та вимоги до компетентних органів. Це повністю стосується і органів влади, дотичних до діяльності фінансових ринків. Зокрема, згаданий Закон про нагляд за фінансовим ринком від 21.07.2006 р. у своїй структурі має численні відсилання до актів законодавства Європейського Союзу. Згідно до статті 67 *Директиви Європейського Парламенту і Ради 2014/65/ЄС від 15 травня 2014 року «Про ринки фінансових інструментів та про внесення змін до Директиви 2002/92/ЄС та Директиви 2011/61/ЄС»* [19] встановлені засадничі вимоги до діяльності регулятора в державі-члені: *«Кожна держава-член повинна призначити компетентні органи для виконання кожного з обов'язків, передбачених різними положеннями Регламенту (ЄС) № 600/2014 та цієї Директиви. Держави-члени повинні повідомити Комісії, ESMA та компетентним органам інших держав-членів інформацію про компетентні органи, відповідальні за забезпечення виконання кожного із зазначених обов'язків, а також про будь-який розподіл таких обов'язків»* [19].

Відтак вимоги до правового статусу та «компетентності» та інституційної правової чистоти органів, уповноважених для нагляду та регулювання фінансових ринків становлять засадничий пріоритет в архітектурі законодавчих приписів та вимог Європейського Союзу та законодавства Європейського Союзу.

[1] Мова йде про фундаментальні політичні, економічні і суспільні зміни 1989–1990 р.р. та стабілізаційні міри уряду Польщі, лібералізацію економіки та структурні реформи, в галузі яких важливу роль відіграли приватизація, утворення банківської системи та біржі.

Цю філософію законодавчого дотримання європейської якості інституцій дотримано та продовжено в законодавстві Республіки Польща, яким урегульовано статус та повноваження органів нагляду за фінансовими ринками, їхнього формування та діяльності.

Зокрема, відповідно до частини 3 статті 3 Закону про нагляд за фінансовим ринком від 21.07.2006 р.: нагляд за діяльністю офісу Комісії здійснює Голова Ради Міністрів. Відповідно до частини 4 статті 3 Органами офісу Комісії є: 1) Комісія фінансового нагляду, далі – «Комісія», до компетенції якої належать питання нагляду за фінансовим ринком; 2) Голова Комісії, який керує діяльністю Офісу Комісії та представляє Офіс Комісії зовні.

Склад комісії формується органами влади та центрального банку країни згідно до ст. 5 Закону про нагляд за фінансовим ринком від 21.07.2006 р. Комісія складається з Голови, трьох заступників Голови та дев'яти членів. Членами Комісії є: міністр, відповідальний за фінансові установи, або його представник; міністр, відповідальний за економіку, або його представник; Президент Національного банку Польщі або делегований ним член Правління Національного банку Польщі; представник Президента Республіки Польща; представник Голови Ради Міністрів; представник Фонду банківських гарантій; представник Голови Управління з питань конкуренції та захисту прав споживачів; представник міністра – члена Ради Міністрів, відповідального за координацію діяльності спеціальних служб, а у разі його відсутності – представник міністра – члена Ради міністрів, відповідального за координацію діяльності спеціальних служб або, якщо він не призначений, то представник Прем'єр-міністра; міністр, відповідальний за соціальне забезпечення, або його представник.

В аспекті правових підстав призначення членів органу фінансового нагляду, зазначимо, що всі призначення відбуваються у відповідності до Конституції та чинних законів Республіки Польща. Так, наприклад, призначення одного члену органу фінансового нагляду має відбуватися в межах повноважень, що їх має Президент. Повноваження Президента Республіки Польща, окреслені ст. 126 Конституції Республіки Польща, згідно до ч. 2 ст. 126 якої (польською мовою оригіналу): *«Prezydent Rzeczypospolitej wykonuje swoje zadania w zakresie i na zasadach określonych w Konstytucji i ustawach»* [20], що означає: «Президент Республіки Польща здійснює свої повноваження в обсязі та на підставах, визначених Конституцією та законами». Відповідно до цього положення Конституції Республіки Польща одним з таких законів, а саме Законом про нагляд за фінансовим ринком від 21.07.2006 р. відтак, з урахуванням правової конструкції власних повноважень Президент Республіки Польща має право на підставі ст. 126 Конституції Республіки Польща та ст. 5 Закону про нагляд за фінансовим ринком від 21.07.2006 р. на призначення одного з членів Комісії з нагляду за фінансовими ринками.

Пов’язаність з законодавством Європейського Союзу не обмежена відсильною нормою до Директиви Європейського Парламенту і Ради 2014/65/ЄС від 15 травня 2014 року «Про ринки фінансових інструментів та про внесення змін до Директиви 2002/92/ЄС та Директиви 2011/61/ЄС». Навпроти інституоналізація органу фінансового нагляду по всіх аспектах його діяльності тісно пов’язана з відповідним актом законодавства ЄС, яким урегульовано ту чи іншу сферу відносин. Так, згідно до Закону про нагляд за фінансовим ринком Комісія фінансового надзору має повноваження, зокрема в контексті вимог п. 40 статті регламенту 575/2013: «компетентний орган означає орган публічної влади або орган, офіційно визнаний положеннями національного права, вповноважений, згідно з положеннями національного права, здійснювати нагляд за установами в рамках наглядової системи, яка діє у відповідній державі-члені». З урахуванням того, що до компетенції Комісії з фінансового надзору належить багато функцій з нагляду, вона співпрацює з іншими правоохоронними органами. Важливість цього засвідчує той факт, до її складу входить представник міністра – члена Ради Міністрів, відповідального за координацію діяльності спеціальних служб. З урахуванням цього ж на нашу думку необхідним аспектом інституційної спроможності є можливості ефективної співпраці в системі органів правоохоронної діяльності та органів безпеки. Як зазначають J. Jastrzębski, K. Mroczka

«Важливим фактором, що впливає на ефективність та результативність співпраці між державними установами, особливо тими, що належать до групи спецслужб, є довіра» [21]. *Саме за наявності довіри, говорячи про ефективність діяльності Комісії з фінансового нагляду (KNF) в аспекті обміну інформацією (що є сьогодні чи не головним чинником багатьох результативних дій у протидії зловживанням ринком), наголошують автори цього дослідження: «інституційна синергія та підвищення рівня безпеки держави в системному вимірі»* [21].

З такою думкою щодо інституційної спроможності та цілей функціонування органу регулювання та нагляду за ринками можна погодитися, адже говорячи про інституційний уклад як фактор розвитку презюмується такий правовий режим, що утворює фактор довіри до інституції. Це має бути відображено у законодавчому регулюванні діяльності інституції, або, з іншого сторони, не протирічити цьому твердженню та підходові, заснованому на довірі до інклюзивної інституції.

В аспекті повноважень та функцій нагляду, що передбачає протидію зловживанням ринком, Закон про нагляд за фінансовим ринком від 21.07.2006 р., яким урегульована діяльність Комісії з фінансового нагляду, має одночасно й пряме, й непряме посилання на вимоги регламенту 596/2014: *«нагляд за ринком капіталу, що здійснюється відповідно до положень Закону від 29 липня 2005 р. "Про торгівлю фінансовими інструментами" та "... регламенту № 596/2014 Європейського Парламенту та Ради від 16 квітня 2014 року про зловживання на ринку (Регламент про зловживання на ринку) та про скасування Директиви 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради та Директиви Комісії 2003/124/ЄС, 2003/125/ЄС"»* [18].

Закон про нагляд за ринком капіталовим від 29.07.2005 р. [22], яким урегульована діяльність Комісії з фінансового нагляду безпосередньо щодо нагляду за ринком капіталу (ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym) має пряме посилання на Регламент № 596/2014 Європейського Парламенту та Ради від 16 квітня 2014 року про зловживання на ринку (Регламент про зловживання на ринку) як на акт прямої дії щодо власної компетенції та функцій захисту ринку від зловживань. У ч. 2 ст. 3 Закону, зокрема, зазначено: «*Комісія є компетентним органом у розумінні Регламенту 236/2012, Регламенту 648/2012, Регламенту 1031/2010, за винятком статті 55(1) цього Регламенту, Регламенту 596/2014, Регламенту 909/2014, Регламенту 600/2014, Регламенту 2016/1011, з урахуванням пункту 2b, Регламенту 2017/1129, Регламенту 2019/2033, за винятком видання актів, зазначених у статті 41(2) цього Регламенту, Регламенту 2020/1503 та Регламенту 2022/858»* [22].

У відповідності до ст. 25 закону [22] Комісія, діючи як орган який здійснює безпосередній нагляд за ринком капіталу та біржовим обігом фінансових інструментів, може своєю ухвалою вирішити оприлюднити інформацію про факти зловживань ринком, зокрема про порушення вимог Регламенту 596/2014 та Регламенту 600/2014. Так, наприклад, 21 лютого 2025 року Комісія з фінансового нагляду оприлюднила таке повідомлення: *«31 січня 2025 року Комісія з фінансового нагляду подала до правоохоронних органів повідомлення про підозру у вчиненні кримінального правопорушення, пов'язаного з маніпулюванням у торгівлі акціями кількох компаній, акції яких котируються на Варшавській фондовій біржі та NewConnect. Підозра стосується інвестиційної діяльності, пов'язаної з 1) розміщення замовлень, які вводять або можуть ввести в оману щодо пропозиції або попиту на фінансовий інструмент, або щодо його ціни, 2) розміщення замовлень або інші дії, які підтримують або можуть підтримувати ціну фінансового інструменту на неприродному або штучному рівні. Маніпуляція полягала у придбанні фінансових інструментів безпосередньо перед закриттям ринкової сесії, як зазначено в описі обставин та дій у 1) Розділі A(g) Додатку I до Регламенту 596/2014 (MAR), а саме: міра, якою момент надання розпорядження на купівлю/продаж чи здійснення транзакції збігається чи сходиться з моментом часу, коли розраховують довідкові ціни, ціни розрахунку та оцінки, та призводить до змін у цінах, які впливають на зазначені ціни й оцінки»* [23].

Слід уточнити, що у польському законодавстві заборонні норми щодо зловживання

ринком, що передбачені законодавством ЄС, імплементовані у первісному їх вигляду, і є цілковито результатом імплементації законодавства ЄС. Так, наприклад стаття 183 Закону від 29.07.2005 р. «Про обіг фінансових інструментів», має пряме відсилання до Регламенту № 596/2014 (MAR) щодо опису та визначення ознак забороненої поведінки з маніпулювання ринком.

Таким чином, узагальнюючи основні риси підстав діяльності та їхньої правової чистоти інституції Республіки Польща, що здійснює нагляд за фінансовими ринками, зазначимо, що інституційно Комісія з фінансового нагляду, є утвореною відповідно до приписів Конституції та законів Республіки Польща, актів законодавства Європейського Союзу. В контексті дотримання принципу розподілу влади також звернути увагу на той факт, що голові держави, який не є головою виконавчої влади, надано право делегування тільки однієї особи до Комісії з фінансового нагляду. Основу Комісії з фінансового нагляду формує виконавча влада, на чолі з Головою Ради Міністрів Республіки Польща і Радою Міністрів Республіки Польща. Так, до числа членів Комісії з фінансового нагляду входять міністр, відповідальний за фінансові установи, або його представник; міністр, відповідальний за економіку, або його представник; Президент Національного банку Польщі або делегований ним член Правління Національного банку Польщі; представник Президента Республіки Польща; представник Голови Ради Міністрів; представник Фонду банківських гарантій; представник Голови Управління з питань конкуренції та захисту прав споживачів; представник міністра – члена Ради Міністрів, відповідального за координацію діяльності спеціальних служб, а у разі його відсутності – представник міністра – члена Ради міністрів, відповідального за координацію діяльності спеціальних служб або, якщо він не призначений, то представник Прем'єр-міністра; міністр, відповідальний за соціальне забезпечення, або його представник.

Таким чином, Комісія майже повністю сформована органами виконавчої влади Республіки Польща і характерною ознакою є те, що в ній представлений Центральний банк, тобто Національний банк Польщі.

Така інституційна спроможність Комісії з фінансового нагляду та відповідна довіра до неї, ґрунтується на дотриманні норм як законодавства Республіки Польща, так і законодавства Європейського Союзу. Ступінь цієї довіри дозволяє Комісії з фінансового нагляду здійснювати свою діяльність відкрито, апелюючи до публічної думки та оприлюднюючи факти зловживань ринком, перетворювати цей соціальний капітал у вигляді довіри до органу влади на довіру до ринків капіталу, що необхідним елементом їх успішної діяльності. Ринок капіталу Республіки Польща тим часом демонструє показники, що вказують на його лідерські позиції у Східноєвропейському сегменті Європи. На нашу думку ці показники знаходяться також в кореляції до правової чистоти інституційної спроможності регулятора ринків капіталу в Республіці Польща.

Україна

Говорячи про законодавче регулювання правового статусу та діяльності регулятора ринків капіталу в Україні – Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР), маємо відзначити, що інтенції в напрямку уможливлення її ефективного функціонування сьогодні здебільшого підпорядковані трекові вступу України до Європейського Союзу. Те саме стосується сьогодні питанням захисту ринків капіталу від зловживань. Україна офіційно розпочала свій шлях інтеграції до Європейського Союзу з моменту укладення Угоди про асоціацію[2] [24]. Однією з цілей Угоди була поступова адаптація законодавства України до acquis ЄС (Преамбула та ст. 1) [24]. Поступово Україна отримала від Європейської ради статус кандидата на вступ до Європейського Союзу [25] та розпочала перемовини про вступ [26]. Процес набуття членства в ЄС обумовлює та окреслює й основний напрямок розвитку законодавства в Україні за інституційними стандартами, прийнятими в Європейському Союзі.

Будь-яка інституція, особливо велика і зарегульована, має самостійну здатність до виживання, ризик полягає в тім, що неякісний підхід до створення чи реформування інституції

[2] Повна назва – Угода про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони від 21 березня 2014 року / Association Agreement between the European Union and its Member States, of the one part, and Ukraine, of the other part.

може завдати шкоди, пролонгованої в часі. Іншими словами, дуже складно буде реформувати вже реформовану (новостворену) інституцію, навіть якщо така реформа виявилася невдалою. З урахуванням цього аналіз певних аспектів законодавства про ринки капіталу, яке уособлює задекларований *(«Після набрання ним чинності ми почнем створювати в Україні цивілізовану систему взаємовідносин інвесторів та запустимо трубопровід капіталу»* [27]*)* підхід з конвергенції європейського законодавства до законодавства України, надасть можливість зробити певні висновки про проблемні аспекти у питаннях інституційного реформування.

Перш за все слід зазначити, що основний пласт законодавства про ринки капіталу та організовані товарні ринки було реформовано за двома напрямками змін: реформування законодавства: 1) про організацію та діяльність ринків[3] та 2) про державне регулювання ринків[4]. Спочатку було ухвалено Закон України 738-IX «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів», який, у вносив системні зміни до Закону № 3480-IV «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» з викладенням його в новій редакції. Щодо якості законопроекту 2284, який згодом став відповідним Законом 738-IX, Головне юридичне управління Апарату Верховної Ради України у висновку зазначає: *«Низка положень проекту не відповідає конституційним принципам верховенства права та визначенню України правовою державою (статті 1 та 8 Конституції України), однією з основних умов реалізації яких є правова визначеність. Принцип правової визначеності передбачає, насамперед, ясність та недвозначність викладення правових приписів, відсутність внутрішніх суперечностей у нормативно-правовому акті та узгодженість з іншими законодавчими актами» [28]*. Зокрема експерти зазначають, що проект наділяє новими повноваженнями Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку, які не узгоджуються з частиною першою статті 6 Конституції України. Йдеться про неіснуючу форму «державного колегіального органу», підпорядкованого Президенту України.

Практика ігнорування висновків Головного юридичного управління Апарату Верховної Ради України щодо якості та вад законопроектів знайшла відображення й при внесенні змін [29] до основоположного регуляторного акту – Закону України № 448/96-ВР «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків». Так, Головне юридичне управління Апарату Верховної Ради України пропонувало його повністю відхилити. Експерти ВРУ зазначили, що законопроект *«порушує Конституцію та закони України, не враховує правову позицію єдиного органу конституційної юрисдикції в Україні, європейських судових інстанцій з питань захисту прав людини і основоположних свобод»* [30]. Така позиція була викладена у Зауваженнях до проекту Закону України «Про внесення змін до Закону України *"Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків" та деяких інших законодавчих актів України щодо регулювання та нагляду на ринках капіталу та організованих товарних ринках»*. Предметом дослідження був законопроект № 5865, який був імплементований у Законі України № 3585-IX, який, у свою чергу, вніс зміни до Закону України № 448/96-ВР «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків», виклавши його в новій редакції.

В аспекті змін на нашу думку окремої уваги заслуговує питання впливу на якість законодавства про ринки капіталу фінансування розробки[5] зокрема, робота над законопроектними документами та вплив (через власну участь) самої інституції на її реформування. Так, суми міжнародної технічної допомоги (МТД) на інституційні реформи та створення та реформування законодавства про ринки капіталу принаймні склали, наприклад, згідно реєстраційної картки проекту (програми) № 3816-01 з боку

[3] Йдеться про Закон України № 738-IX «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів», який, у свою чергу, вніс зміни до Закону № 3480-IV (Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»), виклавши його в новій редакції.

[4] Йдеться про Закон України «Про внесення змін до Закону України "Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків" та деяких інших законодавчих актів України щодо вдосконалення державного регулювання та нагляду на ринках капіталу та організованих товарних ринках».

[5] Дані отримані безпосередньо через запити про надання публічної інформації відповідно до ст. 5 Закону України «Про доступ до публічної інформації».

ЄС – суму 2 828 000 євро, згідно реєстраційної картки проекту (програми) № 3816-02 з боку ЄС – суму 4 528 000 євро, згідно реєстраційної картки проекту (програми) № 3523-03 з боку USAID – суму 23 157 418 дол. США.

Авторами законопроектів, що під різними назвами та номерами, в різний час пропонували імплементувати набори актів законодавства ЄС, наведено у таблиці 1. Фактично зміст законопроектів вказує на те, що їхні положення відображали однакові інтенції щодо ісплементації тих самих актів законодавства ЄС, водночас під різним авторством. В кінцевому рахунку було ухвалено законопроект 2284, що став Законом 738-IX.

Участь у процесі реформування самої інституції підтверджується обставинами, засвідченими офіційними особами регулятора. Так, наприклад, голова комісії зазначав: *«Безумовно, ми поки дивимося, спілкуємося, враховуємо проблеми, працюємо з законом. І я впевнений, що до кінця року ми проведемо закон про деривативи»* [31]. *«Пакет законів про деривативи ми готували дуже довго – робота над ними*

Таблиця 1

№, дата реєстрації	**Назва**	**Основні етапи розгляду**	**Ініціатори**	**Обсяг, сторінок при внесенні**	**Обсяг, сторінок остаточна редакція**	**Основні імплементовані акти ЄС****
3498 від 20.11.15	Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо регульованих ринків та деривативів)	*19 місяців.* 20.11.15: одержано ВРУ. 31.03.16: прийнято в І читанні. 07.07.16: розгляд відкладено, вручено зміни до таблиці поправок. 11.11.16: розгляд відкладено, вручено зміни до таблиці поправок. 11.04.17: вручено подання про доопрацювання. 20.06.17: питання заслухано.	Демчак Р.Є. та ще 15 депутатів VIII скликання (БПП, Народний фронт, Самопоміч, Радикальна партія, Батьківщина).	36 (77)	53 (248)	Директиви: №98/26/ЕС від 19.05.1998, №2014/65/ЄС від 15.05.2014 (MiFID II). Регламенти: №648/2012 від 04.07.2012 (EMIR), № 600/2014 від 15.05.2014 (MiFIR).
7055 від 01.09.17	Про ринки капіталу та організовані товарні ринки.	*10 місяців.* 01.09.17: одержано ВРУ. 27.02.18: повернуто на доопрацювання. 19.06.18: одержано доопрацьований ПЗУ. 20.06.18: надано на заміну. 03.07.18: проект не прийнято.	Демчак Р.Є. та ще 5 депутатів VIII скликання (БПП, Народний фронт. Самопоміч).	233 (212)	257 (230)	*Директиви*: №98/26/ЕС від 19.05.1998, №2001/34/ЄС від 28.05.2001, №2003/71/ЄС від 04.11.2003, № 2004/109/ЄС від 15.12.2004, №2007/14/ЄС від 08.03.2007. №2007/36/ЄС від 11.07.2007, №2014/65/ЄС від 15.05.2014 (MiFID II). *Регламенти*: №809/2004 від 29.04.2004, №648/2012 від 04.07.2012 (EMIR), № 600/2014 від 15.05.2014 (MiFIR).

Продовження таблиці 1

9035 від 03.09.18	Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів	*12 місяців.* 03.09.18: одержано ВРУ. 29.08.19: проект відкликано.	Демчак Р.Є. та ще 3 депутати VIII скликання (БПП, Народний фронт).	217	263	Директиви: №98/26/ЕС від 19.05.1998, №2001/34/ЄС від 28.05.2001, №2002/47/ЄС від 06.06.2002, №2007/36/ЄС від 11.07.2007, №2014/65/ЄС від 15.05.2014 (MiFID II). Регламенти: №648/2012 від 04.07.2012 (EMIR), № 600/2014 від 15.05.2014 (MiFIR).
2284 від 17.10.19	Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів	*10 місяців.* 17.10.19: одержано ВРУ. 12.11.19: включено до порядку денного. 19.12.19: прийнято в І читанні. 19.06.20: Закон (№ 738-IX прийнято. 12.08.20: підписано Президентом.	Гетманцев Д.О. та ще 5 депутатів IX скликання (Слуга народа).	372 (291)	740 (276)	*Директиви*: №98/26/ЕС від 19.05.1998, №2001/34/ЄС від 28.05.2001, №2007/36/ЄС від 11.07.2007, №2013/36/EU від 26.06.2013 (CRD IV). №2014/65/ЄС від 15.05.2014 (MiFID II). *Регламенти*: №648/2012 від 04.07.2012 (EMIR), №575/2013 від 26.06.2013 (CRR), № 600/2014 від 15.05.2014 (MiFIR).

почалася п'ять років тому. І в цьому процесі брала участь не тільки Комісія. Над ним працювали експерти ЄБРР, МВФ, USAID, Мінфіну, Мінекономіки, Мінагрополітики, Нацбанку, народні депутати. Донори залучали до роботи юристів, оплачували їхні консультації. Це праця великої кількості людей. І, найімовірніше, Комісія самотужки впоралася б із такою роботою за значно триваліший термін» [32]. *«Другий рік поспіль ми працюємо над законодавчими змінами, які дозволять запустити в Україні ринки організованої торгівлі, в тому числі аграрної та енергетичної продукції. Вкрай важливо навести порядок в сфері торгівлі тими активами, в яких Україна виступає глобальним драйвером. Наш ВВП майже на 30% залежить від цих товарних позицій. І якщо ми не контролюємо ціноутворення по цим товарам, це значитиме, що ми ставимо під ризик процес ціноутворення на нашу національну валюту»* [33]. Використання особового займенника «ми», прислівника «самотужки» тощо може свідчити про вплив та участь регулятора у створенні законодавства[6]. Характерним також є те, що незважаючи на фінансування робіт зі створення законопроектів, будь-чиє авторство цих законопроектів заперечується Апаратом Верховної Ради України. З іншої сторони, якщо звернутися до повноважень

[6] Слід зазначити, що різні номери законопроектів, про які йдеться, не враховує, що їх зміст є здебільшого тотожнім, а направлені вони були на імплементацію регламентів та директив ЄС, дод. див. табл. 1.

та функцій регулятора, то серед них відсутні функцій, що прямо передбачають його повноваження займатися законотворчою діяльністю. На нашу думку така діяльність інституцій щодо недостатньої прозорості процесу законотворення є певним інституційним викривленням функцій як регулятора, так і законодавчого органу та надавачів міжнародної технічної домопоги. За Д. Нортом (Douglass C. North) інституції є «як формальні, так і неформальні» [9]. На думку Д. Норта (Douglass C. North) інституції внаслідок невизначеності відносин між людьми та за рахунок встановлення обмежень слугують «структуруванню» [9] цих відносин. І з цим не можна не погодитися З іншого боку, виходячи з цього ж постулату слід унеможливлювати й ризики структурування відносин такими інститутами, які несуть шкоду відносинам та нехтують потенціалом змін. Певним чином також це можна розглядати як підміну функцій і може утворювати відповідні інституційні пастки в питаннях діяльності інституцій. Отже підхід щодо доступу до створення законодавства повинен бути переглянутий через порушення принципів прозорості та інклюзивності. З огляду на різноманітність відносин між людьми, всеохоплюючий характер цих відносин маємо підстави вважати, що інститути загалом – це не тільки формальні структури, організації, установи, а й сукупності чи різновиди відносин, усталених правил, норм, звичаїв, процедур, формальних та неформальних, відомих чи маловідомих (цей список не є вичерпним, його можна продовжити за рахунок комбінування елементів та їх доповнення, розширення змісту). З огляду на інтенсивність взаємовідносин між людьми, їх неминучість та обумовленість, неформальні інститути до того ж є екзістенційними сферами, що охоплюють будь-які прогалини як у законодавчому регулюванні. Важливим є те, який вплив на розвиток та добробут суспільства вони мають.

Правова та інституційна якість Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку є фактором, що впливає на якість кримінально-правового захисту від зловживань на ринку в Україні. З огляду на історичний аспект виникнення формату інституції з регулювання ринків капіталу фактор довіри до регулятора ринку та легітимність цієї інституції має важливе значення для захисту ринку капіталу. В контексті українського законодавства статус регулятора ринків знаходиться в перманентно невизначеному правовому стані.

Відповідно до ч. 1 ст. 2 Закону України «Про державне регулювання на ринках капіталу та організованих товарних ринках» державне регулювання та нагляд за діяльністю на ринках капіталу та організованих товарних ринках (далі – державне регулювання та нагляд) здійснюють НКЦПФР та інші державні органи у межах повноважень, визначених законом. Правове регулювання діяльності регулятора також відбувається частково зазначеним Законом, ним же передбачено повноваження, принципи діяльності та гарантії здійснення повноважень тощо НКЦПФР. Водночас підлягає критичному аналізу сам статус Комісії як *«державного колегіальним органу»* [49]. Адже застосована форма «державний колегіальний орган» не передбачена, не відповідає (протирічить) нормі ст. 6 Конституції України, згідно до якої *«державна влада в Україні здійснюється на засадах її поділу на законодавчу, виконавчу та судову. Органи законодавчої, виконавчої та судової влади здійснюють свої повноваження у встановлених цією Конституцією межах і відповідно до законів України»* [34].

Введення та закріплення такого формату органу в системі органів влади в Україні є інституційною правовою пасткою, адже використання в офіційному дискурсі та правозастосуванні функцій неіснуючого згідно Конституції України формату (поняття) створює хаотичне наповнення змісту діяльності органів влади.

Підпорядкованість Президенту України, що слідує зі ст. 6 Закону, прямо порушує Основний Закон, а саме ст. 106 Конституції України. Адже повноваження Президента України, встановлені ст. 106 Конституції України, є вичерпними, та не підлягають розширенню на підставі законів. Зміст цієї норми не передбачає серед повноважень глави держави «підпорядкування» йому органу державного регулювання та нагляду за діяльністю на ринках капіталу та організованих товарних ринках. Окрім невизначеності в питанні статусу самого органу, це створює невизначеність в діях глави держави.

Згідно до ст. 6 Закону «Положення про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку затверджується Президентом України.». Зазначене положення Закону суперечить Конституції України з тих самих підстав, але додає водночас правової непевності всій інституції, адже розповсюджується на всі повноваження органу. Конституційний Суд України у рішенні № 5-р/2019 від 13 червня 2019 року у справі про Національну комісію, що здійснює державне регулювання у сферах енергетики та комунальних послуг [35] (за аналогічним питанням) резюмував: «Отже, утворення будь-якого органу державної влади можливе лише суб'єктами та в порядку, передбаченими Конституцією України».

Проблемою довіри до інституції є позбавлений інклюзивності всупереч Конституції України чинний порядок формування та призначення членів НКЦПФР, ухвалений парламентом на підставі Закону України «Про державне регулювання на ринках капіталу та організованих товарних ринках». Так, відповідно до ст. 6 Закону «Голова та члени Комісії призначаються на посади та звільняються з посад Президентом України шляхом видання відповідного указу». Такий порядок не відповідає імперативним приписам статті 106 Конституції України. Всупереч принципу, згідно якого повноваження Президента України встановлюються виключно на підставі Конституції України, члени НКЦПФР призначаються Президентом України поза межами його констиуційних повноважень, але на підставі Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків».

Правова позиція, згідно до якої повноваження Президента України та Верховної Ради України визначаються виключно Основним Законом України і не можуть бути розширені законом або іншим нормативно-правовим актом, сформульована в тій чи інший формі Конституційним Судом України також у: Рішенні від 7 квітня 2004 року № 9-рп/2004 [36]; Рішенні від 25 грудня 2003 року № 22-рп/2003 [37]; Рішенні від 10 квітня 2003 року № 7-рп/2003 [38]; Рішенні від 16 травня 2007 року № 1-рп/2007 [39], Рішенні від 8 липня 2008 року № 14-рп/2008 [40], Рішенні від 2 жовтня 2008 року № 19-рп/2008 [41], Рішенні від 8 жовтня 2008 року № 21-рп/2008 [42], Рішенні від 7 липня 2009 року № 17-рп/2009 [43]; Рішенні від 15 вересня 2009 року № 21-рп/2009 [44], Рішенні від 17 грудня 2009 року № 32-рп/2009 [45], Рішенні від 10 червня 2010 року № 16-рп/2010 [46].

Особливу увагу слід звернути на рішення Конституційного Суду України від 1 квітня 2008 року № 3-рп/2008 (справа про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку) [47], у якому Конституційний Суд України з мотивів відсутності повноважень Президента України діяти поза межами повноважень, встановлених безпосередньо на підставі Конституції визнав такими, що не відповідають Конституції України (є неконституційними), положення Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 року № 448/96-ВР щодо підпорядкування Президенту України Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку; щодо призначення та звільнення Президентом України Голови Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, її членів; щодо затвердження Президентом України Положення про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку. Також визнано таким, що не відповідає Конституції України (є неконституційним), положення статті 1 Указу Президента України «Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку» від 14 лютого 1997 року № 142 щодо затвердження Положення про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку. В цьому аспекті слід зазначити, незважаючи на дані рішення Конституйного Суду України, чинну НКЦПФР утворено на підставі Указу Президента України, який не скасований, члени регулятора та його голова призначаються Президентом України на підставі Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків».

Отже, Основний Закон України не наділяє Верховну Раду України правом визначати у своїх актах повноваження парламенту і глави держави виходячи за межі тих, що встановлені конституційними нормами. Це питання невідповідності приписам Конституції актів законодавства, якими встановлено правові

засади діяльності регулятора ринків капіталу, має євроінтеграційний аспект оскільки Україна вважається такою, що імплементувала Директиву ЄС 2014/65/ЄС [48], а також в контексті майбутнього членства в ЄС, компетенція та порядок призначення органу, уповноваженого на виконання відповідних функцій (стаття 67), не повинні викликати жодних заперечень. З точки зору захисту ринку, ситуація з порушенням Конституції України не лише ставить під сумнів легітимність органу, а й впливає на весь зміст кримінально-правового захисту ринку, адже саме на НКЦПФР покладена спеціальна місія з формування політики протидії та з виявлення випадків маніпулювання в Україні.

В аспекті якості правотворчої діяльності слід зазначити, що нещодавно ухвалений, але такий, що не набрав чинності, Закон України «Про правотворчу діяльність» [50] частково вирішує проблему інституціоналізації ухвалення законодавства. Так, наприклад, ст. 44 Закону передбачає проведення обов'язкової експертизи проекту нормативно-правового акту. Водночас, саму логіку експертизи це не змінює, адже, експертиза, яка проводиться наразі інституціями Апарату Верховної Ради України, за своїм змістом та якістю не поступається експертизі, яка може проводитися іншими суб'єктами згідно з щойно прийнятим Законом. Проблемою є ігнорування висновків експертів. Адже, як ми бачимо, негативні висновки не унеможливлюють прийняття актів, які прямо суперечать Конституції України. Адже законодавець в будь-якому випадку має домінантний вплив на прийняття законів, і це право не може бути в нього вилучено на підставі висновків експертів. В цьому аспекті Закон не вирішує проблему певних інституційних пасток, що вже було утворено при прийнятті чинних наразі законодавчих актів. Водночас надає певний інструментарій для виправлення помилок та оцінки впливу прийнятих актів (розділ XII «Правовий моніторинг» [50]). Тому за наявності політичної волі та правового усвідомлення проблематики неконституційності чинних актів, цей Закон надає можливість в процесі його виконання здійснити перегляд актів, якими викривлений інституційний уклад інклюзивного типу, для приведення їх у відповідність з вимогами Закону України «Про правотворчу діяльність» та вимогами Конституції України.

Висновки. На підставі здійсненого дослідження можна зазначити таке. В аспекті дотримання конституційного принципу розподілу влади в Україні формування (призначення Голови та всіх членів інституції з регулювання та нагляду за ринками капіталу та організованими товарними ринками) здійснюється з порушенням ст. 106 Констиуції України. Натомість у Сполучених Штатах Америки дотримано приписи Конституції США в аспекті повноважень глави держави (в даному випадку Президента США) щодо призначення членів регулятора. У Республіці Польща також дотримано правові підстави призначення членів органу фінансового нагляду, адже призначення до нього відбуваються у відповідності до Конституції Республіки Польща та чинних законів. В аспекті повноважень Президента Республіки Польща зазначимо, що глава Польської держави має право призначити одного з 9 членів регулятора. При цьому глава держави діє в межах повноважень, відповідно до ст. 126 Конституції Республіки Польща, та Закону про нагляд за фінансовим ринком від 21.07.2006 р. Решта членів регулятора призначаються урядом, один – Національним Банком Польщі.

Отже з урахуванням цього наведені елементи законодавчого регулювання правил функціонування регулятора ринків капіталу в Україні вказують на законодавчі хиби через такі складові екстрактивного характеру, як фактичне привласнення функцій, належних органам виконавчої влади, голові держави в порушення конституційного укладу. Через це створюються підстави для викривлення інклюзивного характеру інституційного устрою, створюються законодавчі інституційні пастки у системі захисту ринків від зловживань, підривається довіра до ринків.

Ці процеси не корелюються з інтенціями щодо вступу до Європейського Союзу. Через законодавче викривлення функцій регулятора ринків капіталу фактично впроваджується інституційний уклад екстрактивного типу: 1) присутній імітаційний аспект – питанням реформування переважно займається сама інституція, яка підлягає реформуванню; 2) таке реформування здійснюється апріорі всупе-

реч вимогам Основного Закону, про що відомо учасникам процесу внесення законодавчих змін; 3) присутня неконтрольована можливість отримання зиску, який можуть отримувати безпосередні вигодонабувачі і водночас члени тієї інституції, яка проводить реформування самої себе. Адже фактично до суспільних відносин впроваджено неформальний інститут законотворення, який не регулюється законодавством. Внаслідок зосередження впливу на законотворчий процес цього неформального інституту він стає домінуючим над законними інституціями інклюзивного типу – парламентом та його експертною інфраструктурою тощо.

Така ситуація може свідчити про те, що екстрактивний інститут мімікрує під інститут інклюзивний саме в процесі власної законодавчої реформи. Описані підходи суперечать логіці – відновлення довіри до ринків – адже загалом історія становлення інституту протидії зловживанням ринком є нерозривно пов'язаною з функцією та повноваженнями регулятора ринків капіталу. Історія свідчить, що у різних юрисдикціях, США, Європейському Союзу та його державах-членах, Україні, на цей інститут покладено, власне, функцію довіри, з якої слідує право на забезпечення протидії та убезпечення ринку від зловживань. Хоча історія розвитку цього інституту варіюється в залежності від країни и юрисдикції, функція захисту ринку є спільною для всіх регуляторів ринків. Слід зазначити, що українське законодавство у питаннях статусу повноважень функції правового положення регулятора ринків капіталу та інституту відповідальності за зловживання ринком є мінливою. Повноваження органу, який є регулятором ринку, суперечить Конституції України, на відміну від наведених прикладів у Європейському Союзі (Республіка Польща) і США.

Слід зазначити, що підхід до регуляції діяльності регулятора ринків капіталу в Сполучених Штатах Америки є найбільш прозорим та публічним, зрозумілим з правової точки зору. Європейська система на прикладі Польщі демонструє багатошаровість, адже у формуванні інституції регулятора ринків беруть участь різні суб'єкти владних повноважень, це уособлює також і більш системний підхід. Але такий підхід не є антиподом американського в сенсі інклюзивності через різні, водночас законні, підстави розподілення владних повноважень у виконавчій владі. Натомість українська система у організації регулятора ринків капіталу відображає елементи як американського підходу, так і європейського підходу. На нашу думку, це могло частково бути результатом впливу на процеси реформування законодавства як американських інституцій, що фінансували процес створення законодавства, так і подібних європейських інституцій. Водночас чинна в Україні модель і історично, і суто формально (через процес імплементації) тяжіє до системи законодавства ЄС. Відтак, навіть з суто формальних та традиційних інституційних підходів має відображати європейський приклад як нормотворення, так і організації органів влади.

На нашу думку, з урахуванням результатів дослідження підлягає з'ясуванню та додатковому вивченню питання впливу законодавчого викривлення функцій інституту регулятора ринків капіталу в аспекті кореляції з економічними результатами діяльності ринків щодо обсягів залучення інвестицій. Підлягає з'ясуванню та додатковому вивченню, сам формат впровадження законодавчих змін, роль та участь в цьому процесі суб'єктів, законодавчі повноваження яких змінюються. Має бути збільшено прозорість участі реальних авторів законопроєктів та бенефіціарів цього процесу, з метою унеможливлення будь-яких викривлень та утворення дисфункціональних інституційних пасток при створенні законодавства, його реформуванні.

ЛІТЕРАТУРА:

1. E. Herlin-Karnell, N. Ryder. Market Manipulation and Insider Trading Regulatory Challenges in the United States of America, the European Union and the United Kingdom. Hart publishing. Oxford. 2019.

2. Аналітична записка Центру економічної стратегії. Огляд бюджету 2025. URL:https://ces.org.ua/wp-content/uploads/2024/12/budget-2025.pdf. (дата звернення: 23.05.2025)

3. NYU Stern School of Business, URL: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/vebitda.html. (дата звернення: 23.05.2025)

4. Сайт Companiesmarketcap. URL: https://companiesmarketcap.com/rheinmetall/pe-ratio/ (дата звернення: 23.05.2025)

5. Сайт Всесвітнього банку. URL: https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/099022025114040022. (дата звернення: 23.05.2025)

6. Hodgson, G.M. (2003) John R. Commons and the foundations of institutional economics. J. Econ. Issues. URL: https://doi.org/10.1080/00213624.2003.11506603. (дата звернення: 23.05.2025)

7. Samuels, W.J. The legal-economic nexus. Geo. Wash. L. Rev., 57, 1556–1578.

8. Sabine Frerichs. The Place of Law In Political Economy. J.R.Commons' Legal Foundations of Capitalism at 100: A Retrospective Article URL: https://doi.org/10.1093/cpe/bzad023. (дата звернення: 23.05.2025)

9. Douglass C. North. Institutions, Institutional Change and Economic Performance. Cambridge University Press. 1990.

10. Дарон Аджемоглу, Джеймс Робінсон. «Чому нації занепадають. Походження влади, багатства і бідності»/ Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity, and Poverty by Daron Acemoglu, James A. Robinson. Наш формат, 2016 р. 440 с.

11. Сайт Білого Дому. URL: https://www.whitehouse.gov/fact-sheets/2025/03/fact-sheet-president-donald-j-trump-removes-dei-from-the-foreign-service/. (дата звернення: 23.05.2025)

12. Сайт уряду США. URL: https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf. (дата звернення: 23.05.2025)

13. Сайт уряду США URL: https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf. (дата звернення: 23.05.2025)

14. Сайт парламенту США. URL: https://www.senate.gov/about/resources/pdf/pecora-securities-exchange-act-1934.pdf. (дата звернення: 23.05.2025)

15. Сайт парламенту США. URL: https://www.senate.gov/about/origins-foundations/senate-and-constitution/constitution.htm#a1_sec2. (дата звернення: 23.05.2025)

16. Francis Fukuyama. Social Capital and Civil Society. The Institute of Public Policy George Mason University October 1, 1999. URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/1999/reforms/fukuyama.htm#:~:text=Not%20just%20any%20set%20of,%2C%20reciprocity%2C%20and%20the%20like. (дата звернення: 23.05.2025)

17. А. Блахньо-Пажих. «Захист ринку капіталів від зловживань у Польщі: проблеми імплементації законодавства ЄС». «Зловживання на ринку капіталів: економіко-правові аспекти». За ред. О. Г. Кошового, В. М. Тертишника, Н. М. Шелудько. Дніпро. 2019. ISBN 978-966-981-240-7

18. Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym. URL: https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU20061571119/U/D20061119Lj.pdf. (дата звернення: 23.05.2025)

19. Сайт Wolters Kluwer. URL: https://sip.lex.pl/akty-prawne/dzienniki-UE/dyrektywa-2014-65-ue-w-sprawie-rynkow-instrumentow-finansowych-oraz-68434694. (дата звернення: 23.05.2025)

20. Конституція Республіки Польща. URL: https://www.sejm.gov.pl/prawo/konst/polski/kon1.htm. (дата звернення: 23.05.2025)

21. JACEK JASTRZĘBSKI, KAMIL MROCZKA. Uwarunkowania, standardy i zasady współpracy Komisji Nadzoru Finansowego z wybranymi podmiotami systemu bezpieczeństwa państwa. PRZEGLĄD BEZPIECZEŃSTWA WEWNĘTRZNEGO. Nr 27 (14) 2022. URL: https://www.abw.gov.pl/ftp/foto/Wydawnictwo/PBW/pbw27/9_-_artykuly_i_rozprawy_-_J__Jastrzebski__K__Mroczka.pdf. С. 61. (дата звернення: 23.05.2025)

22. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. URL: https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU20051831537/U/D20051537Lj.pdf. (дата звернення: 23.05.2025)

23. Zawiadomienie o podejrzeniu manipulacji w obrocie akcjami notowanymi na GPW i NewConnect URL: https://www.knf.gov.pl/komunikacja/komunikaty?articleId=92667&p_id=18. (дата звернення: 23.05.2025)

24. Угода про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони від 21 березня 2014 року / Association Agreement between the European Union and its Member States, of the one part, and Ukraine, of the other part. URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A22014A0529%2801%29. (дата звернення: 23.05.2025)

25. Сайт Совета ЄС. URL: https://www.consilium.europa.eu/en/meetings/european-council/2022/06/23-24/. (дата звернення: 23.05.2025)

26. Міжнародні міністерські зустрічі Міжурядова конференція з Україною: вступне слово, вступні заяви. URL: https://video.consilium.europa.eu/event/en/27556 (дата звернення: 25.05.2025)

27. «Голова НКЦПФР: «Навіть дрібний інвестор має знати, що закон його захищає». URL: https://minfin.com.ua/ua/2020/07/14/48598958/. (дата звернення: 23.05.2025)

28. Головне юридичне управління Апарату Верховної Ради України (2024). Зауваження до проекту Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та

запровадження нових фінансових інструментів» URL: https://itd.rada.gov.ua/billinfo/Bills/Card/643. (дата звернення: 23.05.2025)

29. Закон України «Про внесення змін до Закону України "Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків" та деяких інших законодавчих актів України щодо вдосконалення державного регулювання та нагляду на ринках капіталу та організованих товарних ринках». URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3585-20#Text. (дата звернення: 23.05.2025)

30. Зауваження до проекту Закону України "Про внесення змін до Закону України "Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків" та деяких інших законодавчих актів України щодо регулювання та нагляду на ринках капіталу та організованих товарних ринках". Головне юридичне управління Апарату ВРУ (2024). URL: https://itd.rada.gov.ua/billinfo/Bills/Card/27571 (дата звернення: 23.12.2024). –

31. Форбс Україна, 26.02.2015, URL: https://web.archive.org/web/20170426134136/http://forbes.net.ua/nation/1389347-timur-hromaev-my-vse-nazyvaem-sebya-nalogoplatelshchikami-no-dalshe-etogo-nikto-ne-idet. (дата звернення: 23.05.2025)

32. Сайт minfin.com.ua. URL: https://minfin.com.ua/ua/2016/04/18/17841983/ . (дата звернення: 23.05.2025)

33. Сторінка НКЦПФР в мережі Фейсбук. URL: https://www.facebook.com/nssmc.ukraine/posts/1726304254059791. (дата звернення: 23.05.2025)

34. Конституція України. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80#Text. (дата звернення: 23.05.2025)

35. Конституційний Суд України, Рішення № 5- р/2019 від 13 червня 2019 року у справі про Національну комісію, що здійснює державне регулювання у сферах енергетики та комунальних послуг. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v005p710-19#Text. (дата звернення: 23.05.2025)

36. Конституційний Суд України, Рішення від 7 квітня 2004 року № 9-рп/2004. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v009p710-04#Text. (дата звернення: 23.05.2025)

37. Конституційний Суд України, Рішення від 25 грудня 2003 року № 22-рп/2003. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v022p710-03#Text. (дата звернення: 23.05.2025)

38. Конституційний Суд України, Рішення від 10 квітня 2003 року № 7-рп/2003. URL: https://ccu.gov.ua/docs/474. (дата звернення: 23.05.2025)

39. Конституційний Суд України, Рішення від 16 травня 2007 року № 1-рп/2007. URL: https://ccu.gov.ua/docs/548. (дата звернення: 23.05.2025)

40. Конституційний Суд України, Рішення від 8 липня 2008 року № 14-рп/2008. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v014p710-08#Text. (дата звернення: 23.05.2025)

41. Конституційний Суд України, Рішення від 2 жовтня 2008 року № 19-рп/2008. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v019p710-08#Text. (дата звернення: 23.05.2025)

42. Конституційний Суд України, Рішення від 8 жовтня 2008 року № 21-рп/2008. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v021p710-08#Text. (дата звернення: 23.05.2025)

43. Конституційний Суд України, Рішення від від 7 липня 2009 року № 17-рп/2009. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v017p710-09#Text. (дата звернення: 23.05.2025)

44. Конституційний Суд України, Рішення від 15 вересня 2009 року № 21-рп/2009. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v021p710-09#Text. (дата звернення: 23.05.2025)

45. Конституційний Суд України, Рішення від від 17 грудня 2009 року № 32-рп/2009. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v030p710-09#Text. (дата звернення: 23.05.2025)

46. Конституційний Суд України, Рішення від 10 червня 2010 року № 16-рп/2010. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v016p710-10#Text. (дата звернення: 23.05.2025)

47. Конституційний Суд України, Рішення від 1 квітня 2008 року № 3-рп/2008 (справа про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку). URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/va03p710-08#Text. (дата звернення: 23.05.2025)

48. Директива 2014/65/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 15 травня 2014 року про ринки фінансових інструментів та внесення змін до Директиви 2002/92/ЄС та Директиви 2011/61/ЄС, Офіційний вісник Європейського Союзу L 173/349, 12.6.2014.

49. Закон України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80/ed20241115#Text (дата звернення: 08.05.2025)

50. Закон України «Про правотворчу діяльність» URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3354-20#n286 (дата звернення: 08.05.2025)

51. Кримінальний кодекс України URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2341-14#Text. (дата звернення: 10.05.2025)