

ПОЛІТИКА У СФЕРІ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКІВ КАПІТАЛУ: АДАПТАЦІЯ ЗАКОНОДАВСТВА УКРАЇНИ ДО ЄВРОПЕЙСЬКОЇ МОДЕЛІ

POLICY IN THE FIELD OF CAPITAL MARKETS: ADAPTATION OF UKRAINIAN LEGISLATION TO THE EUROPEAN MODEL

Захаров Т.Є.,

orcid.org/0009-0006-8522-0310

аспірант кафедри політичних наук

Українського державного університету імені Михайла Драгоманова

У статті автор аналізує політику у сфері функціонування ринків капіталу, зокрема процес адаптації законодавства України у сфері ринків капіталу до норм і стандартів Європейського Союзу (acquis ЄС) як чинник інституційного розвитку, підвищення інвестиційної привабливості та суспільно-політичного розвитку країни загалом. Дослідження поєднує правовий і політико-інституційний підходи: розглянуто механізми транспозиції директив та імплементації регламентів, оцінено стан імплементації фінансового acquis в Україні, виявлено ключові прогалини регуляторної бази та інституційні бар'єри (кадрові, організаційні, технологічні). Окрема увага приділена ролі цифровізації та модернізації ринкової інфраструктури (торгові системи, депозитарій, електронний документообіг), яка є каталізатором інтеграції у єдиний європейський простір. Проаналізовано практичні показники ринку (капіталізацію, структуру торгів, домінування державних облігацій) та здійснено компаративний аналіз із регіональними ринками, що ілюструє низький рівень диверсифікації й обмежену роль фондового ринку в фінансуванні реального сектору. Розглянуто також політико-правові виклики: модель нагляду (мегарегулятор vs секторальна система), питання саморегулювання, регулювання криптоактивів і наслідки їх оподаткування, а також вплив воєнного стану на лібералізацію руху капіталу. Зроблено висновки щодо пріоритетних напрямів реформ: посилення механізмів захисту інвесторів і прозорості розкриття інформації, імплементація сучасних антиманіпуляційних норм, технологічна модернізація інфраструктури, підвищення регуляторної спроможності та формування поетапної стратегії гармонізації з acquis ЄС. Вказано на невирішені питання для подальших досліджень (економічні ефекти адаптації/транспозиції, вплив цифрових рішень на регуляторні вимоги та оптимальні моделі нагляду), запропоновано практично орієнтовані рекомендації для політиків і регуляторів у контексті відбудови та майбутньої інтеграції до європейського фінансового простору.

Ключові слова: інституційна спроможність, Європейський Союз, євроінтеграція, ринки капіталу, правова гармонізація, державна політика, довіра, адаптація законодавства.

In this article, the author analyzes policy in the sphere of capital market functioning, in particular the process of adapting Ukrainian legislation in the sphere of capital markets to the norms and standards of the European Union (EU acquis) as a factor in institutional development, increasing investment attractiveness, and the socio-political development of the country as a whole. The study combines legal and political-institutional approaches: it examines the mechanisms for transposing directives and implementing regulations, assesses the state of implementation of the financial acquis in Ukraine, and identifies key gaps in the regulatory framework and institutional barriers (personnel, organizational, technological). Particular attention is paid to the role of digitalization and modernization of market infrastructure (trading systems, depository, electronic document management), which is a catalyst for integration into a single European space. Practical market indicators (capitalization, trading structure, dominance of government bonds) are analyzed and a comparative analysis with regional markets is carried out, illustrating the low level of diversification and the limited role of the stock market in financing the real sector. Political and legal challenges are also considered: the supervisory model (mega-regulator vs. sectoral system), self-regulation issues, regulation of crypto assets and the consequences of their taxation, as well as the impact of martial law on the liberalization of capital movements. Conclusions are made regarding priority areas for reform: strengthening investor protection mechanisms and transparency of information disclosure, implementing modern anti-manipulation rules, technological modernization of infrastructure, improving regulatory capacity, and forming a phased strategy for harmonization with the EU acquis. Unresolved issues for further research are identified (economic effects of adaptation/transposition, impact of digital solutions on regulatory requirements and optimal supervision models), and practical recommendations are proposed for policymakers and regulators in the context of reconstruction and future integration into the European financial space.

Key words: institutional capacity, European Union, European integration, capital markets, legal harmonization, public policy, trust, legislative adaptation.

Постановка проблеми. Адаптація національного законодавства ринків капіталу до acquis ЄС є критичною передумовою для інтеграції України у європейський простір, підвищення інвестиційної привабливості та забезпечення фінансових ресурсів для відбудови економіки в умовах війни. Проблема містить як нормативно-право-

вий вимір (неповна транспозиція директив, відставання з імплементацією регламентів), так і політико-інституційний (обмежена спроможність регуляторів, невідповідна інфраструктура, домінація облігацій внутрішніх державних позик (ОВДП) у торгах). Міждисциплінарним завданням для сучасних науковців є визначити рівень

гармонізації й інституційної готовності, емпірично оцінити бракувальні ефекти для ліквідності й ролі ринку в фінансуванні реального сектору; практичне ж завдання вбачається у можливості виробити поетапні рекомендації для законодавця та регулятора щодо пріоритетів імплементації й інституційного підсилення у цій сфері державної політики. Під державною політикою у сфері функціонування ринків капіталу тут розуміється система дій органів державної влади, спрямована на досягнення визначених цілей та реалізацію принципів, які забезпечують вирішення сукупності взаємопов'язаних проблем у цій галузі [4], а саме: регулювання відносин, що виникають під час провадження професійної діяльності на ринках капіталу та організованих товарних ринках, відносин, пов'язаних із емісією, обігом і викупом цінних паперів, виконанням зобов'язань за ними, укладанням і виконанням деривативних контрактів та вчиненням правочинів щодо фінансових інструментів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій.

Огляд наукової та аналітичної літератури засвідчує стійкий інтерес до проблеми гармонізації українського фінансового й ринкового регулювання з нормами ЄС та водночас виокремлює кілька практично важливих дискусійних «вузлів» державної політики. Нормативно-правові аспекти імплементації *acquis* у сфері публічних фінансів детально розглядає А.Кичинська, яка підкреслює складність трансформації європейських бюджетно-фіскальних стандартів для національного права [6]. П.Пацурківський і Р.Гаврилюк дають системну оцінку стану імплементації фінансового *acquis* в Україні й фіксують відставання з адаптацією регламентів порівняно з директивами [13]. Офіційні звіти Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку згадці (НКЦПФР) забезпечують емпіричну базу щодо структури торгів й інституційних викликів [10]. Дослідники, які аналізують економічні наслідки гармонізації та роль цифровізації, звертають увагу на те, що технологічна модернізація (впровадження NEXT, SupTech/RegTech, модернізація депозитарної інфраструктури) є одночасно можливістю й неодмінною передумовою підвищення ліквідності та інвестиційної привабливості [1; 7]. К.Селіванова й Л.Клюско виокремлюють проблеми низької ліквідності, дефіциту інструментів і слабого захисту інвесторів як ключові бар'єри для розвитку ринку [15]. Політико-правове осмислення свободи руху капіталу як необхідної умови функціонування внутрішнього ринку ЄС аналізує Б.Стрілець [16], що прямо корелює з дискусіями про баланс між лібералізацією та механізмами фінансового захисту в умовах євроінтеграції.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Попри значний масив норма-

тивних та аналітичних напрацювань, у межах цієї проблеми залишаються кілька критично важливих, але недостатньо опрацьованих питань. По-перше, бракує ґрунтового комплексного аналізу наслідків адаптації окремих регламентів ЄС на український ринок капіталу – зокрема оцінки впливу імплементації на ліквідність, капіталізацію й притік довгострокових інвестицій у період повоєнної відбудови. По-друге, недостатньо вивчені інституційні бар'єри імплементації: кадровий потенціал регуляторів, модель оптимального нагляду (мега-регулятор vs секторальна схема) та роль саморегулювання у процесі гармонізації. По-третє, існує істотний пробіл у дослідженнях щодо взаємодії цифрових трансформацій (SupTech/RegTech, депозитарна діджиталізація, торговельні системи) та регуляторних вимог ЄС – зокрема відсутні прикладні рекомендації з поетапної технологічної модернізації. По-четверте, питання регулювання криптоактивів у контексті свободи руху капіталу, наслідків їх оподаткування та розподілу наглядових повноважень між органами залишаються частково невирішеними й потребують міждисциплінарного підходу. Вивчення цих аспектів дозволить сформулювати практично орієнтовані політичні рекомендації та зменшити ризики при подальшій євроінтеграції українського ринку капіталу.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Основна мета: здійснити комплексну оцінку процесу адаптації законодавства ринків капіталу України до європейської моделі та виявити інституційні й ринкові перешкоди для ефективної інтеграції. Для досягнення цієї мети поставлено такі завдання: виміряти поточний рівень відповідності ключових норм *acquis*; проаналізувати інституційну спроможність регуляторів і інфраструктури ринку; оцінити вплив адаптації на ліквідність і роль ринку капіталу в фінансуванні економіки; виробити практично орієнтовані рекомендації щодо пріоритизації реформ (правові, інституційні, технологічні).

Виклад основного матеріалу. З моменту здобуття Україною незалежності інтеграційний вибір став одним із ключових політичних компонентів національної стратегії. Окупація Криму Російською Федерацією у 2014 році стала переломним моментом, який остаточно окреслив євроінтеграційну орієнтацію України та її прагнення наблизитися до ЄС і НАТО. Повномасштабне вторгнення Росії у 2022 році значно прискорило ці процеси: Україна отримала статус кандидата на вступ до ЄС і 25 червня 2024 року розпочала офіційні переговори про членство. Водночас воєнний стан створює суттєві виклики для проведення ґрунтовних реформ і виконання міжнародних зобов'язань, необхідних для просування інтеграційного порядку денного. При цьому, на думку українських фахівців, «ці виклики також відкри-

вають перед Україною можливості для докорінного оновлення та модернізації системи, що включає в себе розвиток інституціональних механізмів, утвердження верховенства права, забезпечення прозорості урядування, а також створення умов для сталого економічного розвитку. З цієї перспективи, відкладення повноправного членства може виступати як додатковий стимул для України, підштовхуючи до необхідності поглиблення та прискорення процесів реформування, відповідно до європейських стандартів і цінностей» [2].

Євроінтеграція є не лише дипломатичною метою, але й потужним механізмом внутрішньої трансформації: процес імплементації європейського права зорієнтований на підвищення інституційної спроможності держави, посилення норм правової держави та формування прозорих регуляторних практик. У фокусі цього дослідження – питання адаптації українського законодавства щодо ринків капіталу до європейських стандартів як ключового чинника інституційного розвитку, що охоплює законодавчу гармонізацію, побудову ефективних механізмів нагляду та підвищення здатності національних регуляторів до координації й виконання.

Ключовим нормативним орієнтиром трансформації є *acquis* ЄС – сукупність правових актів, рішень і стандартів, які повинні бути узгоджені державами, які прагнуть тіснішої інтеграції з Союзом. Так позначається у Європейському Союзі явище, сенс якого втілено в системі компетенцій, повноважень й обов'язків, які стосуються Євросоюзу загалом й усіх держав-членів ЄС. Воно охоплює законодавчі акти, міжнародні угоди, рішення Суду Справедливості ЄС та ЄСПЛ, деякі інші правові акти. Наразі *acquis* ЄС – це більше півтора сотні тисяч сторінок тексту відповідних правових джерел, згрупованих у шести кластерах і поділених тематично на тридцять п'ять глав [20]. Фінансовий *acquis* ЄС є складовою системи *acquis* ЄС загалом. Його ключові правові положення викладені головню у 5, 16, 32 та 33 главах [6]. Нині перед Україною стоїть невідкладна проблема адаптації цього *acquis* ЄС в національне законодавство. Це вимагає ідентифікації не лише формальної невідповідності норм, але й розуміння інституційних бар'єрів – «слабких місць» державної політики, дефіциту координації між регуляторами та обмежень у застосуванні норм на практиці.

Системна діяльність українських інституцій у напрямі гармонізації вітчизняного фінансового законодавства з європейським стартувала фактично з набранням чинності Угодою про асоціацію між Україною та ЄС, зокрема її Додатком XVII, який містить узагальнений перелік зобов'язань для України у фінансовому секторі. Обсяг імплементації змінювався динамічно: спочатку процес торкався лише частини фінансового

acquis, оскільки ціль Угоди не була підготовкою до членства; згодом, у зв'язку зі зміною зовнішньополітичного курсу та нарощенням євроінтеграційних амбіцій, завдання гармонізації набуло комплекснішого характеру. Паралельно, еволюція європейського права означала, що окремі положення Додатка втрачали релевантність, тоді як нові регуляторні стандарти вимагали термінової імплементації. У контексті війни часові рамки для адаптації істотно звузилися, підвищивши значущість оперативності та якості реформ.

Аналіз зазначеного процесу виявляє кілька системних перешкод. По-перше, складність фінансового *acquis* полягає в поєднанні директив і регламентів: директиви потребують транспозиції у національне законодавство, регламенти ж набувають прямої дії та, за своєю природою, мають негайні регуляторні наслідки для внутрішніх ринків. В Україні спостерігається відставання саме в імплементації регламентів, що породжує значний «implementation gap» і зумовлює ризики невідповідності практичних процедур європейським стандартам; це є однією з причин того, що Україна перебуває нині на третьому рівні – деяка відповідність – з можливих дев'яти щодо імплементації нею фінансового *acquis* ЄС [13].

По-друге, трансформація нормативної бази вимагає не лише прийняття законів, але й нарощування інституційної спроможності: модернізації регуляторних процедур, формування професійного кадрового ядра в органах нагляду, створення ефективних механізмів міжвідомчої координації й забезпечення прозорих механізмів виконання (enforcement). У багатьох випадках законодавча гармонізація у вузькому розумінні (alignment) не супроводжується адекватними організаційними змінами, через що нормативна конвергенція не перетворюється на реальну регуляторну еквівалентність.

По-третє, практичні помилки при імплементації можуть мати критичні наслідки для довіри до національної системи фінансового регулювання. Як приклад, серед зроблених помилок фігурує запровадження вітчизняним законодавцем механізмів захисту прав вкладників системно важливих банків у формах, які не відповідають європейським підходам – це створює правову невизначеність і ризики регуляторної непослідовності, що підриває інвестиційний клімат і загрожуює ліквідності ринку.

Нові вимоги до адаптації фінансового законодавства України орієнтують на запровадження європейської моделі функціонування ринків капіталу (фондового ринку) як однієї з центральних складових національної фінансової системи. Гармонізація національної нормативно-правової бази з регламентами Європейського Союзу є ключовою передумовою для відновлення та прискореного

розвитку економіки, залучення довгострокових інвестицій у процеси реконструкції та модернізації, а також для інтеграції у спільний європейський фінансовий простір. У науковому й практичному вимірах особливу увагу заслуговує аналіз економічних наслідків приведення українського фондового ринку у відповідність до європейських директив і регламентів, адже ринки капіталу відіграють критичну роль у мобілізації ресурсів для інвестиційної діяльності й економічного зростання.

Попри помітний прогрес у реформуванні, законодавче регулювання ринків капіталу України усе ще містить ряд прогалин, що стримують його ефективність і знижують привабливість для інвесторів: недостатня ліквідність, бідний набір доступних інструментів для портфельних інвестицій, недосконалі механізми захисту прав інвесторів та окремі пробіли у регулюванні обігу цінних паперів, які потребують системного аналізу і послідовних рішень. Стан ринків капіталу є індикатором загальної інституційної якості та рівня довіри до економіки; його слабкість демонструє, що реформи мають охоплювати не лише нормативну гармонізацію, але й інституційне та організаційне підсилення.

За даними Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, загальний обсяг торгів на ринку цінних паперів демонструє тенденцію до поступового відновлення після значного падіння у 2022 році, спричиненого військовою агресією. На рис. 1 представлено динаміку обсягу та структури торгів фінансовими інструментами на операторах організованих ринків капіталу України за період з 2022 р. по 9 міс 2025 р. [9]. Структура торгів характеризується домінуванням операцій з державними облігаціями України, частка яких складає близько 90% від загального обсягу торгів. Така ситуація свідчить про недостатню диверсифікацію фінансових інструментів та обмежені можливості для інвестування в корпоративні цінні папери.

Аналіз показників капіталізації ринку акцій демонструє його недостатній розвиток порівняно з іншими країнами колишнього союзу. Співвідношення капіталізації до ВВП залишається на низькому рівні, що свідчить про обмежену роль ринків капіталу в фінансуванні реального сектору економіки. Співвідношення капіталізації фондового ринку до ВВП в Україні (4,2%) значно поступається показникам інших країн регіону, таких як Польща (28,4%), Чехія (21,6%), Угорщина (18,2%), Румунія (12,8%) [1]. Це також свідчить про недостатній інституційний розвиток ринків капіталу.

Ринки капіталу виконують функцію перерозподілу заощаджень і стимулювання підприємницької активності, тому для України, де компанії часто мають обмежений доступ до довгостро-

кового фінансування, формування дієвого фондового ринку є критичним завданням. У зв'язку з цим процес правової гармонізації з нормами ЄС, у тому числі з основними європейськими інструментами регулювання фондових ринків, має стратегічне значення. Зокрема, імплементація положень, що регулюють прийняття рішень про торгову діяльність учасників ринку та стандарти розкриття інформації для емітентів – у т.ч. в контексті Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II) [19] та Regulation (EU) 2017/1129 (the Prospectus Regulation) [23] – створює нормативну основу для прозорості, конкурентної та захищеної інвестиційної екосистеми.

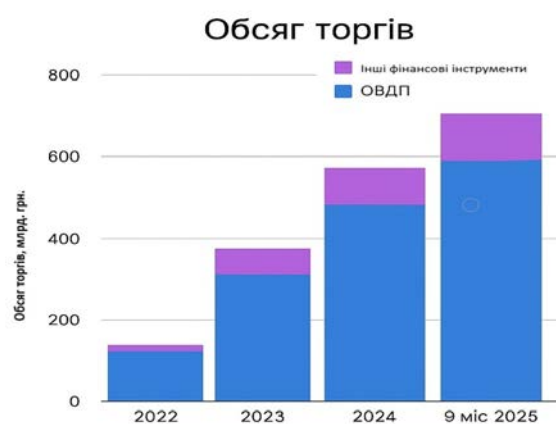


Рис. 1. Динаміка обсягу і структури торгів фінансовими інструментами на операторах організованих ринків капіталу України протягом 2022р. – 9 міс.2025р.

Джерело: Сформовано автором на основі офіційних даних НКЦПФР.

Порівняно з розвиненими ринками капіталу, український ринок залишається фрагментованим і недостатньо ефективним. Актуальним завданням є впровадження комплексних заходів для підвищення його конкурентоспроможності та інтеграції до європейського фінансового простору. Адаптація українських норм до директив і регламентів ЄС (зокрема Market Abuse Regulation щодо запобігання маніпуляціям та Prospectus Regulation щодо розкриття інформації) не лише мінімізує існуючі ризики, а й відкриває нові можливості для залучення інвестицій і посилення економічного зростання [15].

Варто зазначити, що положення базового нормативного акта – Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», який регулює відносини, що виникають під час емісії, обігу, викупу цінних паперів, укладання і виконання деривативних контрактів, вчинення правочинів щодо фінансових інструментів на ринках капіталу, а також відносини, що виникають під час провадження професійної діяльності на ринках капіталу

та організованих товарних ринках [5], не забезпечують повної відповідності сучасним викликам. Попри вдосконалення законодавчої бази та часткову адаптацію регулятивних норм, ринок досі не виконує повністю своїх основних функцій – мобілізації інвестицій та сприяння зростанню підприємства.

Саме системна гармонізація регулятивного середовища зі стандартами ЄС може сприяти активнішому залученню капіталу до реального сектору та прискоренню інтеграції України до європейського фінансового простору. Це потребує не тільки правових змін, а й модернізації інфраструктури, цифрової трансформації ринкових механізмів і підвищення якості регуляторного контролю.

При цьому євроінтеграційний вектор розвитку України ставить завдання повної гармонізації законодавства у сфері ринків капіталу з *acquis* ЄС. Це створює значні можливості для залучення іноземних інвесторів, але також вимагає масштабних інституційних і технологічних перетворень. Серед пріоритетних напрямів варто назвати: цифровізацію фінансових операцій (блокчейн, ШІ, кіберзахист); адаптацію законодавства до стандартів ESMA та MiFID II; модернізацію біржової інфраструктури, Центрального депозитарію й клірингу; розширення набору фінансових інструментів (деривативи, «зелені» облігації, ETF, регульовані криптоактиви); підвищення стандартів захисту інвесторів через механізми компенсації та вимоги до розкриття інформації; запровадження інноваційного нагляду (SupTech, RegTech) і ризик-орієнтованих підходів до контролю [7].

Глобальна взаємозалежність фінансових ринків диктує необхідність інтегрувати міжнародні стандарти регулювання у розвиток національної інституційної системи. У цьому контексті Україні слід визначити оптимальну модель державного нагляду: світовий досвід пропонує секторальні, подвійні та мегарегуляторні моделі нагляду. Модель «мегарегулятора», яка домінує в багатьох країнах ЄС, забезпечує комплексний нагляд за різними сегментами фінансового сектору та адаптована з урахуванням національних особливостей, може стати ефективним інструментом підвищення прозорості, зниження системних ризиків і підсилення довіри інвесторів. Розвиток інститутів саморегулювання та їх інтеграція в загальну структуру регулювання – ще один важливий крок, успішні приклади якого можна знайти в Німеччині та Франції. Запровадження таких механізмів сприятиме підвищенню стійкості фондового ринку й полегшить процес гармонізації з ЄС.

Свобода руху капіталу є однією з фундаментальних передумов належного функціонування внутрішнього ринку Європейського Союзу поряд із свободами руху осіб, товарів і послуг. Вона

сприяє розвитку фінансових ринків, притоку інвестицій і стимулюванню економічного зростання, водночас створюючи умови для інтеграції національних фінансових інфраструктур у спільний європейський простір.

Угодою про асоціацію між Україною та ЄС передбачено поступове усунення бар'єрів для руху капіталу й приведення національного законодавства у відповідність до *acquis*, що має сприяти створенню сприятливого інвестиційного клімату. Водночас реалізація цих положень на практиці ускладнюється цілою низкою викликів: недостатнім розвитком національних фінансових інститутів, фрагментарністю правового регулювання, високою макроекономічною невизначеністю, а від 2022 року – і наслідками повномасштабної збройної агресії Росії, що наклали додаткові тимчасові обмеження на рух капіталу.

На виконання положень Угоди про асоціацію ухвалюються урядові плани та нормативні акти, покликані уніфікувати процедури та гармонізувати регуляторні повноваження. Зокрема, Постанова Кабінету Міністрів України № 1106 від 25 жовтня 2017 р. затвердила детальний план заходів з реалізації Угоди, серед яких – приведення ліцензійних процедур для професійних учасників ринків капіталу у відповідність із правом ЄС (завдання 1544), адаптація повноважень НКЦПФР до європейських стандартів нагляду (завдання 1554) та встановлення вимог до автентифікації й безпечної комунікації під час онлайн-платежів (завдання 19399) [14]. Ці заходи демонструють спроби поєднати технічну імплементацію норм із посиленням операційної безпеки фінансових транзакцій, тобто правові та безпекові рамки.

Важливим аспектом регулювання свободи руху капіталу між Україною та ЄС є визначення правового статусу й правил обігу криптоактивів. Угода про асоціацію не містить спеціальних положень щодо криптовалют, водночас на європейському рівні вже запроваджуються рамки для цього сегмента [22], а Європейський центральний банк оцінює доцільність цифрового євро [3]. В Україні прийнято Закон «Про віртуальні активи» від 17 лютого 2022 року № 2074-IX, а в парламенті вже ухвалено у першому читанні законопроект №10225-д, який має на меті легалізувати ринок віртуальних активів і визначити правила їх оподаткування [21]. Запропоновані норми передбачають жорсткіший фінансовий моніторинг, наближений до банківських стандартів, та гармонізацію з регламентом MiCA; остаточне рішення щодо наглядача – НБУ чи НКЦПФР – лишається поки відкритим. За словами голови Комітету Верховної Ради з питань фінансів, податкової та митної політики: «Щороку бюджет отримає додатково приблизно 14-15 млрд. грн. – як від оподаткування прибутку криптобірж, так і від доходів громадян» [17]. Проте цей потен-

ціал реалізується лише за умови ефективної фінансової й наглядової імплементації та належної протидії ризикам відмивання. Сьогодні Україна демонструє високий рівень використання криптовалют серед населення, що додає значущості питанням регулювання та оподаткування: за оцінками, країна посідає шосте місце у світі за показниками використання криптоактивів [18], а приватні декларації чиновників із криптоактивами зростають з 2022 року [8]. Це означає, що врегулювання крипторинку – не лише технічна задача трансферу норм ЄС, а й питання розподілу повноважень, державної спроможності та довіри: вибір регулятора впливає на монетарну й фінансову політику, а спосіб впровадження контролю визначатиме, чи нові правила сприятимуть інноваціям і залученню інвестицій або ж створять надмірне регуляторне навантаження та можливості для зловживань у сфері державної політики. Тому політика має бути вибудована як поетапна та ризик-орієнтована: гармонізація з МіСА і паралельне посилення AML/CFT-механізмів, інституційної спроможності наглядових органів і прозорих фінансових процедур дозволить мінімізувати негативні наслідки й максимально реалізувати економічний потенціал ринку.

Практичне просування в бік лібералізації руху капіталу в Україні суттєво ускладнюється через недостатню інституційну спроможність окремих регуляторів, зокрема НКЦПФР, яка стикається з дефіцитом кадрових і технічних ресурсів для оперативної адаптації європейських стандартів. Додатковим обмежувачем була й залишається дія воєнного стану, що змушувала вводити тимчасові обмеження на рух капіталу та платежі [12]. Водночас попри ці перешкоди, 2024 рік приніс низку суттєвих досягнень у посиленні регуляторної спроможності:

- гармонізація українського законодавства з актами права ЄС – ухвалено Закон № 3585-IX, який відкриває шлях до приєднання України до Багатостороннього Меморандуму IOSCO (ММОУ);

- посилення міжнародної співпраці – підписано Меморандум про довгострокову співпрацю з BaFin (Федеральним органом фінансового нагляду Німеччини);

- нові фінансові інструменти – ухвалено Закон № 3586-IX про аграрні ноти, що дозволяє агровиробникам швидко залучати кошти під майбутній урожай;

- цифровізація – запроваджено нову систему депозитарного обліку часток ТОВ завдяки змінам до Закону України «Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю», що спрощує корпоративні процедури;

- захист інвесторів – НКЦПФР продовжує системну боротьбу з шахрайськими інвестицій-

ними проектами. Так, на кінець 2024 року виявлено 384 SCAM-проекти [10].

Ці зрушення свідчать про те, що інституційне підсилення та міжнародна кооперація можуть компенсувати частину внутрішніх обмежень.

Як наслідок євроінтеграційних зусиль вітчизняних фінансових інституцій, у листопаді 2025 року Європейська комісія оприлюднила звіт у межах Пакета розширення ЄС-2025, за результатами якого Україна продемонструвала найвищу оцінку за останні три роки, показавши позитивні результати в усіх 36 розділах. Звіт підтверджує, що Україна послідовно просувається у впровадженні законодавства відповідно до вимог ЄС, а курс на членство в Євросоюзі залишається серед ключових державних пріоритетів [11].

Правове регулювання свободи руху капіталу між Україною та ЄС передбачає забезпечення вільного руху капіталу, пов'язаного з торговельними операціями, інвестиціями та фінансовими позиками, відсутність обмежень на платежі та перекази (які однак були введені через військовий стан) та адаптацію національного законодавства з нормами ЄС у цій сфері [16]. Однак відкритість ринку несе й ризики: уразливість до відтоку капіталу під час макроекономічних шоків, можливі ризики для платіжного балансу й загрози фінансовій стабільності за недостатнього рівня внутрішньої регуляції. Тому політика лібералізації має поєднуватися з механізмами макропруденційного нагляду, інструментами валютного контролю в екстрених умовах та чіткою системою захисту інвесторів.

Суттєвою складовою інституційного оновлення є цифровізація ринкової інфраструктури. Впровадження торговельної системи NEXT, модернізація депозитарної системи й розвиток електронного документообігу значно підвищують операційну ефективність, прозорість і швидкість транзакцій. NEXT дає можливість електронної торгівлі в реальному часі, автоматизації клірингу, розширеного моніторингу ринкових операцій та інтеграції через API, що підтримує розвиток алгоритмічної й професійної торгівлі. Модернізація депозитарію – перехід до повного електронного обліку прав власності, автоматизація розрахунків та обробка корпоративних дій – знижує операційні ризики й прискорює інвестиційні процеси. Запровадження юридично значущого електронного документообігу та цифрового підпису спрощує розкриття інформації та робить взаємодію емітентів і інвесторів оперативнішою й прозорішою.

Отже, поєднання правової гармонізації з *acquis*, посилення регуляторної спроможності, цифрової модернізації інфраструктури та виважених макропруденційних заходів створює комплексну основу для формування конкурентоспроможного ринку капіталів в Україні. Такий підхід має супроводжу-

ватися системною підготовкою кадрів, міжнародною кооперацією та прозорими процедурами прийняття рішень, що в сукупності підвищить довіру інвесторів і сприятиме сталому фінансовому відновленню й інтеграції в європейський фінансовий простір.

Висновки. Політика у сфері функціонування ринків капіталу, зокрема процес адаптації України до норм і стандартів ЄС, це не лише технічне завдання гармонізації правових норм, а й стратегічний компонент інституційного розвитку, що визначає здатність країни мобілізувати інвестиції для відбудови й стійкого зростання. Аналітичний огляд статті показав: головні бар'єри на шляху до європейської сумісності – це не тільки правові прогалини (неповна транспозиція директив, відставання з імплементацією регламентів), а й інституційна слабкість (недостатні кадрові та технічні ресурси регуляторів), низька ліквідність і структурна домінація ОВДП у торгах, обмежений набір інструментів для приватного фінансування та недосконала інфраструктура ринку. У комплексі це гальмує перетворення ринків капіталу на джерело довгострокових інвестицій у реальний сектор економіки.

Стратегічні напрями реформ у рамках цього політологічного дослідження варто узагальнити. По-перше, пріоритет – повна гармонізація ключових норм (розкриття інформації, протидія маніпуляціям, правила проспектування, вимоги до постачальників послуг) із одночасним планом імплементації регламентів, які не вимагають транспозиції. По-друге, необхідне зміцнення інституційної спроможності: кадрова політика, навчання, технічна допомога, впровадження RegTech/SupTech для нагляду в реальному часі. По-третє, важлива політика ліквідності, тобто стимулювання вторинних ринків, розвиток деривативів і ETF, підтримка «зелених» та інших цільових інструментів, що здатні залучати іноземний капітал. По-четверте, не менш важливою є інфраструктура, зокрема модернізація депозитарію, клі-

рингу та торгових систем (NEXТ) – як базис для ефективних ринкових операцій. І, нарешті, значимий баланс між лібералізацією руху капіталу та макропруденційними заходами, щоб уникнути ризиків відтоку капіталу в умовах нестабільності.

Політико-інституційний вимір проблеми ще складніший. Процес євроінтеграції ринків капіталу не можна штучно відривати від політичної волі, міжінституційної координації та довіри громадськості й інвесторів. Чітке визначення моделі регулювання (мегарегулятор vs. розподілена модель), посилення саморегулювання за європейськими стандартами та міжнародна співпраця (IOSCO, двосторонні меморандуми) підвищують легітимність реформ і полегшують технологічний трансфер знань.

Ризики на цьому шляху слід розрізняти – очевидні та латентні. Лібералізація руху капіталу й легалізація сегментів, як-от криптоактиви, вимагають поступовості та чітких механізмів AML/CFT, податкової та наглядової адаптації. Невиважене впровадження може посилити системні ризики; тому одночасно з відкриттям ринку потрібно впроваджувати захисні інструменти (компенсаційні механізми, вимоги до розкриття, обмеження трансакцій у критичні періоди).

Декілька напрямів потребують глибшої емпіричної й теоретичної розробки, подальших наукових досліджень: (1) кількісна оцінка впливу імплементації окремих норм ЄС на приплив прямих та портфельних інвестицій; (2) порівняльний аналіз моделей регуляції ринку капіталу та їх ефективності в країнах ЄС і сусідів; (3) дослідження ролі цифровізації (blockchain, RegTech) у підвищенні прозорості та зниженні суспільно-політичної напруги загалом; (4) політико-економічний аналіз адаптації крипторегулювання; (5) вивчення впливу гармонізації на малий і середній бізнес, а відтак і на політичну стабільність. Ці теми не лише доповнять наукову картину, а й нададуть практичні інструменти для політико-управлінських рішень.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Андрусів О. Трансформація фондового ринку України в умовах цифровізації та європейської інтеграції: сучасні виклики та перспективи розвитку. *Економічний простір*. 2025. № 196. С. 237–243. URL: <https://doi.org/10.30838/EP.196.237-243> (дата звернення: 17.11.2025).
2. Горінов П., Драпушко Р. Європейська інтеграція України: правовий вимір і стратегії впровадження : матеріали Міжнар. наук. конф., 23 квіт. 2024 р. *Політика та право в умовах дії воєнного стану: пошук рішень*. Київ : ННІ права та політології УДУ імені М. Драгоманова, 2024. С. 47–51.
3. Інформаційна довідка щодо переговорного розділу 4 «Свобода руху капіталу» / Дослідницька служба Верховної Ради України. URL: <https://research.rada.gov.ua/uploads/documents/33188.pdf> (дата звернення: 12.11.2025).
4. Енциклопедичний словник з державного управління / уклад.: Ю. П. Сурмін та ін.; за ред. Ю. В. Ковбасюка, В. П. Трошинського, Ю. П. Сурміна. Київ : НАДУ, 2010. 820 с.
5. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки : Закон України від 23 лют. 2006 р. № 3480-IV : станом на 1 січ. 2025 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15> (дата звернення: 12.11.2025).

6. Кичинська А. О. Акти права Європейського Союзу (acquis ЄС) в сфері публічних фінансів та їх імплементація у законодавство України. *Київський часопис права*. 2023. № 3. С. 87–91. URL: <https://doi.org/10.32782/kij/2023.3.11> (дата звернення: 17.11.2025).
7. Малюк Б. В. Економічні наслідки гармонізації фондового ринку України з регламентами Європейського Союзу. *Здобутки економіки: перспективи та інновації*. 2025. № 22. URL: <https://doi.org/10.5281/zenodo.17055397> (дата звернення: 12.11.2025).
8. Декларування: декларування криптовалюти, суми та виявлені порушення / Національна агенція з питань запобігання корупції. URL: <https://nazk.gov.ua/uk/deklaruvannya/deklaruvannya-kryptovaluty-sumy-ta-vuyavleni-porushennya/> (дата звернення: 15.11.2025).
9. Аналіз ринку / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР). URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/> (дата звернення: 17.11.2025).
10. Звіт НКЦПФР за 2024 рік. Київ : НКЦПФР, 2025. 307 с. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2025/06/zvit-nktspr-2024-rik-1-1.pdf> (дата звернення: 17.11.2025).
11. Звіт: Україна отримала найвищу оцінку за останні три роки / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/zvit-ievrokomisii-ukraina-otrymala-naivysychu-otsinku-za-ostanni-try-roky/> (дата звернення: 17.11.2025).
12. Звіт за результатами проведення первинної оцінки стану імплементації актів права Європейського Союзу (acquis ЄС). Київ : Офіс Віцепрем'єрки з питань європейської та євроатлантичної інтеграції, 2023. 307 с. URL: https://eu-ua.kmu.gov.ua/wp-content/uploads/Zvit_UA.pdf (дата звернення: 17.11.2025).
13. Пацурківський П. С., Гаврилук Р. О. Імплементація Україною фінансового acquis ЄС. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія: Право*. 2025. № 87. С. 47–51. URL: <https://doi.org/10.24144/2307-3322.2025.87.3.15> (дата звернення: 12.11.2025).
14. Про виконання Угоди про асоціацію між Україною та ЄС, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами : Постанова Кабінету Міністрів України від 25 жовт. 2017 р. № 1106. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1106-2017-%D0%BF> (дата звернення: 12.11.2025).
15. Селіванова К. В., Ключко Л. А. Фондовий ринок в Україні: проблеми та основні напрями їх вирішення. *Молодий вчений*. 2020. № 4. С. 352–355. URL: <https://doi.org/10.32839/2304-5809/2020-4-80-73> (дата звернення: 17.11.2025).
16. Стрілець Б. В. Правове регулювання свободи руху капіталу між Україною та ЄС. *Український Політико-правовий Дискурс*. 2025. № 9. URL: <https://doi.org/10.5281/zenodo.15043339> (дата звернення: 12.11.2025).
17. Гетманцев: Легалізація криптоактивів може принести бюджету до €15 мільярдів щороку. *Укрінформ*: веб-сайт. 2025. 3 верес. URL: <https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/4032592-getmancev-legalizacia-kriptoaktiviv-moze-prinesti-budzetu-do-15-milardiv-soroku.html> (дата звернення: 17.11.2025).
18. The Chainalysis 2025 Global Adoption Index / Chainalysis. 2025. URL: <https://www.chainalysis.com/blog/2024-global-crypto-adoption-index/> (accessed: 15.11.2025).
19. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments (MiFID II). *Official Journal of the European Union*. 2014. L 173. P. 349–496. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj/eng> (accessed: 15.11.2025).
20. Acquis / European Commission. URL: <https://eur-lex.europa.eu/search.html?scope=EURLEX&text=acquis&lang=en&type=quick&qid=1737048076918> (accessed: 15.11.2025).
21. Регулювання обігу віртуальних активів : головне за 04.09.2025. *LIGA ZAKON*. 2025. URL: <https://ligazakon.net/topics/67f91f37a0eeb31da55acca4/2025-09-04> (дата звернення: 15.11.2025).
22. Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market. *Official Journal of the European Union*. 2017. L 168. P. 12–82. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj/eng> (accessed: 15.11.2025).
23. Regulation (EU) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2023 on markets in crypto-assets. *Official Journal of the European Union*. 2023. L 150. P. 40–205. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2023/1114/oj> (accessed: 15.11.2025).

Дата першого надходження рукопису до видання: 28.11.2025
 Дата прийнятого до друку рукопису після рецензування: 11.12.2025
 Дата публікації: 31.12.2025