

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Державний вищий навчальний заклад
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
імені ВАДИМА ГЕТЬМАНА»

С. Я. ВАВЖЕНЧУК

ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ

Навчальний посібник

*Рекомендовано
Міністерством освіти і науки,
молоді та спорту України*

УДК 347.73(076.5)

ББК 67.404.212.1

В-12

*Гриф надано Міністерством освіти і науки,
молоді та спорту України*

Лист № 1/11-14713 від 19.09.2012

Рекомендовано Вченою радою

ДВНЗ «Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана»

Протокол № 3 від 23.11.2011

Рецензенти

О. В. Дзера, д.ю.н., проф., член-кореспондент НАПрН України, заслужений юрист України, професор кафедри цивільного права юридичного факультету (Київський національний університет ім. Тараса Шевченка)

В. В. Луць, д.ю.н., проф., академік НАПрН України, заслужений діяч науки і техніки України, завідувач кафедри цивільно-правових дисциплін (Академія муніципального управління)

А. В. Омельченко, д.ю.н., доц., завідувач кафедри цивільного та трудового права юридичного факультету (Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана)

Редакційна колегія Центру магістерської підготовки

Голова редакційної колегії А. М. Поручник, д-р екон. наук, проф.

Відп. секретар редакційної колегії І. В. Кулага, канд. екон. наук, доц.

Члени редакційної колегії: Д. Г. Лук'яненко, д-р екон. наук, проф.; Н. П. Москалюк, канд. екон. наук; С. Г. Панченко, д-р екон. наук, проф.; А. М. Поддєрьогін, канд. екон. наук, проф.; Я. М. Столярчук, д-р екон. наук, доц.; О. В. Ткаченко, канд. екон. наук, доц.; С. В. Устенко, д-р екон. наук, доц.; О. К. Шафалюк, д-р екон. наук, доц.; Г. О. Швиданенко, канд. екон. наук, проф.; Ф. П. Шульженко, д-р політ. наук, проф.

Вавженчук, С. Я.

В-12 **Правове регулювання фондового ринку : навч. посіб. /**
С. Я. Вавженчук. — К. : КНЕУ, 2013. — 582, [2] с.
ISBN 0000-000-000

У навчальному посібнику викладаються основи правового регулювання фондового ринку. На підставі норм цивільного, господарського, адміністративного законодавства України, основних міжнародних нормативно-правових актів, судової практики та юридичної доктрини розкриваються основні положення правового регулювання фондового ринку та його структура. Дається правовий аналіз суб'єктного, об'єктного складу та змісту відповідних правовідносин.

Призначено для студентів юридичних вишів та факультетів, науковців, юристів-практиків.

УДК 347.73(076.5)

ББК 67.404.212.1

ISBN 000-000-000-00

© С. Я. Вавженчук, 2013

© Оформлення, КНЕУ, 2013

ЗМІСТ



ПЕРЕДМОВА	6
Глава 1. ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ФОНДОВОГО РИНКУ (РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ).	9
§ 1.1. Поняття фондового ринку (ринку цінних паперів) у теорії та за законодавством	9
§ 1.2. Становлення фондового ринку (ринку цінних паперів) України	17
§ 1.3. Загальна характеристика законодавства України про цінні папери і фондовий ринок.	29
Глава 2. ПРАВОВА ХАРАКТЕРИСТИКА ЦІННИХ ПАПЕРІВ. . .	38
§ 2.1. Поняття, ознаки та властивості цінних паперів	38
§ 2.2. Класифікація цінних паперів у теорії та за законодавством	74
§ 2.3. Правова характеристика пайових цінних паперів	92
§ 2.4. Правова характеристика боргових цінних паперів	116
§ 2.5. Правова характеристика іпотечних цінних паперів.	147
§ 2.6. Правова характеристика похідних цінних паперів	163
§ 2.7. Правова характеристика приватизаційних цінних паперів.	168
§ 2.8. Правова характеристика товаророзпорядчих цінних паперів.	173
Глава 3. ПРАВОВІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ (РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ). . .	197
§ 3.1. Принципи побудови, функції та структура фондового ринку (ринку цінних паперів)	197
§ 3.2. Первинний ринок цінних паперів, його загальна характеристика. Відкрите (публічне) та закрите (приватне) розміщення цінних паперів.	208
§ 3.3. Загальна правова характеристика вторинного ринку цінних паперів	217
§ 3.4. Біржовий і позабіржовий ринки цінних паперів	220
§ 3.5. ПРО	229

Глава 4. СУБ'ЄКТИ ПРАВОВІДНОСИН НА ФОНДОВОМУ РИНКУ (РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ)	240
§ 4.1. Поняття учасників фондового ринку (ринку цінних паперів)	240
§ 4.2. Класифікація учасників фондового ринку (ринку цінних паперів)	243
§ 4.3. Поняття професійних і непрофесійних учасників фондового ринку (ринку цінних паперів)	245
§ 4.4. Правова характеристика емітентів цінних паперів	250
§ 4.5. Правова характеристика інвесторів у цінні папери	261
§ 4.6. Саморегулювні організації професійних учасників фондового ринку	267
Глава 5. ПРОФЕСІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ (РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ)	275
§ 5.1. Поняття професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів), її види	276
§ 5.2. Ліцензійні умови провадження професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів)	281
§ 5.3. Правова характеристика діяльності з торгівлі цінними паперами	288
§ 5.4. Правова характеристика діяльності з управління активами інституційних інвесторів	301
§ 5.5. Правова характеристика депозитарної діяльності	306
§ 5.6. Правова характеристика діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку (ринку цінних паперів) та клірингу	312
§ 5.7. Діяльність щодо з'ясування взаємних зобов'язань (кліринг)	316
§ 5.8. Окремі види договорів на фондовому ринку (ринку цінних паперів)	319
Глава 6. ПРАВОВЕ ПОЛОЖЕННЯ ФОНДОВОЇ БІРЖІ	370
§ 6.1. Поняття фондової біржі	370
§ 6.2. Функції фондової біржі	377
§ 6.3. Класифікація біржових систем та фондових бірж	382
§ 6.4. Порядок створення, функціонування та припинення діяльності фондової біржі	385
§ 6.5. Правила біржової торгівлі	397

Глава 7. ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ ТА САМОРЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ (РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ)	405
§ 7.1. Поняття, принципи та система регулювання фондового ринку (ринку цінних паперів)	405
§ 7.2. Правовий статус Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.	429
§ 7.3. Правовий статус саморегулювних організацій професійних учасників фондового ринку	442
Глава 8. ВІДПОВІДАЛЬНІСТЬ ЗА ПРАВОПОРУШЕННЯ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ (РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ)	453
§ 8.1. Поняття та види правопорушень на фондовому ринку (ринку цінних паперів).	454
§ 8.2. Поняття відповідальності за правопорушення на фондовому ринку (ринку цінних паперів)	469
§ 8.3. Договірна відповідальність на фондовому ринку (ринку цінних паперів).	473
§ 8.4. Статусна відповідальність професійних учасників фондового ринку (ринку цінних паперів)	479
§ 8.5. Адміністративна відповідальність за правопорушення на фондовому ринку (ринку цінних паперів)	483
§ 8.6. Кримінальна відповідальність за вчинення злочину на фондовому ринку (ринку цінних паперів)	500
§ 8.7. Порядок розгляду справ про правопорушення на фондовому ринку (ринку цінних паперів)	512
Глава 9. ТЕНДЕНЦІ РОЗВИТКУ ЗАКОНОДАВСТВА УКРАЇНИ ПРО ЦІННІ ПАПЕРИ ТА ФОНДОВИЙ РИНОК	531
§ 9.1. Проблеми законодавства про цінні папери та фондовий ринок.	531
§ 9.2. Стан і перспективи адаптації законодавства України про цінні папери та фондовий ринок до законодавства ЄС.	554
ПРЕДМЕТНИЙ ПОКАЖЧИК	580

ПЕРЕДМОВА



Торгівля цінними паперами
була та завжди залишиться
важким шляхом до легкого життя

Джеффри Сільверман

Однією з важливих передумов ефективного соціально-економічного розвитку майнового обороту є збалансованість суспільних відносин у спектрі розміщення, обігу та погашення цінних паперів, а також постійна взаємодія учасників відповідних відносин. В умовах сьогодення не можна не погодитися з тезою про те, що велике значення для правового розвитку фондового ринку мають дослідження його основних категорій.

Потужні реформаційні процеси правового поля та правові проблеми реалізації майнового обороту концентрують увагу на необхідності якісно нового і ґрунтовного дослідження правового регулювання фондового ринку як фундаментальної та необхідної для суспільства правової конструкції. Рельєфне відображення проблеми нормативно-правової регламентації фондового ринку окреслюється контурами високої динаміки економічних відносин, які вимагають, щоб правові форми, в яких відображені окремі грані суспільних відносин, були максимально релевантні сучасному економічному змісту.

Не можна обійти увагою і той факт, що загострення проблеми правової регламентації розміщення, обігу та погашення цінних паперів спричинене неоднозначністю відповідних правових норм різного рівня, а також латентністю нормативних особливостей, що, без сумніву, впливає на динаміку правозастосування.

Окреслена ситуація породжує необхідність у належній гармонізації та уніфікації чинного законодавства України про цінні папери і фондовий ринок, у тому числі через призму ратифікованих Україною міжнародно-правових актів.

Зазначений стан суспільних відносин рефлекторно віддзеркалює наявність багаторівневого пласту теоретико-практичних аспектів, що потребує здійснення конкретних кроків у напрямі детального правового аналізу, розробки якісних методологічних підходів до вивчення правового регулювання фондового ринку і як наслідок широкої дискусії у правових колах серед практикуючих юристів і науковців. Саме тому окреслений стан наявного блоку проблем правового характеру та існуючі дискусії з приводу юридичної природи цінних паперів, фондового ринку є потужним поштовхом для формування науково-методичної концепції навчального посібника у заданому правовому векторі. Тому автор спробував на основі аналізу національного і прогресивного іноземного законодавства, доктринальних підходів, судової практики наголосити на теоретико-практичних питаннях правового регулювання фондового ринку через призму праворозуміння.

При написанні даної праці використані як класичні, так і сучасні наукові, навчальні матеріали в сфері цивільного, господарського, адміністративного, кримінального права. Особлива увага приділена аналізу механізму правового регулювання фондового ринку, юридичній природі цінних паперів, проблемам і тенденціям розвитку законодавства про цінні папери та фондовий ринок. Синтез опрацьованого матеріалу склав підвалини для поглибленого осмислення, а у ряді випадків і переосмислення сутності багатьох правових конструкцій та інститутів цивільного права, господарського права, адміністративного права.

Пропонований увазі читача навчальний посібник «Правове регулювання фондового ринку» виконаний на базі кафедри цивільного та трудового права юридичного факультету Київського національного еко-

номічного університету імені Вадима Гетьмана. Основні результати роботи пройшли апробацію в педагогічній, науково-дослідній і практичній діяльності автора. Зокрема, положення посібника обговорювалися членами Національної академії правових наук України, науковцями юридичних факультетів Київського національного університету імені Тараса Шевченка, Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана, суддями, адвокатами, юристами-практиками й одержали схвальні відгуки. Матеріали навчального посібника стали основою проведення занять з цивілістичних дисциплін на юридичному факультеті Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана.

Висловлюється глибока подяка всім, хто ознайомився з рукописом під час роботи над ним і висловив цінні побажання, що сприяли вдосконаленню даної праці.

Автор буде щиро вдячний читачам за відгуки та критичні побажання (e-mail: aadvokat@gmail.com).

З повагою,
кандидат юридичних наук, доцент,
доцент кафедри цивільного
та трудового права
юридичного факультету
Київського національного
економічного університету
імені Вадима Гетьмана

С.Я. Вавженчук



Глава 1

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ФОНДОВОГО РИНКУ (РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ)



1.1. Поняття фондового ринку (ринку цінних паперів) у теорії та за законодавством

1.2. Становлення фондового ринку (ринку цінних паперів) України.

1.3. Загальна характеристика законодавства України про цінні папери та фондовий ринок

Опанувавши матеріали цієї глави, ви будите ЗНАТИ:

♦ поняття, юридичну природу та загальну правову характеристику фондового ринку (ринку цінних паперів), основні етапи становлення фондового ринку України, основні положення законодавства України про цінні папери та фондовий ринок,

а також УМІТИ:

♦ орієнтуватися в системі нормативно-правових актів, на основі яких здійснюється правове регулювання окреслених відносин.

§ 1.1. Поняття фондового ринку (ринку цінних паперів) у теорії та за законодавством

Ефективне функціонування фінансового ринку, сегментом якого є ринок цінних паперів набуває провідного значення на сучасному етапі розвитку суспільства. Слід зауважити, що виникнення будь-яких ринків зумовлено обміном продуктами праці в межах національного правового поля відповідної держави або в межах міжнародного правового поля, у зв'язку з чим правова регламентація відносин торгівлі стає суспільною необхідністю.

В.І. Павлов, І.І. Пилипенко, І.В. Кривов'язюк, аналізуючи ринкові відносини, стверджують, що ринок — це, в першу чергу, об'єктивне явище, зумовлене природною потребою людей. Він є складною багатофункціональною та водночас комплексною структурою, що охоплює як ринок товарів і послуг, так і ринок фінансових ресурсів. Завдяки постійному кругообігу фінансових ресурсів функціонує фінансовий ринок, що являє собою грошові відносини, які складаються в процесі купівлі—продажу фінансових активів під впливом попиту та пропозиції на позичковий капітал, рух якого втілюється у цінних паперах¹. Ще у працях Р. Голдсмита, Р. Маккінона та Е. Шоу² у 60—70-ті роки ХХ ст. була продемонстрована взаємозалежність між рівнем економічного потенціалу і рівнем розвитку фінансової системи держави, а у 90-х роках у Світовому банку було підготовлено кілька робіт, у рамках яких досліджувалася зазначена проблема відносно ринків, що формуються та була встановлена аналогічна залежність³. Вказуючи на важливість правової системи як надбудови та фінансового ринку, як базису, слід підкреслити, що на думку більшості провідних науковців, фінансовий ринок є цілісною і збалансованою системою, що складається з взаємопов'язаних елементів: ринку матеріальних активів, ринку цінних паперів, ринку заставних, ринку споживчих кредитів, ринку інвестицій, ринку валютних коштів та інших. Більше того, фінансовий ринок розглядається через призму ринку довгострокових вільних капіталів, де зберігаються та концентруються заощадження, які направляються у галузі, де здійснюється їх мобілізація тривалий час⁴. Втім, ринок цінних паперів не в повній мірі вписується у фінансовий ринок, адже він, крім іншого, забезпечує обіг товарних цінних паперів. Як наслідок, його структурні елементи охоплюють ширше коло суспільних відносин, ніж вважалося раніше. Таким чином, фондовий ринок є важливою складовою як ринку цінних паперів, так і фінансового ринку та виступає невід'ємним та од-

¹ Павлов В.І., Пилипенко І.І., Кривов'язюк І.В. Цінні папери в Україні : навч. посібник / В.І. Павлов, І.І. Пилипенко, І.В. Кривов'язюк — К. : Кондор, 2004. — С. 5.

² Goldsmith R. W. Financial structure and development. New Haven, Yale University Press — 1969.

³ Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития / Б.Б. Рубцов. — М.: Финансовая академия при Правительстве РФ. — 2000 — С. 117.

⁴ Самуельсон П. Экономика : том 2 / П. Самуельсон. — М. : МГП Алгон» ВНИИСИ, 1992. — С. 203.

ним з найважливіших структурних елементів фінансово-правової системи держави.

Переходячи до безпосереднього аналізу сутності ринку цінних паперів, слід відмітити, що в доктрині досить часто ототожнюється поняття «ринок цінних паперів» і «фондовий ринок», що ускладнює розуміння вказаних категорій. Більше того, в літературі зустрічаються досить різні за обсягом і змістом визначення даного поняття. Тому доцільно зазначити хоча б найуживаніші.

Доволі широке визначення ринку цінних паперів формулює Т.Б. Берднікова, вказуючи, що це — ринок, на якому обертається специфічний товар — цінні папери¹. Вказане визначення охоплює, крім іншого, також відносини, що забезпечують фондовий ринок, тобто, вказане визначення, по суті, виходить за межі розглядуваного поняття. В.І. Павлов визначає фондовий ринок як такий тип ринку, де за незначний час створюються необхідні умови і відбувається швидка мобілізація, ефективний розподіл, перерозподіл і раціональне розміщення фінансових ресурсів у соціально-економічному просторі держави з урахуванням інтересів і потреб суспільства шляхом здійснення емісії цінних паперів різними емітентами². Натомість, О.Р. Романенко трактує фондовий ринок як сферу, в якій реалізуються відносини власності, здійснюється вільне переміщення цінних паперів між різними секторами економіки, формуються фінансові джерела економічного зростання, концентруються і розподіляються інвестиційні ресурси, створюються доброзичливі умови конкуренції, умови обмеження монополізму³. О.М. Буренін розуміє фондовий ринок як ринок, що опосередковує кредитні відносини й відносини співвлодіння за допомогою цінних паперів⁴. Деякі автори вважають, що фондовим ринком називають ринок, на якому торгують специфічним товаром — цінними паперами⁵. Аналізуючи наведені визначення, не можна не помітити в їх основі економічний чин-

¹ Див.: Берднікова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. — М. : Инфра-М, 2000. — С. 9.

² Павлов В.І. Цінні папери в Україні : навч. посібник / В.І. Павлов. — К. : Кондор, 2004. — С. 6.

³ Романенко О.Р. Фінанси : навч.-метод. посібник / О.Р. Романенко. — К. : КНЕУ, 2003 — С. 231.

⁴ Буренін А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов : уч. пособие / А.Н. Буренін. — М. : ФФК, 1998. — С. 13.

⁵ Берзон Н.И., Буянова Е.А., Кожевников М.А., Чаленко А.В. Фондовый рынок : учебное пособие для высших учебных заведений экономического профиля / Н.И. Берзон, Е.А. Буянова, М.А. Кожевников, А.В. Чаленко. — М. : Вита-Пресс, 1998. — С. 8.

ник. Тобто, розглядуване поняття розглядається як економічна категорія і не може бути у повній мірі протиставлене поняттю «ринок цінних паперів» як правовому явищу.

З точки зору цивільно-правової доктрини, цікавими є підходи до вказаного питання, запропоновані цивілістами. Однією з перших спроб у сучасних умовах надати визначення ринку цінних паперів була спроба Є.О. Суханова. Так, він прирівняв економічну категорію ринку цінних паперів до поняття обороту цінних паперів, що, безумовно, є юридичною категорією, а обіг цінних паперів визначив як сукупність правочинів, що здійснюються учасниками майнового обороту з приводу цінних паперів¹. Наведене вважається сумнівним через те, що ринок цінних паперів належить до комплексного правового явища, що включає не лише відносини майнового характеру. Зокрема, І.В. Спасібо-Фатеева підкреслює, що як і при емісії цінних паперів, поряд з діями, що породжують виникнення цивільних прав та обов'язків, здійснюються дії, направлені на встановлення, зміну та припинення публічних прав і обов'язків, — прийняття емітентом на себе прав та обов'язків щодо розкриття інформації, становлення права емітента й кореспондуючого йому обов'язку державних органів на розгляд поданих на реєстрацію документів тощо².

Заперечуючи запропонований Є.О. Сухановим підхід, Л.В. Панова наголошує, що суб'єктами ринку цінних паперів є не всі учасники майнового обороту, адже в іншому випадку його не можна було б відмежувати за суб'єктною ознакою від інших ринків³. Л.В. Панова приходить до висновку, що ринок цінних паперів — це врегульована сфера обігу цінних паперів, наділена властивостями специфічного товару, що здійснюється за особливими правилами та в межах відповідної території між суб'єктами, що впливають (через продаж, посередництво, регулювання тощо) на їх розміщення, обіг та погашення⁴.

¹ Белов В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве / [Под ред. Е.А. Суханова]; Вступительная статья проф. Е.А. Суханова. — М.: Учебно-консультационный центр ЮрИнфоР, 1996. — С. 3.

² Спасибо-Фатеева И.В. Акционерные общества: корпоративные правоотношения / И.В. Спасибо-Фатеева. — Харьков: Право, 1998. — С. 85—109.

³ Панова Л.В. Проблемы правового регулирования рынка ценных бумаг: Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / Л.В. Панова. — Х.: Национальная юридическая академия Украины им. Ярослава Мудрого, 2002. — С. 20.

⁴ Там само. — С. 32.

О.В. Дидич вважає за потрібне сформулювати більш широке визначення ринку цінних паперів у правовому контексті. Так, на його думку ринок цінних паперів пропонується визначити як систему правовідносин, що складаються між його учасниками з приводу випуску й обігу цінних паперів, створення і функціонування елементів його інфраструктури¹. Отже, О.В. Дидич також відносить до поняття фондового ринку систему правовідносин щодо створення та функціонування елементів його функціонування. Однак, при цьому він не наводить вказані елементи, що сприяє розмитості меж досліджуваного поняття.

Натомість, Н.С. Кузнецова та І.Р. Назарчук охарактеризували ринок цінних паперів лише як сукупність відносин цивільно-правового характеру, що опосередковують рух капіталів у формі цінних паперів. Він доповнює у структурі фінансового ринку ринок банківських кредитів і тісно взаємодіє з ним².

Незважаючи на певну варіативність наявних у науковій літературі визначень і підходів можна з певністю стверджувати про необхідність розуміння поняття ринку цінних паперів у широкому та вузькому значенні.

В широкому значенні під ринком цінних паперів слід розуміти сукупність правовідносин, що опосередковують розміщення, обіг, погашення цінних паперів (у тому числі фондових, грошових і товаророзпорядчих цінних паперів) і похідних. У вузькому значенні ринок цінних паперів — це сукупність правовідносин, які опосередковують розміщення, обіг, погашення цінних паперів та похідних на фондовому ринку.

В контексті розуміння юридичної природи правових явищ варто звернути окрему увагу на те, що поняття «фондовий ринок» та поняття «ринки цінних паперів» не є тотожними за своїм змістом і як наслідок не можуть розглядатися як рівнозначні правові категорії. Характеризуючи сутність поняття «фондовий ринок», нагадаємо, що сам термін етимологічно базується на терміні «фонд», що в свою чергу, походить від лат. *fundus* — підстава та має досить широке застосування при визначенні різних за зміс-

¹ Дидич О.В. Адміністративно-правовий статус торговців цінними паперами: Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.07 / О.В. Дидич. — К.: Одеська нац. юрид. академія, 2004. — С. 17.

² Кузнецова Н.С., Назарчук І.Р. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування / Н.С. Кузнецова, І.Р. Назарчук. — К.: Юрінком Інтер, 1998. — С. 8.

том юридичних та економічних понять, враховуючи які, можна виділити одне загальноприйняте визначення фонду, яким найчастіше послуговуються у наукових розвідках і в юридичній практиці. Загальновідомо, що у цьому контексті під фондом розуміється некомерційна організація, яка не має членства, або сума грошових та інших матеріальних цінностей, що мають певне цільове призначення (основні та оборотні фонди, фонд заробітної плати, фонд розвитку виробництва, фонд накопичення, амортизаційний, пенсійний фонд тощо). Крім цього, поняттям «фонд» охоплюється сукупність цінних паперів, у зв'язку з чим ринок, на якому обертаються (продаються і купуються) цінні папери, називається фондовим¹. Даний термін відомий доволі давно, так як позначав грошовий капітал, що був наділений ознаками цільового призначення. Згодом ця назва поширилася на характеристику суспільних відносин у сфері обігу цінних паперів, що можна підтвердити застосуванням даного поняття в наведеному правовому контексті та в юридичній практиці.

Між тим, з точки зору зарубіжного досвіду поняття «фондовий ринок» (*stock market*) об'єднує ринки акцій (*equities market*), облігацій (*bonds market*) та похідні інструменти на фондові цінності (*stock derivatives*) — ф'ючерси на опціони, акції й індекси².

Виходячи з юридичної природи розглядуваних правових явищ, поняття «ринок цінних паперів» є значно ширшим за поняття «фондовий ринок». Вказане пояснюється тим, що з юридичної точки зору, ринок цінних паперів складається з двох частин. До першої частини входять правовідносини, що опосередковують розміщення, обіг, погашення цінних паперів на фондовому ринку, до другої частини входять правовідносини, які опосередковують розміщення, обіг, погашення грошових і товаророзпорядчих цінних паперів.

Звертаючись до аналізу відповідного чинного законодавства, слід констатувати нормативне ототожнення понять «фондовий ринок» і поняття «ринок цінних паперів» на рівні закону. Вказане впливає з положень Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». Так, відповідно до ч. 1 ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» фондовий ринок (ринок

¹ Мозговий О.М. Фондовий ринок : навч. посібник / О.М. Мозговий. — К.: КНЕУ, 1999 — С. 8.

² Галанов В.А., Басов А.И. Рынок ценных бумаг : учебник / В.А. Галанов, А.И. Басов. — М. : Финансы и статистика, 2002. — С. 192—193.

цінних паперів) — це сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів)¹. Наведене нормативне визначення одночасно ставить акценти як на суб'єктний склад, вказівкою на словосполучення «сукупність учасників», так і на їх правовідносини, що видається сумнівним. Адже мова має йти саме про сукупність правових відносин у розглядуваному сегменті. Втім, законодавцю притаманна непослідовність у нормативному підході для визначення окреслюваного правового явища. Так, відповідно до п. 1 Постанови Кабінету Міністрів України «Про Концепцію функціонування і розвитку фондового ринку в Україні» від 29 квітня 1994 р. № 277 ринок цінних паперів є багатофункціональною системою, яка сприяє акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу та соціальну сфери, структурній перебудові економіки, позитивній динаміці соціальної структури суспільства, підвищенню достатку громадян за рахунок володіння і вільного розпорядження цінними паперами, підготовленості населення до ринкових відносин². У даному нормативно-правовому акті законодавець уже визначає ринок цінних паперів через модель багатофункціональної системи, що прямо не відповідає положенням ч. 1 ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», проте підкреслює нетотожність понять «фондовий ринок» і «ринок цінних паперів».

У цьому ключі можна припустити також, що відсутність уніфікованого розуміння термінології базується як на особливостях правових систем різних держав, як то континентальної, англосаксонської, мусульманської, так і на багатогранності згадуваних правових явищ, адже вони мають міжгалузевий характер. Тобто, можливість вкладення різного смислового значення в окреслені поняття сприяє виникненню певної термінологічної неузгодженості та створює проблеми для розуміння юридичної природи згаданих понять і порівняльного аналізу ринку цінних паперів і фондового ринку у проекції законодавства окремих держав.

Враховуючи особливості національного законодавства та спрощення розуміння матеріалу, що наводиться в подальшому

¹ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

² Постанова Кабінету Міністрів України «Про Концепцію функціонування і розвитку фондового ринку в Україні» від 29 квітня 1994 р. № 277 // Урядовий кур'єр. — 1994. — № 88—89.

поняття «ринок цінних паперів» і «фондовий ринок» будуть використовуватися як тотожні.

Загалом, досліджуючи сутність та значення ринку цінних паперів можна помітити певну абстрактність даного поняття. Виявлення такої особливості є наслідком призначення даного поняття для позначення сукупності певних суспільних відносин і правових механізмів, які є базовими для здійснення обігу цінних паперів. Іншими словами, розглядуване поняття рефлекторно відбиває окремі ознаки відносин у контексті їх самостійного сприйняття відповідним суб'єктом. Ринок цінних паперів у цьому ключі є юридичною конструкцією, що опосередковує відносини між учасниками ринку цінних паперів, на базі норм права, локальних норм і договору, що дозволяє здійснювати швидкий обіг цінних паперів. Зазначене вказує на ефективність ринку цінних паперів у системі майнового обороту і розкриває його багатогранність.

Розвиток ринку цінних паперів не стоїть на місці, у зв'язку з чим останнім часом можна помітити високий рівень мобілізації новітніх правових моделей, направлених на регулювання та охорону інформатизації на ньому. Особливого значення у цьому контексті набуває правова регламентація ведення електронного варіанта ринку цінних паперів (фондового ринку), створення сертифікованих спеціалізованих комп'ютерних систем, у яких цінні папери існують у формі електронних записів комп'ютерної системи. Зміщення векторів правової регламентації ринку цінних паперів (фондового ринку) у бік бездокументарності цінних паперів створює передумови для фактичних змін у його функціонуванні, що веде за собою необхідність гнучких змін на всіх нормативних рівнях з метою уникнення всевиникаючих правових парадигм розуміння. Безумовно, обіг бездокументарних цінних паперів за допомогою технічних пристроїв не лише відповідає загальним світовим тенденціям правової інформатизації та науково-технічному прогресу людства, але й здешевлює та значно спрощує процес здійснення операцій з цінними паперами на ринку цінних паперів (фондовому ринку), створюючи умови для залучення більшої кількості інвесторів, учасників ринку цінних паперів (фондового ринку), та тим самим розширює кордони його функціонування. Між тим, слід враховувати юридичну природу окремих видів цінних паперів і не впроваджувати на нормативному рівні до них бездокументарної форми.

Утім, не можна не підкреслити, що сучасний ринок цінних паперів в Україні є доволі метастабільним та охоплений наявністю значної кількості латентних нормативних колізій, що звичайно охолоджує інтерес інвесторів і як наслідок уповільнює його подальший розвиток як правового явища. Серед низки проблем правового характеру дослідники ринку цінних паперів особливо вказують на недосконалість інфраструктури фондового ринку¹ та неорганізованість ринку, що призводить до проведення «фіктивного котирування» та викривлення цін на ринку². Крім цього, до проблем окресленого спектра можна віднести низький рівень правової поінформованості громадян щодо діяльності, пов'язаної з обігом цінних паперів, що не дає можливості підвищити рівень функціонування ринку цінних паперів (фондового ринку) і залучити до нього нових інвесторів, учасників.

§ 1.2. Становлення фондового ринку (ринку цінних паперів) України

Становлення та розвиток фондового ринку на території України стало об'єктивною необхідністю у світлі створення нової держави — України, що породило необхідність створення передумов для економічного зростання молодій державі. Однією з них стало формування ринку цінних паперів, адже саме це, як справедливо зазначають В. М. Діденко, В. Д. Попова та В.В. Прядко, знаменує високий ступінь економічного розвитку і надає економіці гнучкості та мобільності³, що є вкрай важливим для новоствореної держави. Звичайно, у зв'язку з такою безперечною «молодістю» України стверджувати цілісний і закінчений процес формування фондового ринку є перебільшенням, беручи до уваги той факт, що у державах-еталонах щодо правового регулювання та функціонування фондового ринку такий процес займав цілі століття, а то й більше. Наприклад, Лондонська фондова біржа (London Stock Exchange) була створена у 1773 р., хоча неофіційно

¹ Кологойда О. В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посібник / О.В. Кологойда. — К. : Юрінком інтер, 2008. — С. 33.

² Яценюк А. Фондовий ринок України: проблеми та перспективи розвитку / А. Яценюк // Вісн. Нац. банку України. — 2004. — № 11. — С. 4.

³ Діденко В.М. Загальна теорія фінансів: Навчальний посібник / В.М. Діденко, В.Д. Попова, В.В. Прядко. — Чернівці : Ратуша, 2000. — С. 358.

її історія почалася приблизно на 200 років раніше¹. У зв'язку з цим важливого значення набуває врахування іноземного досвіду та шляхів подолання проблем, які мали місце в ті чи інші моменти правового розвитку фондового ринку в іноземних державах. Адже необхідність становлення правового регулювання фондового ринку європейського зразка є аксіомою подальшого розвитку нашої держави. Але це має бути не «сліпе» копіювання світової практики правового регулювання фондового ринку, а навпаки, лише врахування прогресивних правових моделей і нормативних здобутків, створюючи тим самим власне правове поле для функціонування національного фондового ринку України.

Відлік часу створення фондового ринку в Україні розпочинається з прийняттям Закону України «Про цінні папери та фондову біржу». Тобто на сьогоднішній день можна констатувати, що в Україні фондовий ринок де-юре існує уже понад 20 років. За цей час створено системну нормативну базу, що регулює функціонування фондового ринку.

З огляду на динаміку розвитку фондового ринку стає очевидним, що слід брати за основу європейську правову модель функціонування фондового ринку, адже в іншому випадку буде мати місце неефективність розвитку економічних процесів держави. Так, М. Свердан підкреслив, що з плином часу стає все більш зрозумілим те, що ігнорувати фондовий ринок і стримувати його розвиток недоцільно, оскільки це перешкоджає фінансовому забезпеченню суб'єктів господарювання, негативно відбивається на фінансовій системі та економіці країни в цілому². Позитивним є те, що розуміння цього було з'ясовано на початковому етапі становлення України як держави, у зв'язку з чим був обраний вірний вектор напрямку правового розвитку фондового ринку.

Аналізуючи генезу правового регулювання фондового ринку на території України, варто виділити етапи його розвитку. Зазначене дасть можливість детально дослідити реформаційні процеси окресленого сегмента та виділити його провідні характеристики. Перед тим як навести відповідні етапи правового розвитку варто підкреслити, що таке розмежування є доволі умовним, адже про-

¹ Дегтярева О.И. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / О.И. Дегтярева, Н.М. Коршунов, Е.Ф. Жуков. — М. : Юнити-Дана, 2004. — С. 294.

² Свердан М. Розвиток фондового ринку України / М. Свердан / Цінні папери України — 2003. — № 13 (251) // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=251&pub=227

цес становлення фондового ринку на території України має перманентний, тобто постійний, безперервний та суцільний характер, у зв'язку з чим прив'язка до певних етапів розвитку є більш суб'єктивною необхідністю для зручності пізнання, ніж об'єктивною реальністю.

Таким чином, процес становлення правового регулювання фондового ринку України можна піддати поділу на такі періоди:

- 1) період 1991—1994 рр.;
- 2) період 1994—1996 рр.;
- 3) період 1997—2000 рр.;
- 4) період 2001 р. — до сьогодні.

Починаючи характеристику вищезазначених періодів, слід відзначити стабільний процес закономірного розвитку фондового ринку України від початку його виникнення до сьогодні.

Період 1991—1994 рр. Характеризуючи етапи становлення фондового ринку, доцільним виявляється встановлення відправної точки, від якої і здійснюватиметься відлік розвитку фондового ринку на території України. Саме такою відправною точкою для сучасної України слугувало прийняття Закону України «Про цінні папери і фондову біржу»¹, що регулював відносини, що виникають під час розміщення, обігу цінних паперів і провадження професійної діяльності на фондовому ринку з метою забезпечення відкритості та ефективності функціонування фондового ринку. Незважаючи на те, що даний закон втратив чинність з прийняттям Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»², його значення для створення фондового ринку в Україні є незаперечним.

Взагалі, після прийняття зазначеного основоположного закону спостерігається низка нововведень, що сприяло становленню фондового ринку. Одним з найвагоміших нововведень стало створення у кінці 1991 р. першої Української фондової біржі (УФБ), що стала єдиною офіційно зареєстрованою на той момент часу фондовою біржею, чия діяльність у подальшому сприяла появі торговців цінними паперами та розширенню кола учасників фондового ринку України. Перші торги на новоствореній Україн-

¹ Закон України «Про цінні папери і фондову біржу» від 18 червня 1991 р. № 1201-ХІІ (втратив чинність) // Відомості Верховної Ради України. — 1991. — № 38. — Ст. 508.

² Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

ській фондовій біржі відбулися вже 6 лютого 1992 р., буквально через місяць після вступу в силу Закону України «Про цінні папери та фондову біржу». У зв'язку з такими подіями у цей період спостерігалось стрімке розширення кола функціонування зазначеної біржі: починаючи з 1992 р. вже було відкрито 22 філії, в 1994 р. — 27 філій, а також працювало 2 регіональних центри¹.

У процесі розширення кола учасників фондового ринку у період 1991—1992 рр. активну участь на ринку цінних паперів України брали фінансові посередники, які на той час були представлені довірчими товариствами, інвестиційними фондами й компаніями, а також комерційними банками. Так, станом на початок 1995 р. в Україні функціонувало 228 комерційних банків, 500 довірчих товариств і 500 інвестиційних компаній і фондів². Вважається, що перші цінні папери на українському фондовому ринку були іменними, а операції, які проводилися з цими цінними паперами, могли визначатися виключно емітентом.

Характерною рисою того періоду став початок міжнародного співробітництва у питаннях формування належного правового поля для українського фондового ринку. У Парижі 16 червня 1992 р. було підписано Фінансовий протокол між урядами України та Французької Республіки про надання допомоги сумою 5 млн фр. для фінансування витрат по здійсненню французькою стороною проекту оснащення Української фондової біржі³. Крім цього, у подальшому спостерігалось плідне співробітництво Української фондової біржі та Товариства французьких бірж, Національного депозитарію Франції щодо реалізації технічного забезпечення біржової торгівлі на Українській фондовій біржі.

Досліджуючи період 1991—1994 років стає помітним те, що на початковому етапі становлення фондового ринку України обсяги операцій були нечисленними: при дослідженні статистичних даних можна помітити тенденцію до зростання обсягів продажу

¹ Степанова А.Е. Анализ состояния фондового рынка Украины и тенденции его развития / А.Е. Степанова // Вісн. Донец. нац. ун-ту. — Сер. В: Економіка і право. — Вип. 1. — 2009. — С. 305—310.

² Оскольський В.В. Фондовий ринок України / В.В. Оскольський. — К.: УФБ «Скарбниця», 2002 — С. 235.

³ Фінансовий протокол між урядом України та Урядом Французької Республіки про надання допомоги сумою 5 млн фр. для фінансування витрат по здійсненню французькою стороною проекту оснащення Української фондової біржі від 16.06.1992 р. // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=250_036

акцій у 1992—1994 рр.: в 1992 р. обсяг продажів акцій склав усього 33,6 млн крб, у 1993 р. — 3,4 млрд крб і в 1994 р. — 43 млрд крб. Таке неабияке зростання має своє логічне пояснення, адже протягом 1993—1994 рр. можна було спостерігати стрімке зростання цін — майже в 500 раз¹. З огляду на статистичні дані та чинники розвитку, у будь-якому випадку можна стверджувати позитивну динаміку розвитку фондового ринку України.

Крім розвитку ринку цінних паперів, в Україні після створення Української фондової біржі (УФБ) спостерігається стабільний процес інформування учасників ринку цінних паперів про діяльність на фондовому ринку. Вже з початку своєї практичної діяльності (з 1992 р.) Українська фондова біржа видавала біржову газету, в якій публікувалися біржові бюлетні як офіційні повідомлення УФБ і висвітлювалася діяльність біржі, подавалися нормативні, методичні, аналітично-правові й інформаційні матеріали. З часом назва самого видання трансформувалася: з лютого по жовтень 1992 р. видавалася біржова газета «Гермес», з жовтня 1992 р. по червень 1994 р. — газета «Факт», з липня 1994 р. — інформаційний випуск УФБ «Гермес» у фінансово-економічному тижневику «Україна Business»². Таке стабільне сприяння інформатизації загалом з приводу діяльності біржі та її похідних мало неабияке значення для розширення кола учасників ринку цінних паперів, створило передумови для залучення нових інвесторів на фондовому ринку.

Таким чином, у період з 1991 по 1994 р. відбулося зародження фондового ринку України на теренах України, були закладені перші наріжні камені нормативно-правової побудови ринку цінних паперів України. Безперечно, основоположного значення на цьому етапі набувало прийняття Закону України «Про цінні папери і фондову біржу», який сприяв подальшій правовій розбудові ринку цінних паперів у державі.

Період 1994—1996 рр. Наступним етапом розвитку правового регулювання фондового ринку України став не менш продуктивний період 1994—1996 рр., який пройшов у фоновому режимі масової приватизації. У зв'язку з прийняттям Кабінетом Міністрів

¹ Мінков В.І. Деякі особливості розвитку фондового ринку України / В.І. Мінков // Фінанси України. — 2005. — № 12. — С. 104—115.

² Оскольський В. В. Ринок цінних паперів України: проблеми функціонування і розвитку. — К. : КІСУ, 1996. // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://buklib.net/component/option,com_jbook/task,view/Itemid,99999999/catid,256/id,11251/

України Декрету «Про довірчі товариства»¹, який визначив поняття довірчого товариства, особливості його створення та діяльності, та затвердженням Президентом України Положення «Про інвестиційні фонди й інвестиційні компанії»² (визначило поняття інвестиційних фондів та інвестиційних компаній, порядок створення та умови їх діяльності, здійснення державного контролю, а також заходи щодо захисту інтересів їх учасників) на ринку цінних паперів спостерігалось активне зростання кількості інвестиційних фондів і довірчих товариств. Вказане підтверджується тим, що до кінця 1995 р. в Україні вже було зареєстровано 680 інвестиційних компаній і фондів, з яких 252 одержали дозвіл Фонду державного майна України (ФДМУ) на комерційну діяльність. Крім цього, в цей період були зареєстрованими 900 довірчих товариств (366 з яких мали дозвіл ФДМУ на представницьку діяльність з приватизаційними паперами) та 203 комерційних банки³.

У розглядуваний період, крім зазначеного збільшення кількості інвестиційних компаній і довірчих товариств починають функціонувати Київська міжнародна і Донецька фондові біржі. Хоча, слід відмітити, що таке розширення меж фондового ринку не зменшило значення вже існуючої Української фондової біржі, адже більшість біржових операцій і далі проводилися на ній. Це пов'язано з тим, що новостворені біржі не були належно організаційно оформленими та не мали змоги самостійно проводити більшість біржових операцій.

Взагалі, 1994 р. став визначальним для розвитку фондового ринку в Україні. В цей час було здійснено значні кроки вперед, що сприяло переформатуванню ринку цінних паперів на подальших етапах. У цей час стало помітним намагання виконавчої влади цілеспрямовано розширити структуру фондового ринку, наповнити його нормативно вдосконаленими інструментами. Дане твердження підтверджується активною законотворчою діяльністю, що розгорнулася в цей час і сприяла прийняттю в 1996 р. Закону України «Про державне регулювання ринку цінних папе-

¹ Декрет Кабінету Міністрів України «Про довірчі товариства» від 17 березня 1993 р. № 23-93 // Відомості Верховної Ради України. — 1993. — № 19. — Ст. 207.

² Указ Президента України «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії» від 19 лютого 1994 р. № 55/94 // Урядовий кур'єр. — 1994. — № 31-32.

³ Розвиток фондового ринку в Україні // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://priority-finance.com.ua/ukr/investor_info/biblio_investor/2008/05/29/rozvitok_fondovogo_r_658.html

рів»¹ та розробці Концепції функціонування і розвитку фондового ринку України. Крім того, в цей час було прийняте рішення про випуск державних цінних паперів, емісія яких мала стати провідним важелем усунення дефіциту державного бюджету. Виходячи з тогочасного нормативного масиву можна дійти висновку, що саме у ці роки було закладено основи організаційного та законодавчого регулювання діяльності фондового ринку України.

Що ж до організаційних змін на фондовому ринку, то на даному етапі особливо важливого значення набуло виникнення асоціацій, які стали об'єднувати учасників фондового ринку, а саме: формування Першої фондової торгівельної системи (ПФТС), Української асоціації інвестиційного бізнесу, Професійної асоціації реєстраторів та депозитаріїв, Міжрегіонального фондового союзу з метою депозитарно-клірингового обслуговування операторів фондового ринку. До речі, слід відзначити окремо новостворену Першу фондову торгівельну систему, адже вона охопила всі найбільші регіони України, підтримуючи роботу національної електронної системи торгівлі цінними паперами в режимі «online», роблячи доступ для учасників простим і загальнодоступним.

Також на даному етапі можна віднайти продовження міжнародного співробітництва: у квітні 1994 р. та протягом 1995 р. на базі Української фондової біржі була проведена серія українсько-німецьких семінарів з питань розвитку цінних паперів, де з лекціями та доповідями виступили фахівці Об'єднання німецьких бірж і Франкфуртської фондової біржі².

Істотного значення для ефективного функціонування українського фондового ринку набуло створення в 1995 р. Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку (згодом відповідно до Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо національних комісій, що здійснюють державне регулювання природних монополій, у сфері зв'язку та інформатизації, ринків цінних паперів і фінансових послуг» від 7 липня 2011 р. її було перейменовано на Національну комісію з цінних

¹ Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.

² *Оскольський В.В.* Ринок цінних паперів України: проблеми функціонування і розвитку. — К.: КІСУ, 1996 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://buklib.net/component/option,com_jbook/task,view/Itemid,99999999/catid,256/id,11251/

паперів та фондового ринку), що, відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів», має формувати та забезпечувати єдину державну політику стосовно правового регулювання фондового ринку і сприяти адаптації національного ринку цінних паперів до міжнародних стандартів.

Наступним кроком у даній сфері стало прийняття Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р., яким визначаються правові засади забезпечення державного регулювання фондового ринку та державного контролю за випуском і обігом цінних паперів. Завдяки державному регулюванню, яке було встановлено Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», виникла можливість впорядкувати діяльність учасників фондового ринку, що мало визначальне значення для ефективного функціонування фондового ринку.

На основі вищезазначеного можна підсумувати, що період 1994—1996 рр. знаменував початок більш інтенсивного процесу розвитку правового регулювання фондового ринку. Також спостерігалось стрімке зростання емісій державних цінних паперів. Цей рух був настільки динамічним, що з 1995 р. розпочався активний процес випуску державних цінних паперів з метою покриття дефіциту державного бюджету України. Найбільш важливого значення для сучасного фондового ринку України мало створення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (нині — Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку), що стало найістотнішим надбанням даного етапу, адже саме ця комісія є спеціальним державним органом, який здійснює безпосереднє регулювання фондового ринку України і своєю діяльністю забезпечує ефективність його функціонування в Україні.

Період 1997—2000 рр. Надзвичайно важливим етапом становлення фондового ринку України можна вважати період 1997—1998 рр. Даний етап пов'язаний з динамічним надходженням іноземних інвестицій, які забезпечили розвиток вторинного ринку цінних паперів, що в свою чергу призвело до значних темпів зростання вартості пайових цінних паперів, зокрема акцій українських емітентів.

Вперше на українському фондовому ринку мало місце розширення емісій облігацій підприємств. Однак, незважаючи на таке значне зростання емісій облігацій підприємств, вони все ж таки

складали досить незначну частку в загальній масі цінних паперів на фондовому ринку.

На жаль, фінансова криза 1997 р. призвела до різкого зменшення іноземних інвестицій в українські цінні папери, що в свою чергу, спричинило стрімке падіння курсу цінних паперів, які обертаються на фондовій біржі. Однак, незважаючи на такі негативні прояви, 1998 р. відзначився збільшенням обсягів випуску цінних паперів, а інфраструктура ринку цінних паперів продовжувала поступовий розвиток.

У даному періоді можна помітити закономірне продовження міжнародного співробітництва у сфері правового регулювання фондового ринку. Своєрідним підтвердженням іміджу Української фондової біржі на міжнародному рівні стало її одностороннє прийняття на 3-й щорічній Генеральній Асамблеї Федерації Євро-Азіатських фондових бірж у жовтні 1997 р. до складу дійсних членів Федерації та обрання Голови Правління УФБ до складу Виконавчого комітету Федерації¹. Таке визнання з боку міжнародної спільноти надало можливість підвищити рівень довіри до національного правового регулювання фондового ринку, поліпшити розвиток саморегулювання фондового ринку та впровадити в Україні набутий досвід через призму низки нормативних актів.

Загалом, період 1997—2000 рр. став сприятливим етапом для успішного становлення фондового ринку України. Та незважаючи на фінансову кризу, що призвела до гальмування розвитку фондового ринку, можна стверджувати досягнення ринком цінних паперів певного правового рівня, що призвів до залучення іноземних інвестицій у державу, тобто створення умов для успішного інвестування.

Період 2001 — до сьогодні. Відлік наступного етапу становлення фондового ринку України можна ознаменувати прийняттям Указу Президента України «Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України»² від 26 березня 2001 р., яким було схвалено «Основні напрямки розвитку фондового ринку України на 2001—2005 рр.», та прийняттям Закону України «Про

¹ Оскольський В.В. Ринок цінних паперів України: проблеми функціонування і розвитку. — К. : КІСУ, 1996 // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://buklib.net/component/option,com_jbook/task,view/Itemid,99999999/catid,256/id,11251/

² Указ Президента України «Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України» від 26 березня 2001 р. № 198/2001 // Офіційний вісник України. — 2001. — № 13. — Ст. 529.

інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»¹ від 15 березня 2001 р., який визначив правові й організаційні основи створення, діяльності та юридичної відповідальності суб'єктів спільного інвестування, особливості управління їх активами, встановив вимоги до складу, структури та зберігання активів, особливості розміщення й обігу цінних паперів інститутів спільного інвестування, окремий порядок та обсяг розкриття інформації інститутами спільного інвестування з метою залучення та ефективного розміщення фінансових ресурсів інвесторів.

Варто відмітити, що подальший розвиток фондового ринку України з 2001 р. стимулювався відносно стабільним розвитком економіки держави, промислового виробництва, зростанням обсягів ВВП і сприятливими зовнішніми факторами, а саме: збільшенням зростанням попиту світових ринків на продукцію основних українських експортерів, підвищенням цін на продукцію металургії, а також усіх фондових індексів. У зв'язку з цим протягом 2003—2005 рр. помітним є зростання обсягу ринку акцій в Україні з одного з найменших у Центральноєвропейському регіоні (10 % ВВП) — до близько 35 % ВВП².

Подальша трансформація правового поля фондового ринку на території України пов'язана з прийняттям 23 лютого 2006 р. основоположного Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», що прийшов на зміну Закону України «Про цінні папери та фондову біржу» і регулює відносини, що виникають під час розміщення, обігу цінних паперів і провадження професійної діяльності на фондовому ринку з метою забезпечення відкритості та ефективності функціонування фондового ринку.

Підсумовуючи процес становлення фондового ринку на території України можна відмітити, що за досить короткий період часу в Україні було створено базове спеціальне законодавство, покликане регулювати ринок цінних паперів. Досягти цього вдалося, в першу чергу, за рахунок створення Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку (в минулому — Державна комісія

¹ Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 р. № 2299-III // Відомості Верховної Ради України. — 2001. — № 21. — Ст. 103.

² Поворозник В.М. Фондовий ринок України на сучасному етапі: проблеми та шляхи їх вирішення / В. М. Поворозник // Стратегічні пріоритети. — 2007. — № 1 (2). — С. 128.

з цінних паперів і фондового ринку), що здійснює безпосереднє регулювання та організацію діяльності на фондовому ринку в межах своїх повноважень. Разом з цим слід підтримати точку зору висловлену у літературі про те, що не слід забувати, що держава може лише коригувати напрями розвитку фондового ринку, а його стан та перспективи залежать виключно від діяльності суб'єктів господарювання¹. Тобто держава через свої органи повинна створити ефективне правове поле, в межах якого функціонуватиме незалежний від адміністративного ресурсу фондовий ринок і здійснюватиметься контроль у тих сегментах фондового ринку, де потрібно здійснювати охорону суспільного інтересу.

Подальший прогресивний розвиток правового регулювання фондового ринку має слугувати незаперечним орієнтиром для держави, її економічного зростання. Саме вдосконалення правового поля у сфері випуску та обігу цінних паперів займає провідне місце серед завдань держави. Наразі у державах з потужним правовим масивом сегмент правового регулювання ринку цінних паперів належить до пріоритетних напрямів розвитку законодавства. Зокрема, ряд науковців підкреслили, що у розвинутих країнах ринки цінних паперів належать до числа найбільш динамічно зростаючих елементів фінансової системи, оскільки формування ринків цінних паперів знаменує високий рівень економічного розвитку, ринки цінних паперів надають економіці гнучкості та мобільності, що забезпечує можливість швидкого «переливу» ресурсів з однієї галузі в іншу і здійснення структурної перебудови².

Не можна не погодитися з тезою про те, що процес інституційного становлення та набуття необхідних якісних параметрів фондового ринку в Україні ще далеко не завершений і на сьогоднішній день експерти аналізують проблеми розвитку вітчизняного фондового ринку, виявляють бар'єри, що перешкоджають цьому розвитку, шукають можливості, як переорієнтувати фондовий ринок на вирішення нових завдань у процесі правового розвитку, розробляють заходи щодо економічної політики, спрямовані на усунення перешкод формування високоефективного

¹ Свердан М. Розвиток фондового ринку України / М. Свердан. — Цінні папери України. — 2003. — № 13 (251) // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=251&pub=227

² Діденко В. М. Загальна теорія фінансів : навч. посібник / В.М. Діденко, В.Д. Попова, В.В. Прядко. — Чернівці : Ратуша, 2000. — С. 358.

фондового ринку¹. Врахування вищезазначених результатів досліджень, виокремлених тенденцій розвитку правового регулювання фондового ринку у законотворчому процесі та розробки концепцій правового розвитку ринку цінних паперів сприятиме становленню в Україні фондового ринку новітнього зразка, що, беззаперечно, спричинить вдосконалення правового механізму державного регулювання і саморегулювання ринку цінних паперів, залучення нових інвесторів, тим самим сприяючи підсиленню економіко-правового стану держави та лібералізації фондового ринку через призму диспозитивних засад.

Таблиця 1.1

**ОРІЄНТОВНА ХРОНОЛОГІЯ СТАНОВЛЕННЯ ТА РОЗВИТКУ
ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ**

Дата	Основні чинники, що вплинули на розвиток правового регулювання фондового ринку в Україні
18.06.1991 р.	Закон України «Про цінні папери і фондову біржу» (не чинний)
1991 р.	Проголошення незалежності України
Кінець 1991р.	1. Заснування першої Української фондової біржі відповідно до Закону України «Про цінні папери і фондову біржу» (zareєстрована Постановою Кабінету Міністрів України від 29 жовтня 1991 року «Про реєстрацію акціонерного товариства «Українська фондова біржа»); 2. Поява перших акцій та торговців цінними паперами
1994 р.	Початок масової приватизації
12.06.1995 р.	Указ Президента України «Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку»
22.09.1995 р.	Постанова Верховної Ради України «Про концепцію функціонування і розвитку фондового ринку України», що визначила основну мету та принципи функціонування і розвитку фондового ринку України
9.07.1996 р.	Закон України «Про внесення змін і доповнень до Закону України «Про цінні папери та фондову біржу»
30.10.1996 р.	Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів України»

¹ Гапонюк О.І. Розвиток фондового ринку України як чинник підвищення конкурентоспроможності держави / О.І. Гапонюк. — Вісн. Хмельниц. нац. ун-ту. — 2010. — № 3. — С. 32.

Закінчення табл. 1.1

Дата	Основні чинники, що вплинули на розвиток правового регулювання фондового ринку в Україні
1997 — 1998 рр.	Валютна криза в Україні
1998 р.	Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні»
15.03.2001 р.	Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»
26.03.2001 р.	Указ Президента України «Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України», яким було схвалено «Основні напрямки розвитку фондового ринку України на 2001—2005 рр.»
23.02.2006 р.	Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» (чинний)

§ 1.3. Загальна характеристика законодавства України про цінні папери та фондовий ринок

Процес функціонування будь-якого різновиду фінансового ринку в сучасних умовах не можна уявити без нормативної регламентації та впливу держави на процеси його подальшого розвитку. Досліджуючи законодавство України про цінні папери та фондовий ринок, стає зрозумілим, що зазначена сфера регулювання є досить багатогранною і різнобічною, що не тільки ускладнює завдання законодавця, який мусить «іти в ногу» з часом з метою регулювання відносин, що виникають на фондовому ринку, але й створює передумови для постійних наукових пошуків із зазначеної тематики. Законодавство про цінні папери та фондовий ринок є результатом об'єктивного розвитку суспільних відносин у сфері обігу цінних паперів, безпосередньо спрямоване на їх регулювання та охорону. Воно являє собою чітко побудовану систему у вигляді ієрархічної структури нормативно-правових актів, які, у відповідності до Конституції України, регулюють суспільні відносини, які виникають у процесі функціонування фондового ринку, діяльності учасників ринку цінних паперів, а також визначає правовий статус суб'єктів ринку цінних паперів тощо.

Дослідивши історичний процес формування і трансформації законодавства про цінні папери та фондовий ринок відмітним є те, що сам процес формування законодавства про цінні папери та фондовий ринок започаткований саме з моменту проголошення незалежності України. З цього часу спостерігалось поступове формування нормативного базису у сфері випуску та обігу цінних паперів. Так, деякі закони змінювали інші (наприклад, Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» є оновленою редакцією Закону України «Про цінні папери та фондову біржу»), а деякі були суттєво вдосконалені. У результаті цього на сьогоднішній день можна стверджувати про наявність понад 100 нормативно-правових актів, які стосуються різних аспектів регулювання правовідносин на ринку цінних паперів України. Це — кодифіковані акти, такі як Цивільний кодекс України¹, Господарський кодекс України², Кримінальний кодекс України³, Кодекс України про адміністративні правопорушення⁴, закони України (таблиця 1.2), укази Президента України, постанови Кабінету Міністрів України, рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, нормативні документи міністерств і відомств, які відповідно до своїх повноважень можуть здійснювати регулювання і контроль на фондовому ринку.

Основним законом, який регулює відносини, що виникають на фондовому ринку, є Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», який зміни в Закон України «Про цінні папери та фондову біржу». Проводячи паралелі між цими двома законами не можна не помітити нормативні зміни, що відбулися у цій сфері з 1991 року. Незважаючи на це, порівняно з попередньою редакцією зазначеного Закону принципово нових норм у ньому дійсно небагато. У зв'язку з цим прогалини, правовий вакуум, які існували до прийняття Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», залишилися, а наближення до сучасного європейського законодавства з регулювання фінансових ринків і фондового ринку, зокрема, є доволі ускладненим.

¹ Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 44. — Ст. 356.

² Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Офіційний вісник України. — 2003. — № 11. — Ст. 462.

³ Кримінальний кодекс України від 05 квітня 2001 № 2341-III // Відомості Верховної Ради України. — 2001. — № 25-26. — Ст. 131.

⁴ Кодекс України про адміністративні правопорушення від 07 грудня 1984 № 8073-X // Відомості Верховної Ради УРСР. — 1984. — додаток до № 51. — Ст. 1122.

У даному контексті не можна не згадати Указ Президента України «Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України»¹; Указ Президента України «Про Національний план дій на 2011 рік щодо впровадження Програми економічних реформ на 2010 — 2014 роки „Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава”»²; Розпорядження Кабінету Міністрів України від 1 квітня 2004 р. № 208-р «Про схвалення Концепції створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей національної економіки, суб'єктів господарювання»³ й низку основних рішень Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (згодом даний орган був перейменований на Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку). Зокрема, до основних слід віднести Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 13 квітня 2000 р. № 40 «Про затвердження Норм та правил обліку цінних паперів у Національній депозитарній системі»⁴; Рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку від 12 вересня 2002 р. № 246 «Про встановлення Максимального розміру тарифів на послугу реєстраторів»⁵; Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 19 грудня 2006 р. № 1528 «Про затвердження Положення щодо підготовки аудиторських висновків, які подаються до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку при розкритті інформації емітентами та професійними учасниками фондового ринку»⁶; Рішення Державної комісії з цінних паперів

¹Указ Президента України «Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України» // Офіційний вісник України. — 2001. — № 13. — Ст. 529.

²Указ Президента України «Про Національний план дій на 2011 рік щодо впровадження Програми економічних реформ на 2010 — 2014 роки „Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава” // Офіційний вісник Президента України. — 2011. — № 14. — Ст. 676.

³Розпорядження Кабінету Міністрів України від 1 квітня 2004 р. № 208-р «Про схвалення Концепції створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей національної економіки, суб'єктів господарювання» // Офіційний вісник України. — 2004. — № 14. — Ст. 976.

⁴Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Норм та правил обліку цінних паперів у Національній депозитарній системі» від 13 квітня 2000 року № 40 // Офіційний вісник України. — 2000. — № 38. — Ст. 1644.

⁵Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про встановлення Максимального розміру тарифів на послугу реєстраторів» від 12 вересня 2002 року № 246 // Офіційний вісник України. — 2002. — № 41. — Ст. 1914.

⁶Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення щодо підготовки аудиторських висновків, які подаються до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку при розкритті інформації емітентами та професійними учасниками фондового ринку» від 19 грудня 2006 року № 1528 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 6. — Ст. 236.

та фондового ринку від 21 листопада 2006 року № 1344 «Про визначення інформації, яка належить до інсайдерської»¹; Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 18 листопада 2008 р. № 1336 «Про затвердження форми Типового договору про андерайтинг»²; Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 18 листопада 2008 р. № 1372 «Про затвердження форми свідоцтва про реєстрацію випуску опціонів»³; Рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку від 20 жовтня 2010 р. № 1589 «Про затвердження Типового договору про відкриття рахунку в цінних паперах на ім'я держави»⁴; Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 27 липня 2010 р. № 1156 «Про затвердження Порядку зупинення та поновлення проведення фінансових операцій на ринку цінних паперів суб'єктами первинного фінансового моніторингу»⁵.

Проаналізувавши законодавство України про цінні папери та фондовий ринок можна помітити певну розбалансованість і розпорошеність нормативно-правової бази у регулюванні даної сфери суспільних відносин. Більше того, навіть поверхневого погляду достатньо для того, щоб дійти висновку про те, що така нормативна розбалансованість і розпорошеність спричинені наявністю різноманітних підходів у правовому регулюванні одних і тих самих суспільних відносин. Вказане неминуче спричиняє наявність нормативних невідповідностей, прогалин у законодавстві про цінні папери. Ще однією проблемою залишається те, що в умовах сьогодення має місце невідповідність чинного законодавства сучасному стану суспільних відносин у сфері випуску, обігу та погашення цінних паперів. У зв'язку з цим необхідним вияв-

¹Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про визначення інформації, яка належить до інсайдерської» від 21 листопада 2006 року № 1344 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 6. — Ст. 234.

²Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження форми Типового договору про андерайтинг» від 18 листопада 2008 року № 1336 // Офіційний вісник України. — 2008. — № 99. — Ст. 3277.

³Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження форми свідоцтва про реєстрацію випуску опціонів» від 18 листопада 2008 року № 1372 // Відомості Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. — 2008. — № 231.

⁴Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Типового договору про відкриття рахунку в цінних паперах на ім'я держави» від 20 жовтня 2010 року № 1589 // Офіційний вісник України. — 2010. — № 88. — Ст. 3126.

⁵Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Порядку зупинення та поновлення проведення фінансових операцій на ринку цінних паперів суб'єктами первинного фінансового моніторингу» від 27 липня 2010 року № 1156 // Офіційний вісник України. — 2010. — № 77. — Ст. 2736.

ляється створення умов для уникнення «законотворчості навздогін», що є можливим лише за умови наявності чіткої концепції та плану подальшого правового розвитку ринку цінних паперів, створеного з урахуванням новітніх тенденцій розвитку ринку цінних паперів і міжнародних стандартів.

Таблиця 1.2

**ОСНОВНІ СПЕЦІАЛЬНІ ЗАКони УКРАЇНИ,
ЩО ЗАБЕЗПЕЧУЮТЬ ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ**

Назва	Дата прийняття	Основна характеристика
Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»	30.10.1996 р.	Визначає правові засади здійснення державного регулювання ринку цінних паперів та державного контролю за випуском і обігом цінних паперів та їх похідних в Україні ¹
Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів»	10.12.1997 р.	Визначає правові основи обігу цінних паперів у Національній депозитарній системі та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні ²
Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»	15.03.2001 р.	Визначає правові та організаційні основи створення, діяльності та відповідальності суб'єктів спільного інвестування, особливості управління їх активами, встановлює вимоги до складу, структури та зберігання активів, особливості розміщення та обігу цінних паперів інститутів спільного інвестування, порядок та обсяг розкриття інформації інститутами спільного інвестування з метою залучення та ефективного розміщення фінансових ресурсів інвесторів ³

¹Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.

²Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 р. № 710/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1998. — № 15. — Ст. 67.

³Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 р. № 2299-ІІІ // Відомості Верховної Ради України. — 2001. — № 21. — Ст. 103.

Закінчення табл. 1.2

Назва	Дата прийняття	Основна характеристика
Закон України «Про іпотечні облигації»	22.12.2005 р.	Визначає правові засади емісії й обігу іпотечних облигацій, вимоги до їх іпотечного покриття, а також особливості державного регулювання і нагляду у цій сфері ¹
Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»	23.02.2006 р.	Регулює відносини, що виникають під час розміщення, обігу цінних паперів і провадження професійної діяльності на фондовому ринку з метою забезпечення відкритості та ефективності функціонування фондового ринку ²
Закон України «Про акціонерні товариства»	17.09.2008 р.	Визначає порядок створення, діяльності, припинення, виділення акціонерних товариств, їх правовий статус, права й обов'язки акціонерів ³

**Терміни та поняття**

Дериватив — це стандартизований документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати чи продати у майбутньому цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах.

Міжнародний ідентифікаційний номер цінних паперів — це код, який дозволяє ідентифікувати цінні папери або інший фінансовий інструмент та присвоєння якого передбачено законом.

Обіг цінних паперів — вчинення правочинів, пов'язаних з переходом прав власності на цінні папери і прав, що впливають з цінних паперів, за винятком договорів, що укладаються під час розміщення цінних паперів.

Ринок цінних паперів (у широкому значенні) — це сукупність правовідносин, що опосередковують розміщення, обіг, погашен-

¹Закон України «Про іпотечні облигації» від 22 грудня 2005 р. № 3273-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 16. — Ст. 134.

²Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

³Закон України «Про акціонерні товариства» від 17 вересня 2008 р. № 514-VI // Відомості Верховної Ради України. — 2008. — № 50-51. — Ст. 384.

ня цінних паперів (у тому числі грошових і товарних цінних паперів) і похідних.

Ринок цінних паперів (у вузькому значенні) — це сукупність правовідносин, що опосередковують розміщення, обіг, погашення цінних паперів і похідних на фондовому ринку.

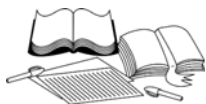
Фінансові інструменти — це цінні папери, ф'ючерси (строкові контракти), інструменти грошового обігу, форварди (відсоткові строкові контракти), відсоткові, курсові, індексні свопи (строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) у разі залежності ціни від відсоткової ставки, валютного курсу чи фондового індексу); опціони, що дають право купівлі—продажу будь-якого з наведених фінансових інструментів, у тому числі тих, що передбачають грошову форму оплати (курсів та відсоткових опціонів).

Фонд — некомерційна організація, що не має членства.



Запитання і завдання для самоконтролю

1. Дайте визначення фондового ринку у широкому розумінні.
2. Дайте визначення фондового ринку у вузькому розумінні.
3. Порівняйте визначення фондового ринку у доктрині та за законодавством.
4. Наведіть ознаки фондового ринку.
5. Наведіть основні етапи розвитку фондового ринку.
6. Охарактеризуйте період 1994—1996 рр. в контексті розвитку фондового ринку.
7. Розкрийте систему законодавства про цінні папери та фондовий ринок.
8. Які основні закони, що регулюють відносини на ринку цінних паперів, Ви знаєте?
9. Які рішення Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку Ви можете навести?
10. Складіть таблицю етапів розвитку фондового ринку.



Нормативно-правові акти та літературні джерела

1. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31 (04.08.2006). — Ст. 268.

2. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 51 (17.12.96). — Ст. 292.

3. Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 р. № 710/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1998. — № 15. — Ст. 67.

4. Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 р. № 2299-III // Відомості Верховної Ради України. — 2001. — № 21. — Ст. 103.

5. Закон України «Про обіг векселів в Україні» від 5 березня 2001 р. № 2374-III // Відомості Верховної Ради України. — 2001. — № 24. — Ст. 128.

6. Указ Президента України «Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України» від 26 березня 2001 р. № 198/2001 // Офіційний вісник України. — 2001. — № 13 (13.04.2001). — Ст. 529.

7. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Норм та правил обліку цінних паперів у Національній депозитарній системі» від 13 квітня 2000 р. № 40 // Офіційний вісник України. — 2000. — № 38 (06.10.2000). — Ст. 1644.

8. Проект Закону України «Про внесення змін до Закону України „Про цінні папери та фондовий ринок”» (щодо емісії облигацій міжнародними фінансовими організаціями) // Система інформаційно-правового забезпечення «Ліга-Еліт».

9. Белов В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве / [Под ред. проф. Е.А. Суханова]; Вступительная статья проф. Е.А. Суханова. — М.: Учебно-консультационный центр ЮрИнфоР, 1996. — 448 с.

10. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: уч. пособие / А.Н. Буренин. — М.: 1ФФК, 1998 — 352 с.

11. Гапонюк О.І. Розвиток фондового ринку України як чинник підвищення конкурентоспроможності держави / О.І. Гапонюк // Вісник Хмельницького національного університету — 2010. — № 3 — С. 29-32.

12. Галанов В.А. Рынок ценных бумаг : учебник / В.А. Галанов, А.И. Басов. — М.: Финансы и статистика, 2006. — 448 с.

13. Діденко В.М. Фондовий ринок: навч. посібник / В.М. Діденко, В.П. Свердан. — Ч.: Наші книги, 2010. — 624 с.

14. Діденко В.М. Загальна теорія фінансів: Навчальний посібник. / В.М. Діденко, В.Д. Попова, В.В. Прядко. — Чернівці: Ратуша, 2000. — 638 с.

15. Дегтярева О.И. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / О.И. Дегтярева, Н.М. Коршунов, Е.Ф. Жуков. — М.: Юнити-Дана, 2004. — 501 с.

16. Кологойда О. В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О.В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — 320 с.

17. Кузнецова Н.С. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування / Н.С. Кузнецова, І.Р. Назарчук. — К.: Юрінком Інтер, 1998. — 518 с.
18. Мозговий О.М. Фондовий ринок: Навч. посібник / О.М. Мозговий. — К.: КНЕУ, 1999. — 316 с.
19. Оскольський В.В. Ринок цінних паперів України: проблеми функціонування і розвитку / В.В. Оскольський. — К.: КіСУ, 1996. — 147 с.
20. Оскольський В.В. Фондовий ринок України / В.В. Оскольський. — К.: УФБ: Скарбниця, 2002. — 235 с.
21. Павлов В.І. Цінні папери в Україні: навч.посібник / В.І. Павлов, І.І. Пилипенко, І.В. Кривов'язнюк. — К.: Кондор, 2004. — 400 с.
22. Поворозник В.М. Фондовий ринок України на сучасному етапі: проблеми та шляхи їх вирішення / В.М. Поворозник // Стратегічні пріоритети. — 2007. — № 1(2). — С. 127-132.
23. Романенко О.Р. Фінанси: Навч.-метод. посібник / О.Р. Романенко. — К.: КНЕУ, 2003. — 231 с.
24. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития / Б.Б. Рубцов. — М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000. — 312 с.
25. Самуельсон П. Экономика: том 2. / П. Самуельсон — М.: МГП «Алгон» ВНИИСИ, 1992. — 416 с.
26. Свердан М. Розвиток фондового ринку України / М. Свердан // Цінні папери України — 2003. — № 13 (251) // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=251&pub=227.
27. Спасибо-Фатеева И.В. Акционерные общества: корпоративные правоотношения, — Харьков: Право, 1998. — 256 с.
28. Яценюк А. Фондовий ринок України: проблеми та перспективи розвитку / А. Яценюк // Вісник Національного банку України. — 2004. — № 11. — С. 4-9.
29. Goldsmith R. Financial structure and development / R. Goldsmith. — New Haven, Yale University Press. — 1969. — pp: 561.



Глава 2

ПРАВОВА ХАРАКТЕРИСТИКА ЦІННИХ ПАПЕРІВ



- 2.1. *Поняття, ознаки та властивості цінних паперів*
- 2.2. *Класифікація цінних паперів у теорії та за законодавством*
- 2.3. *Правова характеристика пайових цінних паперів*
- 2.4. *Правова характеристика боргових цінних паперів*
- 2.5. *Правова характеристика іпотечних цінних паперів*
- 2.6. *Правова характеристика похідних цінних паперів*
- 2.7. *Правова характеристика приватизаційних цінних паперів*
- 2.8. *Правова характеристика товаророзпорядчих цінних паперів*

Опанувавши матеріали цієї глави, ви будите ЗНАТИ:

♦ поняття, ознаки і властивості цінних паперів, класифікацію цінних паперів у теорії та за законодавством, групи цінних паперів за законодавством України, а також правову характеристику пайових, боргових, іпотечних, похідних, приватизаційних і товаророзпорядчих цінних паперів,

а також УМІТИ:

♦ орієнтуватися у системі нормативно-правових актів, на основі яких здійснюється правове регулювання цінних паперів.

§ 2.1. Поняття, ознаки та властивості цінних паперів

Поняття цінних паперів. На сучасному етапі розвитку суспільних відносин не можна заперечувати тієї тези, що протягом усьо-

го періоду реформування права цінним паперам як об'єктам цивільних прав приділялася окрема увага. Окреслене спричинене, у першу чергу, векторами пріоритетів правового та суспільного розвитку, переорієнтацією на загальноновизнані приватно-правові цінності і стандарти. Як наслідок, цінні папери посідають чільне місце в системі об'єктів цивільних прав.

Окремі види цінних паперів також виступають об'єктами ринку цінних паперів. Утім, одразу слід висловити застереження, що товаророзпорядчі цінні папери та чеки не можуть розглядатися об'єктами ринку цінних паперів. Адже, як правильно зазначила Л.В. Панова, об'єктами ринку цінних паперів будуть лише ті цінні папери, які дозволять їх держателям отримати грошову вигоду від володіння цінними паперами¹. З огляду на наведене слід констатувати, що товаророзпорядчі цінні папери та чеки не наділені такою ознакою. Дана точка зору неодноразово підтримувалася в юридичній літературі².

З'ясувавши які цінні папери можуть виступати об'єктами ринку цінних паперів можна перейти до окреслення сутності розглядуваних об'єктів цивільних прав. Безумовно, на початку аналізу юридичної природи цінних паперів слід звернутися до ретроспективного аспекта.

Історично виникнення перших цінних паперів своїми коренями сягає середньовіччя, а деякі вчені вважають, що цей правовий інститут був відомим ще римлянам³. Зокрема, в Індії прообрази цінних паперів були написані санскритом і мали назву *ondeguij*, що в перекладі означає «папір, призначений для циркулювання»⁴.

Інститут цінного паперу формувався в межах торгового права, що в період кодифікації європейського права (XVIII — початок XX ст.) було імплементовано до системи цивільного права⁵. Істо-

¹ Панова Л.В. Проблемы правового регулирования рынка ценных бумаг: Дис. ...канд. юрид. наук: 12.00.03 / Л.В. Панова Л.В. — Х. Национальная юридическая академия Украины им. Ярослава Мудрого, 2002. — С. 65.

² Холощак О. Виды ценных бумаг / О. Холощак // Галицькі контракти. — 1998. — № 33-34. — С. 75-76; Фельдман А.А. Депозитные и сберегательные сертификаты. Чековое обращение / А.А. Фельдман. — М.: ИНФРА-М, 1995. — С. 36-49.

³ Малышев Я.С. История формирования и развития административно-правового регулирования в сфере рынка ценных бумаг / Я.С. Малышев // Вестник ВГУ. — 2009. — № 1. — С. 166.

⁴ Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України: Навч. посіб. / О.В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 41.

⁵ Коммерческое (предпринимательское) право: учебник: в 2 томах Т. 1 / [под ред. В.Ф. Попондопуло]. — М.: Проспект, 2010. — С. 228.

рично термін «цінні папери» в юридичній літературі почав широко застосовуватися з другої половини XIX ст.¹. Якщо ж говорити про його витоки у сучасному термінологічному значенні, то можна помітити, що точка відліку його виникнення та застосування бере початок у § 271 Німецького торгового кодексу 1862 р., що у подальшому було рецепійовано законодавством і доктриною до-революційної Росії, а пізніше — СРСР і України як однієї із союзних республік².

Незважаючи на таку давню історію виникнення терміна «цінний папір», слід констатувати відсутність єдиного уніфікованого підходу до розуміння його юридичної природи. На дану обставину свого часу вказував М.М. Агарков. Зокрема, він підкреслював, що цей термін не має єдиного чіткого визначення у сучасних законодавствах³. Такої ж думки дотримувався Г.Ф. Шершеневич, який зазначав, що поняття цінних паперів не встигло дотепер прояснитися ні в житті, ні в науці, ні в законодавстві⁴.

Вказане пов'язано, в першу чергу, зі складною та багатогранною юридичною природою цінного паперу, що і призводить до наявності різнорідних наукових підходів і концепцій, які відображаються, передусім, у окремих визначеннях терміна «цінний папір». Не можна також не звернути увагу на твердження О.В. Кологойди, яка вказує на те, що класична теорія цінних паперів наразі зазнає випробувань у результаті впливу двох чинників — зменшення кількості існуючих в обігу цінних паперів на пред'явника з відповідним збільшенням ролі іменних цінних паперів, а також застосування на фондових ринках новітніх технологічних досягнень, зокрема здійснення випуску цінних паперів у формі електронних записів на рахунках з відмовою від паперової форми документа⁵. Дійсно, зазначені чинники так чи інакше на розширення уявлення про цінний папір і як наслідок змінюють межу розуміння сутності цінних паперів, що викликає необхід-

¹ Зенькович Е.В. Рынок ценных бумаг: административно-правовое регулирование / Е.В. Зенькович. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 2.

² Яроцький В.Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції) / В.Л. Яроцький. — Х.: Право, 2006. — С. 18.

³ Агарков М.М. Основы банковского права: курс лекций; Учение о ценных бумагах: науч. исследование / М.М. Агарков. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 170.

⁴ Травкин А.А. Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги / А.А. Травкин, Н.Н. Арефьева, К.И. Карабанова. — Волгоград: Издательство Волгоградского государственного университета, 2001. — С. 4.

⁵ Кологойда О. В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О. В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 46.

ність перегляду усталених теорій і підходів до розуміння цінного паперу як об'єкта цивільних прав.

Наразі можна констатувати наявність значної кількості досліджень сутності цінного паперу, де наявні джерела можна поділити на дві основні групи, а саме: економічного та юридичного спрямування. Як влучно зазначає В.О. Лапач, економічну теорію досить побічно цікавить природа цінного паперу, що простежується у відмові в сучасних економічних дослідженнях від спроб визначити сутність цінного паперу з позиції економічної теорії, обмежившись нормативним тлумаченням цього складного явища¹. У зв'язку з цим можна наголосити на зростаючій необхідності у дослідженні категорії «цінний папір» з юридичної точки зору, її сутності та правової природи.

Різномірність розуміння юридичної природи цінного паперу пов'язана не лише з моментом виникнення того чи іншого наукового підходу, що відображає думки науковців на певному етапі розвитку доктрини про цінні папери, а також із суб'єктивним баченням автора правової природи цінних паперів з огляду на рельєфну трансформацію правовідносин у розглядуваній сфері. Тут не можна не погодитися з думкою В.Л. Яроцького, який вказує на те, що основні напрями формулювання поняття цінного паперу накопичувалися у період домінування документарної форми їх випуску та обігу². У зв'язку з цим можна констатувати, що на сучасному етапі розвитку вчення про цінні папери помітною є незначна кількість фундаментальних досліджень сутності цінного паперу з урахуванням сучасних тенденцій розвитку ринку цінних паперів, де провідну роль відіграють цінні папери бездокументарної форми існування.

Цікавою видається і точка зору О.В. Кологойди, яка наголошує на тому, що зі створенням нових комп'ютерних технологій цінний папір набув нової «електронної» форми, що взагалі поставило під сумнів використання у такому разі терміна «цінний папір»³ і таким чином підвищило нагальність здійснення фундаментальних досліджень даної тематики.

¹ Лапач В.А. Система объектов гражданских прав: Теория и судебная практика / В.А. Лапач. — СПб.: Юридический центр Пресс, 2002. — С. 415.

² Яроцький В.Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції) / В.Л. Яроцький. — Х.: Право, 2006. — С. 65.

³ Кологойда О. В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О. В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 46.

Найпоширенішою у науці є документарна концепція цінних паперів, прихильниками якої вважаються Є.О. Суханов, В.А. Белов, П.В. Крашенінников, Ф.С. Карагузов та ін. Однак з виникненням цінних паперів бездокументарної форми рельєфно розвиваються інші концепції, зокрема, такі як концепція цінних паперів бездокументарної форми та інструментальна концепції. Так, відповідно до останньої, цінні папери досліджуються за інструментальним підходом, тобто предметом наукової розробки стає правова матерія в цілому.¹ Варто наголосити на популярність саме інструментальної концепції для сучасних досліджень цінних паперів, адже вона втілює в собі намагання примирити дві протилежні концепції цінних паперів (документарну та бездокументарну) завдяки розширенню меж предмету наукової розробки та дослідження широкого спектру предмету цінних паперів без акценту на формі їх існування. Доктрині також відома й зобов'язально-правова концепція цінного паперу. Проте, не можна заперечувати того, що в основу кожної концепції покладений унікальний підхід суб'єктивного характеру, що базується на дослідженні окремого зрізу такого складного та багатогранного правового явища як цінний папір.

Документарна концепція цінних паперів. Документарна концепція цінних паперів відображає твердження про те, що цінні папери є документами, а існування їх у бездокументарній формі, як підсумовує прихильник цієї концепції В.А. Белов, протирічить нормам загальної теорії цінних паперів і правилам логіки і здоровому глузду². Більше того, науковцями відзначається, що історично притаманна цінному паперу «паперова» документарна форма надавала йому зовнішніх ознак речі і таким чином вирішувала «логічний парадокс» існування «права на право» (наприклад, права власності на право голосу на зборах акціонерів)³. Однак, слід зазначити, що таке традиційне розуміння цінного паперу, яке виникло в межах німецької комерціалістики ХІХ ст., не враховує запитів сучасного часу⁴, де провідного значення набу-

¹ Алексеев С.С. Восхождения к праву. Поиски и решения / С.С. Алексеев. — М.: НОРМА, 2001. — С. 97-99.

² Белов В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве / В.А. Белов. — М.: Учебно-консультационный центр «ЮрИнфоР», 1996. — С. 128.

³ Лапач В.А. Система объектов гражданских прав: Теория и судебная практика / В.А. Лапач. — СПб.: Юридический центр Пресс, 2002. — С. 433.

⁴ Степанов Д. Вопросы теории и практики эмиссионных ценных бумаг / Д. Степанов // Хозяйство и право. — 2002. — № 3. — С. 65.

ває поширення цінних паперів переважно бездокументарної форми.

Доктрина тією чи іншою мірою класично відображає цінний папір через призму матеріального носія — документа. Неодноразово в юридичній літературі фіксувалося твердження про те, що цінний папір як документ є матеріальним носієм із зафіксованою на ньому інформацією¹. Так, німецький науковець Х. Тхоль указував ще в 1875 р., що цінним папером є будь-який документ, зміст якого має майново-правовий характер². Лауреат Нобелівської премії У.Ф. Шарп, Г. Дж. Александер і Д.В. Бейлі визначають цінний папір як листок паперу, що свідчить про право власності³. Відомий німецький дослідник Х. Бруннер визначив цінний папір як документ, у якому приватне право засвідчене таким чином, що для здійснення прав за ним необхідним є наявність самого документа⁴. При цьому не можна не помітити, що наведені визначення є надто широкими за своїм змістом.

Е. Ульмер та Л. Райзер дещо звузили розуміння поняття цінного паперу. Вони розглядали його як лише той документ, що посвідчує майнові права, в яких шляхом речово-правового розпорядження документом одночасно має місце розпорядження засвідченим ним правом, з чого випливає право на цінний папір і право з цінного паперу⁵.

Правники в радянський період також тяжіли до документарної концепції цінних паперів. Так, М.М. Агарков визначав цінні папери як документи, для здійснення прав за якими необхідне їх пред'явлення⁶. Отже, він ставив у пряму залежність здійснення права за цінним папером від здійснення його пред'явлення зобов'язаній особі.

Г.Ф. Шершеневич, формулюючи визначення цінного паперу, підкреслював нерозривний зв'язок цінного паперу з правом. Він

¹ *Белых В.С.* Предпринимательское право России: учебник / В.С. Белых, Г.Э. Берсу-нкаев, С.И. Виниченко. — М.: Проспект, 2010. — С. 290.

² *Gierke O.F.* Deutsches Privatrecht: Bd. Sachenrecht O.F. / Gierke O.F. — Duncker & Humblot — S. 108.

³ *Рынок ценных бумаг: учебник* / [под ред. Е.Ф Жукова]. — М.: Волтерс Клувер, 2010. — С. 12.

⁴ *Brunner H.* Die Wertpapiere / H. Brunner. — Endemanns Handbuch des deutschen Handels-, See- und Wechselrechts: Band II. — Leipzig: Fues's Verlag (R. Reisland), 1882. — S. 140, 147.

⁵ *Gursky K.-H.* Wertpapierrecht: 3. neu bearbeitete Auflage / K.-H. Gursky — Verlagsg uppe Hüthig Jehle Rehm GmbH, 2007 — S. 2.

⁶ *Агарков М.М.* Учение о ценных бумагах / М.М. Агарков. — М: Волтерс Клу-вер, 1993. — С. 59.

указував на те, що під цінним папером слід розуміти документ, який виражає право на цінність, що нерозривно з ним пов'язане¹. Більше того, Г.Ф. Шершеневич акцентував увагу на тому, що цінним папером слід визнавати не кожний документ, що свідчить про право на цінність, а лише той документ, який право на цінність ставить у тісний зв'язок з папером². З цього визначення зрозуміло, що відповідне право на цінність як юридична категорія має таку ж вагу, як і сам документ. Звужене розуміння цінного паперу було підтримано й іншими науковцями. Так, М.Ю. Алексєєв розглядав цінний папір як документ, що відображає пов'язані з ним майнові права, може бути самостійним предметом обігу на ринку та об'єктом купівлі—продажу й інших угод, є джерелом одержання регулярного чи одноразового прибутку, різновидом грошового капіталу³. Аналізуючи наведене визначення цінного паперу не можна не помітити того, що вказівка на категорію «різновид грошового капіталу» комбінує фінансові та юридичні ознаки цінного паперу.

Прихильник документарної концепції цінних паперів Ф.С. Карагусов зазначає, що цінний папір є юридичним документом, який містить встановлені законодавцем необхідні умови, а посвідчене ним майнове право неодмінно має бути виражене саме на папері. Вчений наголошує на тому, що ідея так званих «дематеріалізованих» цінних паперів не відповідає юридичній сутності і правовій природі цінних паперів, а сама «дематеріалізація» слугує ще одним самостійним способом закріплення цивільних правовідносин⁴. Подібну думку висловлював і Є.О. Крашенінніков, який наголошував, що бездокументарні цінні папери не мають нічого спільного з цінними паперами та є стосовно них якісно іншими. На підтвердження своєї позиції вчений указував на те, що на відміну від цінного паперу як документа, який втілює визначене суб'єктивне право, «запис про права в пам'яті ЕОМ» слугує лише засобом доказу цих прав і не знаходиться з ним у тому взаємозв'язку, який існує між документарним цінним папе-

¹ Шершеневич Г. Ф. Курс торгового права / Г.Ф. Шершеневич. — 2-е изд. — Казань: Тип. Императорского ун-та, 1892. — С. 382.

² Шершеневич Г. Ф. Учебник торгового права (по изданию 1914 г.) / Г.Ф. Шершеневич. — М.: Спарк, 1994. — С. 173.

³ Алексєєв М.Ю. Рынок ценных бумаг / М.Ю. Алексєєв. — Финансы и статистика, 1993. — С. 17-20.

⁴ Карагусов Ф.С. Правовой режим ценных бумаг в Республике Казахстан / Ф.С. Карагусов. — Алматы: Гылым, 1995. — С. 29-30.

ром і вираженим у ньому праві, адже «запис про права в пам'яті ЕОМ» не може слугувати ні об'єктом речових прав (його неможливо утримувати на праві власності, праві господарського відання тощо), ні об'єктом цивільно-правових договорів (його неможливо продати, подарувати), що є додатковим доказом неможливості прирівнювання такого запису до цінного паперу¹.

Розглядаючи документарну концепцію цінних паперів не можна не згадати про розуміння поняття цінного паперу Н.Й. Нерсесовим. Він відстоював окрему точку зору та вказував на те, що цінні папери стають такими виходячи з права, що міститься у документі. Обґрунтовуючи свою точку зору науковець дійшов висновку, що сам папір не має цінності (не враховуючи матеріал його створення) та стає цінним лише завдяки тому праву, вираженням якого він є, тобто сутність цінних паперів міститься у тому зв'язку, що існує між цим правом і документом². З цього приводу не можна не згадати точку зору Р. Саватьє, який зайняв крайню радикальну позицію документарної концепції цінного паперу. Так, свого часу він зазначив, що саме право характеризує цінність цінного паперу в сукупності, а документ, що виступає носієм цього права, завжди є допоміжним інструментом юридичної техніки³.

Не можна не помітити наявності значної кількості визначень цінного паперу в економічній доктрині. Економісти, досліджуючи сутність цінного паперу, в переважній більшості визначають його з точки зору грошової форми власності або фінансових і грошових документів. Так, Б. Колтинюк підкреслює, що цінний папір — це особлива форма існування частки власності у грошовій та товарній формах⁴, тобто у власника капіталу безпосередньо капітал відсутній, але всі права на нього зафіксовано безпосередньо цінним папером. Наприклад, В.О. Лялін і П.В. Воробйов визначають цінні папери як спеціальні фінансові документи, складені відповідно до діючого законодавства, які надають володільцю документа певні права⁵.

¹ Крашенинников Е. А. Понятие и виды предъявительских ценных бумаг / Е.А. Крашенинников // Российский юридический журнал. — 1994. — № 2. — С. 56-57.

² Нерсесов Н.О. Избранные труды по представительству и ценным бумагам в гражданском праве / Н.О. Нерсесов. — М.: Статут, 1998. — С. 140.

³ Саватье Р. Теория обязательств, юридический и экономический очерк / Р. Саватье. — М.: Прогресс, 1972. — С.109.

⁴ Колтыннюк Б.А. Ценные бумаги: Учебник / Б.А.Колтыннюк. — СПб.: Изд-во Михайлова В.А., 2010. — С. 42.

⁵ Лялин В.А., Воробьев П.В. Рынок ценных бумаг : учебник / В.А. Лялин, П.В. Воробьев. — М.: Проспект, 2011. — С. 43.

Т.Б. Бердникова дає подібне визначення цінних паперів: це — грошові документи, що засвідчують майнові права володільця паперу чи відносини займу¹. Але за юридичного аналізу розглянутих визначень цінних паперів можна помітити їх певну недосконалість. Адже акцентуючи увагу на тому, що цінний папір є грошовим документом, а гроші за своєю економічною сутністю є матеріальними — втрачаються основні ознаки та постулати цінного паперу, а саме: публічна достовірність, формалізм, правомочності, що впливають з права власності, наприклад, володіння, розпорядження або класичні зобов'язальні відносини, що випливають зі змісту цінного паперу тощо.

З огляду на нормативний підхід слід зазначити, що цінний папір, який існує в документарній формі, являє собою саме *сертифікат* цінного паперу, що містить реквізити відповідного виду цінних паперів відповідної емісії, дані про кількість цінних паперів і який засвідчує сукупність прав, що надаються цими цінними паперами (ст. 1 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 р.²). Як наслідок у нормативному підході прослідковується рівнозначний зв'язок документа із сукупністю прав, що ним засвідчуються.

На противагу документарній концепції виступає *бездокументарна концепція цінних паперів*. У розрізі класифікації концепцій цінних паперів їх слід розглядати як біполярні правові концепції. Положення останньої, по суті, є протилежними до положень документарної концепції цінного паперу. Втім, її прихильники визнають цінними паперами не тільки ті, форма яких є документарною, але й цінні папери бездокументарної форми існування. Це стає особливо актуальним за сучасної тенденції до дематеріалізації документів і цінних паперів. Зокрема, на рівні законодавства Швеція зайняла радикальну позицію у дематеріалізації цінних паперів. Так, у згаданій державі взагалі припинився випуск цінних паперів у паперовій формі³.

¹ Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: учебное пособие / Т.Б. Бердникова. — М.: ИНФРА-М, 2002. — С. 25-26.

² Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10.12.1997 № 710/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1998. — № 15. — Ст. 67.

³ Мозговий О.М. Фондовый рынок: навч. посіб. / О.М. Мозговий. — К.: КНЕУ, 1999. — С. 32.

Враховуючи бездокументарну концепцію цінних паперів, останні розглядаються в якості «безтілесних речей». Так, Д.В. Мурзін цінні папери визначає як безтілесні речі, що не мають матеріального субстрату та являють собою зобов'язальне договірне право, що регулюється нормами договірного права¹. Тобто вчений одночасно вказує на необхідність виділення нової категорії «безтілесні речі» й ототожнює бездокументарні цінні папери з договірними зобов'язаннями, що видається сумнівним, адже таке бачення не вписується у конструкцію національного речового права та договірного права². У зв'язку з цим бездокументарні цінні папери також ототожнюють з правами. Зокрема, на думку швейцарських правників, бездокументарні цінні папери слід визначати саме як бездокументарні права, які враховуються у бухгалтерських реєстрах фінансових посередників, діяльність яких підлягає нагляду з боку відповідних органів, і які можуть бути передані через відповідні бухгалтерські проводки за іншим рахунком³. Прихильником цієї концепції можна також вважати Я.І. Міркіна, який визначає цінні папери як права на ресурси, що відокремилися від власної основи та навіть мають власну матеріальну форму (існують у вигляді паперового сертифіката, запису на рахунках)⁴. Вказані підходи до розуміння цінного паперу у своїй сутності тяжіють як до бездокументарної, так і до договірної концепції цінних паперів.

Підтримуючи точку зору щодо віднесення бездокументарних цінних паперів до категорії «цінні папери» та намагаючись примирити дві протилежні концепції, К. Окунев стверджує, що відсутність паперового носія інформації не позбавляє цінний папір бездокументарної форми випуску ознаки документарності⁵. Прибічником такого бачення бездокументарних цінних паперів виступає Є. Демушкіна. Зокрема, вона акцентує увагу на тому, що не лише документ, який містить визначені майнові права та ін-

¹ Мурзин Д.В. Ценные бумаги — безтелесные вещи. Правовые проблемы современной теории ценных бумаг / Д.В. Мурзин. — М.: Статут, 1998. — С. 79.

² Див. детальніше: Вавженчук С.Я. Договірне право: Навч. посіб. / С.Я. Вавженчук. — К.: КНЕУ, 2011. — 584,[8]с.

³ Нобель П. Швейцарское финансовое право и международные стандарты / П. Нобель; [пер. с англ.]. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 824.

⁴ Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок / Я.М. Миркин. — М.: Перспектива, 1995. — С. 66.

⁵ Добровольский В.И. Корпоративное право для практикующих юристов / В.И. Добровольский. — М.: Волтерс Клувер, 2009. — С. 56.

ший спосіб фіксації, може розглядатися як цінний папір¹. Таким чином вона відносить цінні папери бездокументарної форми до категорії «цінні папери» на противагу прихильникам документарної концепції. Г.Н. Шевченко у своєму аналізі йде далі, зазначаючи, що якщо і класичні документарні цінні папери і бездокументарні цінні папери є оболонкою виражених у них майнових і немайнових прав, які мають ідентичний характер, то можна дійти висновку, що юридична природа цінних паперів — не залежно від форми їх вираження — однакова².

Законодавство ФРН відображає альтернативний доктринальний підхід щодо розуміння цінного паперу. Так, у ФРН має місце «проміжний стан» переходу до повністю електронного обігу цінних паперів: з одного боку, облік цінних паперів здійснюється у комп'ютерних системах і перехід цінних паперів з рук у руки вже зник, а з іншого — акціонери мають право вимагати від емітента видачі «паперової акції»³.

У розглядуваному контексті доречним видається наголосити на досвіді США, де законодавець, відстоюючи договірну концепцію цінних паперів, відмовився від упровадження окремого нормативного регулювання документарних і бездокументарних цінних паперів. Як наслідок, у США на базі єдиного законодавства про цінні папери визначено лише спеціальні правила обігу бездокументарних цінних паперів. Вказане, як мінімум, може ґрунтуватися на загальних положеннях § 8-102 Єдиного торгового кодексу США, де цінні папери включають як «сертифіковані», так і «несертифіковані» цінні папери⁴. З цього приводу І.Л. Нурзад зазначила, що у цьому плані досвід США є повчальним для вдосконалення теоретичної моделі поняття «цінного паперу» та являє собою приклад для наслідування⁵.

Аналізуючи українське законодавство про цінні папери, можна спостерігати тяжіння до розмежування правового режиму до-

¹ Демушкина Е. Становление системы безналичных ценных бумаг в России: правовые проблемы / Е. Демушкина // Экономика и жизнь. — 1995. — № 25. — С. 19-20.

² Шевченко Г.Н. Эмиссионные ценные бумаги: понятие, эмиссия, обращение / Г.Н. Шевченко. — М.: Статут, 2006. — С. 31-33.

³ Мозговой О.М. Фондовый рынок: навч. посіб. / О.М. Мозговой. — К.: КНЕУ, 1999. — С. 32.

⁴ Commercial and Debtor-Creditor Law: Selected Statutes (2001 Edition). — New York, New York: Foundation Press, 2001. — S. 631.

⁵ Нурзад И.Л. Правовое регулирование деятельности банков на рынке ценных бумаг Украины: Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / И.Л. Нурзад; — К. Нац. ун-т им. Т. Шевченко. Институт международных отношений, 2004. — С. 25.

кументарних і бездокументарних цінних паперів. Вказане підтверджується, хоча б, тим, що законодавець у ст. 1 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» дає визначення цінного паперу, що існує в бездокументарній формі. Так, відповідно до наведеної норми цінний папір, що існує в бездокументарній формі — це здійснений зберігачем обліковий запис, що є підтвердженням права власності на цінний папір. Таким чином, законодавець бездокументарний цінний папір виражає лише через поняття «обліковий запис». Тобто особа, котра придбала цінний папір, є володільцем відповідного рахунку, де здійснюється обліковий запис. Вказівка законодавця лише на «обліковий запис» не дає можливості виокремити інші різновиди дематеріалізованих цінних паперів. У цьому контексті цікавим видається досвід Польщі. Розглядаючи польське законодавство, можна дійти висновку, що дематеріалізовані цінні папери існують у двох формах — електронних цінних паперів, де носієм прав є електронний документ, скріплений електронним підписом як підписом рівнозначної особи особисто та електронних записів на рахунках, де функцію легітимізації виконує депозитне свідоцтво¹. Виходячи з відповідної нормативної тенденції, польський науковець П. Махніковскі формулює визначення бездокументарних цінних паперів з урахуванням їх різновидів. На його думку, бездокументарні цінні папери — це електронний документ (електронний запис), що підтверджує суб'єктивне цивільне право і пов'язане з цим правом таким чином, що реалізація права неможлива без існування електронного запису².

Варто наголосити на тому, що серед науковців немає єдиної точки зору з приводу того, чи варто відносити «записи на рахунках» до категорії цінних паперів. Так, В.О. Лялін та П.В. Воробйов у даному разі схиляються до думки, за якою при формальному підході до вказаного питання у випадку бездокументарної форми існування самого цінного паперу як такого не існує. Разом з тим вони вважають, що при будь-якій формі випуску цінних паперів для володільця важливим є право володіння папером, а

¹ Богустов А.А. Ценные бумаги в праве Польши: сравнительно-правовой анализ / А.А. Богустов // Бюллетень нотариальной практики. — 2008. — № 1. — С. 9-13.

² Michalski M. Zasada numerus clausus w prawie papier wartościowych // Przegląd sądowy. — 1995. — № 11-12. — S. 24-28.

не наявність самого цінного паперу¹. Тобто за цих обставин вбачається прагнення застосувати правову абстракцію до бездокументарних цінних паперів. Однак, слід зауважити, що поняття бездокументарного цінного паперу як правової абстракції не є безспірним у правових колах. Так, В.О. Лапач досить влучно вказує на те, що сприйняття «бездокументарного цінного паперу» як правової абстракції є дещо неточним, адже у цьому разі дане поняття мало б займати вищий ступінь у категоріальній ієрархії цінних паперів, чого в дійсності не спостерігається².

У цьому контексті досить цікавим видається наведення точки зору М. Крилової. Досліджуючи зв'язок і взаємозалежність між цінним папером та його матеріальним носієм, вона зазначає, що між папером і цінним папером як об'єктом цивільного обігу немає рівності чи необхідної залежності, а тому визначати цінний папір через поняття паперу було б неправильним³. Тобто можна помітити те, що при дослідженні нею співвідношення цінного паперу та його матеріального носія документ виступає факультативною ознакою цінного паперу і його відсутність не вказує на відсутність «цінного паперу».

Л.Саванець, підтримуючи погляди М. Крилової, вказує, що папір — це не обов'язкова ознака цінного паперу і тим більше не робить його цінним, а відповідно цінний папір є не папером, який закріплює майнові права, а ідеальною цілісною сукупністю майнових і немайнових прав⁴. У зв'язку з цим нав'язується припущення про те, що цінний папір за своєю природою є не документом, який закріплює майнові права, а дещо ширшим — своєрідною ідеальною цілісною сукупністю майнових і немайнових прав. Однак, запропоноване видається сумнівним, виходячи із наступного. Так, Л. Саванець не розкриває сутність поняття «ідеальна цілісна сукупність майнових і немайнових прав». Більше того, вказане поняття охоплює будь-яке зобов'язання, що є неприпустимим при виокремленні цінних паперів як об'єктів цивільного права. Як наслідок, запропоноване поняття вказує на злиття по-

¹ Лялин В.А. Рынок ценных бумаг: учебник / В.А. Лялин, П.В. Воробьев. — М.: Проспект, 2011. — С. 47.

² Лапач В.А. Система объектов гражданских прав: Теория и судебная практика / В.А. Лапач — СПб.: Юридический центр Пресс, 2002. — С. 434.

³ Крылова М. Ценная бумага — вещь, документ или совокупность прав / М. Крылова. // Рынок ценных бумаг. — 1997. — № 4. — С. 60.

⁴ Саванець Л. Правова природа бездокументарних цінних паперів / Л. Саванець. // Вісник Львівського університету. Серія юрид. — 2011. — Вип. 54. — С. 254.

няття цінного паперу з юридичними конструкціями зобов'язального права, а тому не відображає юридичної природи цінного паперу через призму національного права.

В умовах сьогодення не можна не помітити, що ринок цінних паперів тяжіє до дематеріалізації цінного паперу. Дематеріалізація цінних паперів забезпечуючи швидкий обіг цінних паперів, спричиняє потребу в зміні уявлення про юридичні конструкції речі або потребу в оречевленні прав. Зокрема, деякі автори доходять висновку, що вказане спричиняє виникнення, так званої, тенденції до уречевлення прав¹.

Дійсно, враховуючи умови сьогодення, бездокументарні цінні папери є необхідними для сучасних правовідносин, адже вони з кожним роком стають все більше вживаними у світі завдяки їх можливості швидко здійснювати обіг. Втім, здійснення прав за цінним папером має слугувати тією граничною червоною межею бездокументарності. Зокрема, В.О. Лапач висловив точку зору за якою, якщо в системах обліку бездокументарних цінних паперів не будуть знайдені правові та технічні засоби для документальної презентації паперу (наприклад, з використанням можливостей електронного цифрового підпису утримувача реєстру тощо), це буде початком кінця емісійних цінних паперів як самостійних об'єктів цивільних прав².

Заради справедливості слід зазначити, що впровадження бездокументарних цінних паперів потребує належного нормативного підґрунтя, що дозволить визначити їх місце в системі цінних паперів та забезпечити здійснення належного правового механізму обігу бездокументарних цінних паперів. При цьому слід окремо відмітити те, що дематеріалізація цінних паперів у деяких правових системах спричинила необхідність на нормативному рівні надання правового значення кодам цінних паперів. Так, на думку А.О. Богустова, емітент має відрізняти права з цінних паперів, що позначені тим самим кодом³.

В юридичній літературі питання віднесення, бездокументарних цінних паперів до категорії речей піднімається досить гостро. Така ситуація створює передумови для необхідності уточнення

¹ Решетина Е.Н. Суррогат или ценная бумага? / Е.Н. Решетина // Хозяйство и право. — 2004. — № 6. — С. 9-11.

² Лапач В.А. Система объектов гражданских прав: Теория и судебная практика / В.А. Лапач — СПб.: Юридический центр Пресс, 2002. — С. 442.

³ Богустов А.А. Ценные бумаги в праве Польши: сравнительно-правовой анализ / А.А. Богустов // Бюллетень нотариальной практики. — 2008. — № 1. — С. 9-13.

позиції законодавця щодо віднесення або невіднесення бездокументарних цінних паперів до категорії речей. У доктрині пануючою є точка зору, за якою заперечується можливість віднесення бездокументарних цінних паперів до речей. Наприклад, Є.О. Суханов доводить, що стосовно бездокументарних цінних паперів не можуть виникати речові правовідносини, а лише зобов'язальні¹. В.А. Белов також підтримує цю думку та вказує, що неможливо поширювати режим речових прав на бездокументарні цінні папери, оскільки права, складові бездокументарних цінних паперів оборотоздатні самі собою і становлять самостійний об'єкт цивільних прав, який неможливо вважати речами². К.К. Лебедев наголошує, що бездокументарні цінні папери, не маючи матеріальної оболонки, навіть умовно не можуть розглядатися як речі і відповідно бути об'єктом права власності та інших речових прав³.

Дійсно, віднести бездокументарні цінні папери до категорії речей неможливо хоча б з огляду на те, що особа володіє не цінним папером як річчю, а відповідним рахунком де здійснено обліковий запис. Через такий механізм законодавець запроваджує юридичну фікцію володіння цінними паперами. Вказане здійснюється для того, щоб впровадити конструкцію бездокументарного цінного паперу в праві про цінні папери, адже воно побудоване на документарній теорії цінного паперу. Більше того, розробники міжнародних норм у цьому контексті йдуть далі, адже розглядають бездокументарні цінні папери як інформацію. Так, відповідно до п. 47 Робочого документа Комісії ООН по праву міжнародної торгівлі дематеріалізовані цінні папери складаються з *обов'язкових компонентів у вигляді інформації*, що зберігається у центральному реєстрі у депозитарія. Зазвичай до такої інформації відносять ідентифікаційний код цінного паперу, назву його емітента, визначення відпові-

¹ Белов В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве / В.А. Белов. — М.: Учебно-консультационный центр «ЮрИнфоР», 1996. — С. 14.

² Белов В.А. Юридическая природа бездокументарных ценных бумаг и безналичных денежных средств / В.А. Белов // Рынок ценных бумаг. — 1997. — № 5. — С. 25-26.

³ Лебедев К.К. Защита прав обладателей бездокументарных ценных бумаг (материально- и процессуально-правовые аспекты разрешения споров, связанных с отчуждением бездокументарных ценных бумаг) / К.К. Лебедев — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 2.

дальності емітента, що впливає з цінного паперу, номінальну вартість цінного паперу і дату.¹

При цьому не слід забувати, що з огляду на ст. 177, 179 Цивільного кодексу України бездокументарні цінні папери позбавлені подвійної юридичної природи, яка притаманна класичним цінним паперам документарної форми, що проявляється у можливості застосування речових і зобов'язальних конструкцій. Вказане призводить до того, що бездокументарні цінні папери позбавлені речово-правових способів захисту (наприклад, захист інтересів добросовісного набувача або виндикація — позов власника про витребування майна з чужого незаконного володіння). Врешті-решт слід визнати, що конструкція бездокументарного цінного паперу вже вийшла за межі законодавчого поняття речі у розумінні ст. 177, 179 ЦК України. Для вирішення цієї проблеми законодавець намагається застосувати прийом юридичної фікції. Проте такий механізм у даному контексті працює не в повну силу. При цьому не можна не згадати того факту, що застосування прийому юридичної фікції піддавалися аналізу Н.Й. Нерсесовим та критиці окремими науковцями². Як наслідок, слід або визнати неспроможність Цивільного кодексу України забезпечити захист прав власників бездокументарних цінних паперів, або розширити спектр поняття речі, запропоноване у ст. 177, 179 ЦК України. Не можна не підкреслити й те, що впровадження бездокументарних цінних паперів сприяє здійсненню рекласифікації цінних паперів.

Третій підхід у дослідженні юридичної природи цінних паперів уособлює *інструментальна концепція цінних паперів*. Її прибічники розглядають цінні папери як об'єкт-інструмент, де предметом наукової розробки є правова матерія в цілому та весь

¹ Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 р. № 710/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1998. — № 15. — Ст. 67.

² Рабочий документ, предоставленный Рабочей группе по электронной торговле на ее тридцать восьмой сессии: возможная будущая работа в области электронной торговли: передача прав на материальные товары и другие права: записка секретариата (A/CN.9/WG.IV/WR.90) / Ежегодник Комиссии ООН по праву международной торговли. Т. 32. — 2001. — С. 307.

² Нерсесов Н.О. Избранные труды по представительству и ценным бумагам в гражданском праве / Н.О. Нерсесов. — М.: Статут, 1998. — С. 20-22; Клык Н.Л. Эволюция имущественных прав и ценные бумаги / Н.Л. Клык. — Цивилистические исследования. Выпуск первый: Сборник научных трудов памяти проф. И.В. Федорова / [Под ред. Б.Л. Хаскельберга, Д.О. Тузова] — М.: Статут, 2004. — С. 254-255.

спектр юридичного інструментарію¹. Наведена концепція є досить новою стосовно попередніх концепцій цінних паперів. Також вона дозволяє зосередитися на дослідженні самого цінного паперу, його природи без урахування жорстких обмежень за формою існування цінного паперу. За даних обставин не можна не згадати того факту, що наведений напрямок здійснення наукових пошуків був запроваджений С.С. Алексєєвим у контексті інструментального підходу в праві². Згодом В.Л. Яроцький підтримав окреслену ідею у контексті дослідження цінних паперів, з точки зору інструментальної концепції.

Прибічники інструментальної концепції вважають, що цінні папери наділені інструментально-правовою природою. На думку В.Л. Яроцького, під поняттям «цінний папір» слід розуміти виражені в документарній чи бездокументарній формі паперові документи з обов'язковими реквізитами або виконані зберігачем облікові записи, що мають особливе інструментальне призначення (об'єкт-інструмент) у механізмі правового регулювання емісійно-посвідчувальних відносин, легітимують правомочену особу як правоволодільця і посвідчують належні йому змістовно стандартизовані майнові права, порядок виникнення, передачі, здійснення, відновлення і захисту яких визначається встановленим для них правовим режимом оборотоздатних об'єктів цивільних прав нормативно визначених видів та груп і конкретизується емітентом у здійснюваному ним односторонньо управоможуючому правочині (формою якого є паперовий документ або глобальний сертифікат залежно від форми їх випуску та обігу) та умовах емісії³. З наведеного визначення випливає, що інструментальна концепція цінних паперів успішно балансує між документарною і бездокументарною концепціями.

Відстоюючи інструментально-правову природу цінного паперу, В.Л. Яроцький дійшов висновку про те, що в правовідносинах, які виникають з приводу як документарних, так і бездокументарних цінних паперів, право слідування набуває унікального для приватно-правової сфери відносин інструментального характеру.

¹ Яроцький В.Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції) / В.Л. Яроцький. — Х.: Право, 2006. — С. 16.

² Алексєєв С.С. Восхождение к праву. Поиски и решения / С.С. Алексєєв. — М.: НОРМА, 2001. — С. 97-98.

³ Див: Яроцький В.Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції) / В.Л. Яроцький — Х.: Право, 2006. — С. 75-76.

Якщо в речових відносинах право слідування визначається підпорядкованим правовим зв'язком за схематичною формулою річ—право, то в емісійно-посвідчувальних відносинах воно має інший (інструментальний) вираз — право—право, адже право «з паперу» завжди слідує за правом «на папір»¹.

Зобов'язально-правова концепція цінних паперів (договірна концепція). Яскраво наведена концепція представлена в англо-американській правовій доктрині. Її прихильники розглядають цінний папір як певного виду договір між власником цінного паперу та зобов'язаною особою. Представниками зобов'язально-правової концепції цінних паперів виступають А. Брігс², М.Уї³, Х. Бьорд⁴. Так, Х Бьорд під поняттям «акція» розуміє сукупність прав, які реалізуються через договір про участь у компанії.⁵ На думку М. Уї, акцію слід розглядати як сукупність прав та обов'язків, що впливають з правовідносин між компанією-емітентом і акціонером. При цьому такі права мають як договірне, так і законодавче походження. Він приходить до висновку, що акція не може бути об'єктом речового права так як не посвідчує речових прав акціонера⁶. Наведена наукова концепція знайшла своє відображення в англійській судовій практиці. Так, у рішенні по справі *Borland's Trustee v. Steel Bros & Co Ltd* акція утворює сукупність прав та ґрунтується на договорі. За англійським правом саме статут визнається таким договором. Якщо ж звернутися до права про цінні папери США, можна віднайти схожий нормативний підхід до розуміння акції. З огляду на розділ 8 Єдиного комерційного кодексу США цінний папір розглядається як *зобов'язання* емітента, що посвідчується документом та дає загальний перелік тих типів зобов'язань, які вважаються цінним папером. Не можна обійти увагою й той факт, що в праві

¹ Яроцький В.Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції) / В.Л. Яроцький — Х.: Право, 2006. — С. 220.

² Briggs A. The Conflict of Law / A. Briggs. — Oxford: Oxford University Press, 2002. — P. 213.

³ Ooi M. Shares and Other Securities in the Conflict of Laws / M. Ooi. — Oxford: Oxford University Press, 2003. — P. 46-47.

⁴ Bird H. Critique of the Proprietary Nature of Share Rights in Australian Publicly Listed Corporations / H. Bird. // Melbourne University Law Review / H. Bird. — 1998. — № 22. — P. 131-161.

⁵ Bird H. Critique of the Proprietary Nature of Share Rights in Australian Publicly Listed Corporations / H. Bird. // Melbourne University Law Review. — 1998. — № 22. — P. 131-161.

⁶ Ooi M. Shares and Other Securities in the Conflict of Laws / M. Ooi. — Oxford: Oxford University Press, 2003. — P. 46.

США не відображено легальне закріплення розподілу цінних паперів з використанням критерію «спосіб легітимації».¹

Юридичній доктрині відомі концепції цінних паперів змішаного типу. Тобто прибічники такого наукового підходу намагаються об'єднати у різних варіаціях ознаки цінних паперів, які окреслені вище наведеними концепціями. Так, у своїх роздумах щодо розуміння сутності цінного паперу Д. Степанов доходить висновку, що цінним папером є або об'єкт цивільного права, в якому права набувають паперової форми, або певний ідеальний майновий актив — тоді документарні та бездокументарні цінні папери визнаватимуться лише різновидом єдиного поняття цінного паперу.²

Як наслідок, виходячи з різнорідності наукових підходів до розуміння цінних паперів сам термін «цінний папір», як влучно вказав Н.Й. Нерсесов, дотепер не має чіткого визначення ні в розмовній мові, ні в законодавстві³. У цьому контексті слід підкреслити, що у більшості випадків законодавство відображає ту чи іншу правову модель цінного паперу, запропоновану свого часу доктриною. Саме тому є цікавим нормативний підхід до розуміння цінного паперу.

Здійснюючи аналіз законодавства різних держав, можна помітити відсутність усталеного єдиного терміна, що позначає цінні папери. У законодавстві країн світу широко застосовуються терміни, які мають різні смислові відтінки, і лише шляхом логічного та системного тлумачення виявляється правовий зміст того чи іншого терміна⁴. Наприклад, у ФРН цінні папери позначаються терміном «Wertpapiere», у Швейцарії — «Wertschrift», у США — «Securities». Така різнорідність підходів до позначення цінних паперів, передусім, пов'язана з урахуванням юридичної історії розвитку зазначеного правового явища у тій чи іншій правовій системі. Однак, варто відмітити, що на рівні міжнародного права

¹ Виговський О. Цінні папери в зарубіжних правових системах: досвід правового регулювання / О. Виговський. // Підприємництво, господарство і право. — 2011. — № 2. — С. 28-29.

² Степанов Д. Вопросы теории и практики эмиссионных ценных бумаг / Д. Степанов // Хозяйство и право. — 2002. — № 3. — С. 72.

³ Нерсесов Н.О. О бумагах на предъявителя с точки зрения гражданского права: Историко-догматическое исследование / Н.О. Нерсесов. — М.: Унив.тип., 1889. — С. 138.

⁴ Лебедев К.К. Защита прав обладателей бездокументарных ценных бумаг (материально- и процессуально-правовые аспекты разрешения споров, связанных с отчуждением бездокументарных ценных бумаг) / К.К. Лебедев. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 6.

така термінологічна різноманітність породжує проблемні ситуації у правозастосуванні при створенні єдиного світового ринку цінних паперів. Тому бажано враховувати загальну тенденцію до уніфікації та гармонізації міжнародного права.

Нормативно-правовою базою, що окреслює поняття цінних паперів є Цивільний кодекс України¹, Господарський кодекс України², Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»³, Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні»⁴, Закон України «Про електронні документи та електронний документообіг»⁵.

Відповідно до ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» цінні папери — це документи встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, яка їх розмістила (видала), і власника та передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їх розміщення, а також можливість передачі прав, що випливають з цих документів, іншим особам. Таким чином, законодавець виражає цінний папір через поняття документа. Одразу слід наголосити на тому, що чинне законодавство дає визначення поняття «документ». Відповідно до ст. 1 Закону України «Про інформацію» документ — це матеріальний носій, що містить інформацію, основними функціями якого є її збереження та передача у часі й просторі⁶. Доктрині також відомі визначення поняття документа. Наприклад, В.А. Белов визначає документи як інформаційний запис, що виконаний на паперовому носії, за зміст якого особа, що склала його несе відповідальність, встановлену законодавством⁷.

¹ Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 44. — Ст. 356.

² Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Офіційний вісник України. — 2003. — № 11. — Ст. 462.

³ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480 — IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

⁴ Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 р. № 710/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1998. — № 15. — Ст. 67.

⁵ Закон України «Про електронні документи та електронний документообіг» від 22 травня 2003 р. № 851-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 36. — Ст. 275.

⁶ Закон України «Про інформацію» від 02 жовтня 1992 р. № 2657-XII // Відомості Верховної Ради України. — 1992. — № 48. — Ст. 650.

⁷ Белов В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве / В.А. Белов. — М.: Учебно-консультационный центр «ЮрИнфоР», 1996. — С. 23.

Якщо мова іде про бездокументарні цінні папери то слід звернути увагу на наступне. Відповідно до ч. 3 ст. 195 ЦК України цінні папери можуть існувати як у документарній, так і в бездокументарній формі відповідно до закону. Як наслідок, слід враховувати положення ч. 3 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», яка зазначає, що цінні папери за формою існування поділяються на документарні та бездокументарні. Таким чином, проаналізувавши наведені легальні визначення можна прийти до висновку, що на думку законодавця, бездокументарний цінний папір може існувати у формі документа. Втім, думається, що бездокументарний цінний папір слід розглядати не як класичний документ, а як обліковий запис або електронний документ. За цих обставин необхідно врахувати Закон України «Про електронні документи та електронний документообіг»¹, а саме ч. 1 ст. 5, яка зазначає, що електронний документ — це документ, інформація в якому зафіксована у вигляді електронних даних, включаючи обов'язкові реквізити документа. З огляду на наведене, електронний документ є видом документа, а отже, формально вписується в юридичну конструкцію документа. Проте, вказане за всіма ознаками слід розглядати як застосування законодавцем прийому юридичної фікції, адже запропонований підхід не вирішує питання віднесення бездокументарних цінних паперів до категорії речей і можливості застосування стосовно них речово-правових способів захисту. В цілому слід констатувати, що розглядувані легальні визначення не орієнтовані виключно на документарну концепцію цінного паперу через віднесення бездокументарного цінного паперу частково до юридичної категорії документа.

Цивільний кодекс України і Господарський кодекс України також містять визначення поняття «цінний папір» через призму документа. Більше того, Цивільний кодекс України навіть виділяє окрему главу 14, що присвячена цінним паперам, саме, як *об'єктам цивільних прав*, що значно звужує можливості застосування вище наведеного прийому юридичної фікції в контексті захисту прав «власників» бездокументарних цінних паперів. Відповідно до ст. 194 цього Кодексу цінним папером є документ встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчує

¹ Закон України «Про електронні документи та електронний документообіг» від 22 травня 2003 р. № 851-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 36. — Ст. 275.

грошове або інше майнове право та визначає взаємовідносини між особою, яка його розмістила (видала), і власником та передбачає виконання зобов'язань згідно з умовами його розміщення, а також можливість передачі прав, що випливають з цього документа, іншим особам. Господарський кодекс України у п. 1 ч. 2 ст. 163 указує, що цінним папером є документ встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчує грошове або інше майнове право і визначає відносини між суб'єктом господарювання, який його випустив (видав), і власником та передбачає виконання зобов'язань згідно з умовами його випуску, а також можливість передачі прав, що випливають з цього документа, іншим особам. В цілому наведені визначення, які містяться у вказаних кодексах, є доволі близькими до визначення, що наведене у Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок», хоч мають місце окремі акценти на суб'єктному складі.

Окремо варто звернути увагу на ст. 177 Цивільного кодексу України. Адже вказана норма ЦК України визначає цінні папери одним з *об'єктів цивільних прав і прирівнює їх до речей*, що безпосередньо не відповідає ч. 3 ст. 195 ЦК України в частині бездокументарних цінних паперів. Адже бездокументарні цінні папери не є речами в їх класичному розумінні, так як їм не притаманні відповідні ознаки речей. Хоча, як попередньо було зазначено, законодавець за рахунок низки норм окреслив бездокументарні цінні папери як документи, намагаючись таким чином «наблизити» їх до речей. У свою чергу, на противагу ЦК України п. 7 ст. 139 Господарського кодексу України встановлює, що цінні папери є особливим видом майна суб'єктів господарювання. Як наслідок, на нормативному рівні залишається невирішеною проблема співвідношення категорій «річ» і «бездокументарний цінний папір», а також має місце конкуренція правових норм двох кодифікованих нормативних актів, що, безперечно, породжує проблеми правозастосування.

Аналізуючи поняття цінного паперу, не можна не помітити, що відсутність легального визначення цінного паперу характерна для кодифікованих актів деяких держав, що ще раз підкреслює необхідність уніфікації у питанні розуміння юридичної природи розглядуваного правового явища. Наприклад, Цивільний кодекс Польщі не містить чіткого визначення поняття цінного паперу. Зазначене впливає з норм арт. 921-6 Цивільного кодексу Польщі, за якими якщо зобов'язання впливає з виданого цінного па-

перу, боржник зобов'язаний його виконати при поверненні документа чи пред'явленні його боржнику з метою позбавлення документа його правової сили у загальноприйнятому порядку. Тобто, можна помітити, що даному випадку відсутнє визначення поняття цінного паперу як такого і має місце лише вказівка на нерозривний зв'язок між цінним папером та правом, ним закріпленим, що на думку польських авторів, пов'язано з тим, що польський законодавець займає проміжну позицію між двома науковими поглядами, спрямованими на визначення правової природи цінного паперу¹. І хоча визначення цінного паперу можна віднайти у Законі Республіки Польщі «Про оборот фінансових інструментів», воно обмежене сферою правового регулювання цього закону та містить лише перелік фінансових інструментів, які у розумінні даного закону є цінними паперами.

Законодавство ФРН та Австрії також містить подібний нормативний підхід. Аналізуючи поняття цінних паперів за законодавством ФРН, Є.Ф. Жуков зазначив, що у німецькому законодавстві відсутнє поняття цінних паперів, а тому визначення, що надаються у літературі, є досить розпливчастими, адже найчастіше вони визначають цінні папери як документи, в яких права володільця закріплені таким чином, що для їх здійснення необхідним є володіння даним документом². Взагалі з даною тезою можна погодитися лише у частині відсутності прямого легального визначення цінних паперів. У такому випадку слід зробити поправку на те, що спеціальні закони у ФРН все ж таки розкривають поняття цінних паперів, враховуючи власну специфіку сфери правового регулювання. Наприклад, § 2 Закону ФРН «Про торгівлю цінними паперами»³ вказує, що цінними паперами визнаються всі види цінних паперів, які можуть бути передані, за винятком розрахункових інструментів, торгівля якими здійснюється на фінансових ринках. Звичайно, таке визначення у повній мірі не відбиває сутності досліджуваного правового явища, однак його наявність у законодавстві не дає можливості стверджувати про відсутність визначення цінних паперів у законодавстві ФРН.

¹ Богустов А.А. Ценные бумаги в праве Польши: сравнительно-правовой анализ / А.А. Богустов // Бюллетень нотариальной практики. — 2008. — № 1. — С. 9—13.

² Рынок ценных бумаг: учебник [под ред. Е.Ф. Жукова] — М.: Волтерс Клувер, 2010. — С. 318.

³ Gesetz über den Wertpapierhandel: in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 № 4110-4 // Bundesgesetzblatt I. — 1998. — S. 2708.

Не можна обійти увагою й законодавство окремих держав, яке містить легальні визначення поняття цінних паперів. Наприклад, Цивільний кодекс РФ надає визначення поняття цінних паперів, де відповідно до ч. 1 ст. 142 цінним папером є документ, що засвідчує з дотриманням установленної форми та обов'язкових реквізитів майнові права, здійснення чи передача яких можливі лише при його пред'явленні.¹ У даному випадку важливим є те, що законодавець підкреслив ознаку пред'явлення цінного паперу при передачі або здійсненні майнового права. Подібний нормативний підхід відомий і законодавцю Республіки Білорусь. Так, у ст. 1 Закону «Про цінні папери та фондові біржі» від 12 березня 1992 р. №1512-ХІІ вказується, що цінні папери (акції, облігації) — це документи, що засвідчують виражені в них і реалізовані шляхом пред'явлення або передачі майнові права і відносини займу власника цінного паперу по відношенню до емітента². У цьому контексті не можна не звернути увагу на законодавство Швейцарії, де у Цивільному кодексі Швейцарії наводиться широко за змістом визначення цінного паперу. Так, відповідно до арт. 965 книги п'ятої Цивільного кодексу Швейцарії цінними паперами є будь-який документ, яким закріплено право такого роду, що не може бути використано чи передано іншому без цього документа³.

Загалом не можна не помітити, що у випадках, коли законодавець відносить цінний папір до об'єктів цивільних прав, на перший план впливає регулювання процесу їх обігу. Якщо ж у нормативному масиві цінні папери належать до особливих видів зобов'язань — законодавець чільне місце віддає регулюванню виникнення і припинення прав за цінними паперами⁴. Втім, наведені дві основоположні нормативні моделі, які реалізуються у законодавстві багатьох держав, є недосконалими. Так, В.О. Лапач відмітив, що цінні папери, як і гроші, не є ні речами, ні майновими правами, а тому необхідним виявляється конструювання но-

¹ Гражданский кодекс РФ от 30.11.1994 № 51-ФЗ // Собрание законодательства РФ. — 1994. — № 32 (05.12.1994) — Ст. 3301.

² Закон Республики Беларусь «О ценных бумагах и фондовых биржах» от 12.03.1992 № 1512-ХІІ // Ведомости Вярхоўнага Савета Рэспублікі Беларусь — 1992. — № 11. — Ст. 194.

³ Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches vom 14. Juni 1881 (Fünfter Teil: Obligationenrecht) // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.gesetze.ch/inh/inhsub220.htm>

⁴ Богустов А.А. Ценные бумаги в праве Польши: сравнительно-правовой анализ / А.А. Богустов // Бюллетень нотариальной практики. — 2008. — № 1. — С. 9—13.

вого законодавчого розуміння цінних паперів як неречових, але матеріальних об'єктів цивільних прав¹.

Ознаки цінних паперів. Перед тим як безпосередньо перейти до ознак цінних паперів, варто варто підкреслити, що вперше виокремив, термінологічно визначив і коротко охарактеризував ознаки цінних паперів В.М. Гордон². До таких ознак він відніс літеральність, легітимацію, абстрактність, автономність права з паперу і презентацію³.

В юридичній літературі можна віднайти різну кількість ознак цінних паперів. Зазначене пов'язане у першу чергу із тим, що кількісний показник ознак цінних паперів прямо залежить від розуміння юридичної природи цінного паперу.

В економічній літературі наводяться переважно такі ознаки цінних паперів, як прибутковість, ліквідність, ринковий характер, стандартність, серійність, участь у цивільному обороті, регульованість, визнання державою, ризикованість, документарність, інвестиційна привабливість і т. ін.⁴. Проте вони направлені на розкриття економічних властивостей цінних паперів та у повній мірі не відображають їх юридичну сутність.

Цілісність інституту цінних паперів базувалася на єдності ознак цінних паперів і матеріального носія, яким виступав папір як документ. Впровадження законодавцем бездокументарних цінних паперів порушує сформований баланс юридичних конструкцій і суттєво ускладнює виокремлення єдиних ознак цінного паперу. Враховуючи симбіоз зазначених аспектів юридичної природи цінного паперу, слід виділити його основні характерні ознаки, які дозволять більш точно окреслити поняття «цінний папір».

З аналізу наведених у ст. 194 ЦК України та ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначень цінного паперу логічно випливають його *основні ознаки*. Так, по-перше, цінний папір є документом. По-друге, такий документ має відповідати установленій законодавством формі. По-третє, цінний папір має містити всі встановлені для нього реквізити. По-

¹ Лапач В.А. Система объектов гражданских прав: Теория и судебная практика / В.А. Лапач — СПб.: Юридический центр Пресс, 2002. — С. 441.

² Яроцький В.Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції) / В.Л. Яроцький — Х.: Право, 2006. — С. 76.

³ Агарков М.М. Основы банковского права: курс лекций; Учение о ценных бумагах: науч. исследование / М.М. Агарков. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 175.

⁴ Яроцький В.Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції) / В.Л. Яроцький — Х.: Право, 2006. — С. 76.

четверте, цінний папір має посвідчувати грошове, майнове або інше право. По-п'яте, він повинен визначати відносини між особою, яка випустила цінний папір, та його власником. По-шосте, цінний папір передбачає належне здійснення прав і обов'язків, що випливають з умов його випуску. По-сьоме, цінний папір передбачає можливість передачі суб'єктивних прав, що випливають з цього документа, шляхом його пред'явлення.

Розглянемо вказані ознаки детальніше. По-перше, *цінний папір є документом*, який у класичному розумінні наділений подвійною речово-зобов'язальною юридичною природою. Адже у цьому контексті можна виділити право на цінний папір, що належить до речового права, та право з цінного паперу, що за своєю суттю належить до зобов'язального права. З огляду на те, що бездокументарний цінний папір не вписується в класичну законодавчу модель речі, вказана ознака видається на перший погляд спірною. Адже у разі зникнення запису про право в реєстрі іменних цінних паперів вбачається неможливим застосування у цьому випадку речово-правового захисту — віндикації. Втім, протилежною є точка зору Конституційного Суду Російської Федерації. Так, Постанова Конституційного Суду РФ уніфікувала використання речових і зобов'язальних способів захисту¹, що по суті, дало можливість застосувати правила віндикації, окреслені в Цивільному кодексі РФ до права вимоги. Вказане слід розглядати не більше як юридичну фікцію, так як ні Цивільний кодекс РФ, ні Цивільний кодекс України не містять положень, які дозволяли б використання речового способу захисту зобов'язальних прав. З огляду на наведені аргументи не можна погодитися з висловленою в юридичній літературі точкою зору, за якою право на папір і право з паперу, як правило, мають одну долю².

Намагаючись віднайти вказану ознаку у цінних паперах бездокументарної форми випуску, в першу чергу, на думку спадає відсутність паперового матеріального носія-об'єкта, що є передумовою для утвердження тези про відсутність ознаки «докумен-

¹ Постановление Конституционного Суда РФ от 21 апреля 2003 г. № 6-П «По делу о проверке конституционности положений пунктов 1 и 2 ст. 167 Гражданского Кодекса Российской Федерации в связи с жалобами граждан О.М. Мариничевой, А.В.Немировой, З.А.Скляновой, Р.М.Скляновой и В.М.Ширяева» // СЗ РФ. — 2003. — № 17. — Ст. 1657.

² Травкин А.А. Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги / А.А.Травкин, Н.Н. Арефьева, К.И. Карабанова — Волгоград: Издательство Волгоградского государственного университета, 2001. — С. 6.

тарності» у бездокументарних цінних паперів. Однак, аналізуючи норми чинного законодавства, можна дійти висновку про те, що законодавець наділяє ознакою документарності як документарні, так і бездокументарні цінні папери з огляду на наступне.

Нагадаємо, що відповідно до ч. 1 ст. 1 Закону України «Про інформацію»¹ документом визнається матеріальний носій, що містить інформацію, основними функціями якого є її збереження та передавання у часі та просторі. Бездокументарний цінний папір, як уже зазначалося, може розглядатися як електронний документ і його визначення надається Законом України «Про електронні документи та електронний документообіг»², а саме ч. 1 ст. 5. Тобто, з аналізу наведених визначень можна прийти до логічного висновку, що український законодавець розуміє під документом не тільки паперовий носій, але й електронний запис-документ. З огляду на нормативний підхід електронний запис, здійснений зберігачем цінних паперів, є своєрідним документом, що робить запис на рахунку відповідником матеріального об'єкта за відсутності паперової форми. Як наслідок, законодавець у такий спосіб намагається наділити ознакою «документарності» бездокументарні цінні папери.

У правових системах деяких країн можна спостерігати утвердження на законодавчому рівні двоєдиної природи цінного паперу. Наразі, двоєдину природу цінних паперів можна віднайти в американському законодавстві, де, у деякій мірі, поширюється конструкція речового права власності на зобов'язальні права та визначається, що у власності може бути майно, майнові і немайнові права. Яскравим прикладом такого нормативного підходу слугує Цивільний кодекс штату Каліфорнія³. Водночас у законодавстві більшості країн СНД цінний папір розглядається не як зобов'язання, а як особливий об'єкт цивільних правовідносин⁴.

По-друге, даний документ повинен також відповідати установленій законодавством *формі*. В юридичній літературі підхід до виділення цієї ознаки цінного папера як самостійної є неоднознач-

¹ Закон України «Про інформацію» від 02 жовтня 1992 р. № 2657-XII // Відомості Верховної Ради України. — 1992. — № 48. — Ст. 650.

² Закон України «Про електронні документи та електронний документообіг» від 22 травня 2003 р. № 851-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 36. — Ст. 275.

³ Кологойда О. В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О. В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 50.

⁴ Богустов А.А. Ценные бумаги в праве Польши: сравнительно-правовой анализ / А.А. Богустов // Бюллетень нотариальной практики. — 2008. — № 1. — С. 9—13.

ним. Це пов'язано з тим, що деякі науковці виділяють наведену ознаку у симбіозі з попередньою ознакою цінного паперу (цінний папір — документ), вказуючи, що форма цінного паперу вбачається у технічних характеристиках виконання бланка сертифіката цінного паперу¹. На противагу цьому В.А. Белов та Є.О. Суханов обґрунтовують розмежування понять «документ», «зміст документа» та «обов'язкові реквізити документа». При цьому форма цінного паперу виступає самостійною ознакою і розуміється як спосіб зовнішнього вираження цінного папера (вимоги щодо його бланка)².

Окремо слід зазначити, що бланки цінних паперів в Україні виготовляються відповідно до «Правил виготовлення бланків цінних паперів і документів суворого обліку» від 25 листопада 1993 р. № 98/118/740, затверджені Наказом Міністерства фінансів України, Служби безпеки України та Міністерства внутрішніх справ України.

Порушення форми цінного паперу призводить до виникнення сурогатів цінних паперів, або їх ще називають сурогатних документів. Під сурогатними документами в юридичній літературі розуміються документи, що оформлені як цінні папери, однак вони не є такими, враховуючи порушення вимог законодавства щодо форми чи змісту цінного паперу³. Тобто у випадку порушення встановлених вимог законодавця щодо оформлення цінного паперу він визнаватиметься сурогатним документом, що породжує вже інші права та обов'язки, які не тотожні з правами й обов'язками, що випливають з цінного паперу. Як правило, до сурогатів відносять такі документи, як «чекова карта», «розрахунковий сертифікат», «борговий сертифікат», «кредитний опціон», «комерційний сертифікат», «ліал» тощо. За даних обставин Я.М. Міркін підкреслював, що виникнення нових фінансових інструментів не уникнути, за їх рахунок і поповнюватиметься перелік цінних паперів⁴. Проте, таке поповнення можливе лише у разі надання фінансовим інструментам ознак цінного паперу на нормативному рівні.

¹ Дегтярева О.И. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / О.И. Дегтярева, Н.М. Коршунов, Е.Ф. Жуков. — М.: Юнити — Дана, 2004. — С. 8.

² Шевченко Я.М. Розвиток цивільного та трудового законодавства в Україні / Я.М. Шевченко, Ж.Д. Завальна, М.В. Старинський — Х.: Консум, 1999. — С. 125—126.

³ Лазарев И. Вексельные суррогаты. Последствия их получения. Права, удостоверенные вексельным суррогатом / И. Лазарев // Хозяйство и право. — 2004. — №6. — С. 13—14.

⁴ Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок / Я.М. Миркин — М.: Перспектива, 1995. — С. 75—76.

Сучасній практиці відомі спроби випуску сурогатів цінних паперів з метою уникнення державного регулювання та впливу тих чи інших правових норм. Однак не слід забувати про те, що набуваючи у власність сурогати цінних паперів, юридичні ризики є досить високими через відсутність належного правового поля для їх розміщення, обігу та погашення. У літературі мають місце згадки про сурогати цінних паперів, що були поширені у 90-х роках ХХ ст. До таких сурогатів цінних паперів належали білети МММ, АVVA й інших фінансових пірамід, де причиною їх випуску стало шахрайство та бажання обійти норми закону, тим самим скоротивши видатки, пов'язані з випуском цінних паперів¹. Як наслідок, обіг сурогатів цінних паперів прогресивно розвивався у період становлення ринку цінних паперів. Зменшення кількості сурогатів цінних паперів може бути здійснене за рахунок зарахування вказаних документів до числа цінних паперів, що безперечно, має супроводжуватися належним нормативним регулюванням та встановленням вимог до форми такого цінного паперу. Відповідний вектор правового розвитку цінних паперів свідчить про перехід правового регулювання випуску й обігу цінних паперів на визначально новий рівень, де на перший план виходить впровадження нових видів цінних паперів, яких потребують сучасні суспільні відносини, підвищена охорона та захист прав емітентів та інвесторів.

По-третє, цінний папір має містити всі встановлені для нього *реквізити*. Реквізити цінного паперу слід розглядати як обов'язкові елементи змісту цінного паперу. Для різних видів цінних паперів законодавиць встановлює окремі вимоги щодо їх реквізитів.

По-четверте, цінний папір *повинен посвідчувати грошове, майнове або інше право*. Тобто він визначає ті юридичні можливості, на здійснення яких має право власник цінного папера (одержання доходу у вигляді дивідендів або процентів чи певного майна тощо). Однак у науковій літературі неодноразово справедливо зазначалось про те, що права, які посвідчують цінні папери, не обмежуються майновими правами, а грошове право належить до майнових, тому не потребує окремого виділення². Так, ст. 6 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» указує на

¹ Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В.В. Ковалев. — М.: Проспект, 2011. — С.124.

² Сухонос В.В. Правове регулювання цінних паперів в Україні: навч. посібник / В.В. Сухонос, Ж.В. Завальна, М.В. Старинський. — Суми : ВВП «Мрія-1» ЛТД, 2004. — С. 127.

те, що акція посвідчує також право на управління акціонерним товариством, а також немайнові права, передбачені Цивільним кодексом України та законом, що регулює питання створення, діяльності і припинення акціонерних товариств, і законодавством про інститути спільного інвестування.

По-п'яте, цінний папір має *визначати відносини між особою, яка випустила цінний папір і його власником*. Залежно від виду цінного паперу між емітентом та власником цінного паперу можуть виникати різні зобов'язання. Наприклад, І.А. Безклубий, виділяючи таку ознаку, вважає, що у цінному папері має бути виражено право, оскільки закріплення взаємних прав і обов'язків у цінному папері є недопустимим¹.

По-шосте, цінний папір *передбачає належне здійснення прав та обов'язків, що впливають з умов його випуску*. Так, відповідно до ст. 5 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» особа, що розмістила (видала) цінний папір, і особи, що індосували його, відповідають перед його законним володільцем солідарно. Якщо йдеться про ордерні цінні папери, то слід підкреслити, що ст. 198 Цивільного кодексу України зазначає; у разі задоволення вимоги законного володільця ордерного цінного паперу про виконання посвідченого цим папером зобов'язання однією або кількома особами з числа тих, хто має такі зобов'язання, особи, що індосували цінний папір, набувають право зворотної вимоги (регресу) щодо інших осіб, які мають зобов'язання за цінним папером. Відмова від виконання зобов'язання, посвідченого цінним папером, з посиланням на відсутність підстави зобов'язання або на його недійсність не допускається.

По-сьоме, цінний папір передбачає можливість *передачі суб'єктивних прав, що впливають з цього документа шляхом його пред'явлення*. Згідно зі ст. 194 ЦК України, ст. 163 ГК України, ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» цінний папір — це, передусім, документ. Отже, здійснення чи передача прав можливі лише при пред'явленні відповідного документа. Право власності на цінний папір, випущений у документарній формі, посвідчується сертифікатом цінних паперів, що містить реквізити відповідного виду цінних паперів відповідної емісії, дані про кількість цінних паперів і який засвідчує сукуп-

¹ Безклубий І.А. Цінні папери: поняття, зміст, юридичні характеристики / І.А. Безклубий // Право України. — 2001. — № 9. — С. 33—34.

ність прав, що надаються цими цінними паперами (ст. 1 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні»¹). Для здійснення засвідченого цінним папером суб'єктивного права слід здійснити пред'явлення сертифікату цінного папера.

В юридичній доктрині не раз указувалося на те, що необхідність пред'явлення цінного паперу для здійснення вираженого в ньому права має двояке значення. Пред'явлення паперу, по-перше, необхідне кредитору для легітимації його в якості суб'єкта вираженого права в цінному папері. Наприклад, для здійснення вимоги до боржника щодо виконання ним зобов'язання кредитор має пред'явити папір, адже без останнього боржник має право відмовити у виконанні, якщо папір йому не пред'являється. По-друге, особа, зобов'язана за папером може виконувати своє зобов'язання лише по відношенню до пред'явника цінного паперу, адже виконавши зобов'язання легітимному держателю паперу, боржник погашає його².

Якщо ж розглядати бездокументарну форму існування цінних паперів, то при такій формі постає проблема легітимації суб'єкта права у контексті визначення особи, яка має право на здійснення засвідченого ним суб'єктивного права, оскільки сертифікати цінних паперів відсутні. Втім, законодавець запропонував у ч. 2 ст. 4 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» своєрідний механізм вирішення цієї проблеми шляхом надання юридичної можливості оформлення емітентом єдиного на весь випуск цінних паперів глобального сертифікату, що передається на зберігання в обраний ним депозитарій.

Способи передачі та можливі обмеження щодо передачі цінного папера залежать від виду цінного папера і можуть бути різними — від вільного обігу до повного індосаменту або до заборони передачі іншим особам³. Зазначена ознака підкріплюється

¹ Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 р. № 710/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1998. — № 15. — Ст. 67.

² Травкин А.А., Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги / А.А.Травкин, Н.Н. Арефьева, К.И. Карабанова. — Волгоград: Издательство Волгоградского государственного университета, 2001. — С. 5—6.

³ Цивільне право України. Загальна частина: підручник [за ред. О.В. Дзери, Н.С. Кузнецової, Р.А. Майданика] — 3-тє вид. перероб. і допов. — К.: Юрінком Інтер, 2010. — С. 244.

положенням ч.1 ст. 4 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»¹, яка зазначає, що до особи, котра набула право власності на цінний папір, переходять усі посвідчені ним права. Обмеження обігу та/або реалізації прав за цінними паперами може бути встановлено лише у випадках і в порядку, передбачених законом.

Для передачі іншій особі прав, посвідчених цінним папером на пред'явника, достатньо вручити цінний папір цій особі. Вказане впливає із ч. 3 ст. 197 Цивільного кодексу України. Права, посвідчені ордерним папером, передаються шляхом вчинення на цьому папері індосаменту, що відповідає за наявність і здійснення права.

Однак, при пред'явленні цінного паперу помітною є ризиковість, яка виявляється у тому, що папір може бути пред'явленим для виконання обов'язку особою, що не є належним суб'єктом права, наприклад, особою, що ним неправомірно заволоділа. Виходячи із загальних положень цивільного законодавства, боржник звільняє себе від зобов'язання, лише виконавши його належному кредитору. Але в контексті зобов'язання, предметом якого виступає цінний папір, є характерні особливості, завдяки яким боржник може бути звільнений від юридичної відповідальності за невиконання обов'язку, що впливає із цінного паперу перед належним кредитором у разі належного виконання такого обов'язку перед легальним пред'явником цінного паперу. Зокрема, вказану точку зору підтримують деякі автори, які вказують, що боржник звільняється від відповідальності перед належним кредитором у випадку виконання зобов'язання з паперу пред'явнику паперу, що належним чином легітимізований відповідно до положень про окремі види цінних паперів².

Таким чином, пред'явлення цінного паперу призводить до застосування спеціальних правил, що визначають ризики суб'єктів зобов'язання. За цих обставин головним завданням законодавця є визначення меж таких ризиків для учасників зобов'язальних правовідносин.

Окрім вищезазначених ознак цінних паперів можна згадати про такі ознаки, як *абстрактність* і *публічна достовірність*.

¹ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480 — IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

² Травкин А.А. Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги / А.А.Травкин, Н.Н. Арефьева, К.И. Карабанова. — Волгоград: Издательство Волгоградского государственного университета, 2001. — С. 6—7.

Наведені ознаки мають факультативний характер, адже вони є характерними не для усіх видів цінних паперів. У науці відсутня єдина точка зору з приводу необхідності окремого виділення ознак абстрактності та достовірності. Так, Д.В. Мурзін дійшов висновку, що всі цінні папери наділені ознакою абстрактності, крім іменної акції, і мають ознаку публічної достовірності, крім іменних цінних паперів¹. Натомість, А. Грабов указує на те, що публічною достовірністю наділені виключно ордерні цінні папери².

Безумовно, у разі детального аналізу таких ознак, як абстрактність і публічна достовірність важко не помітити тісний зв'язок між ними, що ускладнює розуміння юридичної природи цінного паперу. Втім, В.О. Лапач, вказуючи на нього, наголошував, що зв'язок абстрактності з публічною достовірністю не є абсолютним на відміну від зв'язку публічної достовірності з пред'явленням цінного паперу³. Д.В. Мурзін, розглядаючи вказані ознаки під іншим кутом зазначив, що для цінного паперу публічна достовірність має, перш за все, процесуальне значення на відміну від абстрактності, що думається як матеріальна ознака⁴.

Дійсно, якщо говорити про абстрактність, то вона відображає матеріальний аспект публічної достовірності та закріплена у ч. 2 ст. 198 Цивільного кодексу України, де забороняється відмова від виконання зобов'язання, посвідченого цінним папером з посиланням на відсутність підстави зобов'язання або на його недійсність.

Публічна достовірність цінного паперу є своєрідною процесуальною гранню абстрактності. Вона проявляється у тому, що набувачі цінного паперу можуть довіритися його формальним реквізітам і вимагати виконання зобов'язання, посвідченого цим цінним папером. Так, норма ч. 2 ст. 198 ЦК України вказує на те, що володілець незаконно виготовленого або підробленого цінного паперу наділений правом пред'явити особі, що передала цей папір, вимоги про належне виконання зобов'язання та про відшкодування збитків.

¹ Мурзін Д.В. Ценные бумаги — безтелесные вещи. Правовые проблемы современной теории ценных бумаг / Д.В. Мурзін. — М.: Статут, 1998. — С. 24—26.

² Травкин А.А. Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги / А.А.Травкин, Н.Н. Арефьева, К.И. Карабанова. — Волгоград: Издательство Волгоградского государственного университета, 2001. — С. 11.

³ Лапач В.А. Система объектов гражданских прав: Теория и судебная практика / В.Лапач — СПб.: Юридический центр Пресс, 2002. — С. 431.

⁴ Мурзін Д.В. Ценные бумаги — безтелесные вещи. Правовые проблемы современной теории ценных бумаг / Д.В. Мурзін. — М.: Статут, 1998. — С. 24—25.

Слід констатувати, що у цивілістичній доктрині відсутній уніфікований підхід до розуміння публічної достовірності цінних паперів. На думку деяких науковців, публічна достовірність полягає в тому, що законом чітко визначене коло підстав, опираючись на які боржник вправі відмовитися від виконання зобов'язання. Допускаються лише спори по формальним підставам, наприклад, з посиланням на пропуск строку представлення цінного паперу до виконання чи оспорування цінного паперу на підставі його подробиці¹. Свого часу М.М. Агарков указував на те, що публічна достовірність проявляється в усуненні заперечень, що ґрунтуються на відносинах боржника до будь-кого з попередників добросовісного і належним чином легітимованого держателя паперу². Наведені точки зору щодо публічної достовірності певною мірою відображені на законодавчому рівні та не суперечать провідній особливості публічної достовірності, яка полягає в тому, що навіть при явному недобросовісному володінні цінним папером відмова від виконання зобов'язання не може мати місця до того часу, доки неправомірність володіння буде доведена у судовому порядку.

Властивості цінних паперів. Цінні папери наділені характерними властивостями, які слід враховувати при здійсненні відповідних правовідносин. Необхідно зазначити, що навіть попереднє осмислення властивостей цінного паперу дає досить дивну картину переплетення економічних та юридичних ознак одночасно з організаційними і технічними³.

В науковій літературі висловлювалися різні точки зору щодо наявних властивостей цінного паперу. Так, О.В. Кологойда до властивостей цінних паперів відносить обіговість, стандартність, серійність, урегульованість та визнання державою, ліквідність цінних паперів, ризик, обов'язковість виконання та строковість⁴. В економічній літературі до властивостей цінних паперів відно-

¹ Травкин А.А. Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги / А.А.Травкин, Н.Н. Арефьева, К.И. Карабанова. — Волгоград: Издательство Волгоградского государственного университета, 2001. — С. 10; Гражданское право. Часть I. [Под ред. А. П. Сергеева, Ю. К Толстого] — М.: Проспект, 1998. — С. 217.

² Агарков М. М. Основы банковского права. Учение о ценных бумагах. / М.М. Агарков. — М.: Изд-во БЕК, 1994. — С. 201.

³ Лапач В.А. Система объектов гражданских прав: Теория и судебная практика / В.А. Лапач — СПб.: Юридический центр Пресс, 2002. — С. 417—418.

⁴ Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України: навч. посіб. / О.В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 61—62.

сять ліквідність, дохідність, курс, надійність, наявність самостійного обороту, потенціал приросту курсової вартості¹. Втім, Я.М. Міркін виділяє фундаментальні вимоги до цінних паперів, які мають ознаки властивостей цінних паперів. До них він відносить оборотність, доступність для цивільного обігу, стандартність та серйозність, документарність, регульованість, визнання державою, ринковість, ліквідність і ризик². З наведеним важко погодитися, через те, що документарність, урегульованість, стандартність, обов'язковість виконання виступають або ознаками або складовими ознак цінних паперів.

До основних властивостей цінних паперів слід віднести оборотоздатність цінних паперів, їх серійність, ліквідність і конвертованість.

По-перше, серед властивостей цінних паперів варто виокремити їх *оборотоздатність*, тобто здатність цінних паперів перебувати в майновому обороті на підставі нормативних правил і шляхом застосування цивілістичних конструкцій. У цьому контексті не можна не погодитися з думкою про те, що найбільш високою оборотоздатністю характеризуються цінні папери на пред'явника³.

Другою властивістю цінних паперів є їх *серійність*. Тобто, у більшості випадків емітент має можливість здійснювати емісії окремих видів цінних паперів окремими серіями. До такого ж висновку приходять і О.В. Кологойда, підкреслюючи, що має місце можливість емісії більшості цінних паперів однорідними серіями з наступною їх реалізацією⁴. Безумовно, серійність не притаманна всім цінним паперам. Наприклад, товаророзпорядчі цінні папери не наділені властивістю серійності, адже мета їх випуску полягає у розпорядженні конкретним майном або майновими правами, що посвідчує цінний папір.

По-третє, слід виокремити серед інших властивостей цінного паперу його *ліквідність*. Одразу слід окреслити поняття ліквідності цінних паперів. Відповідно до положень економічного слов-

¹ Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: учебное пособие / Т.Б. Бердникова. — М.: ИНФРА-М, 2002. — С. 28.

² Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок / Я.М. Миркин. — М.: Перспектива, 1995. — С. 66.

³ Господарське судочинство в Україні: Судова практика. Обіг цінних паперів [за ред. І. Б. Шицького] — К.: Практис, 2006. — С. 22.

⁴ Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О.В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 61.

ника ліквідність цінних паперів — це швидкість реалізації цінних паперів на біржовому та позабіржовому ринках по реальним ринковим цінам¹. Тобто, під ліквідністю цінного паперу слід розуміти швидкість оплатного відчуження на еквівалентних засадах цінного паперу на фондовому ринку. Таким чином, висока ліквідність цінного паперу дозволяє у найкоротші строки відчужити його без втрати ринкової вартості.

По-четверте, варто виділити *здатність цінного паперу до конвертації*. Так, у юридичній літературі дослідниками вказується, що під конвертацією слід розуміти обмін цінних паперів одного виду (категорії, типу) на цінні папери другого виду (категорії, типу)². Економісти дають більш розгорнуте визначення конвертації цінного паперу та вказують, що під нею потрібно розуміти вилучення емітентом з обороту й анулювання цінних паперів певного виду через їх обмін на цінні папери іншого виду того самого або іншого емітента (у разі реорганізації першого)³. Тобто акцентується увага на основній ознаці конвертації, а саме на анулюванні цінних паперів, що підлягають обміну у процесі такої конвертації. Однак, наведені визначення конвертації цінного паперу можна вважати неточними, адже вони не вказують на правомірність дій по вилученню та анулюванню цінних паперів. З огляду на це варто навести визначення конвертації цінного паперу.

Конвертація цінного паперу — це специфічний спосіб розміщення цінних паперів, що являє собою правомірні дії емітента або власника цінного паперу, направлені на зміну форми капіталу шляхом вилучення цінного паперу з цивільного обігу або ліквідації його наявних ознак.

Крім цього, важливим є вирішення питання про віднесення конвертації до односторонніх чи двосторонніх правочинів, щодо чого у літературі можна віднайти серйозні концептуальні розбіжності. Так, А. Синенко вважає, що конвертації притаманні риси одностороннього правочину. Вказане обґрунтовано тим, що для її здійснення достатньо волевиявлення однієї із сторін — емітента, адже набуття права власності акціонерами на акції нового випус-

¹ Архипов А.И. Экономический словарь / А.И. Архипов. — М.: Проспект, 2010. — С. 330-331.

² Мельников Д. И. Акция как эмиссионная ценная бумага : Дис. канд. юрид. наук : 12.00.03 / Д. И. Мельников. — М., 2006. — С. 66.

³ Мозговий О.М. Фондовий ринок: навч. посіб. / О.М. Мозговий. — К.: КНЕУ, 1999. — С. 31.

ку (в результаті проведення конвертації) є не стільки правом, скільки обов'язком і здійснюється за загальним правилом без згоди акціонерів¹. Іншої точки зору дотримується О. Жуков, який вказує на те, що конвертація відповідно до її юридичної природи є специфічним різновидом новації, адже заміна одного зобов'язання іншим проходить не на основі згоди з кожним володільцем цінного паперу про новацію, а на основі рішення загальних зборів про конвертацію². Натомість О. Клінова займає проміжну позицію і вказує, що залежно від способу конвертації її можна розглядати як односторонній, так і двосторонній правочин³. Дійсно, спосіб конвертації впливає на юридичну кваліфікацію правочину. Втім, думається, що в межах одного правочину може бути здійснено кілька конвертацій, тому конвертацію слід розглядати як операцію або одну з операцій у рамках правочину.

§ 2.2. Класифікація цінних паперів у теорії та за законодавством

Наявність різноманітних цінних паперів потребує їх класифікації з використанням чітких критеріїв. Указане допоможе визначити місце окремих цінних паперів у системі об'єктів цивільних прав і в системі об'єктів ринку цінних паперів. Враховуючи те, що економічний зміст і зовнішня форма цінних паперів різних видів різняться між собою⁴, класифікація цінних паперів також покликана виокремити як групи, так і види цінних паперів.

Перед тим як безпосередньо здійснити класифікацію цінних паперів, слід визначитися із самим поняттям класифікації, адже це сприятиме розумінню правових явищ, з яким ми будемо далі мати справу. Так, слово «класифікація» походить від латинських слів «classis» (розряд) і «facere» (робити)⁵. При цьому основною

¹ Синенко А. Ю. Эмиссия корпоративных ценных бумаг: правовое регулирование, теория и практика / А. Ю. Синенко. — М. : Статут, 2002. — С. 140—141.

² Жуков А. С. Правовое регулирование оборота эмиссионных бездокументарных именных ценных бумаг в законодательстве России : Автореф. дис. канд. юрид. наук : 12.00.03 / А. С. Жуков. — Ростов на Дону, 2005. — С. 9.

³ Клинова Е. А. Гражданско-правовые сделки при размещении эмиссионных ценных бумаг : дис. канд. юрид. наук : 12.00.03 / Е. А. Клинова. — Казань, 2007. — С. 84—87.

⁴ Кологойда О. В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О. В. Кологойда. — К. : Юрінком Інтер, 2008. — С. 46.

⁵ Субботин А. Л. Классификация / А. Л. Субботин. — М. : ИФ РАН, 2001. — С. 8.

метою класифікації цінних паперів є їх систематизація, що має базуватися на критеріях, які виявляють ту чи іншу особливість або властивість групи або виду цінних паперів. Вказане допомагає не тільки побудувати систему цінних паперів, але й з'ясувати сутність їх якостей, властивостей, порівняти їх з якостями та властивостями, що належать іншим цінним паперам. Деякі автори вказують на те, що завдання юридичної класифікації полягає лише у розподілі явищ на види¹. Думається, що завдання юридичної класифікації цінних паперів дещо ширше і полягає у розподілі цінних паперів, які об'єднані загальними родовими ознаками на такі види та групи, з якими тісно пов'язані юридично значимі особливості та властивості цінних паперів. Крім цього, можна погодитися із твердженнями дослідників про те, що класифікація цінних паперів безпосередньо пов'язана з двома логічними операціями: поділом і впорядкуванням об'єктів за класами². На основі вказаного слід визначити поняття «класифікація цінних паперів».

Класифікація цінних паперів — це поділ цінних паперів на групи та види, що здійснюється з метою їх систематизації, ґрунтуючись на критеріях, які виявляють ту чи іншу особливість або властивість групи або виду цінних паперів.

Обравши будь-яку класифікацію цінних паперів для аналізу можна помітити той факт, що вона буде досить умовною. Зазначене знаходить своє підтвердження в доробках науковців. Наприклад, П.В. Бороздін наголошуючи на зазначеній умовності вказує, що будь-яка класифікація досить умовна і все залежить від того, якій ознаці віддається перевага і з погляду якого суб'єкта ринку розглядають ті чи інші цінні папери³. Економісти також підкреслюють значення класифікацій цінних паперів. Наприклад, О.М. Мозговий вказує на те, що класифікація цінних паперів за всієї її умовності та відносності все-таки важлива не тільки теоретично, але й практично, що підтверджується тим, що якщо той чи інший цінний папір буде зараховано в «чужу» групу,

¹ Травкин А.А. Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги / А.А.Травкин, Н.Н. Арефьева, К.И. Карабанова. — Волгоград: Издательство Волгоградского государственного университета, 2001. — С. 7.

² Пономаренко О.М. Облік цінних паперів (теоретичні та організаційні аспекти). — Автореф. дис. канд. екон. наук: 08.06.04 / Пономаренко О.М. / Інститут аграрної економіки УААН. — К., 2001. — С. 12.

³ Мозговий О.М. Фондовый рынок: навч. посіб. / О.М. Мозговий. — К.: КНЕУ, 1999. — С. 27.

то на нього можуть поширитися або необгрунтовані вимоги або незаслужені пільги. Тому навіть орієнтовна класифікація стане у пригоді, поки не розроблено справжньої наукової класифікації цінних паперів, що, безперечно, зробити нелегко, але можливо¹. Дійсно, кількість наукових підходів до класифікацій цінних паперів вражає, адже окрема ознака, властивість чи особливість цінного паперу може стати групоутворюючою або видоутворюючою. Тому, як влучно вказує А.Л. Суботін, штучних класифікацій тих самих об'єктів може бути безліч². У зв'язку з цим при систематизації знання про цінні папери виникає потреба у виокремленні та дослідженні тих критеріїв, за якими здійснюється групування або виділення цінних паперів.

Слід звернути увагу і на той факт, що притаманні цінному паперу ознаки, різномірність прав, яка може посвідчувати цінний папір, зумовлюють окрему специфіку кожного з різновидів цінних паперів, що дозволяє виокремити критерії для їх розмежування. Як зазначали М.І. Брагінський і В.В. Вітрянський, різноманітність класифікацій цінних паперів залежить від різноманітності основних ознак (критеріїв) поділу³. Однак при розрізненні цінних паперів за критеріями необхідно не забувати про дуалістичну правову природу цінного паперу, адже, як зазначає В.Л. Яроцький, кожна з видових конструкцій цінних паперів завжди уособлює складне дуалістичне утворення, що визначається правовим режимом окремих одиничних типових модельних схем побудови прав «на папір» і посвідчених ними окремих категорій майнових прав «з паперу»⁴. Тобто, обираючи критерій класифікації цінних паперів, варто враховувати тісну взаємопов'язаність видових конструкцій цінних паперів з їх складною юридичною природою.

Отже, класифікація цінних паперів передбачає розподіл їх на види. Втім, види цінних паперів мають також спільні ознаки, що тягне своїм наслідком формування на їх основі груп цінних паперів. Вказане підкреслюється у спеціальній літературі. Так, О. Жуков зазначив, що види цінних паперів є досить різноманітними, тому їх прийнято розділяти на групи за тією чи іншою озна-

¹ *Мозговий О.М.* Фондовий ринок: навч. посіб. / О.М. Мозговий. — К.: КНЕУ, 1999. — С. 27.

² *Субботин А. Л.* Классификация / А.Л. Субботин. — М.: ИФ РАН, 2001. — С. 50.

³ *Брагинский М.И.* Договорное право. Книга первая: Общие положения / М.И. Брагинский, В.В. Витрянский. — М.: Статут, 1999. — С. 142.

⁴ *Яроцький В.Л.* Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції) / В.Л. Яроцький. — Х.: Право, 2006. — С. 173.

кою¹. Поняття «група цінних паперів» відображає результат класифікації та сукупність певних видів цінних паперів, що об'єднані спільними ознаками та властивостями (зокрема, змістом прав, що посвідчуються цінним папером²), і ґрунтується на власному критерії. Таким чином, поняття «група цінних паперів» виступає родовим по відношенню до поняття «вид цінних паперів» і включає останнє до свого складу.

У цьому контексті варто звернути увагу на те, що серед науковців точиться дискусія з приводу групування цінних паперів, де кількість виділених груп варіюється залежно від кількості ознак цінних паперів. Наприклад, Н.Й. Нерсесов вважав, що всі існуючі цінні папери можна поділити на дві великі групи: папери, за якими володільця має право вимоги до боржника, та папери, за якими володільцю надаються якісь інші права³. На противагу цьому економісти, незважаючи на широку різноманітність цінних паперів, систематизують їх на три групи: пайові цінні папери, боргові цінні папери та похідні цінні папери⁴. Однак, при виділенні такої обмеженої кількості груп відразу ж постає проблема можливості віднесення до тої чи іншої виділеної групи окремих видів цінних паперів. Зокрема, остання запропонована класифікація груп цінних паперів, як мінімум, не враховує іпотечні цінні папери, приватизаційні цінні папери, товаророзпорядчі цінні папери, а отже, є вужчою за класифікацію груп цінних паперів, запропоновану законодавцем у ч. 1 ст. 195 ЦК України і в ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

Цивільний кодекс України містить окрему ст. 195 «Групи та види цінних паперів», де визначає невичерпний перелік груп цінних паперів. До них законодавець відносить чотири основні: 1) пайові цінні папери, які засвідчують участь у статутному капіталі, надають їх власникам право на участь в управлінні емітентом і одержання частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, та частини майна при ліквідації емітента; 2) боргові цінні папери, які засвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання

¹ Рынок ценных бумаг: учебник [под ред. Е.Ф. Жукова]. — М.: Волтерс Клувер, 2010. — С. 14.

² Кологойда О. В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О. В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 69.

³ Нерсесов Н. О. Избранные труды по представительству и ценным бумагам в гражданском праве / Н. О. Нерсесов. — М.: Статут, 2000. — С. 216.

⁴ Дегтярева О.И. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / О.И. Дегтярева, Н.М. Коршунов, Е.Ф. Жуков. — М.: Юнити — Дана, 2004. — С. 17.

емітента сплатити у визначений строк кошти відповідно до зобов'язання; 3) похідні цінні папери, механізм розміщення та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та (або) товарних ресурсів; 4) товаророзпорядчі цінні папери, які надають їхньому держателю право розпоряджатися майном, указаним у цих документах. За даних обставин слід згадати ч. 2 ст. 163 Господарського кодексу України, де також не наводиться вичерпний перелік груп цінних паперів, а міститься положення про те, що в обіг можуть випускатися і перебувати пайові, боргові та інші цінні папери¹. З огляду на норми ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» і ч. 1 ст. 195 Цивільного кодексу України, де окреслено чотири основні групи цінних паперів, видається дивним акцент законодавця у ст. 163 Господарського кодексу України лише на двох групах цінних паперів.

Аналізуючи ст. 195 ЦК України, можна помітити, що вона прямо не визначає види цінних паперів, а містить відсылку норму у ч. 2 вказаної статті, за якою види цінних паперів і порядок їх обігу встановлюється законом. Натомість ч. 2 ст. 163 Господарського кодексу України вказує, що у сфері господарювання у випадках, передбачених законом, використовуються такі види цінних паперів: акції, облігації внутрішніх і зовнішніх державних позик, облігації місцевих позик, облігації підприємств, казначейські зобов'язання, ощадні (депозитні) сертифікати, векселі, сертифікати фондів операцій з нерухомістю (сертифікати ФОН), іпотечні сертифікати (сертифікати з фіксованою дохідністю, сертифікати участі), інші види цінних паперів, передбачені ГК України й іншими законами². Таким чином, ч. 2 ст. 163 Господарського кодексу України на відміну від ст. 195 ЦК України містить невичерпний перелік видів цінних паперів. Утім, вичерпний перелік видів цінних паперів відображений у ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». На основі вищезазначеного та враховуючи надбання світової доктрини і практики, можна виділити шість основних груп цінних паперів (рис. 2.1).

¹ Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Офіційний вісник України. — 2003. — № 11. — Ст. 462.

² Там само.



Рис. 2.1. Основні групи цінних паперів

На основі світового досвіду виокремлення різновидів цінних паперів слід зауважити, що законодавству держав відомі два класичні підходи, які виражаються через наявність у законодавстві вичерпного або невичерпного переліку цінних паперів. З цього приводу цікавою є теза О.В. Кологойди, яка підкреслила, що при створенні вичерпного переліку цінних паперів цінними паперами визнаються лише ті документи майнового характеру, які вказані у переліку, а інші не мають правового режиму цінного паперу. У випадку ж закріплення відкритого переліку цінних паперів, як наприклад у США, до категорії цінних паперів належать всі грошові документи, перелічені в законі, та інші, які відповідають установленим законом вимогам, хоча і відсутні в переліку¹.

Французька доктрина пішла іншим шляхом і виділила лише два основних різновиди цінних паперів — *valeurs mobilières* та *fets de commerce*. З цього приводу М.М. Агарков влучно зазначив, що основною відмінністю таких цінних паперів виступає ринок, де вони знаходяться в обігу². Тобто характер правовідносин, що

¹ Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О.В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 64.

² Агарков М.М. Основы банковского права: курс лекций; Учение о ценных бумагах: науч. исследование / М.М. Агарков. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 172.

склалися на ринку цінних паперів, і визначає особливості цінного паперу. Як відомо, поняття *valeurs mobilières* охоплює сукупність цінних паперів, які являють собою предмет масових емісій та можуть перебувати в обігу на фондовій біржі за допомогою дій маклерів. *Effets de commerce* являють собою папери, які призначені для здійснення розрахунків по торгових операціях, наприклад, вексель, чек¹.

Слід наголосити на тому, що сучасне бачення класифікації цінних паперів не виходить за межі традиційного поділу їх (табл. 2.1). Однак, новими для національної правової системи слід вважати похідні та бездокументарні цінні папери. Наразі на нормативному рівні запроваджені основні вектори класифікації цінних паперів. При цьому відображення в законодавстві лише основних видів цінних паперів і вказівки на невичерпні переліки цінних паперів не сприяють чіткому розумінню розглядуваної класифікації.

Таблиця 2.1

ОРІЄНТОВНА КЛАСИФІКАЦІЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Критерій класифікації цінних паперів	Різновиди цінних паперів
Залежно від виду права, засвідченого цінним папером	Зобов'язально-правові цінні папери; речово-правові цінні папери
За колом підстав виникнення засвідчених прав	Абстрактні цінні папери; каузальні цінні папери
За способом визначення уповноваженої особи	На пред'явника; ордерні; іменні
За формою існування	Документарні; бездокументарні
За суб'єктами випуску	Державні; муніципальні; корпоративні (приватні)
За характером обігу	Ринкові; неринкові
За строком обігу	Строкові; безстрокові

¹ Агарков М.М. Основы банковского права: курс лекций; Учение о ценных бумагах: науч. исследование / М.М. Агарков. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 172.

Закінчення табл. 2.1

Критерій класифікації цінних паперів	Різновиди цінних паперів
За порядком розміщення	Емісійні; неемісійні
За ознакою дроблення	Роздроблювані; нероздроблювані
За резидентністю власника цінного паперу	Ті, що знаходяться у власності резидента; ті, що знаходяться у власності нерезидента
За наявністю властивості публічної достовірності	Ті, що наділені публічною достовірністю; ті, що не наділені публічною достовірністю

Залежно від виду права, засвідченого цінним папером, цінні папери можна поділити на два види: зобов'язально-правові та речово-правові. Обидва види цінних паперів широко досліджувалися в юридичній літературі¹. Так, Є.О. Крашенинников до видів цінних паперів за вказаним критерієм відносить ще й корпоративні цінні папери, що засвідчують право членства у корпорації². Характеризуючи наведені види цінних паперів, слід зазначити, що до зобов'язально-правових відносять ті цінні папери, що містять зобов'язання або кілька зобов'язань будь-якої особи по відношенню до володільця цінного паперу. На противагу цьому виступають речово-правові цінні папери, які засвідчують право володільця на майно. За таких обставин речово-правові цінні папери мають містити чіткий опис майна, право на яке виникає у володільця.

За колом підстав виникнення засвідчених прав виділяють абстрактні та каузальні цінні папери. В.О. Лапач ототожнює абстрактні з конститутивними цінними паперами та казуальні з декларативними цінними паперами відповідно³. Натомість Є.О. Крашенинников окремо від абстрактних і казуальних виділяє конститутивні та декларативні цінні папери, використовуючи критерій поділу — значення складання паперу для виникнення

¹ Коммерческое (предпринимательское) право: учебник: в 2 томах, Т. 1 [под ред. В.Ф. Попондопуло]. — М.: Проспект, 2010. — С. 238.

² Гражданское право: учебник в 3 т. Т. 1/ Е.Н. Абрамова, Н.Н. Аверченко, Ю.В. Байгушева [и др.]; [под. ред. А.П. Сергеева]. — М.: РГ-Пресс, 2011 — С. 396.

³ Лапач В.А. Система объектов гражданских прав: Теория и судебная практика / В.А. Лапач. — СПб.: Юридический центр Пресс, 2002. — С. 436.

посвідченого ним права¹. В юридичній літературі відсутнє єдине розуміння поняття абстрактності цінного паперу. Як правило, під ним розуміють *неакцесорність* (тобто наявність посвідченого папером права не залежить від дійсності казуального правочину) та/або *безтипність* (тобто посвідчене папером право не дозволяє визначити тип такого правочину)². Втім, існують абстрактні цінні папери, які відображають одразу як неакцесорність, так і безтипність (наприклад, вексель). Вважається, що *абстрактні* цінні папери характеризуються тим, що права за ними виникають із самого факту виникнення цінного паперу та видачі (наприклад, вексель). *Казуальні* цінні папери засвідчують права особи, що вже існують. З цього приводу В.О. Лапач підкреслив, що казуальні цінні папери декларують наявність прав, що є первинним по відношенню до самого цінного паперу³. Деякі дослідники, обґрунтовуючи даний поділ, указують, що для казуального цінного паперу є важливим зміст цінного паперу. При цьому можуть бути посилання на господарську угоду і виключні умови такої угоди у змісті цінного паперу (наприклад, коносамент). Або навпаки, текст цінного паперу може бути сформульовано незалежно від господарської угоди — тоді можна говорити про абстрактний цінний папір (наприклад, вексель)⁴.

Досліджуючи сутність зазначеного поділу, стає зрозумілим, що кожний цінний папір має майновий базис виникнення відносин між емітентом паперу (боржником) та першим держателем паперу (кредитором). На основі цього можна навести тезу О.В. Лапача, який вказав, що абстрактний цінний папір сам по собі «творить» і засвідчує право, у зв'язку з чим право до паперу і без паперу не виникає. На противагу цьому казуальний цінний папір вирішує інше завдання: він має закріпити право, яке уже виникло, одним з указаних у законі способів і засвідчити зазначене право⁵.

¹ Гражданское право: учебник в 3 т. Т. 1/ Е.Н. Абрамова, Н.Н. Аверченко, Ю.В. Байгушева [и др.]; [под ред. А.П. Сергеева] — М.: РГ-Пресс, 2011. — С. 398.

² Hueck A., Canaris C.-W. Recht der Wertpapiere. 12. Aufl. München, 1986. — S. 26, 27.

³ Лапач В.А. Система объектов гражданских прав: Теория и судебная практика / В.А. Лапач. — СПб.: Юридический центр Пресс, 2002. — С. 435—436.

⁴ Травкин А.А. Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги / А.А.Травкин, Н.Н. Арефьева, К.И. Карабанова. — Волгоград: Издательство Волгоградского государственного университета, 2001. — С. 5.

⁵ Лапач В.А. Система объектов гражданских прав: Теория и судебная практика / В.А. Лапач. — СПб.: Юридический центр Пресс, 2002. — С. 437.

За способом визначення уповноваженої особи цінні папери поділяються на *ордерні*, на *пред'явника* та *іменні*. Зазначена класифікація є досить традиційною. Однак, незважаючи на її класичний характер, вона іноді піддається критиці. В юридичній доктрині існує панівна думка, за якою дана класифікація характеризується позначенням на цінному папері уповноваженої особи.

Здійснивши проекцію доктрини на чинне законодавство України, можна віднайти дещо відмінний від наведеного підхід щодо виокремлення розглядуваних видів цінних паперів законодавець застосував абсолютно інший критерій класифікації — форму випуску. Так, згідно з ч. 4 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» права, посвідчені цінним папером, належать: пред'явникові цінного паперу (цінний папір на пред'явника); особі, зазначеній у цінному папері (іменний цінний папір); особі, зазначеній у цінному папері, яка може сама здійснити ці права або призначити своїм розпорядженням (наказом) іншу уповноважену особу (ордерний цінний папір).

Доцільно зазначити, що критерій класифікації в даному випадку законодавцем сформульовано невдало, адже основу поділу розглядуваних цінних паперів становить саме спосіб визначення уповноваженої особи. Тому застосований законодавцем у ч. 3 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» критерій даної класифікації видається сумнівним. Більше того, в юридичній літературі класифікація на основі способу визначення уповноваженої особи була запропонована ще М.М. Агарковим, який здійснював розподіл цінних паперів на цінні папери на пред'явника, ордерні та іменні, виходячи саме з принципу легітимації їх держателя. Відповідно до цієї точки зору, іменним папером є папір, який є складеним на ім'я певної особи, ордерним папером — цінний папір, який складений за наказом певної особи і папером на пред'явника — цінний папір, складений на пред'явника паперу¹. В доктрині можна також віднайти непоодинокую точку зору, за якою іменні та ордерні цінні папери об'єднують в єдину категорію іменних паперів, де позначено ім'я початкового суб'єкта, а потім поділяють цей вид на два підвиди: іменні папери у вузькому розумінні та ордерні папери. Вказані

¹ Агарков М.М. Учение о ценных бумагах / М.М. Агарков. — М.: Волтерс Клувер, 1993. — С. 24.

підвиди відрізняються тим, що суб'єкт права може бути вказаний на самому цінному папері наказом свого попередника. Іноді при здійсненні класифікації таких цінних паперів, замість критерію способу позначення уповноваженої особи, використовується критерій способу передачі цінного паперу. При цьому так чи інакше підкреслюється, що цінні папери на пред'явника переходять шляхом простої передачі самого документа, ордерні — шляхом індосаменту, а іменні — на підставах, установлених законом, що зумовлює передачу права, яке виражене в папері¹.

Згадуючи про іменний цінний папір не можна не навести його визначення. Так, *іменний цінний папір* — це цінний папір, за яким права, посвідчені ним, належать особі, зазначеній у такому цінному папері.

Характеризуючи іменні цінні папери, зазначимо, що у разі здійснення передачі цінних паперів шляхом вчинення повного індосаменту (тобто про передачу цінного паперу роблять спеціальний запис у реєстрі власників цінних паперів про перехід прав і новому власнику видається сертифікат на його ім'я), зміни в реєстрі здійснює уповноважена на ведення реєстру по даних цінних паперах особа. У зв'язку з цим у нового власника виникають права, які впливають із цього цінного паперу, але їх реалізація можлива лише з моменту внесення змін у відповідному реєстрі. Також особливістю іменних цінних паперів є те, що в результаті їх обігу емітенту завжди відомий власник кожного іменного цінного паперу і кількість таких паперів у кожного власника.

На відміну від іменного цінного паперу *цінний папір на пред'явника* — це цінний папір, за яким права, посвідчені ним, належать пред'явникові цінного паперу. Тобто, у цінному папері на пред'явника не відображається ім'я його власника, а його обіг не потребує жодних реєстраційних процедур. Тому такі цінні папери обертаються вільно, без вказівки на ім'я власника та без обтяжливих процедур реєстрації, які, безумовно, уповільнюють обіг цінних паперів і, як наслідок, майновий оборот у цілому. Не можна обійти й ключову особливість, притаманну цінним паперам на пред'явника, зокрема те, що для підтвердження права власності

¹ Крашенинников Е.А. Ценные бумаги на предъявителя / Е.А. Крашенинников. — Ярославль, 1995. — С. 20—23; Гражданское право: учебник в 3 т. Т. 1/ Е.Н. Абрамова, Н.Н. Аверченко, Ю.В. Байгушева [и др.]; [под. ред. А.П. Сергеева]. — М.: РГ-Пресс, 2011 — С. 396—397; Агарков М.М. Учение о ценных бумагах / М.М. Агарков. — М: Волтерс Клувер, 1993. — С. 24-28.

на цінний папір на пред'явника вимагається фактична (фізична) наявність самого цінного паперу або відповідного сертифіката.

Своєрідний симбіоз іменного цінного паперу та цінного паперу на пред'явника можна віднайти в ордерному цінному папері. Під *ордерним цінним папером* слід розуміти цінний папір, за яким права, посвідчені ним, належать особі, зазначеній у цінному папері і котра може сама здійснити ці права або призначити своїм розпорядженням (наказом) іншу уповноважену особу.

До розглядуваного виду цінних паперів відносять, крім цінних паперів на пред'явника, ордерних та іменних, ще і звичайні іменні цінні папери. В юридичній літературі звичайні іменні цінні папери ще називають ректа-паперами¹. Зокрема, німецькій і російській доктрині, у цьому ключі, відомі ордерні цінні папери, цінні папери на пред'явника та ректа-папери². Під *ректа-папером* розуміють цінний папір, за яким право на нього слідує за правом з цінного паперу. Одразу слід відмітити, що у доктрині неодноразово наголошувалося на тому, що ректа-папери не мають такої ознаки цінних паперів, як публічна достовірність³. Вказане підтверджується здатністю заперечення держателем ректа-векселя проти його оплати і закріплено ч. 2 ст. 11 Положення про перевідний та простий вексель,⁴ що діє у Російській Федерації на підставі Федерального закону РФ «Про перевідний та простий вексель»⁵.

За формою існування цінні папери поділяються законодавцем на документарні і бездокументарні. Вказана класифікація впливає з ч. 3 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». Враховуючи нормативний підхід до цього питання, *документарний* цінний папір являє собою сертифікат цінного паперу, який містить реквізити відповідного виду цінних паперів від-

¹ Гражданское право: учебник [под ред. А.П. Сергеева]. — М.: РГ-Пресс, 2011. — С. 396.

² Sedatis L. Einführung in das Wertpapierrecht / L. Sedatis. — Berlin, New York: de Gruyter, 1988. — S. 166; Чуваков В.Б. Правовая природа ценных бумаг : Дис. канд. юрид. наук : 12.00.03 / В.Б. Чуваков. — Ярославль, 2004 — 163 с.

³ Абрамова Е.Н. Практический комментарий вексельного законодательства Российской Федерации / Е.Н. Абрамова. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 45; Крашенинников Е.А. Ценные бумаги на предъявителя / Е.А. Крашенинников. — Ярославль, 1995. — С. 20—23; Агарков М.М. Учение о ценных бумагах / М.М. Агарков. — М.: Финансовое издательство НКФ СССР, 1927. — С. 31, 32.

⁴ Постановление Центрального Исполнительного Комитета и Совета Народных Комиссаров СССР «О введении в действие Положения о переводном и простом векселе» от 7 августа 1937 г. № 104/1341// Собрание законов и распоряжений Рабоче-Крестьянского Правительства СССР. — 1937. — № 52. — Ст. 221.

⁵ Федеральный закон РФ «О переводном и простом векселе» от 11 марта 1997 г. № 48 // СЗ РФ. — 1997. — № 11. — Ст. 1238.

повідної емісії, дані про кількість цінних паперів і засвідчує сукупність прав, що надаються цим цінним папером. *Бездокументарний* цінний папір являє собою здійснений зберігачем обліковий запис, що є підтвердженням права власності на цінний папір. У наукових колах існують заперечення стосовно відповідності бездокументарних цінних паперів основним ознакам цінного паперу, а саме їх «документарності», що створює передумови для заперечення їх віднесення до категорії цінних паперів. Однак чинне законодавство, враховуючи сучасні тенденції форм існування цінних паперів за рахунок запровадження прийому юридичної фікції у цій сфері, визнає бездокументарну форму існування цінних паперів.

Відомою є класифікація цінних паперів *за суб'єктами випуску*, за якою їх поділяють на державні, муніципальні та корпоративні цінні папери.

Державними є виключно боргові цінні папери, суб'єктом випуску яких виступає держава. Безумовно, варто погодитися з поширеною тезою науковців про те, що кожний державний цінний папір має свою власну назву, що дозволяє відрізнити його від інших видів цінних паперів¹. У деяких випадках державні цінні папери можуть бути обмежені в обігу на рівні закону. Прикладом такого обмеження можуть слугувати приватизаційні цінні папери. Державні цінні папери випускаються та розміщуються державою в особі уповноваженого законодавством органу державної влади. У більшості випадків для державних цінних паперів характерною є наявність мінімальних фінансових та юридичних ризиків, адже держава виступає гарантом по зобов'язаннях, що впливають із державних цінних паперів. Більше того, держава заінтересована у швидкому і повному розміщенні державних цінних паперів, а тому стимулює їх купівлю інвесторами через правові механізми звільнення від оподаткування доходу інвесторів від таких цінних паперів або зниження ставок оподаткування доходу інвесторів від них тощо. До державних цінних паперів можна віднести приватизаційні майнові сертифікати, земельні бони, житлові чеки, облігації тощо. Однак законодавець деяких держав має власний погляд на державні цінні папери. Наприклад, у Великобританії здійснюють обіг наступні державні цінні папе-

¹ Травкин А.А. Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги / А.А.Травкин, Н.Н. Арефьева, К.И. Карабанова. — Волгоград: Издательство Волгоградского государственного университета, 2001. — С. 72.

ри: звичайні облігації, конвертовані облігації, недатовані безстрокові облігації, золотоподібні облігації, що мають власних дилерів, індексовані золотоподібні облігації, золотоподібні облігації з плаваючою процентною ставкою¹. Беручи до уваги іноземне законодавство, заради справедливості слід зазначити, що взірцем правового регулювання державних цінних паперів необхідно вважати законодавство США.

На відміну від державних цінних паперів *муніципальні* цінні папери випускаються органами місцевого самоврядування. Вони наділені ознаками боргових цінних паперів, що випускаються з метою залучення грошових коштів. Як правило, муніципальні цінні папери випускаються як емісійні. Так, доволі часто цінні папери випускаються у вигляді муніципальних облігацій. В юридичній літературі зазначається, що муніципальні цінні папери можуть випускатися також у вигляді векселів, що як відзначається окремими дослідниками, протирічить правовій природі векселя, адже він не являється емісійним цінним папером².

Корпоративний цінний папір — це цінний папір, що посвідчує право його власника на членство у корпоративному утворенні з врахуванням умов його випуску. Корпоративними або як їх іноді ще називають, приватними цінними паперами являються боргові та пайові цінні папери. Їх характерна їх особливість полягає у тому, що вони можуть випускатися лише господарюючими суб'єктами залежно від їх організаційно-правової форми.

За *характером обігу* цінні папери поділяються на ринкові та неринкові цінні папери. Основною відмінністю цих двох різновидів є те, що ринкові цінні папери можуть вільно відчужуватися будь-якими особами з урахуванням умов, визначених законодавством і правилами фондової біржі на фондовому ринку, на відміну від неринкових, які не обертаються на фондовому ринку, тобто не можуть бути предметом договору купівлі—продажу на ньому. Класичними представниками ринкових цінних паперів є акції, облігації, а неринкових — товаророзпорядчі цінні папери.

Характеризуючи неринкові цінні папери, зауважимо, що існують ряд випадків за якими обіг цінних паперів може бути об-

¹ Никифорова В.Д. Государственные и муниципальные ценные бумаги / В.Д. Никифорова, В.Ю. Островская. — СПб.: Питер, 2004. — С. 160.

² Травкин А.А. Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги / А.А.Травкин, Н.Н. Арефьева, К.И. Карабанова. — Волгоград: Издательство Волгоградского государственного университета, 2001. — С. 81.

межений імперативними нормами, що містяться у нормативно-правових актах, виходячи із територіальної ознаки. Вказане односторонньо призводить до звуження обігу цінних паперів, а отже призводить до збільшення сегмента неринкових цінних паперів.

У доктрині також можна віднайти класифікацію цінних паперів, що доволі подібна до попередньої. Також існує поділ цінних паперів на *фондові* та *комерційні*. В основу такого поділу покладений критерій у вигляді *мети випуску*. Особливістю фондових цінних паперів є те, що вони обертаються на фондовій біржі. Так, деякі науковці зазначають, що фондові цінні папери призначені для формування капіталу та знаходяться в обігу фондової біржі¹ (акції, облігації). Комерційні цінні папери мають інше призначення. Вони створюються та обертаються в межах товарних відносин (наприклад, векселі). Всі комерційні цінні папери, без винятку, є борговими, а їх характерна особливість полягає в тому, що вони випускаються конкретними суб'єктами, як правило, приватними особами і без спеціального регламентованого порядку випуску, що відрізняє їх від фондових цінних паперів.

За *строком обігу* цінні папери поділяються на строкові та безстрокові. *Безстрокові цінні папери* — це цінні папери, що не обмежені строком обігу або строк обігу яких визначений моментом пред'явлення до погашення цінного паперу. Як правило, до них в юридичній літературі відносять цінні папери, строк обігу яких не обмежений часовими межами. Класичним прикладом безстрокових цінних паперів може слугувати акція, адже наявність прав за акцією не обмежена будь-якими строками або термінами, що дозволяє акції вільно обертатися на ринку. Зокрема, О.В. Кологойда зазначає, що передача прав за акцією можлива протягом усього часу фактичного існування цього цінного паперу, зумовленого строком існування акціонерного товариства, що є емітентом такої акції².

Що ж до *строкових цінних паперів*, то строк їх обігу визначається у момент їх випуску та обмежений періодом у часі. Виходячи з міжнародної практики обігу цінних паперів, прийнято поділяти строкові цінні папери на довгострокові (від 10 або 20 років), середньострокові (від одного до 10 років) і короткостро-

¹ Коммерческое (предпринимательское) право: учебник: в 2 томах Т. 1 [под ред. В.Ф. Попондопуло]. — М.: Проспект, 2010. — С. 238.

² Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О.В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 72.

кові (до одного року). З цього приводу окрему точку зору займає О.В. Кологойда, котра поділяє строкові цінні папери на довгострокові, строк обігу яких перевищує п'ять років, середньострокові — строк обігу яких становить від одного до п'яти років і короткострокові — строк обігу яких до одного року (наприклад облігації, казначейські зобов'язання, ощадні сертифікати)¹. Окрему увагу слід звернути на законодавство різних держав (зокрема, на законодавство США, Німеччини, Голландії, Швейцарії, Великобританії тощо), що встановлює власні строки обігу цінних паперів. Наприклад, у Великобританії короткостроковими можна вважати цінні папери зі строком погашення до п'яти років, середньостроковими — від п'яти до п'ятнадцяти років, довгостроковими — від п'ятнадцяти та більше років². У США до короткострокових відносять цінні папери зі строком погашення до одного року, до середньострокових — від двох до десяти років, до довгострокових — випущені на тридцять років³.

За порядком розміщення цінних паперів їх поділяють на *емісійні та неемісійні*. Такий поділ відображений у чинному законодавстві, зокрема закріплений ч. 3 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

З огляду на наведену норму *емісійні цінні папери* — це цінні папери, що посвідчують однаковий обсяг прав їх власників у межах одного випуску стосовно особи, яка бере на себе відповідні зобов'язання (емітент).

Законодавець на рівні закону ставить ряд спеціальних вимог щодо розміщення й обігу емісійних цінних паперів. Як правило, емітент перед тим як здійснити емісію таких цінних паперів повинен зареєструвати їх випуск. Якщо реєстрація випуску не відбулася, емітент позбавлений права розміщувати емісійні цінні папери. Останні випускаються великими серіями, що наділені ознакою ідентичності. Емісійні цінні папери можуть бути імен-

¹ Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України: навч. посіб. / О.В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 72.

² Базовый курс по рынку ценных бумаг [Науч. ред.: А.Д. Радыгин; Л.П. Хабарова; Л.Б. Шапиро]. — М.: Финансовый издательский дом «Деловой экспресс», 1997. — С. 55; Никифорова В.Д. Государственные и муниципальные ценные бумаги / В.Д. Никифорова, В.Ю. Островская. — СПб.: Питер, 2004. — С. 160.

³ Treasury Bills // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.treasurydirect.gov/indiv/products/prod_tbills_glance.htm; Treasury Notes // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.treasurydirect.gov/indiv/products/prod_tnotes_glance.htm; Treasury Bonds // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.treasurydirect.gov/indiv/products/rod_tbonds_glance.htm

ними, на пред'явника, документарними, бездокументарними тощо. У ряді випадків законодавець в імперативній формі їх забороняє їх існування в тій чи іншій формі. Яскравим прикладом такої заборони в Україні є ч.2 ст. 20 Закону України «Про акціонерні товариства», яка вказує на те, що акції товариств існують виключно в бездокументарній формі. Подібного роду практика існує і в сусідніх державах. Так, у Російській Федерації емісійні цінні папери на пред'явника можуть випускатися лише у документарній формі¹.

Емісійні цінні папери поділяють на *внутрішні емісійні* та *зовнішні емісійні цінні папери*. Так, внутрішніми емісійними цінними паперами будуть емісійні цінні папери у тому разі, коли їх номінальна вартість вказується в національній валюті держави емітента та коли випуск цінних паперів реєструється в державі, де емітент є резидентом. Емісійні цінні папери будуть зовнішніми емісійними цінними паперами за умови, якщо номінальна вартість таких цінних паперів указана в іноземній валюті стосовно держави емітента або випуск яких був зареєстрований у державі, де емітент має статус нерезидента. Такий поділ цінних паперів можна віднайти й у юридичній літературі².

До емісійних цінних паперів належать: акції, облігації підприємств, облігації місцевих позик, державні облігації України, іпотечні сертифікати, іпотечні облігації, сертифікати фондів операцій з нерухомістю, інвестиційні сертифікати, казначейські зобов'язання України тощо.

У Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» не відображене визначення неемісійних цінних паперів, що ускладнює розуміння юридичної природи таких цінних паперів і породжує проблеми у правозастосуванні. Втім, виходячи із аналізу ст. 3 наведеного Закону *неемісійними цінними паперами* є цінні папери, які не належать відповідно до закону до емісійних цінних паперів. Вони випускаються в обмеженій кількості або невеликими серіями.

За критерієм дроблення цінні папери поділяють на роздроблювані і нероздроблювані. Роздроблюваними цінними паперами є такі, чия номінальна вартість може бути змінена, тобто деномі-

¹ Ашишкова Т.В. Рынок ценных бумаг: правовое регулирование. / [руков. автор. кол. И.С. Викторов]. — М.: Олма-Пресс, 2002. — С. 205—206.

² Смирнова Ю.Л. Валютное право: Учебное пособие / Ю.Л. Смирнова. — М.: МГИУ, 2009. — С. 30—33.

нована. З цього приводу О.М. Мозговий указує на те, що деномінація — це зміна номінальної вартості всіх цінних паперів, що супроводжується їх дробленням або консолідацією. Однак він також підкреслює, що у практиці існують і безномінальні цінні папери¹.

Крім наведених, мають місце й інші класифікації цінних паперів. Наприклад, за резидентністю власника цінних паперів їх можна поділити на ті, що знаходяться у власності резидента та нерезидента. За місцем резидентності емітента цінні папери поділяються на ті, що емітуються резидентом та ті, що емітуються нерезидентом. За видом цінності цінні папери поділяють на грошові та товарні². За складом реквізитів і характером обороту цінні папери поділяють на основні, в яких зафіксовано основне майнове право або вимога, та допоміжні, які є підтвердженням додаткових прав, умов та вимог³. Г.М. Шевченко підкреслює, що за природою втілених у папері прав виділяються грошові, товарні та корпоративні цінні папери⁴. О.М. Мозговий, акцентуючи увагу на економічній складовій, поділяє цінні папери наступним чином: залежно від цільового призначення — на папери для інвестування, кредитування і розрахунків за постачання та зобов'язання, за формою виплати дивідендів і відсотків — на іменні цінні папери, папери на пред'явника і переказні цінні папери, за способом виплати доходу — на цінні папери з фіксованим платежем, до яких відносять облігації та привілейовані акції, цінні папери з плаваючою ставкою (облігації з плаваючим відсотком, що залежить від облікової банківської ставки) та цінні папери, дохід яких безпосередньо залежить від розміру чистого прибутку підприємства (прості акції, інвестиційні сертифікати), за ознакою території обігу цінних паперів — на регіональні (облігації місцевих органів самоуправління), національні (папери внутрішнього фондового ринку) і міжрегіональні (папери, які можуть вільно обертатися на територіях інших держав)⁵.

¹ Мозговий О.М. Фондовый рынок: навч. посіб. / О.М. Мозговий. — К.: КНЕУ, 1999. — С. 29.

² Коммерческое (предпринимательское) право: учебник: в 2 томах Т. 1 [под ред. В.Ф. Попондопуло]. — М.: Проспект, 2010. — С. 238.

³ Мозговий О.М. Фондовый рынок: навч. посіб. / О.М. Мозговий. — К.: КНЕУ, 1999. — С. 30.

⁴ Шевченко Г. Н. Правовое регулирование ценных бумаг : учебное пособие / Г. Н. Шевченко. — 2-е изд. — М. : Статут, 2005. — С. 16-19.

⁵ Мозговий О.М. Фондовый рынок: навч. посіб. / О.М. Мозговий. — К.: КНЕУ, 1999. — С. 28—31.

Між тим слід підкреслити, що на сучасному етапі розвитку ринків цінних паперів низка держав досягла такого рівня, коли незворотними є гармонізація та уніфікація законодавства різних держав, що створює сприятливі умови для розширення спектра цінних паперів з акцентом на таких новітніх міжнародних цінних паперах, якими є євроноти та єврооблігації.

§ 2.3. Правова характеристика пайових цінних паперів

Поняття пайових цінних паперів. Однією з домінуючих груп цінних паперів, представлених на ринку, є пайові цінні папери. Вказане пов'язано з тим, що дані цінні папери є найбільш поширені в обігу на ринку цінних паперів як України, так і інших держав.

Нормативним базисом для виокремлення пайових цінних паперів є Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», який у п. 1 ч. 5 ст. 3 вказує, що *пайові цінні папери* — це цінні папери, які посвідчують участь їх власника у статутному капіталі (крім інвестиційних сертифікатів і сертифікатів ФОН), надають власникові право на участь в управлінні емітентом (крім сертифікатів ФОН) і отримання частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, та частини майна у разі ліквідації емітента (крім сертифікатів ФОН).

Однак, не лише наведений нормативно-правовий акт дає визначення досліджуваних цінних паперів. У Цивільному кодексі України та Господарському кодексі України також містяться положення про пайові цінні папери. Наприклад, у Цивільному кодексі України міститься повне визначення цієї групи цінних паперів: у п. 1 ч. 1 ст. 195 ЦК України зазначено, що пайові цінні папери — це цінні папери, які засвідчують участь у статутному капіталі, надають їх власникам право на участь в управлінні емітентом і одержання частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, та частини майна при ліквідації емітента. Отже, значення поняття «пайові цінні папери» є досить близьким за своїм змістом як у Цивільному кодексі України, так і в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок». Проте, не можна не зауважити, що п. 1 ч. 5 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» містить прямі виключення щодо інвестиційних сертифікатів і сертифікатів ФОН.

Що стосується Господарського кодексу України, то в ч. 2 ст. 163 можна віднайти лише згадку про пайові цінні папери у положенні, за яким в Україні можуть випускатися і перебувати в обігу пайові цінні папери. Тобто у нормативних визначеннях пайових цінних паперів можна помітити акцент на таких характеристиках пайових цінних паперів, як здатність посвідчення:

- 1) пайової участі у формуванні статутного капіталу;
- 2) відносин співвласності;
- 3) прав на управління емітентом;
- 4) права на одержання прибутку або майна.

Види пайових цінних паперів. Як уже зазначалося, при характеристиці класифікації цінних паперів відповідно до ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»¹ до пайових цінних паперів належать акції, інвестиційні сертифікати й сертифікати ФОН (рис. 2.2). Однак не всі науковці погоджуються з такими видами пайових цінних паперів. Наприклад, О.В. Кологойда зазначає, що до пайових цінних паперів відносяться: акції та інвестиційні сертифікати. Заради справедливості слід підкреслити, що сертифікати ФОН були віднесені законодавцем до пайових цінних паперів лише з прийняттям Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо вдосконалення фінансових механізмів здійснення інвестицій у будівництво житла» від 18 грудня 2008 р. № 692-VI.



Рис. 2.2. Основні види пайових цінних паперів

Варто наголосити, що досить спірним, з наукової точки зору, є віднесення до групи пайових цінних паперів інвестиційних сертифікатів. З такою тезою погоджується і О.В. Кологойда, яка вказує на те, що можна спостерігати невідповідність ознак пайових цінних

¹ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480 — IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

паперів ознакам інвестиційного сертифіката у контексті засвідчення участі у статутному капіталі та надання права власникові цінного паперу на участь в управлінні емітентом, що не властиво для інвестиційного сертифіката¹ та не дає можливість відносити їх до вказаної групи цінних паперів. Безперечно, для глибшого аналізу потрібно розглянути кожен вид пайових цінних паперів окремо.

Акції. Акції є одним з найуживаніших різновидів пайових цінних паперів. Варто зазначити, що у сучасній доктрині найбільш деталізована правова характеристика надається акціям, адже саме вони глибше за інші цінні папери проникли у цивільний оборот і, як наслідок, займають чільне місце на ринку цінних паперів. Крім цього, стихійний процес приватизації в Україні², що проявляється то в збільшенні, то навпаки, у зменшенні кількості приватизованих об'єктів, передбачає у випадку підвищення приватизаційних процесів у державі прямо пропорційне зростання кількості акціонерних товариств.

Історично акції з'явилися на початку епохи великих географічних відкриттів, що в першу чергу пояснюється тим, що відрядження морських експедицій і торговельних караванів до країн Нового Світу потребувало значних капіталовкладень, що спричинило створення спільного капіталу об'єднань купців і судновласників, де внесення паю оформлювалося спільним документом, який засвідчував право власності на частку у спільному капіталі та право на одержання частини прибутку у випадку вдалого спільного підприємства³. Така правова конструкція і була прообразом акцій. Якщо ж говорити про найстаріший сертифікат акції, то він знаходиться у власності Амстердамської фондової біржі і був випущений Об'єднаною Східно-Індійською компанією у 1606 р., яка існувала до кінця XVIII ст.⁴.

Відповідно до норми ч. 1 ст. 6 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»⁵, акція — це іменний цінний папір,

¹ Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О.В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 68-69.

² Кібальник Л.О. Вплив світової фінансової кризи на процес приватизації загальнодержавної власності в Україні / Л.О. Кібальник, О.С. Корж // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Vchu/N177/N177p013-020.pdf

³ Кологойда О. В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О. В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 45.

⁴ Басова И. Ценные бумаги: рынок, операции и учёт / И. Басова, Н. Петрова. — Х.: Фактор, 2009. — С. 95.

⁵ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства, включаючи право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів і право на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, право на управління акціонерним товариством, а також немайнові права, передбачені Цивільним кодексом України і законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств, і законодавством про інститути спільного інвестування. Крім цього, ч. 1 ст. 20 Закону України «Про акціонерні товариства» вказує на те, що акція товариства посвідчує корпоративні права акціонера цього акціонерного товариства. В юридичній енциклопедії також акцентується увага на ознаці пайової участі, адже вказується, що акція — це цінний папір, що засвідчує пайову участь у підприємстві, що діє у формі акціонерного товариства і дає право на одержання частини його прибутків у вигляді дивідендів¹. Що ж до правових систем, то можна спостерігати відмінність поставлених акцентів у законодавствах різних країн світу при наданні легального визначення поняття акції. Відповідно до англійського законодавства за своїм змістом акція виражає інтерес акціонера по відношенню до компанії, у зв'язку з чим акції розглядаються у контексті об'єктів особистої, а не реальної власності. На противагу досвіду Великобританії законодавство США визначає акції як одиниці, на які розбиті майнові права корпорації².

Юридична та економічна література не містить єдиного уніфікованого підходу до розуміння поняття «акція». Втім, проаналізувавши низку доктринальних джерел, можна спостерігати виокремлення трьох основних підходів до розуміння юридичної природи акції, а саме: акція як документ; акція як майнове право; змішаний підхід, за яким акція наділяється основними ознаками документа та майнового права. Зокрема, з цього приводу А.В. Майфат відзначив, що дійсно, можна спостерігати доктринальне розрізнення точок зору на поняття акції у трьох контекстах праворозуміння, а саме розуміння акції як документа, розуміння акції як майнового права (сукупності

¹ Тихомирова Л.В. Юридическая энциклопедия / Л.В. Тихомирова, М.Ю. Тихомиров. — М.: Юринформцентр, 1997. — С. 28.

² Макарова О.А. Корпоративное право: учебник / О.А. Макарова. — М.: Волтерс Клувер, 2005. — С. 121—122.

прав) та точки зору, що акція за своєю природою об'єднує як документ, так і майнові права¹.

Аналізуючи поняття акції у чинному законодавстві, О.В. Кологойда доходить висновку, що поняття «акція» можна розглядати у двох значеннях: з одного боку це найдрібніша частка статутного фонду (капіталу) акціонерного товариства, володіння якою надає право участі в акціонерному товаристві, а з другого — це документ (цінний папір) без установленого строку обігу, що засвідчує володіння найдрібнішою часткою статутного фонду акціонерного товариства та відповідно надає її власникові права акціонера, тобто учасника акціонерного товариства². Дуалістичне розуміння юридичної природи вказує на те, що О.В. Кологойда дотримується змішаного підходу до розуміння юридичної природи акції.

Натомість О.М. Буренін зазначив, що акція — це емісійний цінний папір, який закріплює право його володільця на одержання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів, на участь в управлінні акціонерним товариством і на частину майна, що залишиться після його ліквідації³. Наведене визначення подібне до того, що надається російським законодавцем при визначення поняття акції у ст. 2 Федерального закону РФ «Про ринок цінних паперів». В.А. Белов, намагаючись навести більшість ознак акції, розуміє під цим поняттям іменний чи цінний папір на пред'явника, що засвідчує факт внесення його держателем (акціонером) чи його попередником активів визначеної вартості у статутний капітал акціонерного товариства-емітента і прав акціонера на періодичне одержання частини прибутку емітента у вигляді дивідендів, право на участь в управлінні справами емітента, право на одержання інформації про діяльність його бухгалтерської та іншої документації і право на частину власності емітента, що залишиться після його ліквідації⁴. О.І. Дегтярьова, М.М. Коршунов, Є.Ф. Жуков визначають акцію як емісійний

¹ *Майфат А.В.* Гражданско-правовые конструкции инвестирования: монография / А.В. Майфат. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 136.

² *Кологойда О.В.* Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О.В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 74.

³ *Буренін А.Н.* Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: учебное пособие / А.Н. Буренін. — М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998. — С. 66.

⁴ *Белов В.А.* Ценные бумаги в российском гражданском праве / В.А. Белов. — М.: Учебно-консультационный центр «ЮрИнфоР», 1996. — С. 151.

цінний папір, що закріплює право її володільця (акціонера) на одержання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів, на участь в управлінні акціонерним товариством і на частину майна, що залишається після його ліквідації¹. Л. Юлдашбаєва відносить акції до категорії речей через їх матеріальність, адже, як вона вважає, акції поєднують у собі матеріальний і нематеріальний об'єкти — документ і права відповідно². З наведеною точкою зору не погоджується Є.О. Крашенинников, який вказує, що ні акція, ні будь-який інший цінний папір не можна відносити до категорії речей³.

З аналізу наведених визначень акції можна прийти до висновку про превалювання у вітчизняних дослідженнях точки зору за якою поняття «акція» виражається через поняття «цінний папір», що, зокрема, є досить поодиноким явищем для іноземної доктрини. Адже у зарубіжній літературі існує визначення акції, за яким вона розглядається як право, яке має акціонер при розподіленні прибутків, а сертифікат, виданий корпорацією, не є необхідною умовою існування акцій, а лише є доказом існування таких фактів⁴. Ж. Рун у своїх дослідженнях указує на те, що романо-германська доктрина при характеристиці поняття акції виходить з того, що акція підтверджує право її володільця на участь у компанії⁵. Деякі науковці йдуть ще далі, зокрема Р. Гамільтон підкреслює, що акція розглядається як утілення остаточного інтересу власника до компанії⁶. Як наслідок, у романо-германській правовій доктрині розповсюджена точка зору, за якою акція розуміється як цінний папір, що посвідчує майнове право або сукупність прав і факт участі у товаристві.

Враховуючи юридичну природу та основні ознаки акції, широкий спектр корпоративних прав, які може посвідчувати акція слід навести визначення вказаного поняття. *Акція* — це пайовий

¹ Дегтярева О.И. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / О.И. Дегтярева, Н.М. Коршунов, Е.Ф. Жуков. — М.: Юнити — Дана, 2004. — С. 17.

² Юлдашбаева Л. Правовая природа бездокументарных ценных бумаг // Хозяйство и право. — 1997. — № 10. — С. 42.

³ Крашенинников Е.А. Ценные бумаги на предъявителя / Е. А. Крашенинников. — Ярославль: Изд-во ЯрГУ, 1995. — С. 39.

⁴ Porpus R. Organizing corporate and other business enterprises / R. Porpus. — Matthew Bender, 1953. — P. 141—142.

⁵ Ryn J. International Encyclopedia of Comparative Law // Martinus Nijhoff Publishers, Dordrecht, 1990. — Vol. XII. — P. 138—140.

⁶ Hamilton R.W.R. Corporations, Partnerships, Limited Partnerships. Cases and materials / R.W.R. Hamilton. — West, Fourth Edition. — P. 301—303.

цінний папір, який посвідчує корпоративні права його власника щодо емітента.

Ознаки акції. Акція має характерні ознаки, які дозволяють її виокремити серед інших цінних паперів. **По-перше**, акція є *неподільною*. У даному випадку йдеться про неподільність прав, що посвідчує така акція. Так, Я.М. Міркін, визначаючи неподільність акції, вказує, що дві особи (наприклад, подружжя), що спільно володіють одноголосною акцією, у будь-якому випадку, представлятимуть лише один голос на акціонерних зборах¹.

Необхідно підкреслити, що наведена ознака акції в юридичних колах розглядається як досить спірна. Така ситуація пов'язана, у першу чергу, з тим, що до 2009 р. на рівні Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» не була встановлена ознака неподільності акції. Нагадаємо, що положення ч. 2 ст. 5 Закону України «Про цінні папери та фондову біржу», де чітко вказувалося на неподільність акції, спочатку не знайшло свого відображення у Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок». У зв'язку з цим у професійних учасників ринку цінних паперів — реєстраторів і зберігачів виникали питання пов'язані з обліком права власності на цінні папери, адже якщо вважати, що акція є подільною, то одну акцію можна розділити між кількома особами, в результаті чого кожній з них належатиме певна частина акції (наприклад, 1/2, 1/3, 1/4 акції). На той час досить часто вказувалося, що в такому разі зникає частина проблемних питань, пов'язаних з відкриттям особових рахунків співвласникам. Зокрема, при успадкуванні кількома особами неподільної кількості акцій реєстратор матиме можливість відкрити кожному зі спадкоємців рахунок на ту частку акцій, яка належить йому згідно свідоцтва про право на спадщину. Зазначене знайшло своє відображення й у Листі Професійної асоціації реєстраторів і депозитаріїв № 357-01 від 19 вересня 2006 р. до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку у питанні щодо неподільності акцій².

Згадуючи вказаний лист, слід звернути увагу на той факт, що у ньому все ж таки підкреслюється неподільність акції та наго-

¹ Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок / Я.М. Миркин. — М.: Перспектива, 1995. — С. 143.

² Лист Професійної асоціації реєстраторів та депозитаріїв до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Щодо неподільності акцій» від 19 вересня 2006 р. №357-01 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.pard.kiev.ua/cgi-bin/start.php?menu=1&page=12&doc=1602>

лошується, що відповідно до ч. 2 ст. 183 Цивільного кодексу України неподільною є річ, яку не можна поділити без втрати її цільового призначення. За цих обставин слід наголосити, що акція, в класичному розумінні відноситься законодавцем до категорії особливих об'єктів цивільних прав — речей (ст. 177 ЦК України) та не може бути поділена на частини хоча б через те, що буде порушений принцип голосування: одна акція — один голос. З цього приводу в розглядуваному листі правильно зазначалося, що згідно зі ст. 44 Закону України «Про господарські товариства» від 19 вересня 1991 р. голосування на загальних зборах акціонерів проводиться за принципом: одна акція — один голос. У разі поділу однієї акції на частини між кількома акціонерами буде порушуватися вказаний принцип голосування на загальних зборах товариства, що є неприпустимим. Не можна обійти увагою й те, що окремо наголошувалося на основних функціях акції (посвідчення майнових і немайнових прав її власника, які стосуються акціонерного товариства та передбачені ЦК України та законом, що регулює питання діяльності акціонерних товариств)¹.

Отже, у розглядуваний період розвитку законодавства про цінні папери спостерігалася нормативна прогалина, яка віддзеркалювала нерозуміння сутності і правової природи акції законодавцем. Вказана прогалина була усунута лише у 2009 р. з прийняттям Закону України «Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо порядку дій емітента та інвесторів»², що доповнив Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» абзацом 2 ч. 1 ст. 6, який містить імперативне положення, за яким акція є неподільною, а порядок реалізації прав співвласників акції (акцій) визначається Цивільним кодексом України та законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств, тобто Законом України «Про акціонерні товариства»³ та Законом України «Про госпо-

¹ Лист Професійної асоціації реєстраторів та депозитаріїв до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Щодо неподільності акцій» від 19 вересня 2006 р. №357-01 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.pard.kiev.ua/cgi-bin/start.php?menu=1&page=12&doc=1602>

² Закон України «Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо порядку дій емітента та інвесторів» від 11 червня 2009 р. № 1522-VI // Відомості Верховної Ради України. — 2009. — № 49. — Ст. 733.

³ Закон України «Про акціонерні товариства» від 17 вересня 2008 р. № 514-VI // Відомості Верховної Ради України. — 2008. — № 50—51. — Ст. 384.

дарські товариства»¹. Тобто наразі, можна стверджувати, що законодавець визнав той факт, що акція за своєю правовою природою є неподільною. Якщо акція належить на праві власності кільком особам, то всі вони визнаються її власниками й можуть здійснювати свої права за акцією через одного з них або через спільного представника. Наведена теза підкріплюється і наявною судовою практикою. Зокрема, на прикладі спорів про розподіл майна подружжя також наголошується на неподільності акції, однак при цьому вказується, що її вартість не є неподільною, а тому весь комплекс корпоративних прав та обов'язків належить лише тому з подружжя, який є власником цінних паперів, хоча в разі поділу майна подружжя вартість акцій повинна бути включена до вартості майна подружжя, яке підлягає поділу. Розглянемо приклад таких спорів.

Колегія суддів Верховного Суду України, розглянувши цивільну справу за позовом ОСОБА-6 до ОСОБА-7, ОСОБА-8, третя особа — ТОВ «Інвестиційна компанія «Акцепт-Інвест», про визнання правочину недійсним за касаційною скаргою ОСОБА-7 на рішення апеляційного суду м. Києва від 22 липня 2010 р. та рішення Солом'янського районного суду м. Києва від 18 грудня 2009 р., встановила:

У квітні 2009 р. ОСОБА-6 звернулася до суду з позовом до ОСОБА-7, ОСОБА-8 про визнання недійсним договору купівлі—продажу акцій № К 10, укладеного 10 квітня 2006 р. Відповідно до цього договору ОСОБА-7 передала у власність ОСОБА-8 через третю особу — ТОВ «Інвестиційна компанія «Акцепт-Інвест» — прості іменні акції ЗАТ «Страхова компанія «Естрін» у кількості 333 штуки номінальною вартістю однієї акції 7 500 грн, номінальною вартістю пакета акцій 2 497 500 грн.

В обґрунтування позовних вимог ОСОБА-6 посилялася на те, що зазначені акції є її спільною сумісною власністю з відповідачем ОСОБА-7, а він відчужив акції без її згоди, чим порушив її право власності.

Рішенням Солом'янського районного суду м. Києва від 18 грудня 2009 р. позов задоволено. Визнано недійсним договір купівлі—продажу цінних паперів № К 10, укладений 10 квітня 2006 р. між ТОВ «Інвестиційна компанія Акцепт-Інвест» як повіреним ОСОБА-8 та ОСОБА-7. Зобов'язано ОСОБА-7 повернути ОСО-

¹ Закон України «Про господарські товариства» від 19 вересня 1991 р. № 1576-XII // Відомості Верховної Ради України. — 1991. — № 49. — Ст. 682.

ОСОБА-8 простий вексель № 30017511805 номіналом 2 497 500 грн від 16 травня 2006 року з датою погашення 16 травня 2016 р. Зобов'язано ОСОБА-8 повернути ОСОБА-7 прості іменні акції ЗАТ «Страхова компанія «Естрін» у кількості 333 шт. номінальною вартістю пакета акцій 2 497 500 грн, шляхом здійснення переказу з рахунку в цінних паперах № 003364 зберігача цінних паперів ВАТ «СЕБ Банк» на рахунок у цінних паперах № 003330 зберігача цінних паперів ВАТ «СЕБ Банк».

Рішенням апеляційного суду м. Києва від 22 липня 2010 р. рішення Солом'янського районного суду м. Києва від 18 грудня 2009 р. змінено в частині вирішення позовних вимог про застосування наслідків недійсності правочину: зобов'язано ОСОБА-7 повернути ОСОБА-8 2 497 500 грн; у решті — рішення суду залишено без змін.

У серпні 2010 р. ОСОБА-7 звернувся до Верховного Суду України з касаційною скаргою, в якій просить скасувати рішення судів першої й апеляційної інстанцій і ухвалити нове рішення, яким у задоволенні позову ОСОБА-6 відмовити. Касаційна скарга підлягає частковому задоволенню з таких підстав. Згідно з ч. 2 ст. 215 ЦК України недійсним є правочин, якщо його недійсність встановлена законом. Відповідно до ст. 65 Сімейного кодексу (СК) України дружина, чоловік розпоряджаються майном, що є об'єктом права спільної сумісної власності подружжя, за взаємною згодою. При укладенні договорів одним з подружжя вважається, що він діє за згодою другого з подружжя. Для укладення одним із подружжя договорів, які потребують нотаріального посвідчення і (або) державної реєстрації, а також договорів стосовно цінного майна згода другого з подружжя має бути подана письмово. Судом першої інстанції було визнано недійсним договір купівлі—продажу цінних паперів № К 10, укладений 10 квітня 2006 р., за яким ОСОБА-7 передав у власність ОСОБА-8 через третю особу — ТОВ «Інвестиційна компанія Акцепт-Інвест» прості іменні акції ЗАТ «Страхова компанія Естрін» у кількості 333 шт. номінальною вартістю пакета акцій 2 497 500 грн, а ОСОБА-8 за посередництва ТОВ «Інвестиційна компанія Акцепт-Інвест» передав ОСОБА-7 на вказану суму договору простий вексель № 30017511805 номіналом 2 497 500 грн від 16 травня 2006 р. з датою погашення 16 травня 2016 р. При цьому суд виходив з того, що ЗАТ «Страхова компанія «Естрін» заснована ОСОБА-7 у 2005 р., тобто в період шлюбу з ОСОБА-6, який зареєстровано 4 грудня 2002 р., тому прості іменні акції ЗАТ «Страхова компанія Естрін» у кількості 333 штуки є об'єктом спільної сумісної власності подружжя. Підставою визнання судом першої інстанції недійсним правочину вказано від-

сутність письмової згоди ОСОБА-6 на укладення ОСОБА-7 10 квітня 2006 р. договору купівлі—продажу цінних паперів—333 шт. простих іменних акцій ЗАТ «Страхова компанія Естрін».

Проте погодитися з такими висновками судів не можна, оскільки вони не відповідають фактичним обставинам справи й зроблені з порушенням норм матеріального та процесуального права. Суди не звернули уваги на вказані вище ст. 215 ЦК України, ст. 65 СК України, положення ч. 4 ст. 24 Закону України «Про акціонерні товариства», ч. 5 ст. 5 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», роз'яснення п. п. 7 та 8 постанови Пленуму Верховного Суду України від 6 листопада 2009 р. № 9 «Про судову практику розгляду цивільних справ про визнання правочинів недійсними», п. 26 та 27 постанови Пленуму Верховного Суду України від 21 грудня 2007 р. № 11 «Про практику застосування судами законодавства при розгляді справ про право на шлюб, розірвання шлюбу, визнання його недійсним і поділ спільного майна подружжя» і не з'ясували обставин справи за змістом цих положень.

Так, суд першої інстанції, з висновком якого погодився й суд апеляційної інстанції, не з'ясував: чи потребував договір купівлі—продажу акцій, укладений між ОСОБА-7 та ОСОБА-8, обов'язкового нотаріального посвідчення та (або) державної реєстрації; чи для його укладення достатнім було дотримання письмової форми договору; чи є спірні акції цінним майном у розумінні ст. 65 СК України; за чиї кошти придбані спірні акції (за спільні кошти подружжя чи за кошти ОСОБА-7). Крім того, згідно з ч. 1 ст. 194 ЦК України та ч. 1 ст. 6 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» акція—іменний цінний папір, який посвідчує, зокрема, майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства. Визначає взаємовідносини між особою, яка його розмістила (видала), власником та передбачає виконання зобов'язань згідно з умовами його розміщення, а також можливість передачі прав, що впливають з цього документа іншим особам, у тому числі право на їх відчуження.

Акція є неподільною, тому власник акцій набуває повний комплекс корпоративних прав та обов'язків. Указані права та обов'язки належать лише тому з подружжя, який є власником цінних паперів, і в разі поділу майна подружжя вартість акцій повинна бути включена до вартості майна подружжя, яке підлягає поділу.

За таких обставин суд першої інстанції в порушення вимог ст. 213, 214 Цивільного процесуального кодексу (ЦПК) України, а

апеляційний суд — ст. 303 ЦПК України належним чином не перевірили доводів ОСОБА-7 щодо відсутності підстав для визнання спірної угоди недійсною.

Ураховуючи те, що судами I та II інстанції під час розгляду справи були допущені порушення норм матеріального та процесуального права, які призвели до неправильного вирішення спору, ухвалені судові рішення у справі підлягають скасуванню з передачею справи на новий розгляд до суду першої інстанції.

По-друге, акція не має строку обігу, а це означає, що права власника акції існують до тих пір, доки існує акціонерне товариство. Нагадаємо, що відповідно до ст. 79 Закону України «Про акціонерні товариства»² акціонерне товариство припиняється в результаті передання всього свого майна, прав та обов'язків іншим підприємницьким товариствам — правонаступникам (шляхом злиття, приєднання, поділу, перетворення) або в результаті ліквідації. Тобто у власника акції до моменту припинення акціонерного товариства та його ліквідації зберігаються правомочності власника цінного паперу. Однак, при цьому слід врахувати особливості, визначені ст. 80 Закону України «Про акціонерні товариства», які стосуються долі акцій товариства, яке припиняється внаслідок поділу, злиття, перетворення та виділу. Тут характерним є своєрідне «конвертування» акцій товариства, що припинилося за вказаними юридичними фактами в акції товариств- правонаступників і їх розміщення серед акціонерів (поділ, злиття, виділ) чи учасників (перетворення акціонерного товариства). Винятком з указанного правила є лише акції товариств, що задіяні у злитті, приєднанні, поділі, виділі, перетворенні, власниками яких є акціонери, які звернулися до акціонерного товариства з вимогою про обов'язковий викуп належних їм акцій та які мають таке право, адже у цьому випадку конвертація акцій не здійснюється.

По-третє, акції наділені ознакою *формалізму*, адже відповідно до ч. 5 ст. 6 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» кожний сертифікат акції повинен відповідати певним вимогам, а саме мати: власне найменування акціонерного товариства; його адресу; вид цінного паперу, серію і номер сертифіката, міжнародний ідентифікаційний код цінного паперу, тип і клас акцій,

¹ Ухвала Верховного суду України від 26 жовтня 2011 р. № 19848659 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/19848659>

² Закон України «Про акціонерні товариства» від 17 вересня 2008 р. № 514-VI // Відомості Верховної Ради України. — 2008. — № 50—51. — Ст. 384.

номінальну вартість акції, кількість акцій, що належить власникові за таким сертифікатом, ім'я (найменування) власника, підпис керівника емітента або іншої уповноваженої особи, засвідчений печаткою емітента (уповноваженої особи). Вказані вимоги законодавець визначає як реквізити сертифіката акції.

По-четверте, акція дає можливість забезпечити *обмеженість ризиків акціонерів*. Обмеженість корпоративних ризиків полягає у тому, що акціонер не може втратити більше суми грошових коштів, ніж та, що витрачена на придбання ним акції. Відповідна тенденція проявлялася на рівні впровадження норм, у яких відсутня юридична відповідальність акціонера за зобов'язаннями товариства перед третіми особами. На думку Я.М. Міркіна, прояв згаданої тенденції припадає на початок ХІХ ст.¹

По-п'яте, акції товариства існують у *формі, що встановлена законом*. З огляду на імперативне правило ч. 2 ст. 20 Закону України «Про акціонерні товариства» акції товариств існують виключно в бездокументарній формі. Зазначене пояснюється існуючою тенденцією до випуску бездокументарних цінних паперів, що є більш зручним, економічно вигідним і прискорює обіг цінних паперів у порівнянні з їх попередниками — документарними цінними паперами.

По-шосте, акція наділена ознакою *оборотоздатності*. Адже акція за умови дотримання відповідного порядку може вільно відчужуватися власниками третім особам.

Класифікація акцій. Якщо згадати про класифікації акцій, то в літературі та за законодавством виділяють кілька критеріїв їх поділу. Найпоширенішою є класифікація акцій залежно від обсягу прав, що ними засвідчуються. Вказане відображено в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок», а саме: в ч. 6 ст. 6 вказаного Закону зазначається, що акціонерне товариство розміщує акції двох типів — *прості та привілейовані*.

Відштовхуючись від положення ч. 7 ст. 6 даного Закону прості акції можна визначити як такі, що надають їх власникам право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів, на участь в управлінні акціонерним товариством, на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації й інші права, передбачені законом, що регулює

¹ Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок / Я.М. Миркин. — М.: Перспектива, 1995. — С. 143.

питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств. Характерною особливістю простих акцій є обсяг прав, які вони надають своїм власникам та обмеження їх здатності до конвертації, адже прості акції надають їх власникам однакові права і не підлягають конвертації у привілейовані акції або інші цінні папери акціонерного товариства.

В контексті цього не можна не зазначити того факту, що на практиці мають місце випадки, коли загальні збори приймають рішення про нарахування і виплату дивідендів лише одному або кільком акціонерам, які не є власниками привілейованих акцій. Безумовно, таке рішення порушує права інших акціонерів товариства на отримання дивідендів. З цього приводу в п.п. 2.23 Рекомендацій Вищого господарського суду «Про практику застосування законодавства у розгляді справ, що виникають з корпоративних відносин» від 28 грудня 2007 р. правильно зазначається, що право на отримання частини прибутку акціонерного товариства належить кожному власнику акцій цього товариства. Законодавством переважне право на отримання частини прибутку надано лише власникам привілейованих акцій (ч. 7 ст. 6 Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок»). Усі власники простих акцій мають рівні права на отримання дивідендів, якщо загальними зборами акціонерів прийнято рішення про спрямування прибутку (частини прибутку) на їх виплату. При цьому прибуток (частина прибутку) розподіляється між усіма акціонерами пропорційно кількості належних їм акцій. Відтак рішення загальних зборів про нарахування і виплату дивідендів лише одному або частині акціонерів, які не є власниками привілейованих акцій, є таким, що порушує права інших акціонерів на отримання частини прибутку товариства¹.

Однак, слід вказати, що законодавство деяких держав передбачає види простих акцій. Залежно від умов емісії простих акцій їх поділяють на:

- 1) акції з правом на виплату дивідендів у формі грошей або у формі додаткових акцій компанії;
- 2) на акції з відстрочкою платежу;

¹Рекомендації Вищого господарського суду «Про практику застосування законодавства у розгляді справ, що виникають з корпоративних відносин» від 28 грудня 2007 р. № 04-5/14 // Відомості Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. — 2008. — № 129.

3) акції з правом зворотного викупу за вимогою товариства або акціонера¹.

Також існують прості акції, які в частині виплати дивідендів умовами емісії прирівняні до привілейованих акцій. Як наслідок, власник простої акції отримує «складні дивіденди». Тобто володілець такої акції одержує фіксований, раніше встановлений умовами випуску акції дивіденд, та до цієї регулярної суми в кінці кожного року у відповідності до підсумків роботи корпорації виплачується ще додатковий дивіденд або іншими словами «екстра-дивіденд»².

Що стосується привілейованих акцій, то відповідно до ч. 8 ст. 6 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» вони надають їх власникам переважні стосовно власників простих акцій права на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів і на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, а також надають права на участь в управлінні акціонерним товариством у випадках, передбачених статутом і законом, який регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств.

Привілейовані акції можуть бути різних класів, з різним обсягом прав (справа у тому, що власники таких акцій не мають права голосу по ряду питань). Відповідний обсяг прав має бути передбачений статутом акціонерного товариства, що здійснює їх розміщення в силу ч. 9 ст. 6 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». Привілейовані акції можна розмістити за умови, якщо статутом товариства буде передбачено чітку черговість отримання дивідендів і виплат з майна ліквідованого товариства для кожного класу привілейованих акцій, розміщених акціонерним товариством.

Характерною особливістю привілейованих акцій є їх здатність до конвертації. Так, за диспозитивним правилом ч. 9 ст. 6 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», залежно від умов розміщення привілейовані акції певних класів можуть бути конвертовані наступним чином. По-перше, такі привілейовані акції можуть бути конвертовані у прості акції. По-друге, розглядувані привілейовані акції можуть бути конвертовані у привілейовані акції інших класів. Конвертація привілейованих акцій включає механізм пере-

¹ *Burgess R. Corporate Finance Law.* — L., 1985. — P. 8.

² Ценные бумаги: учебник [под. ред. В.И. Колесникова, В.С. Торкановского]. — М.: Финансы и статистика, 2000. — С. 78.

ведення випущених емітентом акцій і, як правило, відображає особливості порядку заміни свідоцтв про реєстрацію.

Аналізуючи привілейовані акції, не можна не згадати нормативні обмеження за кількісним критерієм. Так, відповідно до ч. 9 ст. 6 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» частка привілейованих акцій у статутному капіталі акціонерного товариства не може перевищувати 25 %. Нормативне встановлення граничної межі частки привілейованих акцій слід розглядати як реалізацію правової гарантії прав акціонерів товариства.

На відміну від Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» законодавство деяких держав закріплює окремі права власників привілейованих акцій щодо управління товариством. Так, власникам привілейованих акцій надається право голосу при вирішенні питань, пов'язаних з додатковою емісією, а у разі несплати дивідендів їм надається право голосу до такої виплати при вирішенні питань реорганізації та ліквідації акціонерного товариства. Окрім цього, може бути надано право голосу при розгляді питань, в яких можуть бути порушені його інтереси (США, Канада)¹.

Доктрині відомі різновиди привілейованих акцій, а саме: преференційні — ті акції, що мають перевагу в черговості; конвертовані — ті, що можна обміняти на інші акції — звичайні чи інші привілейовані акції; кумулятивні — ті привілейовані акції, по яких відбувається нагромадження дивідендів у випадку їх не виплати, тобто можна спостерігати визначення емітентом проміжку часу, протягом якого дивіденди можуть нагромаджуватись².

Найбільш розповсюдженою вважається класифікація акцій за способом визначення особи власника. За вказаним критерієм акції поділяються на іменні й акції на пред'явника. Так, у відповідності до швейцарського корпоративного законодавства, зокрема п.1 ст. 622 Кодексу зобов'язального права акції можуть випускатися на ім'я держателя (іменні акції — *Registered shares*) або на пред'явника (*Bearer shares*). В юридичній доктрині висловлюється критика стосовно акцій на пред'явника через наявність небезпеки їх застосування з метою відмивання грошових коштів³. Як

¹ Господарське судочинство в Україні: Судова практика. Обіг цінних паперів [за ред. О.Б. Шицького]. — К.: Праксис, 2006. — С. 49.

² Телюкіна М.В. Комментарий к Федеральному закону «Об акционерных обществах» (постатейный) / М.В. Телюкіна. — М.: Волтерс Клувер, 2005. — С. 151—160.

³ Нобель П. Швейцарское финансовое право и международные стандарты / П. Нобель; [пер. с англ.]. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 821.

наслідок, у деяких державах має місце законодавча заборона акцій на пред'явника. Так, з огляду на імперативне положення ч. 5 ст. 6 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» акціонерне товариство може розмістити лише іменні акції¹. Подібного роду законодавча практика відома й іншим державам, зокрема Російській Федерації, де також дозволено розміщення виключно іменних акцій.

В доктрині та законодавстві окремих держав виділяються різновиди іменних акцій. Особливого значення серед них набувають вінкульовані іменні акції, які мають місце у законодавстві ФРН. Під *вінкульованими іменними акціями* слід розуміти іменні акції, для відчуження яких необхідною умовою є одержання дозволу одним з органів управління товариством (емітентом). О.О. Макарова зазначає, що такі акції існують переважно у страхових і сімейних товариствах, метою яких є створення перешкоди для відчуження акцій третім особам. Крім вінкульованих іменних акцій, виділяються іменні акції з правом подвійного голосу (відомі законодавству Франції). Характерною особливістю таких цінних паперів є встановлена законодавцем вимога щодо обов'язкового викупу цих акцій не пізніше ніж за два роки після їх випуску².

У даному контексті видається цікавим законодавчий досвід ФРН. Особливістю німецького фондового ринку є перевага акцій на пред'явника над іменними акціями, що зовсім не характерне для України. Адже, нагадаємо, що відповідно до імперативного правила ст. 6 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» акції в Україні можуть бути лише іменними. Також, як уже зазначалося, особливо широко акції на пред'явника використовуються у Швейцарії³. Зваживши критику у бік акцій на пред'явника і європейський законодавчий досвід, все ж таки видається сумнівним запровадження українським законодавцем положення ч. 5 ст. 6 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», яким встановлюється заборона акціонерним товариствам розміщувати акції на пред'явника. У зв'язку з цим німецькі експерти, аналізуючи подібну ситуацію в Російській Федерації, досить час-

¹ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480 — IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

² Макарова О.А. Корпоративное право: учебник / О.А. Макарова. — М.: Волтерс Клувер, 2005. — С. 118.

³ Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок / Я.М. Миркин. — М.: Перспектива, 1995. — С. 144.

то заявляють про те, що встановлення законодавчого обмеження стосовно використання акцій на пред'явника є тимчасовою мірою держави, що пов'язана з перехідним неринковим мисленням людей, які працюють у державних органах Росії, що орієнтовані на іменний облік доходів, володіння пакетами акцій та централізований контроль статків¹.

Акції також прийнято класифікувати на розміщені й об'явлені. До розміщених акцій належать такі, що реалізовані акціонерним товариством (тобто ті, що фактично визначають розмір статутного капіталу). На відміну від розміщених акцій, до об'явлених належать акції, які акціонерне товариство має право розміщувати додатково відносно вже розміщених (в порядку додаткової емісії).

Окрім цього, в теорії цінних паперів також існує поділ акцій на голосуючі та неголосуючі, агресивні, захисні, преміальні, «золоті акції» та «голубі фішки».

Інвестиційні сертифікати. Інвестиційні сертифікати належать до пайових цінних паперів. Взагалі термін «сертифікат» (*certificat*) має французьке походження і сягає своїми коренями до латинських «безсумнівний» (*certus*) і «роблю» (*facio*). Загальне значення цього слова — документ, що засвідчує той чи інший акт². Емітентами інвестиційних сертифікатів почали виступати інвестиційні фонди. Одними з перших інвестиційних фондів можна назвати пайові інвестиційні фонди Англії, що виникли у 1869 р., а перший взаємний фонд (попередник сучасного пайового фонду) в США був заснований у 1924 р. під назвою «*Massachusetts Investory Trust*»³.

У доктрині поняття інвестиційного сертифікату визначають виходячи з розуміння його юридичної природи. Звертаючись до юридичного словника можна віднайти наступне визначення інвестиційного сертифікату. Так, Тенгіс Саде цу Ромкерхалль визначає інвестиційний сертифікат як свідоцтво про долю (участь) у спеціальному фонді цінних паперів (інвестиційному фонді), яке має право на отримання певного доходу⁴. Здійснивши аналіз на-

¹ Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок / Я.М. Миркин. — М.: Перспектива, 1995. — С. 144.

² Мозговий О.М. Фондовый рынок: навч. посіб. / О.М. Мозговий. — К.: КНЕУ, 1999. — С. 33.

³ Басова И. Ценные бумаги: рынок, операции и учёт / И. Басова, Н. Петрова. — Х.: Фактор, 2009. — С. 97.

⁴ Тенгис Саде цу Ромкерхалль Юриджиский словарь иностранных слов. — Германия, 2010. — С. 82.

веденого визначення можна прийти до висновку, що автор не розглядає інвестиційний сертифікат як цінний папір. Думається, що у даному визначенні має місце помилка, адже сертифікат не може мати право, так як це об'єкт цивільного права, а не суб'єкт. У даному контексті варто було б зазначити, що інвестиційний сертифікат посвідчує право його держателя на отримання доходу.

Досліджуючи сутність інвестиційного сертифікату, Є.Ф. Жуков теж наводить його визначення. Так, під інвестиційним сертифікатом він розуміє накопичення на рахунках у банках грошових коштів для цільового інвестування або безпосередньо у підприємство або компанію, або через реальні цінні папери (акції, облігації)¹. Таким чином, Є.Ф. Жуков вказівкою на словосполучення «накопичення на рахунках у банках» теж прямо не визнає інвестиційний сертифікат цінним папером.

Законодавчий підхід щодо розуміння інвестиційного сертифікату різниться від наведених доктринальних підходів. Відповідно до ст. 3 Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» *інвестиційний сертифікат* — це цінний папір, який випускається компанією з управління активами пайового інвестиційного фонду та засвідчує право власності інвестора на частку в пайовому інвестиційному фонді². Наведене визначення інвестиційного сертифікату і ч. 1 ст. 26 Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» дають підстави для висновку про те, що законодавець визнає інвестиційний сертифікат цінним папером; ставить спеціальні вимоги до особи емітента, адже ним може бути виключно компанія з управління активами такого фонду; визнає, що інвестиційний сертифікат посвідчує право власності інвестора на частку в пайовому інвестиційному фонді. Більше того, дане визначення вказує на те, що інвестиційний сертифікат не можна віднести до, так званих, твердопроцентних цінних паперів.

Аналізуючи інвестиційні сертифікати, не можна не згадати й про підставу виготовлення самого інвестиційного сертифікату. Так, відповідно до п. 5 розділу 1 Рішення Державної комісії з

¹ Рынок ценных бумаг: учебник / [Басс А.Б. и др.]; [под ред. Е.Ф. Жукова]. — М.: Волтерс Клуверс, 2010 — С. 277.

² Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 р. № 2299-III // Відомості Верховної Ради України. — 2001. — № 21. — Ст. 103.

цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про порядок реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду» від 24 листопада 2009 р. № 1478 свідоцтво про реєстрацію випуску інвестиційних сертифікатів фонду є підставою для виготовлення інвестиційних сертифікатів (при документарній формі існування інвестиційних сертифікатів) або для оформлення глобального сертифіката інвестиційних сертифікатів (при бездокументарній формі існування інвестиційних сертифікатів).

Власники інвестиційних сертифікатів наділяються однаковим обсягом прав. Тобто окремі власники таких цінних паперів не мають привілеїв у вигляді додаткових прав по відношенню до інших власників інвестиційних сертифікатів. При цьому не можна обійти увагою і той факт, що враховуючи положення Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»¹ активи пайового інвестиційного фонду належать інвесторам на праві спільної часткової власності. Зокрема, О.Р. Гнатів підкреслив, що інвесторові належить право власності на грошові кошти, передані як оплата інвестиційних сертифікатів, та виникає право власності на інвестиційні сертифікати і майно, набуте в результаті управління активами пайового інвестиційного фонду².

Враховуючи імперативне правило розділу 2 Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про порядок розміщення, обігу та викупу цінних паперів інституту спільного інвестування»³, інвестиційні сертифікати пайового інвестиційного фонду розміщуються виключно за грошові кошти. Більше того, оплата інвестиційних сертифікатів у розстрочку забороняється п. 5 розділу 2 даного Рішення. Виняток з цього правила складає лише оплата інвестиційних сертифікатів венчурного пайового інвестиційного фонду. У такий спосіб на нормативному рівні гарантується висока лікві-

¹ Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 р. № 2299-III // Відомості Верховної Ради України. — 2001. — 21. — Ст. 103.

² Гнатів О.Р. Правова природа договору про приєднання до пайового інвестиційного фонду / О.Р. Гнатів // Вісник Львівського ун-ту, 2009. — № 49. — С. 118—123.

³ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про порядок розміщення, обігу та викупу цінних паперів інституту спільного інвестування» від 09 січня 2003 р. № 3 // Офіційний вісник України. — 2003. — № 6. — Ст. 270.

дність пайового інвестиційного фонду і як наслідок самих інвестиційних сертифікатів.

Таким чином, більшість правників доходять висновку, що особливістю інвестиційних сертифікатів є те, що для їх випуску укладається договір з інвестиційним керуючим, аудитором чи аудиторською фірмою, а також депозитний договір з депозитарієм, проводиться реєстрація випуску інвестиційних сертифікатів, публікуються інвестиційна декларація та інформація про випуск інвестиційних сертифікатів інвестиційного фонду¹.

Слід зазначити, що іноземна юридична практика свідчить про те, що випуск та обіг інвестиційних сертифікатів є не досить поширеним явищем. Між тим, вони обертаються на Нью-Йоркській, Лондонській, Цюрихській фондових біржах. Цікавим є і те, що у деяких державах (наприклад, у Франції) інвестиційні сертифікати можуть випускатися поруч із сертифікатами на право голосу², що є нехарактерним для української юридичної практики, адже український законодавець не виокремлює такого різновиду пайових цінних паперів у Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок».

Сертифікати фондів операцій з нерухомістю. Сертифікати фондів операцій з нерухомістю (сертифікати ФОН) є порівняно новими, адже їх виникнення в Україні пов'язується із Законом України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю». На думку Т.М. Майборода, з виникненням сертифікатів ФОН вони здобули серйозний конкурентний потенціал, адже вони стали чи не єдиною можливим способом залучення коштів у фінансування будівництва поряд з механізмами фондів фінансування будівництва. Крім цього, вони забезпечені досить ліквідним і капіталомістким майном — нерухомістю та дозволяють істотно оптимізувати оподаткування отримуваних доходів і відстрочити зобов'язання щодо сплати податків³.

Законодавче визначення сертифікату ФОН міститься у Законі України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном

¹ Господарське судочинство в Україні: Судова практика. Обіг цінних паперів [ред. І.Б. Шицького] — К.: Праксис, 2006. — С. 190.

² Макарова О.А. Корпоративное право: учебник / О.А. Макарова. — М.: Волтерс Клувер, 2005. — С. 120.

³ Майборода Т.М. Сертифікати ФОН: від ілюзій до розчарувань / Т.М. Майборода // Цінні папери України. — 2005. — № 1. — С. 45—46.

при будівництві житла та операціях з нерухомістю». Так, відповідно до ст. 2 наведеного Закону сертифікат ФОН — це цінний папір, що засвідчує право його власника на отримання доходу від інвестування в операції з нерухомістю¹. Як наслідок, сертифікати фондів операцій з нерухомістю відносяться до пайових цінних паперів.

Одразу слід зауважити, що сертифікату ФОН притаманна ознака *неподільності*. Як наслідок, у цьому стає помітною його схожість із акцією, адже вона також є неподільною. Нормативною підставою, яка вказує на неподільність сертифікату ФОН, безпосередньо виступає ст. 39 Закону України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю»².

Задля підвищення ліквідності ФОН та сертифікатів ФОН законодавець у ст. 40 Закону України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» та у п. 4 розділу 1 Рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку «Про затвердження Положення про реєстрацію випуску сертифікатів фонду операцій з нерухомістю, проспекту емісії, звіту про результати розміщення сертифікатів фонду операцій з нерухомістю, погашення сертифікатів фонду операцій з нерухомістю та скасування реєстрації випуску» визначив, що оплата сертифікатів ФОН при їх розміщенні має здійснюватися виключно грошовими коштами.

Сертифікати ФОН можуть випускатися окремими серіями. Слід констатувати, що Закон України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» не містить визначення поняття «серія сертифікатів ФОН». Враховуючи п. 2 розділу 1 вказаного Рішення під серією сертифікатів ФОН слід розуміти сукупність сертифікатів ФОН одного емітента в межах одного випуску сертифікатів ФОН, що мають єдиний реєстраційний номер, однакові умови та строки розміщення, обігу, виплати доходу й погашення і надають їх власникам однакові права³.

¹ Закон України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» 19 червня 2003 № 978-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 52. — Ст. 377.

² Там само.

³ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про реєстрацію випуску сертифікатів фонду операцій з нерухомістю, проспекту емісії, звіту про результати розміщення сертифікатів фонду операцій з нерухомістю, погашення сертифікатів фонду операцій з нерухомістю та скасування реєстрації випуску» від 05 березня 2009 р. № 244 // Офіційний вісник України. — 2009. — № 27. — Ст. 913.

Аналіз нормативного визначення сертифікатів ФОН не містить вказівки на спеціальний статус власника сертифікату ФОН. Як наслідок, ним може бути будь-який суб'єкт цивільного права з належною дієздатністю (юридична або фізична особа). Натомість, емітентом сертифікатів ФОН може бути лише юридична особа, наділена статусом фінансової установи. Вказане логічно випливає з положень ст. 164 ГК України, ст. 25 Закону України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю». Так, відповідно до ч. 6 ст. 164 ГК України фінансові установи, які створили фонд операцій з нерухомістю і здійснюють залучення коштів фізичних і юридичних осіб в управління з метою фінансування будівництва житла, наділені правом випускати сертифікати фонду операцій з нерухомістю. Емітент сертифікатів ФОН одночасно наділений статусом управителя ФОН.

Враховуючи положення ч. 2 ст. 28 Закону України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» власником сертифікатів ФОН може бути лише особа, яка здійснила наступне. По-перше, особа має погодитися із правилами ФОН. По-друге, така особа має визнати проспект емісії сертифікатів ФОН. По-третє, уклала договір про придбання сертифікатів ФОН. По-четверте, сплати коштів за зазначені пайові цінні папери. По-п'яте, має бути здійснено зарахування сертифікатів ФОН на рахунок цієї особи у цінних паперах, відкритий у зберігача. Таким чином, за наявності складного юридичного факту відповідна особа визнається власником сертифікатів ФОН.

Власник сертифікату ФОН наділяється правом отримувати дохід від управління фондом операцій з нерухомістю, що здійснюється управителем на підставі договору управління майном, що засвідчує виникнення в управителя права довірчої власності на отримане в управління майно. Умови отримання відповідного доходу встановлюються:

- 1) правилами ФОН;
- 2) проспектом емісії сертифікатів ФОН.

Враховуючи загальну норму ч. 2 ст. 1029 ЦК України, за якою законом чи договором управління майном можуть бути передбачені обмеження права довірчої власності управителя, власник сертифікатів ФОН наділений правом вимагати від управителя дотримання встановлених обмежень прав довірчої власності від

здійснення управління ФОН. Відповідно до ст. 25 Закону України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» такі обмеження мають бути визначені у договорі про придбання сертифікатів ФОН і мають зумовлювати зобов'язання управителя ФОН забезпечити можливість отримання власниками сертифікатів ФОН доходу відповідно до умов проспекту емісії сертифікатів. Не можна заперечувати того факту, що вказане нормативне положення є нечітким, адже норма не містить засоби та способи, за рахунок яких слід забезпечити можливість отримання відповідного доходу. Враховуючи те, що розглядувана норма містить умову щодо змісту договору про придбання сертифікатів ФОН, залишається дискусійним питання, чи потрібно розглядати таку умову як істотну умову відповідного договору.

На емітента сертифікатів ФОН покладається низка обов'язків. Серед основних слід відмітити обов'язок, за яким емітент, здійснюючи емісію сертифікатів ФОН, повинен врахувати, що їх загальна номінальна вартість не може перевищувати встановлений нормативно-правовими актами розмір, що, як правило, ставиться у залежність від розміру власного капіталу емітента. Емітент сертифікатів ФОН зобов'язаний у силу імперативного положення ст. 25 Закону України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» здійснювати власними силами облік прав власників сертифікатів ФОН, що включають отримання доходу від інвестування в операції з нерухомістю.

Особливістю розглядуваних правовідносин є те, що обов'язок емітента з викупу сертифікатів ФОН не може виникнути раніше моменту закінчення строку обігу сертифікатів ФОН.

Норми ч. 1 ст. 41 Закону України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» вказують на наступні форми випуску сертифікатів ФОН: іменні сертифікати ФОН документарної форми випуску (іменні документарні сертифікати ФОН); іменні сертифікати ФОН бездокументарної форми випуску (іменні бездокументарні сертифікати ФОН); сертифікати ФОН на пред'явника документарної форми випуску (документарні сертифікати ФОН на пред'явника). Дійсно, з огляду на ч. 4 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» цінні папери за формою випуску можуть бути на пред'явника, іменні або ордерні. Однак норми

ч. 3 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» указують, що цінні папери за *формою існування* поділяються на документарні і бездокументарні. Як наслідок, норми ч. 1 ст. 41 Закону України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю», вказуючи саме на документарну форму випуску та бездокументарну форми випуску, а не на відповідну форму існування, не вписуються в загальну конструкцію класифікації цінних паперів, наведену у ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». У даному випадку має місце відсутність законодавчої концепції щодо форми існування та випуску цінних паперів.

Не можна обійти увагою й імперативне правило ст. 44 Закону України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю», що передбачає обов'язкову державну реєстрацію випусків сертифікатів ФОН. Державний контроль, що здійснюється через таку реєстрацію, зумовлений важливістю правовідносин, які виникають у сфері інвестування у будівництво, та значною вартістю об'єктів таких правовідносин. Безумовно, реєстрацію випусків сертифікатів ФОН слід розглядати як публічне вкраплення в приватному праві. На сьогоднішній день таку державну реєстрацію здійснює Національна комісія з цінних паперів і фондового ринку.

§ 2.4. Правова характеристика боргових цінних паперів

Однією з груп цінних паперів є боргові цінні папери, які поруч з пайовими цінними паперами займають окреме місце в системі об'єктів цивільних прав і ринку цінних паперів. Наразі можна спостерігати їх присутність в обігу більшості країн світу. Україна у цьому плані також не є винятком, адже ч. 1 ст. 195 Цивільного кодексу України¹, ч. 2 ст. 163 Господарського кодексу України², п. 2 ч. 5 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»³ ви-

¹ Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 44. — Ст. 356.

² Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Офіційний вісник України. — 2003. — № 11. — Ст. 462.

³ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480 — IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

ступають нормативною основою для випуску та обігу боргових цінних паперів.

Етимологічно назва групи «боргові цінні папери» походить від слова «борг». З цього приводу не можна не згадати тезу Й.О. Покровського, який зазначив, що поняття «борг» бере свій початок у сфері цивільних правопорушень і деліктів, а історично його попередником є виникнення поняття «відповідальність»¹. Тобто саме поняття боргу дає можливість стверджувати про наявність зобов'язання суб'єкта здійснити у певний строк або термін певні дії, які відповідають характеру зобов'язання та гасять його.

Перед тим як перейти до аналізу боргових цінних паперів слід навести їх визначення. На думку Е. Дженкса, під борговими цінними паперами слід розуміти цінні папери, що виникають з позики або торгового договору і направлені на сплату визначеної або такої, що може бути визначена грошової суми². Позитивним є той факт, що законодавець у п. 2 ч. 5 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» наводить легальне визначення поняття «боргові цінні папери». Враховуючи положення згаданої норми *боргові цінні папери* — це цінні папери, що посвідчують позикові відносини і містять зобов'язання емітента сплатити у визначений строк грошові кошти, передати товари або надати послуги відповідно до зобов'язання. Наведене визначення дає можливість виокремити основні характерні *ознаки боргових цінних паперів*. По-перше, існування боргових цінних паперів ставиться у залежність від наявності відносин позики. По-друге, боргові цінні папери посвідчують зобов'язання емітента здійснити певні дії — сплатити грошові кошти, передати товари або надати послуги. По-третє, сплата емітентом грошових коштів за зобов'язанням має бути здійснена у визначений строк. По-четверте, боргові цінні папери посвідчують сплату грошових коштів, передачу товару або надання послуги у чіткій відповідності до зобов'язання.

При характеристиці боргових цінних паперів важливим виявляється їх співвіднесення з договірними конструкціями, які опосередковують боргові правовідносини (наприклад, з договором

¹ Покровский И.А. Основные проблемы гражданского права: Изд. 3-е, стереотип. / И.А. Покровский. — М.: Статут, 2001. — С. 236—239.

² Дженкс Э. Английское право (Источники права. Судостроительство. Судопроизводство. Уголовное право. Гражданское право) / Пер. с англ. Л.А. Лунца. — М.: Юрид. изд-во МЮ СССР, 1947. — С. 283.

позики, кредиту), адже помітна певна подібність правових форм. Однак, ґрунтуючись навіть на поверхневому аналізі сутності розглядуваних правових конструкцій, стає зрозумілим, що борговий цінний папір не можна урівняти з будь-яким договором як формою вираження правовідносин і він не є допоміжним документом указаних договірних конструкцій. Тобто, борговий цінний папір є самостійною формою вираження позикового правовідношення. З цього приводу В.Л. Яроцький указує, що оформлення та емісія боргового цінного паперу є не додатковим підтвердженням, а основною і самостійною правовою формою самомоделювання боргових відносин між емітентом і правонабувачем, в якому знаходить своє втілення належне останньому майнове право вимоги. До того ж автор наголошує, що на противагу іншим борговим документам боргові цінні папери мають самостійне значення як форма фіксації майнових прав і мають доказове значення¹.

Серед боргових цінних паперів виділяють облигації, казначейські зобов'язання, ощадні (депозитні) сертифікати, векселі (рис. 2.3). Відповідно до ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» до боргових цінних паперів належать:

- а) облигації підприємств;
- б) державні облигації України;
- в) облигації місцевих позик;
- г) казначейські зобов'язання України;
- ґ) ощадні (депозитні) сертифікати;
- д) векселі.

З аналізу наведеної норми випливає, що законодавець наводить вичерпний перелік боргових цінних паперів та окремо виділяє різновиди облигацій.

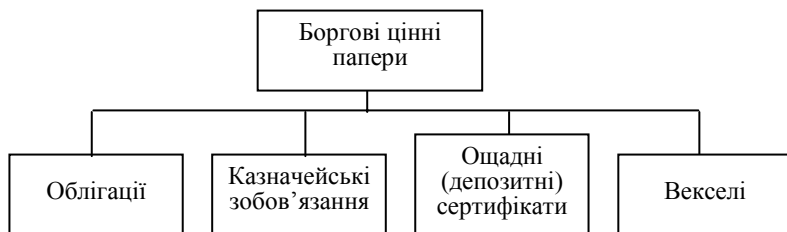


Рис. 2.3. Види боргових цінних паперів

¹ Яроцький В.Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції) / В.Л. Яроцький. — Х.: Право, 2006. — С. 180—181.

Безумовно, аналізуючи боргові цінні папери, не можна обійти увагою згадані різновиди.

Облігації

Найпоширенішими в обігу серед боргових цінних паперів є облігації. В юридичній літературі та законодавстві окремих держав можна віднайти поняття «дебентура» (*debenture*), «облігація позики». Під дебентурою розуміють цінний папір, який посвідчує обов'язок сплатити фіксований процент на певну дату, а також виплатити основну суму боргу на дату, що встановлена дебентурою, або на дату, що погоджена сторонами¹. Вказані поняття наділені окремими ознаками. Втім, з погляду на національне законодавство їх слід розглядати як облігації.

В юридичній літературі надаються різноманітні визначення облігації. Наприклад, Г.М. Колоножников розуміє облігацію як втілену у цінному папері, що легко передається, частку участі в єдиній великій позиції². Натомість Л.В. Мірошніченко розглядає облігації в досить широкому розумінні, а саме: як інструменти фондового ринку³. В.Л. Яроцький, підтримуючи вказану точку зору, наголошує, що інструментальна сутність облігації цим не вичерпується, а у розглядуваній площині полягає у можливості само моделювання емітентом змістовних параметрів посвідченого нею як борговим цінним папером майнового права, згідно з нормативно встановленою для відповідного їх різновиду модельною схемою⁴. Ряд визначень поняття «облігація» наводяться в економічних джерелах. Узагальнюючи підходи, зазначені в економічній літературі, можна дійти до висновку, що більшість економістів розглядають облігацію як один з видів боргових цінних паперів, що підтверджують наявність кредиторсько-дебіторських взаємовідносин між емітентом та власником⁵.

¹ Burgess R. Corporate Finance Law / R. Burgess. — L., 1985. — P. 7.

² Колоножников Г.М. Облигации торгово-промышленных акционерных товариществ / Г.М. Колоножников. — Томск: Типо-литография Сиб. Т.-ва печатного дела, 1912. — С. 7-8.

³ Мірошніченко Л.В. Облигации государственного внутреннего займа как инструмент фондового рынка / Л.В. Мірошніченко. // Збірник наукових праць з фінансового права. — Х.: Академія правових наук України, Національна юридична академія України ім. Ярослава Мудрого, 1999. — С. 152.

⁴ Яроцький В.Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції) / В.Л. Яроцький. — Х.: Право, 2006. — С. 183.

⁵ Еш С.М. Фінансовий ринок : навч. посіб. / С.М. Еш. — К.: Центр учбової літератури, 2009. — С. 256.

Що ж до нормативного визначення, то його можна віднайти ч. 1 ст. 7 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»¹, де вказується, що облігація — це цінний папір, що посвідчує внесення його першим власником грошей, визначає відносини позики між власником облігації та емітентом, підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість у передбачений умовами розміщення облігацій строк і виплатити дохід за облігацією, якщо інше не передбачено умовами розміщення. Втім, наведене визначення не відображає того, що облігація є емісійним цінним папером, та того, що повернення номінальної вартості здійснюється у вигляді грошових коштів або іншого майнового еквівалента.

Тому слід навести наступне визначення облігації.

Облігація (від лат. *obligatio* — зобов'язання) — це емісійний борговий цінний папір, що посвідчує позикові відносини між її власником та емітентом, а також відображає зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість у вигляді грошових коштів або іншого майнового еквівалента в передбачений умовами розміщення облігацій строк і виплатити дохід за облігацією, якщо інше не передбачено умовами розміщення.

Наведене визначення дає можливість виокремити основні ознаки облігації. По-перше, як уже підкреслювалося, облігація є емісійним цінним папером, адже її розміщення здійснюється окремими випусками та вона посвідчує однаковий об'єм прав та їх строк здійснення в середині одного випуску. По-друге, облігація, будучи борговим цінним папером, посвідчує позикові відносини. Тобто облігація посвідчує зобов'язання, за якими на емітента покладається обов'язок повернути власнику облігації її номінальну вартість та обов'язок емітента сплачувати фіксований дохід власнику облігації на заздалегідь визначених умовах. Як наслідок в юридичній літературі висловлювалася думка, за якою облігація включає в себе дві основні властивості: 1) зобов'язання емітента повернути держателю облігації по спливу визначеного строку суму, що вказана на зовнішній стороні облігації; 2) це зобов'язання емітента сплачувати фіксований дохід держателю облігації у вигляді відсотка від її номінальної вартості чи іншого

¹ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

майнового еквівалента¹. По-третє, позикове зобов'язання має бути здійснене у *строк*, що передбачений умовами розміщення облігації. По-четверте, повернення номінальної вартості облігації може бути здійснено у вигляді як грошових коштів, так й іншого майнового еквівалента, наприклад, майна, визначеного родовими ознаками. Вказане визначається умовами розміщення облігації. По-п'яте, облігація наділена ознакою *оборотоздатності*. По-шосте, облігації притаманний *формалізм*.

Таблиця 2.2

ПОРІВНЯЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ОБЛІГАЦІЙ ТА АКЦІЙ

Критерій	Акції	Облігації
Група цінних паперів	Акції належать до пайових цінних паперів	Облігації належать до боргових цінних паперів.
Форма існування цінних паперів в Україні	Акції існують у бездокументарній формі	Облігації існують у бездокументарній формі
Формування капіталу	За допомогою акцій формується статутний капітал акціонерного товариства	За допомогою облігацій формується закладний капітал
Емітенти	Акції випускаються виключно юридичними особами — акціонерними товариствами	Облігації випускаються як господарюючими суб'єктами, так і особами, що не мають статусу господарюючого суб'єкта, наприклад державою
Строк обігу	Акції знаходяться в обігу протягом строку існування акціонерного товариства	Облігації знаходяться в обігу протягом визначеного строку обігу, в процесі якого вони погашаються
Посвідчення правовідносин	Акція посвідчує корпоративні правовідносини	Облігація посвідчує позикові правовідносини
Дохід власника цінного паперу	Дохід від продажу акції; дивіденди	Дохід від продажу облігації; сплата доходу власникам облігації (відсотки від номінальної вартості облігації; дисконтний дохід; дохід на умовах, передбачених проспектом емісії облігацій)

¹ Травкин А.А. Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги / А.А.Травкин, Н.Н. Арефьева, К.И. Карабанова. — Волгоград: Издательство Волгоградского государственного университета, 2001. — С. 62.

Крім залучення інвестицій, облігації, як і акції, покликані приносити дохід їх власникам. Доходи за облігаціями є стабільними через наявність правових механізмів сплати доходу власникам облігації. Такий дохід може виражатися у відсотках від номінальної вартості облігації, у вигляді дисконту або сплати доходу у випадках та порядку, передбачених проспектом емісії облігацій. Зокрема, ряд авторів зазначає, що облігації приносять своїм держателям лише дохід у вигляді періодично сплачуваних відсотків, зміни вартості облігації за відповідний період та доходу від реінвестування одержаних відсотків¹.

Можливість отримання різного роду доходу від акцій і облігацій призводить до помилкового висновку про подібність згаданих цінних паперів. Одразу варто відзначити, що акції й облігації мають місце у абсолютно різних за юридичною природою правовідносинах. Так, акції є формою виразу корпоративних правовідносин, а облігації — позикових. Для детальнішого розуміння сутності облігації необхідно зупинитися на порівняльній характеристиці облігацій та акцій.

Що ж до форми існування, то облігації в Україні існують виключно у бездокументарній формі. Бездокументарна форма існування облігації запроваджена на законодавчому рівні недавно шляхом внесення змін Законом України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо облігацій» від 2 червня 2011 р. № 3461-VI² до ч. 2 ст. 7 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»³. Як наслідок, наведена норма виключила можливість випуску облігацій у документарній формі, як це було раніше, та позбавила можливості запровадження паралельно двох форм існування облігацій (документарної і бездокументарної).

Облігація має номінальну вартість, визначену в національній валюті, а якщо це передбачено умовами розміщення облігацій — в іноземній валюті. Цікавим є те, що мінімальна номінальна вартість облігації не може бути меншою, ніж одна копійка, що є схожим до акцій. Згадавши про вартість облігацій доцільно під-

¹ Травкин А.А. Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги / А.А.Травкин, Н.Н. Арефьева, К.И. Карабанова. — Волгоград: Издательство Волгоградского государственного университета, 2001. — С. 64.

² Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо облігацій» від 02 червня 2011 р. № 3461-VI // Офіційний вісник України. — 2011. — № 51. — Ст. 2010.

³ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480 — IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

креслити розмежування вартості облігацій на номінальну та ринкову. Номінальна вартість облігації окреслює суму позикового зобов'язання та визначається облігацією. Більше того, номінальна вартість облігації береться за основу при розрахунку суми доходу за облігацією. Зокрема в юридичній літературі вказується, що номінальна вартість облігації надрукована на самій облігації й означає суму, яка береться в позику та має бути повернена до спливу строку облігаційної позики, вона є базовою для розрахунку доходу, що забезпечується облігацією, адже процент по облігації встановлюється до номіналу¹. Ринкова вартість облігації визначається в конкретний період часу на фондовому ринку і може бути як вищою, так і нижчою за номінальну вартість. На законодавчому рівні може бути впроваджена можливість визначення викупної ціни облігації. *Викупна ціна облігації* — це ціна, яка сплачується емітентом для погашення облігації. Вказаний термін також широко досліджується у юридичній літературі². Особливість викупної ціни полягає в тому, що вона може бути вищою або нижчою за номінальну вартість облігації, а може і співпадати з нею.

Види облігацій. Виокремлюють відсоткові, цільові та дисконтні облігації. На нормативну рівні такий поділ облігацій знайшов своє відображення у ч. 3 ст. 7 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»³, у п. 5 Рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку «Про внесення Змін до Положення про порядок випуску облігацій підприємств» від 26 жовтня 2006 р. № 1178⁴. Основною відмінністю цих видів облігацій є вказівка на різновид доходу, що виплачується за даними облігаціями. *Відсоткові облігації* — це облігації, за якими передбачається виплата доходу, що обраховується у відсотках від номінальної вартості облігації. *Цільові облігації* — це облігації, виконання зобов'язань за якими здійснюється шляхом передачі товарів та/або надання послуг відповідно до вимог, установлених умовами розміщення таких облігацій, а також шляхом сплати грошо-

¹ Травкин А.А. Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги / А.А.Травкин, Н.Н. Арефьева, К.И. Карабанова. — Волгоград: Издательство Волгоградского государственного университета, 2001. — С. 63.

² Там само. — С. 64.

³ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480 — IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

⁴ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про внесення Змін до Положення про порядок випуску облігацій підприємств» від 26 жовтня 2006 р. № 1178 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 9. — Ст. 338.

вих коштів власнику відповідних облігацій у випадках і порядку, передбачених проспектом емісії облігацій. *Дисконтні облігації* — це облігації, що розміщуються за ціною, яка є нижчою ніж номінальна вартість облігацій. Причому, під час погашення дисконтної облігації власнику виплачується різниця між ціною придбання та номінальною вартістю такої облігації (дисконт).

Облігації поділяють на іменні та облігації на пред'явника. Відповідно до ч. 7 ст. 7 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»¹ і п. 5 Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про внесення Змін до Положення про порядок випуску облігацій підприємств» від 26 жовтня 2006 р. № 1178² емітент може розміщувати *іменні облігації та облігації на пред'явника*. Причому облігації на пред'явника можуть пропонуватися емітентом-підприємством лише для відкритого (публічного) розміщення.

За строком погашення можна виділити облігації з *фіксованим строком погашення та достроковим строком погашення*. На відміну від іменних облігацій і облігацій на пред'явника законодавець прямо не визначає облігації з фіксованим строком погашення та достроковим строком погашення. Втім, виходячи з аналізу ч. 4 ст. 7 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», можна дійти висновку про визнання законодавцем таких облігацій. З урахуванням наведеної норми слід підкреслити, що фіксований строк погашення облігації вважається єдиним для всього випуску. А достроковий строк погашення облігації має бути передбачений на рівні умов розміщення облігацій. Тобто умови розміщення облігацій мають визначати період у часі, протягом якого власник облігації може здійснити її пред'явлення для дострокового погашення. У будь-кому випадку строки погашення облігацій обумовлюються на законодавчому рівні або на рівні формування позикового зобов'язання. Ряд науковців приходять до висновку, що наведена класифікація відображає групи облігацій, де облігації з обумовленою датою погашення поділяються на коротко-, середньо- і довгострокові, а облігації без фіксованого строку погашення включають безстрокові облігації, відзивні, об-

¹ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480 — IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

² Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про внесення Змін до Положення про порядок випуску облігацій підприємств» від 26 жовтня 2006 р. № 1178 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 9. — Ст. 338.

лігації з правом дострокового погашення, триваючі та відстрочені облигації¹.

За ступенем надійності облигації поділяють на облигації з *низьким ступенем ризику* та облигації з *високим ступенем ризику* (макулатурні облигації). Втім, у літературі можна віднайти наведену класифікацію облигацій з використанням іншого критерію і дещо зміненою термінологією. Так, за критерієм ступеня захисту вкладів інвесторів, облигації поділяють на облигації, *достойні інвестицій*, та макулатурні облигації, що носять спекулятивний характер². Для виокремлення облигацій з низьким ступенем ризику міжнародні рейтингові агентства, зокрема, такі як «Fitch Ratings» і «Moody's», визначають їх рейтинг, що може коливатися від рівня «AAA» до рівня «BBB». Що ж стосується макулатурних облигацій, то їм притаманний рейтинг не вище рівня «BB», що автоматично виключає їх з числа облигацій, так званого, інвестиційного класу.

За емітентами облигації поділяються на облигації підприємств, облигації місцевих позик і державні облигації.

Облигації підприємств. Нормативною підставою для виокремлення облигацій підприємств є ч. 2 ст. 163 ГК України, ч.1 ст. 164 ГК України, ст. 8 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»³ і Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про внесення змін до Положення про порядок випуску облигацій підприємств» від 26 жовтня 2006 р. № 1178⁴.

Одразу слід зауважити, що відповідно до ч. 1 ст. 191 ЦК України підприємство є єдиним майновим комплексом, що використовується для здійснення підприємницької діяльності. А відповідно до ч. 3 наведеної статті підприємство як єдиний майновий комплекс є нерухомістю⁵. Тобто у Цивільному кодексі України терміном «підприємство» позначається не суб'єкт цивільного

¹ Травкин А.А. Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги / А.А.Травкин, Н.Н. Арефьева, К.И. Карабанова — Волгоград: Издательство Волгоградского государственного университета, 2001. — С. 67.

² Ценные бумаги: учебник [под. ред. В.И. Колесникова, В.С. Торкановского]. — М.: Финансы и статистика, 2000. — С. 97—98.

³ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480 — IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

⁴ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про внесення змін до Положення про порядок випуску облигацій підприємств» від 26 жовтня 2006 р. № 1178 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 9. — Ст. 338.

⁵ Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 44. — Ст. 356.

права, а об'єкт. З огляду на наведені положення Цивільного кодексу України ставиться під сумнів виокремлення облігацій підприємств за критерієм емітента. Втім, якщо звернутися до Господарського кодексу України, можна помітити протилежний підхід до цього питання законодавцем. Так, відповідно до ч.1 ст. 62 ГК України підприємство — це самостійний суб'єкт господарювання, створений компетентним органом державної влади або органом місцевого самоврядування, чи іншими суб'єктами для задоволення суспільних та особистих потреб шляхом систематичного здійснення виробничої, науково-дослідної, торговельної, іншої господарської діяльності в порядку, передбаченому даним Кодексом та іншими законами¹. Тобто Господарський кодекс України позначає суб'єкт права терміном «підприємство». Як наслідок, з урахуванням ч.1 ст. 164 Господарського кодексу України суб'єкт господарювання — юридична особа у випадках і порядку, передбачених законом, має право випускати від свого імені облігації підприємства і реалізовувати їх громадянам та юридичним особам. Таким чином, відсутність на нормативному рівні уніфікованого підходу до розуміння суб'єктно-об'єктного складу впливає як на правозастосування, так і на розуміння класифікації цінних паперів, у тому числі й облігацій. З огляду на наведене та з метою уникнення непорозумінь у правозастосуванні, думається, що необхідно замінити на законодавчому рівні термін «облігації підприємств» на термін «облігації юридичних осіб».

З метою уникнення розбіжностей з термінологією нормативно-правових актів та полегшення вивчення сутності розглядуваних цінних паперів у подальшому терміни «облігації юридичних осіб» і «облігації підприємств» розглядатимуться як тотожні поняття.

Аналізуючи облігації підприємств, варто згадати про корпоративні облігації. *Корпоративні облігації* випускаються лише акціонерним товариством з метою позики грошових коштів для статутних цілей. В Україні законодавець прямо не виділяє корпоративні облігації, розглядаючи їх у межах облігацій підприємств. Утім, корпоративні облігації як окремий вид облігацій відомі законодавству інших держав, зокрема законодавству Російської Федерації. У більшості випадків вони обертаються на біржовому ринку. Не можна не відмітити і того факту, що облі-

¹ Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Офіційний вісник України. — 2003. — № 11. — Ст. 462.

гації, випущені акціонерними товариствами в Україні, як правило, приносять низький дохід, а тому не є популярними серед інвесторів.

Відповідно до ст. 8 Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок» облігації підприємств підтверджують зобов'язання емітента за ними та не дають право їх власникам на участь в управлінні емітентом. Тобто на відміну від акцій облігації не можуть посвідчувати комплекс корпоративних прав. Те ж саме стосується і корпоративних облігацій.

Першими та наступними власниками облігацій підприємств, що пропонувалися для відкритого (публічного) розміщення, можуть бути будь-які юридичні та фізичні особи без обмеження у кількості осіб. Відсутність будь-яких обмежень до власників облігацій підприємств, що пропонувалися для відкритого (публічного) розміщення впливає з п. 3 розділу 1 Рішення Державної комісії з цінних паперів в фондового ринку «Про внесення змін до Положення про порядок випуску облігацій підприємств» від 26 жовтня 2006 р. № 1178¹.

Водночас законодавець ставить окремі вимоги до власників облігацій, що передбачені до закритого (приватного) розміщення. Так, відповідно до п. 4 розділу 1 згаданого Рішення першими власниками облігацій, що передбачені до закритого (приватного) розміщення, можуть бути юридичні та фізичні особи — учасники закритого (приватного) розміщення, коло яких заздалегідь визначено в рішенні про розміщення облігацій. При цьому кількість учасників закритого (приватного) розміщення облігацій може бути меншою або дорівнювати ста особам.

Юридична особа набуває право розмістити облігації підприємств лише після моменту сплати свого статутного капіталу у повному обсязі. На це вказує ч. 1 ст. 8 Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок» і п. 2 розділу 1 Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про внесення змін до Положення про порядок випуску облігацій підприємств» від 26 жовтня 2006 р. № 1178². Законодавець у такий спосіб забезпечує високу ліквідність облігацій підприємства та зменшує інвестиційні ризики.

¹ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про внесення змін до Положення про порядок випуску облігацій підприємств» від 26 жовтня 2006 р. № 1178 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 9. — Ст. 338.

² Там само.

Відповідно до імперативного правила, визначеного ч. 2 ст. 8 Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок», не допускається розміщення облігацій підприємств для формування і поповнення статутного капіталу емітента, а також покриття збитків від господарської діяльності шляхом зарахування доходу від продажу облігацій як результату поточної господарської діяльності. Вказане підтверджується судовою практикою. Так, у п. 78 Постанови Пленуму Верховного Суду України «Про судову практику в справах про банкрутство» від 18 грудня 2009 р. № 15 підкреслюється, що заходи щодо відновлення платоспроможності боржника, передбачені планом санації, не повинні суперечити приписам чинного законодавства України. Так, план санації не може передбачати для відновлення платоспроможності боржника розміщення боржником облігацій підприємства для розрахунків з кредиторами, оскільки ці заходи прямо суперечать вимогам відповідно до ч. 2 ст. 8 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV¹.

Не можна не звернути увагу на те, що Законом України від 2 червня 2011 р. № 3461-VI було доповнено Закон України «Про цінні папери і фондовий ринок» ст. 8-1, за якою законодавець виділяє *цільові облігації підприємств*. Вказана норма встановлює спеціальні вимоги до особи емітента. Таким чином, щоб набути статусу емітента, юридична особа має відповідати одній з установлених вимог. По-перше, емітентом може бути юридична особа, яка згідно із законодавством має право на виконання функцій замовника будівництва об'єкта (частини об'єкта) житлового будівництва. Тобто, така юридична особа, як мінімум, має бути наділена правом на укладення договорів будівельного підяду, де вона буде виступати на стороні замовника. По-друге, емітентом може також бути юридична особа, що уклала договір участі у будівництві житла з органами виконавчої влади, органами місцевого самоврядування, що мають право власності, оренди чи постійного користування земельною ділянкою, на якій буде розташовано об'єкт житлового будівництва, яким забезпечуватиметься виконання зобов'язань за цільовими облігаціями.

Облігації місцевих позик. В Україні процес становлення місцевих позик розпочався в середині 90-х років XX ст. Адже цьому сприяли відродження інституту місцевого самоврядування, приєднання

¹ Постанова Пленуму Верховного Суду України «Про судову практику в справах про банкрутство» від 18 грудня 2009 р. № 15 // Вісник господарського судочинства. — № 2. — 2010. — С. 7—27.

України до Європейської хартії місцевого самоврядування та трансформаційні процеси в економіці та фінансовій сфері країни¹.

Нормативним базисом для виокремлення облігацій місцевих позик є ч. 2 ст. 163 ГК України, ст. 9 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»², Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик»³ у редакції Рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку від 11 грудня 2007 р. № 2285.

Законодавець у ч. 1 ст. 9 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» поділяє облігації місцевих позик на два різновиди:

- 1) облігації внутрішніх місцевих позик;
- 2) облігації зовнішніх місцевих позик.

Втім, у законодавстві деяких держав можна віднайти інший підхід до поділу розглядуваних цінних паперів. Взірцем у цьому питанні є розвинуте законодавство США, що дозволило сформувати потужний ринок муніципальних позик. Так, законодавству США відомий поділ муніципальних облігацій на облігації із загальною гарантією (*General Obligation Bond*) та облігації під доходи (*Revenue Bond*). Під облігацією з загальною гарантією слід розуміти облігацію, сплата відсотків та основної суми за якою забезпечена загальними доходним потенціалом емітента, як правило, податковими надходженнями. Облігація під доходи характеризується тим, що дохід за нею та вартість при її погашенні виплачуються за рахунок доходів від інвестиційного проекту, для фінансування якого вона була випущена (наприклад, фінансування будівництва стадіону, мостів, лікарень тощо)⁴.

¹ Погасій В.І. Ключові позиції розміщення облігацій місцевих позик в системі становлення і розвитку місцевих запозичень / В.І. Погасій // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Nvamu_ekon/2009_6/30.pdf

² Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480 — IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

³ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик» від 07 жовтня 2003 р. № 414 (із змінами та доповненнями станом на 7 лютого 2012 р.) // Офіційний вісник України. — 2003. — № 44. — Ст. 2336.

⁴ Петренко І.П. Досвід США у використанні боргових цінних паперів для проектного фінансування: державний та муніципальний сектор / І.П. Петренко // Електронне наукове фахове видання «Ефективна економіка» // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/index.php?operation=1&iid=703>; Municipal bonds are debt obligations issued by states, cities, counties, and other public entities that use the loans to fund public projects such as the construction of schools, hospitals, highways, sewers, and universities / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.fidelity.com/bonds/municipal-bonds>

Власником облігації місцевих позик може бути фізична або юридична особа, що не обмежена у праві володіти користуватися та розпоряджатися такими цінними паперами.

Беручи до уваги норми ч.1 ст. 9 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»¹, розділу 1 Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик»² емітентами облігацій місцевих позик можуть бути наступні публічні утворення. По-перше, таким емітентом може виступати Верховна Рада Автономної Республіки Крим. По-друге, емітентом облігацій місцевих позик може бути будь-яка міська рада. Вказані суб'єкти публічного права наділяються можливістю від свого імені розміщувати облігації і брати на себе обов'язки, що випливають з умов розміщення цих облігацій, перед їх власниками.

Аналізуючи облігації місцевих позик, слід підкреслити їх непопулярність у силу неналежного податкового стимулювання у цій сфері й зміщення законодавчих акцентів у бік державних облігацій.

Державні облігації (інскрипції). Враховуючи положення ст. 10 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» на національному рівні вказані цінні папери мають назву «Державні облігації України» (далі по тексту — державні облігації). Враховуючи законодавчу тенденцію дематеріалізації цінних паперів, законодавець шляхом внесення Законом України від 2 липня 2011 р. № 3461-VI змін до ч. 12 ст. 10 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» запровадив єдину можливу форму існування державних облігацій — бездокументарну.

Державні облігації можуть поділятися на іменні державні облігації та державні облігації на пред'явника. Законодавство деяких держав, зокрема Японії, передбачає можливість конвертації іменних державних облігацій на державні облігації на пред'явника, та навпаки. Згадані облігації називаються конвертованими державними облігаціями. Підставою для конвертації таких облігацій є відповідне волевиявлення їх власника. Проте право на

¹ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

² Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик» від 07 жовтня 2003 р. № 414 (із змінами та доповненнями станом на 7 лютого 2012 р.) // Офіційний вісник України. — 2003. — № 44. — Ст. 2336.

конвертацію державної облігації у власника виникає не з моменту її емісії, а через визначений період часу.

Крім указанного поділу, державні облігації за строком обігу можуть поділятися на безстрокові, довгострокові, середньострокові і короткострокові. Визначаючи у ч. 1 ст. 10 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» державні облігації за вказаним критерієм законодавець одразу встановив, що до довгострокових державних облігацій слід відносити ті, які мають строк погашення понад п'ять років, до середньострокових — від одного до п'яти років, до короткострокових — до одного року.

Аналізуючи безстрокові та довгострокові державні облігації слід підкреслити, що законодавець вказівкою на словосполучення «понад п'ять років» фактично дозволяє випускати безстрокові державні облігації (вічні облігації) і, так звані, «суперстрокові» державні облігації (зі строком погашення понад 20 років). Безстрокові державні облігації передбачають виплату процентів і не мають строку погашення. Як правило, лише держава має виключне право на випуск безстрокових облігацій. У більшості розвинутих країн довгостроковими державними облігаціями вважаються облігації, строк погашення яких починається з 10—15 років. Зокрема, законодавство Великобританії визнає довгостроковими державними облігаціями такі, що мають строк погашення від 15 до 30 років¹. В Японії випускаються довгострокові державні облігації (*Japanese Government Bond*) зі строком погашення від 10 до 20 років². Федеральний Уряд ФРН також випускає довгострокові облігації (*Bundesanleihen*) строк погашення яких обліковується від 10 до 30 років³. У США казначейські облігації, що (мають фіксовану процентну ставку з можливістю отримання їх власником доходу кожні шість місяців, випущені на 30 років, вважаються довгостроковими облігаціями⁴.

Середньострокові державні облігації національний законодавець визначив як такі, що мають строк погашення від одного до

¹ Базовый курс по рынку ценных бумаг [Науч. ред.: А.Д. Радыгин; Л.П. Хабарова; Л.Б. Шапиро]. — М.: Финансовый издательский дом «Деловой экспресс», 1997. — С. 55.

² Product Characteristics of the Japanese Government Bond // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.mof.go.jp/english/jgbs/>

³ Bundesrepublik Deutschland — Finanzagentur GmbH. Bundesanleihen («Bunds») // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bundeswertpapiere.de/weitere-bundeswertpapiere/#c193>

⁴ Treasury Bonds // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.treasurydirect.gov/indiv/products/prod_tbonds_glance.htm

п'яти років. Якщо звернутися до законодавства іноземних держав, можна помітити, що середньострокові державні облігації мають різний строк погашення, що може коливатися від п'яти до 15 років. Так, Федеральний Уряд ФРН випускає на п'ять років державні облігації *Bundesobligationen* (*bobls*) з фіксованим купоном без права дострокового погашення¹. У вказані державні облігації можуть інвестувати як резиденти, так і нерезиденти Німеччини. У Великобританії середньостроковими державними облігаціями вважаються такі, що мають строк погашення до 15 років². У США аналогом середньострокових державних облігацій виступають казначейські ноти (*Treasury Notes*) зі строком погашення два, три, п'ять, сім і 10 років³. Власник казначейських нот, їх ще називають «Т-ноти», набуває можливості отримувати кожні шість місяців дохід у вигляді фіксованого процента.

Державні облігації України зі строком погашення до одного року національним законодавцем відносяться до короткострокових. Законодавство деяких іноземних держав містить інший підхід до виокремлення короткострокових облігацій. Так, законодавство Німеччини дозволяє випускати ультракороткострокові державні облігації, що мають назву *Unverzinsliche Schatzanweisungen* (*BuBills*) зі строком погашення від шести до 12 місяців. Крім цього, Федеральний уряд ФРН має право випускати звичайні короткострокові державні облігації, що іменуються *Bundes-schatzanweisungen* (*Schatz*) із строком погашення до двох років, що обліковується з дати емісії⁴. В США короткостроковими державними облігаціями виступають казначейські короткострокові облігації (*Treasury Bills*), що можуть випускатися зі строком погашення від кількох днів до одного року⁵.

Положення ч. 2 ст. 163 ГК України передбачають використання таких видів цінних паперів, як облігації внутрішніх і зовніш-

¹ Bundesrepublik Deutschland — Finanzagentur GmbH. Bundesobligationen Ganz entspannt an der börse investieren // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.bundeswertpapiere.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/PDF/Brosch%C3%BCren/bundesobligationen.pdf

² Базовый курс по рынку ценных бумаг [Науч. ред.: А.Д. Радугин; Л.П. Хабарова; Л.Б. Шапиро]. — М.: Финансовый издательский дом «Деловой экспресс», 1997. — С. 55

³ Treasury Notes // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.treasurydirect.gov/indiv/products/prod_tnotes_glance.htm

⁴ Bundesrepublik Deutschland — Finanzagentur GmbH. Bundeswertpapiere // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bundeswertpapiere.de/weitere-bundeswertpapiere/#c193>

⁵ Treasury Bills // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.treasurydirect.gov/indiv/products/prod_tbills_glance.htm

ніх державних позик. При цьому ст. 163 ГК України не згадує про термін «державні облігації України», який є родовим поняттям по відношенню до понять облігацій внутрішніх і зовнішніх державних позик і міститься в ст. 10 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». Думається, що з метою уніфікації законодавства ст. 163 ГК України мала б містити вказівку на те, що облігації внутрішніх і зовнішніх державних позик слід розглядати як різновид державних облігацій України.

Відповідно до ч. 2 ст. 10 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» державні облігації України поділяються на облігації внутрішніх державних позик України, облігації зовнішніх державних позик України і цільові облігації внутрішніх державних позик України. Позитивним є той факт, що законодавець наводить легальні визначення наведених державних облігацій. Відповідно до ч. 3 ст. 10 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» до *облігацій внутрішніх державних позик України* належать державні цінні папери, що розміщуються виключно на внутрішньому фондовому ринку і підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування пред'явникам цих облігацій їх номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій. *Цільові облігації внутрішніх державних позик України* — це облігації внутрішніх державних позик, емісія яких є джерелом фінансування дефіциту державного бюджету в обсягах, передбачених на цю мету законом про Державний бюджет України на відповідний рік і в межах граничного розміру державного боргу (ч. 4 ст. 10 Закону).

З аналізу наведених визначень облігацій внутрішніх державних позик України і цільових облігацій внутрішніх державних позик України випливає, що останні є підвидом державних облігацій, адже вони включаються законодавцем до облігацій внутрішніх державних позик України. Однак ч. 2 ст. 10 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» на відміну від ч. 4 ст. 10 Закону вказує на те, що цільові облігації внутрішніх державних позик України не є різновидом облігацій внутрішніх державних позик України.

Визначення *облігацій зовнішніх державних позик* міститься у ч. 5 ст. 10 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», за яким вони є державними борговими цінними паперами, що розміщуються на міжнародних фондових ринках і підтверджують зобов'язання України відшкодувати пред'явникам цих

облігацій їх номінальну вартість з виплатою доходу відповідно до умов випуску облігацій.

До особливостей відносин з облігаціями зовнішніх державних позик слід віднести те, що лише Міністерство фінансів України здійснює розміщення, обслуговування та погашення облігацій зовнішніх державних позик України. Втім, Міністерство фінансів України не позбавлено права на договірних засадах залучати до цих процесів фінансові установи або інвестиційні компанії. Ще однією особливістю розглядуваних відносин є те, що продаж облігацій зовнішніх державних позик України на відміну від облігацій внутрішніх державних позик України, здійснюється виключно у валюті запозичення.

Загалом, емісія державних облігацій України відноситься за законодавцем до частини бюджетного процесу і в силу ч. 6 ст. 10 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» не підлягає регулюванню Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Як наслідок, регулювання розміщення, обігу облігацій юридичних осіб, облігацій місцевих позик і державних облігацій, контроль за цим процесом суттєво різняться, що ставить у нерівні умови осіб, які випускають розглядувані облігації.

Казначейські зобов'язання

Відповідно до ч. 1 ст.11 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» *казначейське зобов'язання України* — це державний цінний папір, що розміщується виключно на добровільних засадах серед фізичних осіб, посвідчує факт заборгованості Державного бюджету України перед власником казначейського зобов'язання України та надає власнику право на отримання грошового доходу і погашається відповідно до умов розміщення казначейських зобов'язань України.

Власником казначейських зобов'язань може бути лише фізична особа. Емітентом казначейських зобов'язань України виступає держава в особі Міністерства фінансів України. Але розміщення, погашення казначейських зобов'язань і виплата доходу за ними здійснюється ПАТ «Державний ощадний банк України». Останньому надається право залучати до розміщення казначейських зобов'язань торгівців цінними паперами.

Казначейські зобов'язання України можуть бути як іменними, так і на пред'явника. За строком обігу казначейські зобов'язання України поділяються на безстрокові, довгострокові, середньо-

строкові і короткострокові. Відповідно до ч. 2 ст. 11 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» казначейські зобов'язання України можуть бути: довгостроковими — понад п'ять років, середньостроковими — від одного до п'яти років, короткостроковими — до одного року. З аналізу вказаного виключного переліку казначейських зобов'язань випливає, що законодавець окремо не виділяє безстрокові казначейські зобов'язання.

За формою існування казначейські зобов'язання можуть існувати в документарній або бездокументарній формі. Безумовно, позитивним є те, що законодавець на відміну від облігацій та акцій не обмежив форму існування казначейських зобов'язань. Якщо має місце розміщення казначейських зобов'язань України у документарній формі, в обов'язковому порядку видається сертифікат. Відповідно до ч. 4 ст. 11 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» у сертифікаті казначейського зобов'язання України зазначаються наступні реквізити: вид цінного паперу, найменування і місцезнаходження емітента, сума платежу, дата виплати грошового доходу, дата погашення, зазначення місця, в якому повинно бути здійснено погашення, дата і місце видачі казначейського зобов'язання України, серія та номер сертифікату казначейського зобов'язання України, підпис керівника емітента або іншої уповноваженої особи, засвідчений печаткою емітента. У сертифікаті іменного казначейського зобов'язання України, крім наведених реквізитів, зазначається ім'я власника. Бланк казначейського сертифікату затверджений Наказом Міністерства фінансів України «Про затвердження Порядку визначення вартості продажу казначейських зобов'язань і форми бланка сертифіката казначейського зобов'язання» від 08 липня 2009 р. № 874.

Казначейські зобов'язання можуть випускатися окремими серіями, що мають свій строк обігу. Кожна серія казначейських зобов'язань позначається літерами. Казначейські зобов'язання належать до цінних паперів з низьким ступенем ризику, адже погашення й сплата купонного доходу за ними гарантуються доходами державного бюджету. Враховуючи абзац 2 Наказу Міністерства фінансів України «Про затвердження Порядку визначення вартості продажу казначейських зобов'язань та форми бланка сертифікату казначейського зобов'язання» від 08 липня 2009 р. № 874 поточна вартість казначейських зобов'язань кожен день, що передусе виплаті купонного доходу, зростає на суму відсотка,

що нараховується протягом одного дня¹. Однак, з аналізу положень наведеного Наказу можна дійти висновку, що після моменту виплати купонного доходу продажна вартість казначейських зобов'язань знижується і починає зростати до моменту сплати чергового купонного доходу. При цьому береться до уваги зменшення поточної вартості такого цінного паперу на суму сплати за купоном.

Розміщення казначейських зобов'язань здійснюється з умовою, за якою вони не можуть бути погашені достроково. Погашення казначейських зобов'язань здійснюється починаючи з другого дня, що настає після закінчення строку обігу казначейських зобов'язань.

Аналізуючи казначейські зобов'язання, слід звернути увагу на той факт, що не в усіх державах існують розглядувані цінні папери. Зокрема, Російська Федерація відмовилася від такого виду цінного паперу через вплив їх обігу на підвищення інфляції. В юридичній літературі з цього приводу зазначалося, що замінюючи в обігу готівкові кошти, казначейські зобов'язання збільшували інфляцію, у зв'язку з чим їх випуск, у тому числі за вимогою МВФ, був припинений, і вони зникли з обігу². На противагу цьому в США казначейські цінні папери мають високий кредитний рейтинг, адже у державі наявна система податкових пільг (звільнення від державного та місцевих податків на прибуток), має місце високий рівень ліквідності і надійності за незначного рівня доходу³.

Ощадні (депозитні) сертифікати

Згідно з ч. 1 ст. 13 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» *ощадний (депозитний) сертифікат* — це цінний папір, який підтверджує суму вкладу, внесеного у банк, і права вкладника (власника сертифіката) на одержання зі спливом вста-

¹Наказ Міністерства фінансів України «Про затвердження Порядку визначення вартості продажу казначейських зобов'язань та форми бланка сертифіката казначейського зобов'язання» від 08 липня 2009 р. № 874 // Офіційний вісник України. — 2009. — № 61. — Ст. 2178.

²Травкин А.А. Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги / А.А.Травкин, Н.Н. Арефьева, К.И. Карабанова. — Волгоград: Издательство Волгоградского государственного университета, 2001. — С. 78.

³Петренко І.П. Досвід США у використанні боргових цінних паперів для проектного фінансування: державний та муніципальний сектор / І.П. Петренко // Електронне наукове фахове видання «Ефективна економіка» // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/index.php?operation=1&iid=703>

новленого строку суми вкладу та процентів, встановлених сертифікатом, у банку, який його видав.

З нормативного визначення випливає, що законодавець наділяє ознаками цінного паперу документи, що мають назву ощадних (депозитних) сертифікатів. Указаний підхід законодавця не є новим, адже подібного роду нормативне бачення можна віднайти в ст. 31 Основ цивільного законодавства Союзу РСР і республік, за якою до цінних паперів, крім іншого, відносилися ощадні сертифікати. На відміну від Цивільного кодексу України Основи цивільного законодавства Союзу РСР і республік у ст. 38 містять визначення поняття «ощадний сертифікат». Так, за вказаною нормою ощадним сертифікатом визнавалося письмове свідоцтво банку про вклад грошових коштів, яке посвідчує право вкладника на отримання після спливу встановленого строку суми вкладу та процентів за ним в установі банку¹.

Закріплення поняття «ощадні (депозитні) сертифікати» на рівні спеціального закону, яким є Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», відповідає загальній концепції цивільного законодавства. Адже ст. 195 ЦК України побудована таким чином, що визначає лише групи цінних паперів, що дозволяє на рівні регламентації охоплювати в майбутньому нові види цінних паперів без внесення змін до цієї статті. Відповідно Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» спрямований не на регулювання загальних положень про цінні папери, а на конкретні правовідносини, де об'єктом виступають, у тому числі, й ощадні (депозитні) сертифікати.

Беручи до уваги нормативне визначення ощадного (депозитного) сертифікату можна прийти до висновку, що законодавець ототожнює ощадний сертифікат і депозитний сертифікат. Більше того, ст. 13 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» в жодній із своїх частин не розмежовує ці два поняття. З цього приводу В.А. Белов підкреслив, що між ними немає ніякої юридичної різниці, крім обмеження кола потенційних утримувачів. Стосовно ощадних сертифікатів це — фізичні особи, а щодо депозитних сертифікатів — юридичні особи². Отже, законода-

¹ Основы гражданского законодательства Союза ССР и республик от 31 мая 1991 г. № 2211-1 // Відомості З'їзду народних депутатів СРСР і Верховної Ради СРСР. — 1991. — № 26. — Ст. 733.

² Белов В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве. [под ред. Е.А. Суханова] — М.: Учебно-консультационный центр «ЮрИнфоР», 1196. — С. 55.

вещь у назві ст. 13 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» і назві відповідного визначення поняття виокремлює два різновиди сертифікатів, проте на рівні змісту цієї статті не наділяє ощадний та депозитний сертифікати окремими ознаками. Вказане має місце через те, що їм притаманні єдині, тобто одні й ті самі юридичні ознаки, що не дозволяють їх розмежовувати. З цього приводу В.А. Белов категорично зазначив, що закон мав би об'єднати ці документи однією назвою, наприклад — «банківські сертифікати», а вже здійснювати поділ їх на види та підвиди повинен підзаконний документ¹. Думається, що запропонований поділ на види та підвиди все ж таки мав би бути на рівні ст. 13 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», так як вказана стаття є спеціальною нормою, яка покликана врегулювати правовідносини де об'єктом виступають ощадні (депозитні) сертифікати.

Окремо варто відзначити основні ознаки ощадних (депозитних) сертифікатів. Ощадні (депозитні) сертифікати є цінними паперами. Їх емітентом може бути лише банк. Ощадні (депозитні) сертифікати можуть мати власні реквізити (за умови існування у документарній формі). Так, відповідно до ч. 3 ст. 13 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» в ощадному (депозитному) сертифікаті у документарній формі зазначаються вид цінного паперу, найменування і місцезнаходження банку, що випустив сертифікат; серія і номер сертифіката; дата випуску; сума депозиту; процентна ставка; строк отримання вкладу; підпис керівника банку або іншої уповноваженої особи, засвідчений печаткою банку. Безумовно, ощадним (депозитним) сертифікатам притаманна ознака строковості. Вказане впливає як з нормативного визначення цього поняття, так і з ч. 2 ст. 13 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». Ощадні (депозитні) сертифікати розміщуються під відсотки. Відсоткова ставка та умови сплати відсотків передбачаються умовами їх розміщення. Власник ощадного (депозитного) сертифікату має право отримати його номінальну вартість у визначений строк або достроково.

Ощадні (депозитні) сертифікати можуть поділятися на іменні й на пред'явника. Відповідно до імперативного правила ч. 2 ст. 13 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»

¹ Белов В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве. [под ред. Е.А. Суханова]. — М.: Учебно-консультационный центр «ЮрИнфоР», 1996. — С. 55.

іменні ощадні (депозитні) сертифікати можуть бути розміщені виключно у бездокументарній формі, а ощадні (депозитні) сертифікати на пред'явника — у документарній.

Векселі

Вексель відомий цивільному обігу з давніх часів. Більшість науковців приходять до висновку, що зародження векселя відбувалося у середньовічній Європі в XI—XII ст.¹. Свого часу Н.Й. Нерсесов указував, що вексель спочатку був способом переміщення грошей і давав можливість уникати їх перевезення. При цьому вчений зауважив, що особа, яка мала в іншому місці гроші й, бажаючи отримати їх, видавала переказний лист будь-кому, попередньо отримавши від такої особи таку суму грошей, власник переказного листа у разі прибуття на місце надавав його особі, у котрої знаходилися гроші, та отримував їх². Тобто вексель надавав можливість у такий спосіб уникнути ризиків втрати грошових коштів під час здійснення переїздів з одного міста до іншого. Тому в юридичній літературі історично вексель розглядається як одна з перших форм цінного паперу, що застосовувалась як зручний засіб оформлення розрахунків, засіб платежу, засіб одержання кредиту, що надавався продавцями покупцям у товарній формі у вигляді відстрочки сплати коштів за продані товари³.

Нормативним базисом обігу векселів є Женевська конвенція 1930 р., якою запроваджено Уніфікований закон про переказні векселі та прості векселі, Женевська конвенція 1930 р. про врегулювання деяких колізій законів про переказні векселі та прості векселі, Женевська конвенція 1930 р про гербовий збір стосовно переказних векселів і простих векселів, Закон України «Про цінні папери і фондову біржу», Закон України «Про приєднання України до Женевської конвенції 1930 року, якою запроваджено Уніфікований закон про переказні векселі та прості векселі», Закон

¹ Белов В.А. Очерки по вексельному праву / В.А. Белов. — М.: Учебно-консультационный центр «Юринфор», 2000. — С. 15; Марголин Д.М. Банки // Новый энциклопедический словарь Брокгауза и Ефрона. Т. 5. — С. 53; Басова И. Ценные бумаги: рынок, операции и учёт / И. Басова, Н. Петрова. — Х.: Фактор, 2009. — С. 98.

² Нерсесов Н.О. Избранные труды по представительству и ценным бумагам в гражданском праве / Н.О. Нерсесов. — М.: Статут, 1998. — С. 167.

³ Травкин А.А. Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги / А.А.Травкин, Н.Н. Арефьева, К.И. Карабанова. — Волгоград: Издательство Волгоградского государственного университета, 2001. — С. 94.

України «Про приєднання України до Женевської конвенції 1930 року про врегулювання деяких колізій законів про переказні векселі та прості векселі», Закон України «Про приєднання України до Женевської конвенції 1930 року про гербовий збір стосовно переказних векселів і простих векселів», Закон України «Про обіг векселів в Україні». Окремо слід відзначити, що вексельні правочини (зокрема, щодо видачі, акцептування (в тому числі в порядку посередництва, індосування, авалювання та оплати векселя) регулюються не тільки нормами спеціального вексельного законодавства, а й загальними нормами цивільного законодавства про правочини та зобов'язання, зокрема ст.ст. 202 — 211, 215 — 236, 509 — 609 Цивільного кодексу України. Як наслідок, якщо має місце відсутність прямих норм вексельного законодавства щодо регулювання вексельних правочинів, то слід застосовувати загальні норми Цивільного кодексу України. Вказане відображається і в судовій практиці, зокрема у п. 1 Постанови Пленуму Верховного Суду України «Про деякі питання практики розгляду спорів, пов'язаних з обігом векселів» від 08 червня 2007 р. № 5¹.

Питання щодо юридичної природи векселя до сьогодення є предметом гострих дискусій у наукових колах. Вказане породжує різноманітні підходи до розуміння векселя як правової категорії. Так, деякі науковці вказують на те, що вексель є одночасно правочином і цінним папером. Зокрема, М.М. Сибільов визначає його як абстрактний правочин та борговий цінний папір, який засвідчує безумовне грошове зобов'язання векселедавця сплатити після настання строку визначену суму коштів власнику векселя². Протилежною є точка зору висловлена, А. Шпунаром і М. Калинським, які заперечують ототожнення векселя з вираженням у ньому вексельним зобов'язанням, адже слід розрізняти документ і виражений у ньому юридичний факт, що є підставою виникнення вексельного зобов'язання³. Інші розглядають вексель як документ, підпис на якому є підставою виникнення зобов'язання. Зокрема, С. Врублевський наголошує, що векселем є документ, який має форму, чітко визначену законодавством та на-

¹ Постанова Пленуму Верховного Суду України «Про деякі питання практики розгляду спорів, пов'язаних з обігом векселів» від 08 червня 2007 р. № 5 // Вісник Верховного Суду України. — 2007. — № 8.

² Цивільне право України: Підручник: У 2 т. [за заг. ред. В.І. Борисової, І.В. Спасько-Фатєєвої, В.Л. Яроцького]. — К.: Юрінком Інтер, 2004. — Т.1. — С. 220.

³ *Spunar A. Komentarz do prawa wekslowego i prawa czekowego / A. Spunar, M. Kalins i. — Waryawa: Lexis Nexis, 2003. — S. 32—33.*

ділений у зв'язку з цим особливою властивістю, а саме тим, що підпис на векселі являє собою причину і підставу виникнення зобов'язання особи, що його поставила¹. У вченні про вексель мають місце непоодинокі висловлювання щодо підтримання точки зору, за якою вексель розглядається як цінний папір, у якому відображене вексельне зобов'язання. Так, О.О. Вишневський указує на те, що вексель — це цінний папір, у якому міститься безумовне абстрактне та чітко формальне зобов'язання чи пропозиція сплатити визначену грошову суму².

Аналізуючи юридичну природу векселя, крім доктринального масиву у цій сфері, варто звернути увагу на ч. 7 ст. 164 ГК України і ч. 1 ст. 14 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», де надається легальне визначення векселя. Одразу варто звернути увагу на те, що визначення векселя, які відображені у згаданих нормативно-правових актах практично дублюються. Проте, визначення векселя, що відображене у ч. 7 ст. 164 ГК України на відміну від ч. 1 ст. 14 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», містить вказівку на те, що вексель відноситься до групи боргових цінних паперів, що є безумовно, вірним уточненням.

З урахуванням положень розглядуваних норм і беручи до уваги юридичну природу векселя слід надати визначення цього поняття.

Вексель — це ордерний цінний папір документарної форми, який посвідчує безумовне грошове зобов'язання векседавця або його наказ третій особі сплатити після настання строку платежу визначену суму власнику векселя (векселедержателю). Наведене у ч. 7 ст. 164 ГК України і ч. 1 ст. 14 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» нормативне визначення відповідає вимогам Женевських вексельних конвенцій 1930 р. і як наслідок вписується в Женевську систему вексельного права. Втім, англо-саксонська система вексельного права містить дещо інший підхід до розуміння векселя. Наприклад, беручи до уваги ст. 3.104, 3.106 Єдиного торгового кодексу США, вексель розглядається як оборотний документ, що означає безумовну обіцянку або наказ сплатити визначену суму грошових коштів з процен-

¹ Wroblewski S. Polskie prawo wekslowe i czekowe z dnia 28 kwietnia 1936 / S. Wroblewski. — Krakow, 1936. — S. 15.

² Вишневский А.А. Вексельное право: Учебное пособие / А.А. Вишневский — М.: Юристъ, 1996. — С. 8.

тами чи без таких або з іншого роду нарахуваннями, що вказані у обіцянці або наказі. Більше того, ст. 3.106 Єдиного Торгового кодексу США дозволяє включити процентне застереження до будь-якого векселя¹.

В умовах сучасного цивільного обороту національний законодавець розуміє вексель як цінний папір у формі документа (речі) та одночасно як зобов'язання. Як наслідок, дуалістична юридична природа векселя впливає на подальшу правову регламентацію розглядуваних правовідносин.

Наведене дає всі підстави для виокремлення основних *ознак векселя*.

По-перше, вексель є борговим цінним папером.

По-друге, вексель є документарним цінним папером і не може бути переведений у бездокументарну форму. Втім, у юридичній літературі з цього приводу існує протилежна точка зору. Так, на думку В.Л. Яроцького особливістю векселя є те, що він є єдиним бездокументарним борговим цінним папером індивідуальної емісії². З наведеною точкою зору важко погодитися виходячи із наступного. Адже ознака документарності впливає з імперативного правила ст. 5 Закону України «Про обіг векселів в Україні» і ч. 2 ст. 14 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», за якими визначено, що векселі (переказні та прості) складаються у документарній формі. Як наслідок, вексельне законодавство не застосовується до зобов'язань, формою вираження яких виступають електронні і магнітні носії. Тобто, вексельне законодавство не охоплює зобов'язання, формою вираження яких виступає електронний документ. Вказане підтверджується судовою практикою, зокрема, п. 2 Постанови Пленуму Верховного Суду України «Про деякі питання практики розгляду спорів, пов'язаних з обігом векселів» від 8 червня 2007 р. № 5³. Не можна не звернути увагу на те, що наведена точка зору була відображена і в п. 2 Постанови Пленуму Верховного Суду РФ та Пленуму Вищого Арбітражного Суду РФ «Про деякі питання практики розгляду спо-

¹ Едиобразный торговый Кодекс США. Официальный текст 1990 г. — М.: Международный центр финансово-экономического развития, 1996. — С. 157, 159.

² Яроцкий В.Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції) / В.Л. Яроцький — Х.: Право, 2006. — С.196.

³ Постанова Пленуму Верховного Суду України «Про деякі питання практики розгляду спорів, пов'язаних з обігом векселів» від 08 червня 2007 р. № 5 // Вісник Верховного Суду України. — 2007. — № 8.

рів, пов'язаних з обігом векселів»¹. Не зрозумілим залишається також застосування до векселя словосполучення «індивідуальна емісія». Відомо, що вексель не є емісійним цінним папером. На аргументах ми не будемо детально зупинятися, адже вони були висловлені раніше. Між тим, нагадаємо, що емісія передбачає випуск лише *сукупності* цінних паперів, які окремо посвідчують *однаковий обсяг прав* їх власників, чого не спостерігається при випуску векселя.

По-третє, вексель наділений ознакою публічної достовірності, яка притаманна й багатьом іншим цінним паперам і була розглянута раніше.

По-четверте, вексель є грошовим цінним папером. Проте, на відміну від інших грошових цінних паперів він може випускатися лише в індивідуальному порядку. На цю особливість у різні часи звертали увагу науковці, зокрема В.А. Белов², Н.Й. Нерсесов³. Так, Н.Й. Нерсесов підкреслював, що вексель відрізняється від грошових паперів тим, що випускається одинично, з приводу будь-якої кредитної операції, а інші грошові папери випускаються масами⁴. Тобто, вексель може випускатися з приводу конкретного правочину. Досліджуючи індивідуальний порядок випуску векселя в юридичній літературі була висловлена точка зору, за якою вексель слід розглядати як індивідуально-визначену річ. Так, В.В. Воловик дійшов висновку, що в більшості випадків векселі справді виступають в цивільному обороті як речі, визначені індивідуальними ознаками. При цьому ознаками, що індивідуалізують вексель, будуть виступати як реквізити даного векселя, так і кількість осіб, зобов'язаних за векселем, тобто обсяг прав, які вексель надає своєму власнику⁵.

По-п'яте, вексель посвідчує безумовне грошове зобов'язання або наказ векселедавця сплатити. Вказане слід розуміти так, що

¹ Новоселова Л.А. Вексель в хозяйственном обороте: Комментарий практики рассмотрения споров / Постановление Пленума Верховного Суда Российской Федерации и Пленума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации «О некоторых вопросах практики рассмотрения споров, связанных с обращением векселей» от 4 декабря 2000 г. № 33/14. Изд. 4-е, перераб. и доп. — М.: Статут, 2003. — С. 246.

² Белов В.А. Очерки по вексельному праву. — М.: Учебно-консультационный центр «Юринфор», 2000. — С. 98.

³ Нерсесов Н.О. Торговое право. Посмертное изд-е, испр. и доп. А.Г. Гусаковым./ Н.О. Нерсесов. — М.: Типография «Разсвет», 1896. — С. 214.

⁴ Там само.

⁵ Воловик В.В. Вексель як об'єкт цивільних прав: Дис. ...канд. юрид. наук: 12.00.03 / В.В. Воловик. — К., 2004. — С. 17;

учасники вексельного правовідношення позбавлені можливості визначити у векселі умову, за якою здійснення платежу по векселю ставилося б у пряму залежність від настання або ненастання юридичного факту або сукупності юридичних фактів. В юридичній літературі висловлювалася думка, яку варто взяти до уваги, про те, що введення умов у вексельні зобов'язання внесло б плутанину в обіг векселів і зменшило б до них довіру, адже було б дуже складно здійснити розслідування, в яких випадках умови у векселі будуть виконані і чи можливе їх виконання¹.

По-шосте, вексель посвідчує абстрактне вексельне зобов'язання. Наведена ознака ґрунтується на загальній нормі ч. 2 ст. 198 ЦК України, за якою відмова від виконання зобов'язання, посвідченого цінним папером, з посиленням на відсутність підстави зобов'язання або на його недійсність не допускається. Таким чином, вексель не містить підставу його видачі — каузу (*causa*). Точніше вказана підстава знаходиться за межами вексельного права. Як правильно зазначив В.А. Белов, боржник по абстрактному цінному паперу не може протиставити кредитуру заперечення, що засновані на відсутності або недійсності підстави видачі цінного паперу².

По-сьоме, векселю притаманний формалізм, що проявляється у необхідності дотримуватися встановленої форми та у наявності реквізитів. Норми ст. 1 Уніфікованого закону про переказні векселі та прості векселі містять реквізити переказного векселя, а норми ст. 75 згаданого закону містять реквізити простого векселя. Документ, який не має згаданих реквізитів, не може розглядатися як вексель. Про це прямо вказано у ч. 2 ст. 196 ЦК України та ст. 2, 76 Уніфікованого закону про переказні векселі та прості векселі. Так, відповідно до загального правила ч. 2 ст. 196 ЦК України документ, який не містить обов'язкових реквізитів цінних паперів і не відповідає формі, встановленій для цінних паперів, не є цінним папером, а отже, й векселем. Відповідно до спеціальних норми, що містяться у ст. 2 та ст. 76 Уніфікованого закону про переказні векселі та прості векселі документ, де відсутній будь-який з реквізитів, не має сили переказного або простого векселя, за винятком випадків, зазначених у вказаних стат-

¹ Розенфельд-Фрейберг Н. Очерки по вексельному праву / Н. Розенфельд-Фрейберг. — С-Пб.: Тип. Имп. Акад. наук, 1896. — С. 23.

² Белов В.А. Вексельное законодательство России / В.А. Белов. — М.: Учеб.-консульт. центр «ЮрИнфоР», 1996. — С. 108.

тях. Втім, такий документ може мати силу простої боргової розписки. При цьому варто зауважити, що вказане правило має виключення, наведені у абз. 2-4 ст. 2 та абз. 2-4 ст. 76 Уніфікованого закону про переказні векселі та прості векселі. Вказане підтверджується п. 3 Постанови Пленуму Верховного Суду України «Про деякі питання практики розгляду спорів, пов'язаних з обігом векселів» від 08 червня 2007 р. № 5, де також звертається увага на те, що вимога векселедержателя про виконання вексельного зобов'язання, пред'явлена на підставі документа, що не відповідає формі та не містить обов'язкових реквізитів, підлягає відхиленню судом незалежно від пред'явлення позову про визнання векселя таким, що не має вексельної сили¹.

По-восьме, векселю притаманні уніфіковані підстави виникнення та здійснення вексельного зобов'язання.

По-дев'яте, векселю притаманна типовість вексельного зобов'язання.

По-десяте, вексель наділений ознакою оборотоздатності, тобто може передаватися іншим особам з дотриманням правил законодавства. Так, відповідно до загального правила ст. 3 Закону України «Про обіг векселів в Україні» зобов'язуватися й набувати права за переказними і простими векселями на території України можуть юридичні та фізичні особи. Проте ст. 3 згаданого закону обмежує ряд суб'єктів публічного права у можливостях використання векселів. Так, відповідно до ч. 2 ст. 3 Закону України «Про обіг векселів в Україні» органи виконавчої влади, органи місцевого самоврядування, а також установи та організації, які фінансуються за рахунок державного бюджету, бюджету Автономної Республіки Крим чи місцевих бюджетів, можуть виступати векселедавцем, трасантом, індосантом або індосатом лише у випадках і в порядку, визначених Кабінетом Міністрів України.

Ряд обмежень щодо вільного обігу векселів міститься й в інших нормативно-правових актах. Наприклад, відповідно до ч. 2 ст. 30 Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»² компанія з управ-

¹ Постанова Пленуму Верховного Суду України «Про деякі питання практики розгляду спорів, пов'язаних з обігом векселів» від 08 червня 2007 р. № 5 // Вісник Верховного Суду України. — 2007. — № 8.

² Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 р. № 2299-III // Відомості Верховної Ради України. — 2001. — № 21. — Ст. 103.

ління активами під час провадження діяльності з управління активами ІСІ не має права придбавати за рахунок активів ІСІ векселі, якщо інше не встановлено нормативно-правовими актами Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. У цьому контексті не можна не звернути увагу на Роз'яснення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про заборону торгівлі векселями на організаційно оформлених ринках» від 18 березня 2002 р. № 3¹, в якому зазначено, що після вступу в дію Закону України «Про обіг векселів в Україні» припиняється укладання цивільно-правових угод з векселями на організаційно оформлених ринках. Вказане пов'язано з тим, що відповідно до ч. 2 ст. 13 Закону України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» для укладення на фондовій біржі чи на організаційно оформленому позабіржовому ринку правочинів щодо цінних паперів, які випущені в документарній формі, цінні папери мають бути обов'язково *знеруховлені* в депозитарії, що їх обслуговує. Проте, відповідно до імперативного правила ст. 5 Закону України «Про обіг векселів в Україні» векселі, як прості, так і переказні складаються у документарній формі і *не можуть бути переведені у бездокументарну форму* (знеруховлені). Із аналізу наведеного можна констатувати, що, дійсно, положення Закону України «Про обіг векселів в Україні» не дають жодної можливості обертатися векселям на організаційно оформлених ринках.

Норми ч. 2 ст. 14 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» і ст. 1, 75 Уніфікованого закону про переказні векселі та прості векселі дають підстави для виокремлення двох видів векселя, а саме: простого та переказного векселів.

Простий вексель (соло-вексель) — це ордерний цінний папір документарної форми, що посвідчує просте, нічим не зумовлене зобов'язання векселедавця сплатити визначену суму грошових коштів векселедержателю після настання строку платежу. У разі видачі простого векселя первинними учасниками вексельних правовідносин виступають наступні особи:

- 1) трасанта (від італ. *trassare* — векселедавець);
- 2) ремітент (від лат. *remittentis* — особа, на користь якої виписаний вексель).

¹ Роз'яснення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про заборону торгівлі векселями на організаційно оформлених ринках» від 18 березня 2002 р. № 3 // Вісник. Цінні папери. — 2002. — № 98-99.

Переказний вексель (тратта) — це ордерний цінний папір документарної форми, що посвідчує простий, нічим не зумовлений наказ або пропозицію векселедавця платнику сплатити на користь векселедержателя визначену суму грошових коштів після настання строку платежу.

Одразу варто зауважити, що в юридичній літературі існують й інші підходи до розуміння переказного векселя. Так, В.А. Белов переказний вексель розглядає як оферту (пропозицію) трасанта трасату про укладення договору про сплату на користь третьої особи (ремітента)¹. Вказаний підхід до розуміння переказного векселя здається, доволі, суперечливим з огляду на те, що автор при цьому не акцентує увагу на юридичній природі вексельного зобов'язання. У разі видачі переказного векселя учасниками вексельних правовідносин слід вважати наступних осіб:

- 1) трасанта;
- 2) трасата (від італ. *trassarie* — платник); якщо має місце акцепт векселя, тоді — акцептанта;
- 3) ремітента.

§ 2.5. Правова характеристика іпотечних цінних паперів

Поняття іпотечних цінних паперів. Ринок цінних паперів, заснований на іпотеці, має досить давню історію. Більшість науковців доходять висновку, що він зародився в Західній Європі та розвивався у два етапи: перший етап пов'язаний з появою у 1770 р. в Сілезії першого іпотечного кредитного закладу — *Silesian Landschaft*, а другий — зі створенням у 1852 р. французького іпотечного банку *Credit Foncier de France*.² Подвійність є характерною і при виокремленні моделей функціонування систем іпотечного кредитування у світовому масштабі: наразі можна стверджувати про існування двох основних моделей іпотечного кредитування — американської дворівневої та європейської однорівневої систем³, що, безперечно, впливає на обіг іпотечних цінних паперів.

¹ Белов В.А. Очерки по вексельному праву / В.А. Белов. — М.: ЮрИнфоР, 2000. — С. 58.

² Басова И. Ценные бумаги: рынок, операции и учёт / И. Басова, Н. Петрова. — Х.: Фактор, 2009. — С. 99.

³ Лагутін В.Д. Становлення і розвиток системи іпотечного кредитування / В.Д. Лагутін // Фінанси України. — 2004. — № 1 — С. 76—77.

Одразу варто відмітити, що іпотечні цінні папери як забезпечувальні цінні папери випускаються у тих державах, де має місце спеціальне законодавство, що встановлює жорсткі правила випуску іпотечних цінних паперів. Так, в Іспанії випуск та обіг іпотечних цінних паперів ґрунтується на базі ст.ст. 12, 14 Закону про іпотечний ринок¹, а в Росії — ґрунтується на Федеральному законі «Про іпотечні цінні папери»². Втім, трапляються випадки коли законодавство не містить спеціальні норми, які регулюють випуск забезпечених цінних паперів. Наприклад, у Великобританії відсутнє спеціальне законодавство, що регулює випуск забезпечених облігацій (різновид забезпечених цінних паперів), що, на думку науковців, заважає розвитку таких цінних паперів³.

На сучасному етапі розвитку суспільних відносин значення іпотеки є незаперечним. Наразі не можна не погодитися з тезою науковців про те, що іпотека посідає особливе місце серед інших видів заставних правовідносин, оскільки її предметом можуть бути лише нерухомі речі, що мають значну вартість і споживчу корисність, а тому підпорядковані особливому правовому режиму⁴. Як наслідок, цінні папери, забезпечені іпотечним покриттям, дають можливість гарантовано знизити ризики незадоволення права вимоги, що випливають з них, за рахунок наступних правових механізмів. По-перше, право вимоги звертається не до будь-якого суб'єкта, а до суб'єкта зі спеціальним правовим статусом — фінансової установи, яка, з огляду на жорстке правове регулювання, покликана гарантувати підвищений рівень юридичної відповідальності за зобов'язаннями. По-друге, невиконання зобов'язання, що випливає з іпотечного цінного паперу забезпечується іпотечним покриттям (іпотечним пулом). Цінність такого забезпечення проявляється у тому, що склад іпотечного пулу є *відомим* на момент видачі іпотечного цінного паперу. Таким чином, притаманна іпотечним цінним паперам своєрідна «подвійна га-

¹ Mortgage Market Regulation Act 2/1981, March 25 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.ahe.es/bocms/images/bfilecontent/2009/05/13/6721.pdf?version=2>

² Федеральный закон Российской Федерации «О ипотечных ценных бумагах» от 11 ноября 2003 г. № 152 — ФЗ // Собрание законодательства РФ. — 2003. — № 46. — Ст. 4448.

³ Nasarre-Aznar S. The Funding of the Mortgage Loans in Spain by the Issue of Mortgage Securities. Their Legal Structure // Housing construction. An interdisciplinary task, Vol. I, XXX IAHS World Congress on Housing, pp. 347-354; Вриз Роббе, Жан Жоб де Секьюритизация и право / Жан Жоб де Вриз Роббе, П. Али: пер. с англ. — М.: Волтерс Клуверс, 2008. — С. 244.

⁴ Яроцький В.Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції) / В.Л. Яроцький — Х.: Право, 2006. — С. 198.

рантія» виконання зобов'язання спричинила подальший інтерес до розглядуваних цінних паперів.

Іпотечні цінні папери набули популярності також через те, що вони наділені можливістю швидко здійснювати обіг у цивільному обороті. З цього приводу В.Л. Яроцький зазначив, що оформлення заставних відносин за допомогою цінних паперів як більш мобільного порівняно з договором іпотеки різновиду цивілістичних конструкцій у сучасному майновому обороті забезпечило підвищену оборотоздатність майнових прав, що належать кредиту-заставодержателю¹. Втім, якщо порівнювати іпотечні цінні папери та іпотечні договори, то за ради справедливості варто наголосити на тому, що вказані правові конструкції за юридичною природою є абсолютно відмінними та спрямовані на досягнення різної мети. Тобто іпотечний договір є формою вираження виключно зобов'язальних правовідносин і вважається більш гнучкою юридичною конструкцією, що може максимально врахувати інтереси сторін, однак останнє одночасно уповільнює динаміку таких відносин. Іпотечний цінний папір, навпаки, наділений подвійною юридичною природою (адже одночасно виступає як річ та посвідчує зобов'язання), формалізмом, що проявляється у наявності жорстких вимог до форми, реквізитів, правил обігу тощо. Але за рахунок саме цих особливостей та ознак існує можливість швидко видавати й обертати іпотечний цінний папір, що тягне своїм наслідком підвищення динаміки розглядуваних правовідносин.

Слід зауважити, що ч. 1 ст. 195 ЦК України прямо не виділяє іпотечні цінні папери як окрему групу цінних паперів. Втім, наведений у ст. 195 ЦК України перелік груп цінних паперів є невичерпним. Вказане дає підстави на рівні закону виокремити іпотечні цінні папери в окрему групу. Як наслідок, ч. 5 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» указує на те, що в Україні у цивільному обороті може бути така група цінних паперів як іпотечні цінні папери.

Позитивним є те, що законодавець впровадив легальне визначення іпотечного цінного паперу, що покращує розуміння його сутності на практиці. Визначення іпотечних цінних паперів міститься у Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок». Відповідно до п. 3 ч. 5 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ри-

¹ Яроцький В.Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції) / В.Л. Яроцький — Х.: Право, 2006. — С. 200.

нок» іпотечні цінні папери — це цінні папери, випуск яких забезпечено іпотечним покриттям (іпотечним пулом) та які посвідчують право власників на отримання від емітента належних їм коштів¹.

Наведене визначення дає можливість виокремити основні ознаки іпотечних цінних паперів.

По-перше, іпотечні цінні папери належать до різновиду забезпечених цінних паперів. Однак наведене легальне визначення не містить вказівки на дану ознаку.

По-друге, емітентом іпотечних цінних паперів може бути лише суб'єкт цивільного права зі спеціальним статусом фінансової установи. Тобто законодавець встановлює окремі вимоги до емітента іпотечних цінних паперів. Відповідно до ст. 31 Закону України «Про іпотеку» емітентом іпотечних цінних паперів можуть бути банки та інші фінансові установи, які мають право на провадження такого виду діяльності відповідно до закону². З огляду на наведену норму емітентами іпотечних цінних паперів можуть виступати лише юридичні особи, які наділені спеціальним статусом, що притаманний фінансовим установам. Виокремлення серед ряду фінансових установ лише банку підкреслює підвищений інтерес законодавця до цього суб'єкта, як до бажаного емітента іпотечних цінних паперів. Таким чином, аналізуючи вказану норму, можна спостерігати наявність спеціального суб'єкта здійснення емісії іпотечних цінних паперів — фінансової установи, якою переважно виступає банк.

По-третє, іпотечний цінний папір посвідчує право грошової вимоги до фінансової установи.

По-четверте, випуск іпотечного цінного паперу забезпечений іпотечним покриттям. Як наслідок, іпотечний цінний папір за певних обставин надає його власнику право задовольнити свою вимогу за рахунок іпотечного покриття.

По-п'яте, іпотечному цінному паперу притаманний формалізм.

По-шосте, для іпотечного цінного паперу характерною є типовість посвідчуваного зобов'язання.

По-сьоме, іпотечний цінний папір наділений ознакою оборотоздатності, адже він за умови дотримання відповідних правил може відчуватися.

¹ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31 (04.08.2006). — Ст. 268.

² Закон України «Про іпотеку» від 05 червня 2003 р. № 898-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 38. — Ст. 313.

Види іпотечних цінних паперів. Класично іпотечні цінні папери поділяються на іпотечні облігації, іпотечні сертифікати та заставні (рис. 2.4). Вказаний поділ іпотечних цінних паперів відображений у ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». За типом покриття іпотечні цінні папери можна поділити на іпотечні цінні папери з державним іпотечним покриттям та іпотечні цінні папери із приватним іпотечним покриттям. У літературі зустрічається точка зору, за якою до іпотечних цінних паперів відносять також сертифікати ФОН¹. Однак така точка зору, як мінімум, суперечить чинному законодавству, а саме ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», де сертифікати ФОН відносяться до групи пайових цінних паперів.



Рис. 2.4. Види іпотечних цінних паперів за законодавством України

Іпотечні облігації. В доктрині панує точка зору, за якою іпотечні облігації були введені в Пруссії у XVIII ст. указом Фрідріха Великого від 1767 р. В подальшому вони поширилися на всю територію Європи та весь світ². Втім, на відміну від континентальної системи права в англо-саксонській правовій системі розглядуванні цінні папери не набули широкого вжитку. На вказану тенденцію розвитку іпотечних облігацій час від часу звертається увага у вченні про цінні папери³.

Спеціальним нормативним базисом для розміщення та обігу іпотечних облігацій виступає Закон України «Про іпотечні облі-

¹ Басова И. Ценные бумаги: рынок, операции и учёт / И. Басова, Н. Петрова. — Х.: Фактор, 2009. — С. 99.

² Stocker O. Realkredit und Pfandbrief sicherheit / O. Stocker / Secured Loan and Security of Covered Bonds // Verband Deutscher Hypothekenbanken Frankfurt am Main. 2004. Vol. 18. — P. 46-50; Вриз Роббе, Жан Жоб де Секьюритизация и право / Жан Жоб де Вриз Роббе, П. Али: пер. с англ. — М.: Волтерс Клуверс, 2008. — С. 200.

³ Nasarre-Aznar S. Securitisation and Mortgage Bonds: Legal Aspects and Harmonisation in Europe / S. Nasarre-Aznar // Gostick Hall Publications, Saffron Walden, UK, 2004 — P. 23—75.

гації» від 22 грудня 2005 р.¹. З огляду на ст. 3 Закону України «Про іпотечні облигації» *іпотечні облигації* — це облигації, виконання зобов'язань емітента за якими забезпечене іпотечним покриттям у порядку, встановленому законом. До недоліків наведеного визначення іпотечних облигацій можна віднести те, що воно має відсильний характер і не вказує на можливий рівень забезпечення.

В ключі компаративістики варто звернути увагу на законодавство Російської Федерації, де іпотечні облигації називаються облигаціями з іпотечним покриттям. Відповідно до ст. 2 Федерального закону Російської Федерації «Про іпотечні цінні папери» облигація з іпотечним покриттям — це облигація, виконання зобов'язань за якою забезпечується повністю або частково заставою іпотечного покриття². У даному разі не можна не відмітити у визначенні вказівку законодавця на повне та часткове забезпечення, що, без сумніву, є правильним.

Цікавим видається підхід законодавця Республіки Казахстан до визначення іпотечних облигацій. Відповідно до ст. 1 Закону Республіки Казахстан «Про ринок цінних паперів» іпотечна облигація визначається як облигація, що забезпечена заставою права вимоги по договорах іпотечної позики (включаючи заставу іпотечних свідоцтв), а також інших високоліквідних активів, перелік яких встановлюється нормативним правовим актом уповноваженого органу³. У даному визначенні спостерігається зміщення законодавчих акцентів у бік конкретизації іпотечного покриття.

Виходячи з положень Закону України «Про іпотечні облигації», можна виокремити основні *ознаки іпотечних облигацій*.

По-перше, іпотечні облигації є різновидом іпотечних цінних паперів.

По-друге, іпотечні цінні папери є іменними цінними паперами.

По-третє, іпотечна облигація засвідчує факт внесення грошових коштів її власником.

По-четверте, іпотечна облигація посвідчує зобов'язання про відшкодування власнику номінальної вартості облигації та зобов'язання про сплату доходу у грошовій формі.

¹ Закон України «Про іпотечні облигації» від 22 грудня 2005 р. № 3273-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 16. — Ст. 134.

² Федеральный закон Российской Федерации «О ипотечных ценных бумагах» от 11 ноября 2003 г. № 152 — ФЗ // Собрание законодательства РФ. — 2003. — № 46. — Ст. 4448.

³ Закон Республики Казахстан «О рынке ценных бумаг» от 02 июля 2003 г. № 461-II // Ведомости Парламента Республики Казахстан. — 2003. — № 14. — Ст. 119.

По-п'яте, іпотечна облігація забезпечує виконання зобов'язань емітента своїм іпотечним покриттям. Тобто, у разі невиконання емітентом взятих на себе зобов'язань за іпотечною облігацією надає її власнику право задовольнити свою вимогу за рахунок іпотечного покриття.

По-шосте, емітентом іпотечної облігації може виступати лише спеціальний суб'єкт. Так, відповідно до ст. 3 Закону України «Про іпотечні облігації» емітентом звичайних іпотечних облігацій є іпотечний кредитор, а емітентом структурованих іпотечних облігацій є спеціалізована іпотечна установа.

Види іпотечних облігацій. Іпотечні облігації можуть бути різноманітних видів. Міжнародній практиці відомий поділ іпотечних облігацій на *іпотечні облігації першої черги, іпотечні облігації другої черги, іпотечні облігації третьої черги*. Приблизником такого поділу іпотечних облігацій є Річард С. Уїлсон¹.

Також відомий поділ іпотечних облігацій на *першочергові іпотечні облігації* та *рефінансуючі іпотечні облігації*. За цих обставин емітент може здійснювати кілька емісій іпотечних облігацій. При цьому окрема емісія може належати до різної черговості. Емісії з різною черговістю мають місце у тому випадку, коли в умовах розміщення іпотечних облігацій існують обмеження щодо випуску іпотечних облігацій першої черги.

Законодавство Німеччини визнає поділ іпотечних облігацій на наступні види: іпотечні боргові зобов'язання, заставні свідоцтва «*Pfandbriefe*», боргові листи. Вони випускаються кількома типами банків, у першу чергу спеціалізованими іпотечними банками для фінансування кредитів на житлове та промислове будівництво і позик державним органам у формі іменних цінних паперів або на пред'явника строком від двох до 10 років².

Здійснюючи аналіз видів іпотечних облігацій, слід звернути увагу на систему загального права. Як уже зазначалося, у Великобританії відсутнє спеціальне законодавство, що регулює випуск забезпечених облігацій³. За цих обставин у Великобританії

¹ Уїлсон Річард С. Корпоративные облигации: Структура и анализ / Річард С. Уїлсон, Ф. Дж. Фобозци; пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — С. 61—63.

² Рынок ценных бумаг: учение / [Басе А.Б. и др.]; [под ред. Е.Ф. Жукова] — М.: Волтерс Клуверс, 2010 — С. 321.

³ Nasarre-Aznar S. The Funding of the Mortgage Loans in Spain by the Issue of Mortgage Securities. Their Legal Structure / S. Nasarre-Aznar // Housing construction. An interdisciplinary task, Vol. I, XXX IAHS World Congress on Housing, pp. 347-354; Вриз Роббе, Жан Жоб де Секьюритизация и право / Жан Жоб де Вриз Роббе, П. Али; пер. с англ. — М.: Волтерс Клуверс, 2008. — С. 244.

має місце випуск *квазізабезпечених облігацій*, що ґрунтується на договірних засадах зі складною багаторівневою структурою фідучіарного (довірчого) характеру. Особливістю таких цінних паперів є те, що вони забезпечуються виключно пулом іпотечних кредитів, що знаходиться на балансі спеціальної компанії¹. Подібного роду диверсифікація направлена на зниження ризиків власників таких цінних паперів шляхом здійснення юридичного виокремлення покриття з майна емітента.

Національне законодавство, враховуючи тенденції континентальної системи права, розвивається іншим шляхом і виокремлює наступні види іпотечних облігацій. Відповідно до ст. 3 Закону України «Про іпотечні облігації» іпотечні облігації можуть поділятися на звичайні та структуровані.

Одразу варто вказати на те, що особливості формування іпотечного покриття звичайних іпотечних облігацій визначені ст. 13 Закону України «Про іпотечні облігації». При цьому відповідно до ч.1 ст. 13 Закону України «Про іпотечні облігації» до складу іпотечного покриття звичайних іпотечних облігацій не можуть включатися дві групи іпотечних активів. По-перше, це іпотечні активи, зобов'язання боржників за якими забезпечені іпотекою об'єктів незавершеного будівництва. По-друге, це іпотечні активи, зобов'язання боржників за якими забезпечені іпотекою майнових прав.

Особливості формування іпотечного покриття структурованих іпотечних облігацій визначені ст. 19 Закону України «Про іпотечні облігації». Зокрема спеціалізована іпотечна установа наділена правом формувати в порядку, встановленому Національною комісією з цінних паперів і фондового ринку, єдине іпотечне покриття для здійснення кількох випусків структурованих іпотечних облігацій з різними умовами випуску.

Умови виконання зобов'язань за звичайними та структурованими іпотечними облігаціями різняться. Виконання зобов'язань за звичайними іпотечними облігаціями здійснюється в порядку та у строки, які визначені в їх проспекті емісії. Що стосується виконання зобов'язань за структурованими іпотечними облігаціями, то вони здійснюються в порядку і в строк, які визначені як проспектом емісії, так і договором про управління іпотечним покриттям. Особливості виконання зобов'язань за звичайними іпотеч-

¹ Вриз Роббе, Жан Жоб де Секьюритизация и право / Жан Жоб де Вриз Роббе, П. Али: пер. с англ. — М.: Волтерс Клуверс, 2008. — С. 245.

ними облігаціями передбачені ст. 16 Закону України «Про іпотечні облігації», а структурних облігацій — ст. 20 відповідного Закону.

За іпотечними облігаціями сплачується грошова винагорода у вигляді процентів. У цьому контексті не можна не звернути увагу на положення ч. 3 ст. 6 Закону України «Про іпотечні облігації», яке визначає види процентів: фіксовані та плаваючі проценти.

Іпотечні облігації при загальній тенденції до дематеріалізації цінних паперів можуть існувати виключно у бездокументарній формі. Зазначена теза ґрунтується на імперативному правилі, що наведене у ч. 6 ст. 4 Закону України «Про іпотечні облігації»¹. Однак, не всі країни СНД поділяють запропонований українським законодавцем підхід до форми існування іпотечних облігацій. Так, ст. 9 Федерального закону Російської Федерації «Про іпотечні цінні папери» зазначає, що облігації з іпотечним покриттям можуть бути випущені в одній з форм, що передбачена Федеральним законом Російської Федерації «Про ринок цінних паперів»². З аналізу останнього закону видно, що іпотечні облігації можуть також існувати й у документарній формі.

Існування бездокументарних іпотечних облігацій тягне своїм наслідком видачу глобального сертифікату випуску іпотечних облігацій, що повинен містити реквізити, наведені у ч. 6 ст. 4 Закону України «Про іпотечні облігації»: найменування іпотечних облігацій (звичайна чи структурована іпотечна облігація), посилення на те, що виконання зобов'язань емітента забезпечується іпотечним покриттям, а також інші реквізити, встановлені законодавством. У такий спосіб законодавець забезпечує дотримання ознаки формалізму, що притаманна цінним паперам.

Іпотечні сертифікати. Стандартизація умов іпотечних кредитних договорів дала поштовх до розвитку іпотечних сертифікатів. Останні входять до групи іпотечних цінних паперів. Відповідно до ст. 1 Закону України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» від 19 червня 2003 р.³, *іпотечний сертифікат* — це іпотечний цінний папір, забезпечений іпотечними активами або іпотеками.

¹ Закон України «Про іпотечні облігації» від 22 грудня 2005 р. № 3273-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 16. — Ст. 134.

² Федеральный закон Российской Федерации «О ипотечных ценных бумагах» от 11 ноября 2003 г. № 152 — ФЗ // Собрание законодательства РФ. — 2003. — № 46. — Ст. 4448.

³ Закон України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» від 19 червня 2003 р. № 979-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2004. — № 1. — Ст. 1.

Зазначене досить лаконічне визначення надане законодавцем не дає можливості встановити основні характеристики іпотечно-го сертифікату, що створює в правових колах суперечки у разі його дослідження.

Для з'ясування сутності іпотечних сертифікатів слід виділити їх основні *ознаки*:

По-перше, іпотечний сертифікат *належить до іпотечних цінних паперів*.

По-друге, іпотечний сертифікат є *неподільним*.

По-третє, випуск іпотечного сертифікату *забезпечений іпотечним покриттям* у вигляді іпотечних активів або іпотеки.

По-четверте, іпотечний сертифікат наділений ознакою *оборотоздатності* або її ще називають ознакою вільного обігу. Вказана ознака проявляється у тому, що юридичні та фізичні особи наділені правом укладати правочини купівлі—продажу іпотечних сертифікатів, а також здійснювати будь-які операції із ними за умови, що вони будуть законними та не будуть суперечити інформації про випуск таких сертифікатів.

По-п'яте, іпотечний сертифікат належить до *емісійних* цінних паперів. Причому, рішення про випуск сертифікатів може містити умову, за якою випуск може розподілятися на окремі транші.

По-шосте, іпотечні цінні папери належать до *конвертованих* цінних паперів. Відповідно до ч. 8 ст. 20 Закону України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» конвертація іпотечних сертифікатів здійснюється емітентом шляхом вилучення з обігу сертифікатів одного випуску, їх анулювання та обміну на сертифікати іншого випуску.

По-сьоме, іпотечні сертифікати наділені *формалізмом*. Відповідно до ч. 4 ст. 14 Закону України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» обов'язковими реквізитами сертифіката мають бути: слова «іпотечний сертифікат» як складова частина його назви; повна назва й місцезнаходження емітента; вид сертифіката (іменний або на пред'явника); для іменних сертифікатів: назва та юридична адреса власника — для юридичних осіб або прізвище, ім'я, по батькові та номер і серія паспорта власника (для нерезидентів — найменування та реквізити належним чином легалізованих документів, що відповідно до законодавства засвідчують особу) — для фізичних осіб; номер і серія сертифіката; номінальна вартість

сертифіката з фіксованою дохідністю або частка консолідованого іпотечного боргу, що припадає на один сертифікат участі на дату реєстрації випуску; строк обігу сертифіката, порядок та строк виплати платежів; інформація про забезпечення даного випуску сертифіката; інформація про страхування власника сертифіката від валютних та інших ризиків; підпис керівника емітента або уповноваженої на це особи емітента; скріплення печаткою (за її наявності). Втім, у згаданій нормі невдалим є формулювання законодавця шляхом використання словосполучення «обов'язковими реквізитами сертифіката *мають бути*». Адже за такого формулювання можна припустити, що на даний момент можуть існувати й інші реквізити іпотечного сертифіката.

По-восьме, іпотечні сертифікати належать до *строкових* іпотечних цінних паперів. Кожний випуск іпотечних сертифікатів має власний строк обігу, що на пряму залежить від двох строків: 1) від строку існування забезпечувальних іпотечних активів; 2) від строку відчуження іпотечних активів.

По-дев'яте, емітентом іпотечних цінних паперів може бути лише суб'єкт цивільного права зі *спеціальним статусом* фінансової установи. Однак для того, щоб бути емітентом, лише статусу фінансової установи не достатньо. Відповідно до ч. 2 ст. 40 Закону України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» така фінансова установа має одержати дозвіл на право здійснення емісії сертифікатів.

По-десяте, іпотечний сертифікат посвідчує право грошової вимоги до емітента.

З огляду на ст. 15 Закону України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» іпотечні сертифікати поділяються на два види. До першого виду належать сертифікати з фіксованою дохідністю. Одразу варто звернути увагу на те, що законодавство деяких держав не містить такого виду іпотечних цінних паперів. Наприклад, відповідно до ст. 2 Федерального закону Російської Федерації «Про іпотечні цінні папери» до іпотечних цінних паперів відносяться лише облігації з іпотечним покриттям і іпотечні сертифікати участі¹. Таким чином, російський законодавець окремо не виділяє такий вид іпотечних сертифікатів, як сертифікат з фіксованою дохідністю.

¹ Федеральный закон Российской Федерации «О ипотечных ценных бумагах» от 11 ноября 2003 г. № 152 — ФЗ // Собрание законодательства РФ. — 2003. — № 46. — Ст. 4448.

Відповідно до ч. 1 ст. 23 Закону України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» *сертифікати з фіксованою дохідністю* — це сертифікати, які відповідно до вище наведеного Закону забезпечені іпотечними активами та посвідчують такі права власників: право на отримання номінальної вартості в передбачені умовами випуску сертифікатів терміни; право на отримання процентів за сертифікатами на умовах інформації про випуск сертифікатів; право на задоволення вимог у разі невиконання емітентом прийнятих на себе зобов'язань — з вартості іпотечних активів, що є забезпеченням випуску сертифікатів з фіксованою дохідністю, переважно перед іншими кредиторами емітента.

До другого виду іпотечних сертифікатів належать сертифікати участі. Їх випуск є досить поширеним у багатьох державах. Зокрема, на американському фондовому ринку їх випуск з 1971 р. почало здійснювати агентство, що формувало пули й емітувало цінні папери — «Фредді Мак», причому їх значна частина була забезпечена пулом некваліфікованих іпотек, а агентство гарантувало лише отримання в строк процентного доходу¹. Попередньо згадуючи законодавство Російської Федерації слід відмітити, що йому теж відомий такий вид іпотечного цінного паперу.

Законодавство України про цінні папери містить легальне визначення сертифікатів участі. Відповідно до ч. 2 ст. 24 Закону України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» *сертифікати участі* — це сертифікати, які за Законом України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» забезпечені іпотеками та посвідчують частку його власника у платежах за іпотечними активами.

Якщо детально проаналізувати наведене визначення можливо помітити, що законодавець доволі широко сформулював визначення сертифікатів участі, так як вказав на дві ознаки з високим рівнем юридичної абстракції: 1) забезпеченість іпотеками; 2) посвідчення частки власника сертифікату участі у платежах за іпотечними активами.

Дещо інше бачення з цього питання у законодавця Республіки Казахстан. Так, відповідно до ст. 32-4 Закону Республіки Казах-

¹ Спаських Н.М. Зарубіжний досвід розвитку іпотечного кредитування / Н.М. Спаських. // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/Znpchdtu/2008_21_2/articles/18_Spaskih_N.pdf

стан «Про ринок цінних паперів» сертифікати участі називаються ісламськими сертифікатами участі, якими є ісламські цінні папери, що випускаються ісламською спеціальною фінансовою компанією із заздалегідь встановленим при їх випуску строком обігу з метою використання залучених засобів для організації нового інвестиційного проекту, розвитку існуючого інвестиційного проекту або фінансування підприємницької діяльності на підставі договору простого товариства або зі створенням юридичної особи в організаційно-правовій формі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю¹. З одного боку, наведене визначення є громіздким, що викликає сумнів у доцільності такого підходу. Його аналіз дає підстави стверджувати про звужене розуміння поняття «сертифікат участі» за рахунок чіткого окреслення мети випуску сертифікату участі у визначенні поняття. У цьому контексті цікавим є нормативний підхід Російської Федерації. Окремо варто відмітити, що Російський законодавець у Федеральному законі Російської Федерації «Про іпотечні цінні папери» використовує дещо іншу термінологію, адже він називає сертифікати участі іпотечними сертифікатами участі. Відповідно до ст. 2 Федерального закону Російської Федерації «Про іпотечні цінні папери», іпотечний сертифікат участі — це іменний цінний папір, що посвідчує долю його власника у праві спільної власності на іпотечне покриття, право вимоги до особи, яка його видала, належного довірчого управління іпотечним покриттям, право на отримання грошових коштів, отриманих для виконання зобов'язання, вимоги за якими складають іпотечне покриття, а також інші права, що передбачені Федеральним законом Російської Федерації «Про іпотечні цінні папери»². Таким чином, у наведеному визначенні має місце концентрація законодавця на тому, що сертифікат участі є лише іменним цінним папером, та на основних правах, які посвідчує сертифікат участі.

Національний законодавець у ч. 5 ст. 40 Закону України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» ставить окрему вимогу до випуску емітентами сертифікатів участі. Відповідно до згаданої норми емітент сертифікатів участі здійснює випуск таких сертифікатів,

¹ Закон Республики Казахстан «О рынке ценных бумаг» от 02 июля 2003 г. № 461-II // Ведомости Парламента Республики Казахстан. — 2003. — № 14. — Ст. 119.

² Федеральный закон Российской Федерации «О ипотечных ценных бумагах» от 11 ноября 2003 г. № 152 — ФЗ // Собрание законодательства РФ. — 2003. — № 46. — Ст. 4448.

платежі за якими забезпечені надходженнями платежів від боржників за договорами про іпотечний кредит, реформованими в іпотечний актив.

Власник сертифікатів участі окремого випуску також наділений статусом установника довірчої власності. Крім цього він наділений двома основними видами прав. У першу чергу він має право на отримання частки у платежах за іпотечними активами відповідно до договору про придбання сертифікатів. Також власник сертифікатів участі має право на задоволення вимог — у разі невиконання емітентом взятих на себе зобов'язань — з вартості іпотечних активів, які знаходяться у довірчій власності управителя. Якщо має місце факт призначення або факт зміни особи управителя, власник сертифікату набуває додаткове право пред'явити сертифікати участі для дострокового погашення. Разом з набуттям вище наведених прав до власника сертифікатів участі переходить ризик дострокового виконання зобов'язань боржниками за договорами про іпотечний кредит, реформованими в іпотечний актив.

Іпотеки є забезпеченням виконання зобов'язань за сертифікатами участі. Відповідно до ч. 2 ст. 37 Закону України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» іпотеки становлять іпотечний пул і забезпечують виконання зобов'язань, реформованих у консолідований іпотечний борг.

Заставні. Визначення місця заставної в системі цінних паперів є досить складним через нормативну непослідовність у класифікації цінних паперів. Нормативним підґрунтям наведеної проблеми є Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» та Закон України «Про іпотеку». Відповідно до ст. 20 Закону України «Про іпотеку» від 5 червня 2003 р.¹, *заставна* — це борговий цінний папір, який засвідчує безумовне право його власника на отримання від боржника виконання за основним зобов'язанням за умови, що воно підлягає виконанню в грошовій формі, а в разі невиконання основного зобов'язання — право звернути стягнення на предмет іпотеки. Тобто законодавець відносить заставну саме до групи *боргових цінних паперів*. Більше того, вказане підкріплене п. 1.3 Рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку «Про стандартну (типову) форму блан-

¹ Закон України «Про іпотеку» від 05 червня 2003 р. № 898-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 38. — Ст. 313.

ка заставної»¹, де заставна також визначається як борговий цінний папір. Втім, якщо звернутися до ч. 5 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», можна помітити, що законодавець заставну відносить вже не до боргових, а до іпотечних цінних паперів.

У цьому випадку цікавим є підхід російського законодавця. Так, визначення заставної містить Федеральний закон РФ «Про іпотеку (заставу нерухомості)». Відповідно до ст. 13 Федерального закону РФ «Про іпотеку (заставу нерухомості)» заставною є іменний цінний папір, що посвідчує наступні права його володільця: право на отримання виконання по грошових вимогах, що забезпечені іпотекою, без надання доказів існування таких зобов'язань; право застави на майно, що обтяжене іпотекою². У цьому разі російський законодавець на відміну від українського законодавця не бере до уваги класифікацію цінних паперів на боргові або іпотечні, а акцентує увагу на тому, що заставна належить до іменних цінних паперів. Втім, більшість авторів, що досліджували заставну, відмічали, що виходячи з правового регулювання закладної, вона є ордерним цінним папером³.

Заставна є формалізованим документом, адже їй притаманна типовість форми та наявність чітко визначених реквізитів. Вимоги до її форми і реквізитів визначено ст. 21 Закону України «Про іпотеку» та Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про стандартну (типову) форму бланка заставної». З огляду на наведені нормативно-правові акти слід відзначити, що заставна складається виключно у письмовій формі (документарній формі) в одному примірнику.

Враховуючи ознаку формалізму, законодавець визначає наступні реквізити для заставної: 1) слово «заставна» як складова частина назви документа та визначення про зобов'язання боржника виконати перед іпотекодержателем у встановлений строк основне зобов'язання; 2) для іпотекодавця, боржника (якщо він є відмінним від іпотекодавця) та іпотекодержателя — юридичних осіб: резидентів — найменування, місцезнаходження й ідентифі-

¹ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про стандартну (типову) форму бланка заставної» від 04 вересня 2003 р. № 363 // Офіційний вісник України. — 2003. — № 40. — Ст. 2119.

² Федеральний закон Российской Федерации «Об ипотеке (залоге недвижимости)» от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ // Собрание законодательства РФ. — 1998. — № 29. — Ст. 3400.

³ Наумова Л.М. Комментарий к Федеральному закону «Об ипотеке (залоге недвижимости)» / Л.М. Наумова — М.: Волтерс Клувер, 2008. — С. 271.

каційний код в Єдиному державному реєстрі юридичних та фізичних осіб — підприємців; нерезидентів — найменування, юридична адреса та держава, де зареєстрована особа; для іпотекодавця, боржника (якщо він є відмінним від іпотекодавця) й іпотекодержателя — фізичних осіб: громадян України — прізвище, ім'я, по батькові, місце проживання із зазначенням адреси та індивідуальний ідентифікаційний номер у Державному реєстрі фізичних осіб — платників податків та інших обов'язкових платежів; іноземців, осіб без громадянства — прізвище, ім'я, по батькові (за наявності), адреса їх постійного місця проживання за межами України; 3) посилання на реквізити іпотечного договору і договору, що обумовлює основне зобов'язання; 4) опис предмета іпотеки, достатній для його ідентифікації, та/або його реєстраційні дані; 5) зміст і розмір основного зобов'язання, строк і порядок його виконання; 6) спосіб звернення стягнення на предмет іпотеки, якщо він передбачений іпотечним договором; 7) відмітка про реєстраційний номер, дату та місце державної реєстрації обтяження нерухомого майна іпотекою (цей реквізит вноситься відповідно до законодавства).

Видання двох та більше заставних не слід розглядати як емісію, адже має місце індивідуалізація основного зобов'язання і предмета іпотеки. Більше того, у ст. 20 Закону України «Про іпотеку» міститься вказівка на те, що заставна не є емісійним цінним папером. На підтвердження того, що заставна не визнається емісійним документом, слугує й те, що її випуск не потребує державної реєстрації у спеціальному державному органі. Однак, потрібно підкреслити окрему вимогу законодавця щодо обліку заставних банками. Облік заставних у банках здійснюється у порядку, встановленому Національним банком України, однак не за окремими правилами, а за правилами, що застосовуються для обліку забезпечених іпотекою кредитів.

Заставна залежить від укладеного договору іпотеки та від зобов'язання, що забезпечується. Вказане впливає з наступного. Так, відповідно до ст. 20 Закону України «Про іпотеку» заставна оформлюється, якщо її видача передбачена іпотечним договором. Таким чином, відсутність іпотечного договору вказуватиме на неможливість видачі заставної. Більше того, з огляду на вказану норму заставна не може бути видана на підставі закону. Вказана особливість проявляється у доктринальному визначенні заставної. Так, деякі автори під заставними розуміють цінні папери, які

можуть бути виданими ґрунтуючись на договорі іпотеки як спосіб забезпечення виконання основного зобов'язання (кредитного договору і т.д.)¹.

Окремо слід звернути увагу на те, що боргове зобов'язання, що посвідчується заставною виникає не на підставі розглядуваного цінного паперу. Вказане зобов'язання виникає на підставі договору (наприклад, кредитного тощо).

Визначення заставної, наведене у ст. 20 Закону України «Про іпотеку», дає єдино можливий варіант задоволення вимоги у разі невиконання основного зобов'язання — стягнення на предмет іпотеки.

Враховуючи наведені аргументи, можна дійти висновку, що заставна має акцесорний характер. Тобто визнання недійсним правочину, що був забезпечений таким чином, вплине на дійсність заставної. Якщо має місце недійсність договору іпотеки, особи, котрі вчинили передавальний напис на заставній, не несуть солідарної відповідальності, адже такий напис має силу індосаменту. Вказане впливає із ст. 25 та ч. 2 ст. 20 Закону України «Про іпотеку», де в останній зазначається, що заставна може передаватися її власником будь-якій особі шляхом вчинення індосаменту. При цьому наступний власник заставної набуває всі права іпотекодержателя (нового кредитора) за договором, яким обумовлене основне зобов'язання, та за іпотечним договором, на підставі якого була видана заставна, а права попереднього власника заставної як іпотекодержателя (первісного кредитора) припиняються.

§ 2.6. Правова характеристика похідних цінних паперів

Прийнято вважати, що становлення похідних (деривативів) пов'язане з намаганням знизити ризики у сфері сільськогосподарського виробництва та припадає на ще ХІІ ст. В літературі з цього приводу зазначається, що тоді на ярмарках продавці укладали контракти під назвою *lettres de faire*, тобто зобов'язання на

¹ Травкин А.А. Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги / А.А.Травкин, Н.Н. Арефьева, К.И. Карабанова. — Волгоград: Издательство Волгоградского государственного университета, 2001. — С. 136.

поставку товару в майбутньому¹. Не можна оминати того факту, що перші біржі, на яких здійснювалася торгівля деривативами знаходилися в Європі. Зокрема, науковці доходять висновку, що однією з провідних у цьому плані була Лондонська біржа (*Royal Exchange in London*)².

З аналізу законодавства різних держав і доктрини про цінні папери можна прийти до висновку, що мають місце кілька концепцій щодо розуміння деривативів. По-перше, деривативи розглядаються як строкові договори (США)³. По-друге, деривативи розглядаються як цінні папери. Наприклад, наведений підхід можна віднайти у законодавстві Швейцарії, зокрема у п. а ст. 2 Закону Швейцарії «Про фондові біржі та торгівлю цінними паперами» від 24 березня 1995 р.⁴. По-третє, деривативи розглядаються як строкові договори та як похідні цінні папери. Останній підхід до розуміння деривативів відображений у законодавстві України.

З огляду на комплексний аналіз національного законодавства та і вектор правового розвитку цінних паперів, деривативи в Україні поділяються на строкові договори алеаторного характеру та похідні цінні папери. Тобто похідні цінні папери слід розглядати як різновид похідних (деривативів). Втім, слід констатувати, що на рівні Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» такий прямий поділ деривативів відсутній, як відсутнє й визначення останнього. Якщо ж звернути увагу на п. 3 Постанови Кабінету Міністрів України «Про затвердження Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів»⁵, можна помітити, що вказане положення відображає факт віднесення до деривативів лише форвардного контракту, ф'ючерсного контракту та опціону. Однак наведена норма, як мінімум, суперечить ст. 195 ЦК України і ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фон-

¹ Басова И. Ценные бумаги: рынок, операции и учёт / И. Басова, Н. Петрова. — Х.: Фактор, 2009. — С. 101.

² Бойко М.Ю. Деривативы как эффективный финансовый инструмент / М.Ю. Бойко, Т.М. Писня // Бизнес Информ — 2010. — № 3 (1). — С. 91-93.

³ Swan E. J. Issues in Derivative Instruments. The Hague, 1999. — Р. 7.

⁴ Нобель П. Швейцарское финансовое право и международные стандарты / П. Нобель; [пер с англ.]. — М.: Волтерс Клуверс, 2007 — 1152 с.

⁵ Постанова Кабінету міністрів України «Про затвердження Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів» від 19 квітня 1999 р. № 632 // Офіційний вісник України. — 1999. — № 16. — Ст. 648.

довий ринок», де не тільки згадується про похідний цінний папір, але й дається його визначення.

Між тим не можна не відмітити того факту, що у науці була висловлена точка зору, за якою до деривативів не слід включати похідні цінні папери. Так, Г. Райнер указував, що деривативи слід розглядати лише як двосторонні зобов'язуючі договори про сплату грошових сум, ціна яких повністю залежить від випадку¹. У цьому контексті варто звернути увагу на Проект Закону України «Про похідні (деривативи)» № 8576², в якому відображена інша концепція деривативів. Відповідно до ст. 3 Проекту похідні (деривативи) — це фінансові інструменти, що засвідчують домовленість сторін, спрямовану на встановлення прав та обов'язків відносно базового активу, у вигляді строкових контрактів і похідних цінних паперів. Таким чином, запропоноване визначення включає у поняття «дериватив» не тільки фінансові інструменти у вигляді строкових договорів, але й похідні цінні папери, що засвідчують право. Також на рівні юридичної доктрини зазначалося, що застосування поняття «похідний» по відношенню до похідних цінних паперів ґрунтується на тому, що вони дають своєму володільцю право здійснення у майбутньому певної угоди (купівлі—продажу) стосовно інших цінних паперів або іншого базового активу (валюти, індексу акцій, золота, нафти), вказаних у похідному цінному папері³.

Похідні цінні папери отримали таку назву через те, що будучи фінансовими інструментами, залежать від інших фінансових інструментів. У цьому контексті в науці висловлювалася теза, за якою розглядувані цінні папери не виражають ні відносин займу, ні майнових прав між володільцем цінного паперу та їх емітентом, а тому їх слід називати цінними паперами другого порядку⁴.

Формулювання поняття похідних цінних паперів є досить складним завданням, адже вказане правове явище наділене ознаками різноманітних фінансових інструментів, що, в свою чергу,

¹ *Reiner G. Derivative Finanzinstrumente im Recht / G. Reiner. — Nomos Verlagsgesellschaft Baden Baden, 2002. — S. 13.*

² Проект Закону України «Про похідні (деривативи)» № 8576 // Система інформаційно-правового забезпечення «Ліга-Еліт».

³ *Травкин А.А. Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги / А.А.Травкин, Н.Н. Арсеньева, К.И. Карабанова — Волгоград: Издательство Волгоградского государственного университета, 2001. — С. 12.*

⁴ *Лялин В.А. Рынок ценных бумаг:учебник / В.А. Лялин, П.В. Воробьев. — М.: Проспект, 2011. — С. 53.*

сприяє розмитості меж розглядуваного поняття. З огляду на це та на збірний характер даного поняття, законодавець у ст. 195 ЦК України й у ч. 5 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» виділив похідні цінні папери не як вид, а як групи цінних паперів.

Відповідно до ст. 195 ЦК України, ч. 5 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» і ст. 1 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» *похідні цінні папери* — це цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів.

Як правило, законодавство більшості держав містить імперативне правило, за яким обіг похідних цінних паперів здійснюється виключно на фондових біржах.

При виокремленні видів похідних цінних паперів необхідно враховувати, що основу похідного цінного паперу покладено юридичний факт у вигляді не договору, а акту особи щодо створення цінного паперу, який, по суті, й породжує право, посвідчене цінним папером. На підставі наведеного не можна погодитися з твердженням про те, що до похідних цінних паперів слід віднести ф'ючерсні контракти (ф'ючерси); опціонні контракти (опціони); форвардні контракти (форварди); свопові контракти (свопи). Вказані контракти містять права та обов'язки обох сторін договору, що не вписується у правову конструкцію цінних паперів. Адже, як правильно зазначав М.М. Агарков, у цінному папері не може бути виражене правовідношення, в якому обидві сторони набувають прав та обов'язків, так як сторона, що не володіє цінним папером, не може здійснити належне їй право¹. Позитивним є те, що вказане концептуально було враховане Проектом Закону України «Про похідні (деривативи)» № 8576. Між тим, наведені вище вагомі аргументи не завадили законодавцю Голландії застосувати у ст. 1 Закону Голландії від 16 листопада 1995 р. «Про контроль за торгівлею цінних паперів» прийом юридичної техніки та віднести опціони та ф'ючерси до цінних паперів.

З огляду на Проект Закону України «Про похідні (деривативи)» № 8576 похідні цінні папери поділяються на наступні основ-

¹ Агарков М.М. Избранные труды по гражданскому праву : В 2-х т. Т. 1. — М.: Центр ЮрИнфоР, 2002. — С. 123—137.

ні види: опціонні сертифікати і фондові варанти. Враховуючи юридичну природу похідних цінних паперів та положення згаданого законопроекту, наведемо їх визначення.

Опціонний сертифікат — це похідний емісійний цінний папір, що засвідчує право його власника на придбання в емітента або на продаж його емітентові базового активу в строк та на умовах, визначених у проспекті емісії похідних цінних паперів. Він передбачає премію опціонного сертифікату, тобто винагороду що сплачується покупцем опціонного сертифіката продавцю за набути за таким сертифікатом право.

Виходячи із аналізу ст. 11 Проекту Закону України «Про похідні (деривативи)» № 8576 емітентом опціонного сертифіката на придбання може виступати юридична особа за наявності однієї з двох умов. По-перше, якщо така юридична особа є власником базового активу відповідного сертифікату. Вказане положення нарікань не викликає. По-друге, якщо така юридична особа уклала з власником базового активу опціонного сертифіката договір комісії чи договір доручення. Дане формулювання не має чітких меж, адже незрозумілими залишаються особливості предметів наведених договорів.

В юридичній літературі під варантами розуміються істотні умови, на яких компанія здійснює випуск цінних паперів (у більшості випадків звичайних акцій), що надають гарантії їх держателям на придбання акцій за зумовленою ціною на визначену дату¹. Цікавим є те, що легальне визначення варанта можна віднайти у кримінальному законодавстві окремих держав. Так, Акт Англії та Уельсу Про кримінальне правосуддя 1993 р. містить визначення варанта, за яким його слід розглядати як будь-які права (незалежно від того, чи підтверджені вони процентним купоном або будь-яким іншим чином), що покладаються на частки або боргові цінні папери².

Фондовий варант — це похідний цінний папір, який розміщується акціонерним товариством і надає його власнику право на придбання базового активу у вигляді простих акцій або облігацій цього емітента у строк і за ціною, що визначаються у проспекті емісії похідного цінного паперу.

¹ Чупрова Е.В. Ответственность за экономические преступления по уголовному праву Англии / Е.В. Чупрова — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 142.

² Criminal Justice Acte. — 1993. Sch. 2. — S. 2.

Емітентами варантів можуть виступати лише господарські товариства, що створені відповідно до глави 8 «Підприємницькі товариства» Цивільного кодексу України у формі публічних акціонерних товариств. Законодавство містить обмеження щодо випуску варантів. Так, враховуючи п. 12 Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Правила випуску та обігу фондових деривативів» від 24 червня 1997 р. № 13, емітент позбавлений права випускати варанти для покриття власних збитків від здійснення господарської діяльності з зарахуванням надходжень від продажу варантів як результату поточної господарської діяльності.

На підставі Рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку «Правила випуску та обігу фондових деривативів» варанти в Україні випускаються лише в документарній формі. Однак, уже в ч. 4 ст. 12 Проекту Закону України «Про похідні (деривативи)» № 8576 фондові варанти можуть існувати виключно в бездокументарній формі. Тобто загальна тенденція дематеріалізації цінних паперів проявляється й у даному випадку.

Відповідно до п. 12 Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Правила випуску та обігу фондових деривативів» від 24 червня 1997 р. № 13 забезпеченість виконання варантів може гарантуватися: а) новим випуском (емісією) акцій, які є базовим активом щодо даних варантів; б) укладанням договору (договорів) комісії з власником (власниками) базового активу в кількості, передбаченій умовами випуску варантів з розміщенням цього базового активу у зберігача; в) викупом у акціонерів належних їм акцій та утриманням їх до закінчення терміну дії варантів.

§ 2.7. Правова характеристика приватизаційних цінних паперів

Нормативною основою для виокремлення й обігу приватизаційних цінних паперів є Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»¹, Закон України «Про приватизаційні папери»², За-

¹ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480 — IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

² Закону України «Про приватизаційні папери» від 06 березня 1992 р. № 2173-XII // Відомості Верховної Ради України. — 1992. — № 24. — Ст. 352.

кон України «Про приватизацію державного житлового фонду»¹, Указ Президента України «Про введення в готівковий обіг приватизаційних майнових сертифікатів»², Указ Президента України «Про заходи щодо введення у готівковий обіг іменних приватизаційних майнових сертифікатів»³, Постанова Верховної Ради України «Про Концепцію роздержавлення і приватизації підприємств, землі та житлового фонду»⁴, Наказ Фонду державного майна України, Державного комітету України по житлово-комунальному господарству «Про затвердження Положення про порядок використання житлових чеків для приватизації житла та частки майна державних підприємств»⁵.

Відповідно до ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» приватизаційні цінні папери — це цінні папери, які посвідчують право власника на безоплатне одержання у процесі приватизації частки майна державних підприємств, державного житлового фонду, земельного фонду. Недосконалість наведеного визначення проявляється через відсутність у ньому вказівки на те, що приватизаційний цінний папір є різновидом державних цінних паперів.

Втім, якщо звернутися до ст. 1 Закону України «Про приватизаційні папери» можна знайти визначення не згаданого у Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» поняття «приватизаційні цінні папери», а поняття «приватизаційні папери». Таке формулювання є невдалим, адже за своєю юридичною природою приватизаційні папери є не просто паперами, а цінними паперами. Отже, згідно з указаною нормою приватизаційні папери — це особливий вид державних цінних паперів, які засвідчують право власника на безоплатне одержання у процесі приватизації частки майна державних підприємств, державного житлового фонду, зе-

¹ Закону України «Про приватизацію державного житлового фонду» від 19 червня 1992 р. № 2482-ХІІ // Відомості Верховної Ради України. — 1992. — № 36. — Ст. 524.

² Указ Президента України «Про введення в готівковий обіг приватизаційних майнових сертифікатів» від 21 квітня 1994 р. № 178/94 // Голос України. — 1994. — № 82.

³ Указ Президента України «Про заходи щодо введення у готівковий обіг іменних приватизаційних майнових сертифікатів» від 27 грудня 1994 р. № 809/94 // Урядовий кур'єр. — 1995. — № 2—3.

⁴ Постанова Верховної Ради України «Про Концепцію роздержавлення і приватизації підприємств, землі та житлового фонду» від 31 жовтня 1991 р. № 1767-ХІІ // Відомості Верховної Ради України. — 1991. — № 53. — Ст. 795.

⁵ Наказ Фонду державного майна України, Державного комітету України по житлово-комунальному господарству «Про затвердження Положення про порядок використання житлових чеків для приватизації житла та частки майна державних підприємств» від 28 березня 1996 року № 351/26 // Система інформаційно-правового забезпечення «Ліга-Еліт».

мельного фонду. Як видно з наведених визначень, сутність понять майже однакова, проте легальна термінологія різниться, що не сприяє уніфікованому розумінню сутності розглядуваного цінного паперу. Не можна не відмітити й того факту, що законодавець, нарешті, визначив приватизаційний цінний папір як вид державних цінних паперів.

Приватизаційний цінний папір наділений ознакою формалізму, тобто має власні реквізити. Так, відповідно до ч. 3 ст. 1 Закону України «Про приватизаційні папери» приватизаційні папери мають такі реквізити: запис про приналежність паперу до України; найменування органу, що випустив папір; зазначення виду приватизаційного паперу, серії та порядкового номера; дату випуску і строк використання; номінальне значення приватизаційного паперу у вартісному, обчисленому виходячи з відновної вартості майна, що приватизується, та (або) натуральному вираженні, або в умовних одиницях; прізвище, ім'я, по батькові та місце проживання власника, відомості про документ, що посвідчує його особу; підпис керівника емітента або іншої уповноваженої на це особи, печатку установи, яка видала папір¹.

Для випуску приватизаційних цінних паперів використовуються бланки, зразки яких затверджуються Національним банком України. Вказане дає підстави для висновку, що приватизаційні цінні папери випускаються у документарній формі. Слід підкреслити, що законодавець дозволяє випуск приватизаційних паперів у формі безготівкових депозитів.

Приватизаційні цінні папери обмежені в цивільному обороті у розумінні ст. 178 ЦК України. Адже відповідно до імперативного правила, що зазначене у ч. 1 ст. 5 Закону України «Про приватизаційні папери», приватизаційні папери вільному обігу не підлягають, а їх продаж або відчуження іншим способом є недійсним. Більше того, вони не можуть бути використані як засіб розрахунку, а також виступати предметом застави для забезпечення грошових зобов'язань (платежів чи кредитів). Приватизаційні цінні папери наділені державними гарантіями, що підкреслює їх високу ліквідність. Як правило, держава надає гарантії власникам таких цінних паперів щодо реалізації їх права придбання майна, що підпадає під категорію об'єкта приватизації.

¹ Закону України «Про приватизаційні папери» від 06 березня 1992 р. № 2173-XII // Відомості Верховної Ради України. — 1992. — № 24. — Ст. 352.

Ще однією ознакою, яка притаманна приватизаційним цінним паперам є конвертованість. Приватизаційні цінні папери одного виду можна використовувати в різних сферах приватизації через юридичний механізм взаємного конвертування, що визначається спеціальним законодавством. Приватизаційний цінний папір характеризується цільовим призначенням, адже він посвідчує право його власника на одержання у власність через механізм приватизації частки майна державних підприємств, частки державного житлового фонду, частки державного земельного фонду.

В юридичній літературі висловлюється точка зору про те, що приватизаційні цінні папери слід відносити до пайових цінних паперів¹. Вказане твердження видається сумнівним через наступне. Відповідно до у п. 1 ч. 5 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» пайові цінні папери — це цінні папери, які посвідчують участь їх власника у статутному капіталі (крім інвестиційних сертифікатів і сертифікатів ФОН), надають власнику право на участь в управлінні емітентом (крім сертифікатів ФОН) і отримання частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, та частини майна у разі ліквідації емітента (крім сертифікатів ФОН). Тобто вони посвідчують участь власника такого цінного паперу у статутному капіталі. Дана ознака не притаманна приватизаційним цінним паперам.

Далі слід звернути увагу на ключову ознаку похідних цінних паперів, а саме на те, що вони дають право їх власнику *отримувати частину прибутку у вигляді дивідендів* та частини майна у разі ліквідації емітента. Однак на відміну від пайових цінних паперів дивіденди або відсотки з приватизаційних паперів не нараховуються на підставі імперативної норми ч. 2 ст. 5 Закону України «Про приватизаційні папери». Як наслідок, наведені аргументи невілюють підстави для віднесення приватизаційних цінних паперів до пайових цінних паперів.

Законодавець у ст. 2 Закону України «Про приватизаційні папери» висуває спеціальні вимоги до власника приватизаційних цінних паперів. Ним може бути виключно фізична особа. Особливістю суб'єктного складу власника приватизаційних цінних паперів є те, що ним може бути як дієздатна, так і недієздатна або обмежено дієздатна фізична особа. Тобто категорія дієздатності

¹ Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О. В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 116.

не впливає на статус власника приватизаційних цінних паперів. Проте, вказані фізичні особи повинні мати громадянство України та проживати на її території, проживати або тимчасово перебувати за її межами у службових справах у період, що визначається Державною програмою приватизації.

Виділяють наступні види приватизаційних цінних паперів: приватизаційні майнові сертифікати, житлові чеки, земельні бони (рис. 2.5).



Рис. 2.5. Види приватизаційних цінних паперів

Приватизаційний майновий сертифікат — це державний приватизаційний цінний папір, який посвідчує право його власника на безоплатне одержання через механізм приватизації у власність частки майна державних підприємств.

Визначення житлових чеків міститься у ст. 4 Закону України «Про приватизацію державного житлового фонду» та у п. 1 Наказу Фонду державного майна України, Державного комітету України по житлово-комунальному господарству «Про затвердження Положення про порядок використання житлових чеків для приватизації житла та частки майна державних підприємств», за якими житлові чеки — це приватизаційні папери, які одержуються всіма громадянами України і використовуються при приватизації державного житлового фонду¹. Наведене визначення є невдалим виходячи із наступного. Наведене визначення не містить вказівки на те, що житловий чек посвідчує право. Також відсутня вказівка на те, що таке право на одержання майна є безоплатним.

¹ Закон України «Про приватизацію державного житлового фонду» від 19 червня 1992 р. № 2482-ХІІ // Відомості Верховної Ради України. — 1992. — № 36. — Ст. 524; Наказ Фонду державного майна України, Державного комітету України по житлово-комунальному господарству «Про затвердження Положення про порядок використання житлових чеків для приватизації житла та частки майна державних підприємств» від 28 березня 1996 р. № 351/26 // Система інформаційно-правового забезпечення «Ліга-Еліт».

Дещо кращим виглядає визначення житлових чеків, що міститься у п. 1.1. Постанови Національного банку України «Про затвердження Положення про порядок відкриття приватизаційних депозитних рахунків за житловими чеками та здійснення з них платежів», за яким житлові чеки — це приватизаційні папери, які засвідчують право власника на безоплатне одержання в процесі приватизації частки державного житлового фонду¹. Здійснивши аналіз законодавства про цінні папери, можна навести наступне визначення розглядуваного цінного паперу. *Житловий чек* — це державний приватизаційний цінний папір, що посвідчує право його власника на безоплатне одержання через механізм приватизації у власність частки державного житлового фонду.

Наступним видом приватизаційного цінного паперу є земельний бон. *Земельний бон* — це державний приватизаційний цінний папір, що посвідчує право його власника на безоплатне одержання через механізм приватизації у власність частки державного земельного фонду.

§ 2.8. Правова характеристика товаророзпорядчих цінних паперів

Перед тим як перейти до безпосереднього аналізу товаророзпорядчих цінних паперів слід нагадати висловлене на початку даної глави твердження про те, що вказані цінні папери не є об'єктом фондового ринку. Втім, інтерес до товаророзпорядчих цінних паперів обумовлений їх складною юридичною природою і тим, що законодавець відніс їх до однієї з основних груп цінних паперів.

Товаророзпорядчі цінні папери є четвертою основною групою цінних паперів, що виокремлюється ст. 195 «Групи та види цінних паперів» Цивільного кодексу України. У ч. 1 ст. 195 ЦК України також зазначається, що товаророзпорядчі цінні папери надають їхньому держателю право розпоряджатися майном, указаним у цих документах². Ґрунтуючись на положеннях ст. 195

¹ Постанова Національного банку України «Про затвердження Положення про порядок відкриття приватизаційних депозитних рахунків за житловими чеками та здійснення з них платежів» від 27 квітня 2000 р. № 179 // Офіційний вісник України. — 2000. — № 27. — Ст. 1139.

² Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 44. — Ст. 356.

ЦК України, законодавець у ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»¹ сформулював визначення товаророзпорядчих цінних паперів, яке нічим не відрізняється від наведеного визначення у ст. 195 ЦК України. Майно, що зазначене у товаророзпорядчому цінному папері ним індивідуалізується. Як правило, у такому цінному папері зазначається найменування майна, кількість, вага, об'єм, його особливі властивості тощо. Отже, слід підкреслити, що товаророзпорядчі цінні папери, так чи інакше, пов'язані із майном. Аналізуючи товаророзпорядчі цінні папери, Б.В. Танасійчук з цього приводу відмітив, що специфіка даної групи цінних паперів полягає у нерозривному зв'язку, який існує між товаророзпорядчим цінним папером і відповідним майном: складське свідоцтво є документом, що видається товарним складом на підтвердження прийняття товару на зберігання в рамках договору складського зберігання, а коносамент видається судновласником на засвідчення прийняття вантажу для перевезення морським транспортом².

Класично товаророзпорядчі цінні папери поділяють на коносаменти та складські свідоцтва (рис. 2.6).

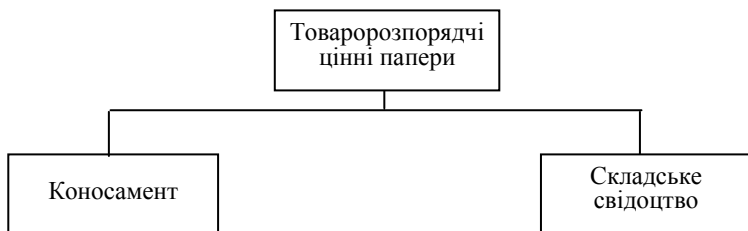


Рис. 2.6. Види товаророзпорядчих цінних паперів

Коносамент. З'ясування юридичної природи коносаменту є доволі спірним у цивілістичній доктрині. Вказане спричинене наявністю декількох підходів до розуміння юридичної природи коносаменту, що сформувалися у теорії коносаменту.

Провідною в радянський період вважалася *договірна теорія коносаменту*, відповідно до якої коносамент при морському пе-

¹ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480 — IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

² Танасійчук Б.В. Товаророзпорядчі цінні папери як предмет застави / Б.В. Танасійчук // Газета цінні папери України. — 2005. — № 43 (383) 27. — С. 23—24.

ревезенні вантажів у великому й малому каботажі СРСР становить документ, який є формою і змістом договору перевезення вантажу. Підставою виникнення цих правовідносин був адміністративний акт перерозподілу продукції народного споживання або продукції виробничо-технічного призначення і договір про організацію перевезення вантажу¹. До такого ж висновку приходять П.Д. Самойлович, указуючи, що значення коносаменту зводиться до відтворення змісту договору морського перевезення вантажу². Вказана теорія у радянський період ґрунтувалася на тому, що коносамент міг розглядатися лише в межах договірної конструкції перевезення і власник коносаменту був позбавлений права визначати долю вантажу через механізм передачі коносаменту третій особі. Прихильниками договірної теорії коносаменту вважаються Я.М. Дрябкін³, В.В.Єрмаков⁴, П.Д. Самойлович,⁵ М.О. Тарасов⁶ та ін.

Наступною теорією є *теорія коносаменту як товаророзпорядчого цінного паперу*. За вказаною теорією коносамент надає його держателю право розпорядження визначеним у ньому вантажем шляхом передачі права власності на коносамент третій особі. Прибічниками вказаної теорії визнаються Ч.Н. Азімов, М.М. Сибільов, В.І. Борисова, О.П. Сергєєв, Ю.К. Толстой, Є.О. Суханов, Д.В. Боброва, О.В. Дзера, А.С. Довгерт, Н.С. Кузнецова та ін.⁷.

Змішана теорія коносаменту базується на включенні до коносаменту ряду ознак, що відображені у двох попередніх теоріях. Як-

¹ Тарасов М.А. Транспортное право: Учебник / М.А. Тарасов. — Ростов: Изд-во Рост. ун-та, 1968. — С. 204.

² Самойлович П.Д. Договор морской перевозки по советскому праву / [Под. ред. В.А. Рясенцева]. — М.: Мор. транспорт, 1952. — С. 18, 73.

³ Дрябкин Я.М. Перевозка грузов морем. — 2-е испр. и доп. изд. / Я.М. Дрябкин. — М.: Морской транспорт, 1957. — С. 184.

⁴ Ермаков В.В. Советское и морское право: Учеб. пособие для вузов / В.В. Ермаков. — Владивосток: Изд-во Дальневост. ун-та, 1984. — С. 157.

⁵ Самойлович П.Д. Договор морской перевозки по советскому праву / [Под. ред. В.А. Рясенцева]. — М.: Мор. транспорт, 1952. — С. 18, 73.

⁶ Тарасов М.А. Транспортное право: Учебник / М.А. Тарасов. — Ростов: Изд-во Рост. ун-та, 1968. — С. 204.

⁷ Цивільне право України: Частина перша: Підручник для студ. юрид. спец. вищ. закл. освіти / Ч.Н. Азімов, М.М. Сибільов, В.І. Борисова та ін. / [За ред. Ч.Н. Азімова та ін.]. — Харків: Право, 2000. — С. 128-129; Гражданское право: Учебник: В 3-х т. — Изд. 3-е, перераб. и доп. / [Под ред. А.С. Сергеева, Ю.К. Толстого]. — М.: ПБОЮЛ Л.В. Ружников, 2001. — Т. 2. — С. 222; Гражданское право: Учебник: В 2-х т. / [Отв. ред. Е.А. Суханов]. — 2 — е изд. перераб. и доп. — М.: Изд-во Бек, 2000. — Т. 1. — С. 318-319; Цивільне право України: Підручник: У 2-х кн. / Д.В. Боброва, О.В. Дзера, А.С. Довгерт та ін. / [За ред. О.В. Дзери, Н.С. Кузнецової]. — К.: Юрінком Інтер, 2001. — Кн. 1. — С. 166.

равими прихильниками наведеної теорії вважаються О.Д. Кейлін,¹ О.С. Кокін,² В.І. Мовчановський³. Зокрема, О.Д. Кейлін підкреслював, що коносамент як документ не тільки є доказом договору морського перевезення вантажу, але й слугує товаророзпорядчим документом, оскільки він містить у собі зобов'язання перевізника видати правомірному власникові коносаменту вантаж, визначений у ньому⁴. Деякі автори є більш категоричними у цьому контексті та доводять, що коносамент є товаророзпорядчим документом, що містить умови договору морського перевезення та надає його держателю право розпорядження вантажем⁵. Таким визначенням автори ставлять знак рівності між договором перевезення та товаророзпорядчим документом. Втім, якщо звернути увагу на ст. 134 «Доказ існування та зміст договору морського перевезення вантажу» Кодексу торговельного мореплавства України⁶ можна помітити, що законодавець розглядає коносамент як документ, що *підтверджує* лише наявність і зміст договору морського перевезення вантажу.

Основна нормативна характеристика коносаменту зосереджена у ст. 135, 137-140 Кодексу торговельного мореплавства України. Втім, згаданий кодифікований нормативно-правовий акт не наводить визначення коносаменту. Хоча із аналізу ст.ст. 138, 140, що містять вказівку на ордерний, іменний коносамент і коносамент на пред'явника, можна дійти висновку, що коносамент визнається законодавцем як цінний папір.

Цивільний кодекс України теж не містить визначення коносаменту. Між тим, не можна обійти увагою ч. 3 ст. 909 ЦК України, за якою укладення договору перевезення вантажу підтверджується складенням транспортної накладної (коносамента або іншого документа, встановленого транспортними кодексами, статутами⁷).

¹ Кейлін А.Д. Советское морское право: Учеб. пособие для высш. мореход. училищ и ин-та водн. транспорта / А.Д. Кейлин. — М.: Водтрансиздат, 1954. — С. 228.

² Кокін А.С. Коносамент: правовые аспекты / А.С. Кокін. — М.: Водный транспорт, 1987. — С. 29.

³ Мовчановський Б.Ф. Очерки советского морского торгового права / Б.Ф. Мовчановский, В.И. Орлов. — М.: Гострансиздат, 1931. — С.154.

⁴ Кейлін А.Д. Советское морское право: Учеб. пособие для высш. мореход. училищ и ин-та водн. транспорта / А.Д. Кейлин. — М.: Водтрансиздат, 1954. — С. 228.

⁵ Гражданское право: учеб.: в 3 т. Т. 1 / С.С. Алексеев, И.З. Аюшева, А.С. Васильев [и др.]; [под ред. С.А. Степанова]. — М.: Проспект; Екатеринбург: Институт частного права, 2010. — 174 с.

⁶ Кодекс торговельного мореплавства України // Відомості Верховної Ради України. — 1995. — № 47. — Ст. 349.

⁷ Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 44. — Ст. 356.

Коносамент визнається морською накладною і в Загальних правилах перевезення вантажів морем РД 31.10.10-89, затверджених Міністерством морського флоту СРСР 2 січня 1990 р.¹ Тобто відповідно до вказаних положень коносамент прирівнюється до транспортної накладної, що підтверджує договір перевезення. Вказане суперечить ст. 134 Кодексу торговельного мореплавства України, адже вона вказує на те, що коносаментом є документом, що підтверджує наявність і зміст договору морського перевезення вантажу. Втім, виходячи з комплексного аналізу глави 14 «Цінні папери» та ст. 334 «Момент набуття права власності за договором» Цивільного кодексу України, можна прийти до висновку, що коносамент є цінним папером.

Визначення коносаменту можна віднайти у п. 1.3 Наказу Державної митної служби, Мінтрансу «Про проведення експерименту з митного оформлення товарів, що переміщуються транзитом у межах пункту пропуску через державний кордон України для морського сполучення в Одеському морському торговельному порту, у спрощеному порядку», за яким коносамент — це необоротний документ, що свідчить про укладення договору морського перевезення, використовується як товаросупровідний документ і виготовляється уповноваженим агентом (далі — агент) у порту перевантаження². Вказане визначення породжує більше запитань ніж відповідей. Зокрема, не зрозуміло, чому коносамент є необоротним і товаросупровідним документом. До необоротних документів можна віднести лінійну накладну, фрахтову розписку але не коносамент. Адже на ознаку оборотності буде вказувати те, що коносамент може передаватися від однієї особи до іншої з дотриманням правил визначених ст. 140 Кодексу торговельного мореплавства України. Окремо слід підкреслити, що передача речового права на вантаж, визначений у коносаменті здійснюється шляхом передачі самого коносамента. Дивною є вказівка у розглядуваному визначенні на те, що коносамент є товаросупровідним документом. Коносамент є товаророзпорядчим цінним папе-

¹ Загальні правила перевезення вантажів морем РД 31.10.10-89. Затверджені Міністерством морського флоту СРСР 02 січня 1990 р. // Система інформаційно-правового забезпечення «Ліга-Еліт».

² Наказ Державної митної служби, Міністерства транспорту України «Про проведення експерименту з митного оформлення товарів, що переміщуються транзитом у межах пункту пропуску через державний кордон України для морського сполучення в Одеському морському торговельному порту, у спрощеному порядку» від 6 жовтня 2003 р. № 657/779 // Система інформаційно-правового забезпечення «Ліга-Еліт».

ром, так як надає його держателю право на розпорядження вантажем. Вказане логічно впливає із ст.ст. 135, 137-140 Кодексу торговельного мореплавства України. Наприклад, володілець коносаменту має право продати вантаж визначений у ньому третій особі. Подив викликає і вказівка на особу яка фактично здійснює виготовлення коносамент. У цьому контексті Кодексу торговельного мореплавства України не згадує про особу, яка виготовляє (виготівельника) коносаменту.

Розмежовуючи договір і коносамент, як товаророзпорядчий цінний папір, слід звернути увагу на наступне.

По-перше, коносамент завжди виступає об'єктом цивільних прав. Договір не може бути наділений такою ознакою, адже він є підставою виникнення зобов'язального правовідношення.

По-друге, коносамент на відміну від договору має подвійну речово-зобов'язальну юридичну природу. Тобто, коносамент посвідчує «право на цінний папір» і «право з цінного паперу».

По-третє, передача коносаменту може здійснюватися через індосамент, що не притаманне договору.

По-четверте, коносаменту притаманна наявність чітких реквізитів, що не можуть бути змінені. Вказане не спостерігається у більшості договорів.

Таким чином, коносамент є складним багатогранним юридичним явищем, так як з однієї сторони він є документом, що підтверджує наявність договірних відносин перевезення, посвідчує право на отримання вантажу та посвідчує факт передання вантажу перевізнику. Проте, з іншої сторони він виступає у якості товаророзпорядчого цінного паперу, що надає його держателю право розпорядження визначеним у ньому вантажем.

Якщо коносамент розглядати як товаророзпорядчий цінний папір, йому притаманні відповідні реквізити. Реквізити коносаменту наведені у ст. 138 Кодексу торговельного мореплавства України, що слугує ще одним доказом визнання законодавцем коносаменту як товаророзпорядчого цінного паперу. Відповідно до вказаної норми у коносаменті обов'язково зазначаються: 1) найменування судна, якщо вантаж прийнято до перевезення на визначеному судні; 2) найменування перевізника; 3) місце приймання або навантаження вантажу; 4) найменування відправника; 5) місце призначення вантажу чи за наявності чартеру місце призначення або направлення судна; 6) найменування одержувача вантажу (іменний коносамент) або визначення, що коносамент

видано «наказу відправника», або найменування одержувача з зазначенням, що коносамент видано «наказу одержувача» (ордерний коносамент), або визначення, що коносамент видано на пред'явника (коносамент на пред'явника); 7) найменування вантажу, його маркування, кількість місць чи кількість та/або міра (маса, об'єм), а в необхідних випадках — дані про зовнішній вигляд, стан і особливі властивості вантажу; 7-1) для небезпечних вантажів — найменування вантажу, порядковий номер виробу або речовини відповідно до прийнятої Організацією Об'єднаних Націй системи, клас (підклас), група сумісності для вантажів класу 1, додаткові види небезпеки та група пакування (якщо визначена), а також маса нетто вибухової речовини; 8) фрахт та інші належні перевізнику платежі або зазначення, що фрахт повинен бути сплачений згідно з умовами, викладеними в рейсовому чартері або іншому документі, чи зазначення, що фрахт повністю сплачено; 9) час і місце видачі коносаменту; 10) кількість складених примірників коносаменту; 11) підпис капітана або іншого представника перевізника, а також зазначення, що фрахт повинен бути сплачений згідно з умовами, викладеними в рейсовому чартері або іншому документі, або зазначення, що фрахт повністю сплачено.

За обоюсторонньою згодою сторін у коносамент можуть бути внесені й інші умови та застереження.

Коносаменти бувають різних видів: наскрізний коносамент (*Through bill of lading*) — коносамент, що посвідчує договірні відносини перевезення різними видами транспорту; чистий коносамент (*Clean bill of lading*) — коносамент, що не має умов або застережень щодо дефектів вантажу або пакування; нечистий коносамент (*Claused bill of lading*) — коносамент, що має умови або застереження щодо дефектів вантажу або пакування; іменний коносамент (*Straight bill of lading*) — коносамент, що містить найменування одержувача вантажу; ордерний коносамент (*To order bill of lading*) — коносамент, що містить визначення, що його видано «наказу відправника», або найменування одержувача з зазначенням, що коносамент видано «наказу одержувача»; коносамент на пред'явника (*Bearer bill of lading*) — коносамент, який містить визначення про те, що він виданий на пред'явника та передається шляхом простого вручення тощо. Кодексу торговельного мореплавства України у ст.ст. 138, 140 згадує лише про іменний коносамент, ордерний і коносамент на пред'явника.

Складські свідоцтва. При здійсненні складського зберігання застосовуються особливі складські документи товаророзпорядчого характеру, що надають можливість застосовувати додаткові правові механізми у сфері майнового обороту.

Цивільний кодекс України, здійснюючи правове регулювання відносин з використанням складських документів, не містить визначення складського свідоцтва. Відповідно до ст. 1 Закону України «Про сертифіковані товарні склади та прості і подвійні складські свідоцтва» складські свідоцтва — це товаророзпорядчі складські документи на пред'явника або іменні, що посвідчують право власності на товар, який зберігається на сертифікованому складі¹. Однак, у легальному визначенні не вказано на важливу ознаку, а саме на те, що складські свідоцтва є товаророзпорядчими цінними паперами. В порядку компаративістики слід зазначити, що Цивільний кодекс Російської Федерації у п. 3 ст. 912 визнає цінними паперами види складських свідоцтв, а отже, й саме складське свідоцтво. Якщо звернути увагу на цивілістичну доктрину, то вона відображає сталу точку зору про те, що складські свідоцтва є саме цінними паперами². Втім, не можна обійти увагою поодинокі заперечення з цього приводу, які аргументуються іншим функціональним покликанням в обороті вказаних товаророзпорядчих документів та їх суворою казуальністю³.

Запроваджена законодавцем правова модель складських свідоцтв не включає можливість використання експедиторської складської розписки (*FWR*), адже остання не належить до виду складського свідоцтва. Більшість науковців приходить до висновку, що експедиторську складську розписку (*FWR*) слід розгляда-

¹ Закон України «Про сертифіковані товарні склади та прості і подвійні складські свідоцтва» від 23 грудня 2004 р. № 2286-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2005. — № 6. — Ст. 136.

² *Кокін А.С.* Международная морская перевозка груза : право и практика / А.С. Кокін. — М.: Волтерс Клуверс, 2007. — С. 343; *Андреева Л.В.* Коммерческое право России: учебник / Л.В. Андреева. М.: Волтерс Клуверс, 2006. — С. 69-70; Комментарий к Гражданскому кодексу Российской Федерации. Часть вторая: учебно-практический комментарий / Е.Н. Абрамова, Н.Н. Аверченко, К.М. Арсланов [и др.]; [под ред. А.П. Сергеева] — М.: Проспект, 2011. — С. 672; *Мась Л.В.* Коммерческое право / Л.В. Мась. — СПб.: Питер, 2004. — С. 70.

³ *Неверов О.Г.* Товаророзпорядительные документы / О.Г. Неверов. — М.: ООО «ЧеРо», 2001. — С. 58-64; Комментарий к Гражданскому кодексу Российской Федерации. Часть вторая: учебно-практический комментарий / Е.Н. Абрамова, Н.Н. Аверченко, К.М. Арсланов [и др.]; [под ред. А.П. Сергеева] — М.: Проспект, 2011. — С. 672—673.

ти лише як макет складського документа¹. Враховуючи юридичну природу складського свідоцтва, воно посвічує:

1) факт наявності договірних відносин зберігання на товарному складі;

2) факт того, що товарний склад прийняв товар на зберігання;

3) право власності на товар, який зберігається на товарному складі.

На основі наведених особливостей розглядуваного товаророзпорядчого цінного паперу можна підтримати тезу про те, що складське свідоцтво слід розглядати як цінний папір, який завжди має реальне наповнення².

Законодавець окремо встановлює вимоги для особи, яка прагне видавати складське свідоцтво. Так, у силу імперативного правила ст. 2 Закону України «Про сертифіковані товарні склади та прості і подвійні складські свідоцтва» видавати складські свідоцтва може лише сертифікований склад, який отримав сертифікат про відповідність надання послуг зі зберігання.

Видами складського свідоцтва є подвійне складське свідоцтво та просте складське свідоцтво. Становлення та розвиток *подвійного складського свідоцтва* в юридичній літературі пов'язують з правом Англії й Франції. Також відмічалось, що воно застосовувалося і в дореволюційній Росії на підставі Положення про товарні склади 1888 р., що в подальшому ввійшло в Устав торговий 1903 р.³. У радянський період подвійні складські свідоцтва, як і інші товаророзпорядчі цінні папери, не набули розвитку.

Цивільний кодекс України, так як і Цивільний кодекс Російської Федерації, запозичив французьку модель подвійного складського свідоцтва. Адже відповідно до ч. 1 ст. 962 ЦК України подвійне складське свідоцтво складається з двох частин, а саме: складського свідоцтва та варанта (заставного свідоцтва).

Подвійне складське свідоцтво (Double warehouse certificate) — це товаророзпорядчий іменний цінний папір, що складається з двох частин: складського свідоцтва та варанта (заставного свідо-

¹ Jons P. Op. Cit. — Р. 99; Кокин А.С. Международная морская перевозка груза : право и практика / А.С. Кокин. — М.: Волтерс Клуверс, 2007. — С. 342.

² Травкин А.А. Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги / А.А.Травкин, Н.Н. Арефьева, К.И. Карабанова. — Волгоград: Издательство Волгоградского государственного университета, 2001. — 125 с.

³ Комментарий к Гражданскому кодексу Российской Федерации. Часть вторая: учебно-практический комментарий / Е.Н. Абрамова, Н.Н. Аверченко, К.М. Арсланов [и др.]; [под ред. А.П. Сергеева]. — М.: Проспект, 2011. — С. 672.

цтва). До особливостей складського свідоцтва слід віднести те, що воно посвідчує право його володільця на розпорядження товаром. При цьому вказаний товар не може бути взятий зі складу до погашення кредиту, виданого за заставним свідоцтвом.

Особливістю заставного свідоцтва є те, що воно посвідчує право його володільця заставити товар на суму відповідно до суми кредиту і процентів за користування ним.

Виходячи з аналізу ст.ст. 963, 964 ЦК України, ст. 4 Закону України «Про сертифіковані товарні склади та прості і подвійні складські свідоцтва» можна констатувати той факт, що складське свідоцтво та варант окремо наділені ознаками цінних паперів.

Подвійне складське свідоцтво має власні реквізити, визначені у ч. 2 ст. 962 ЦК України. Відповідно до наведеної норми у кожній з двох частин подвійного складського свідоцтва мають бути однаково зазначені:

- 1) найменування та місцезнаходження товарного складу, що прийняв товар на зберігання;
- 2) номер свідоцтва за реєстром товарного складу;
- 3) найменування юридичної особи або ім'я фізичної особи, від якої прийнято товар на зберігання, її місцезнаходження чи місце проживання;
- 4) найменування і кількість прийнятого на зберігання товару — число одиниць та (або) товарних місць та (або) міра (вага, об'єм) товару;
- 5) строк, на який прийнято товар на зберігання, або вказівка на те, що товар прийнято на зберігання до запитання;
- 6) розмір плати за зберігання чи тарифи, на підставі яких вона обчислюється, і порядок її сплати;
- 7) дата видачі свідоцтва.

Крім наведених, слід виділити ще два реквізити подвійного складського свідоцтва, які законодавець з невідомих причин не включив до загального переліку реквізитів — ідентичні підписи уповноваженої особи та печатки товарного складу. Відсутність хоча б одного реквізиту вказує на те, що такий документ не розглядається законодавцем у якості подвійного складського свідоцтва.

Просте складське свідоцтво (Simple warehouse certificate) — це товаророзпорядчий цінний папір на пред'явника, що посвідчує речове право власника товару, зобов'язальне право товарного складу, право застави кредитора власника товару, факт зберігання товару на товарному складі.

Беручи до уваги те, що просте складське свідоцтво є цінним папером, воно повинно містити обов'язкові реквізити визначені ст. 965 ЦК України, а саме:

- 1) найменування та місцезнаходження товарного складу, що прийняв товар на зберігання;
- 2) номер свідоцтва за реєстром товарного складу;
- 3) найменування і кількість прийнятого на зберігання товару — число одиниць та (або) товарних місць та (або) міра (вага, об'єм) товару;
- 4) дата видачі свідоцтва. Також а також просте складське свідоцтво має мати вказівку на те, що воно видане на пред'явника.



Терміни та поняття

Акція — пайовий цінний папір, який посвідчує корпоративні права його власника щодо емітента.

Бездокументарний цінний папір — це здійснений зберігачем обліковий запис, що є підтвердженням права власності на цінний папір.

Безстрокові цінні папери — це цінні папери, що не обмежені строком обігу або строк обігу яких визначений моментом пред'явлення до погашення цінного паперу.

Боргові цінні папери — це цінні папери, що посвідчують позикові відносини і містять зобов'язання емітента сплатити у визначений строк грошові кошти, передати товари або надати послуги відповідно до зобов'язання.

Вексель — ордерний цінний папір документарної форми, який посвідчує безумовне грошове зобов'язання векселедавця або його наказ третій особі сплатити після настання строку платежу визначену суму власникові векселя (векселедержателю).

Відсоткові облігації — це облігації, за якими передбачається виплата доходу, що обраховуються у відсотках від номінальної вартості облігації.

Державні цінні папери — виключно боргові цінні папери, суб'єктом випуску яких є держава.

Документарний цінний папір — це сертифікат цінного паперу, який містить реквізити відповідного виду цінних паперів відповідної емісії, дані про кількість цінних паперів і засвідчує сукупність прав, що надаються цим цінним папером.

Дисконтні облігації — це облігації, що розміщуються за ціною, яка є нижчою, ніж номінальна вартість облігацій. При цьому, під час погашення дисконтної облігації власнику виплачується різниця між ціною придбання та номінальною вартістю такої облігації (дисконт).

Емісійні цінні папери — цінні папери, що посвідчують однаковий об'єм прав їх власників у межах одного випуску стосовно особи, яка бере на себе відповідні зобов'язання (емітент).

Житловий чек — це державний приватизаційний цінний папір, що посвідчує право його власника на безоплатне одержання через механізм приватизації у власність частки державного житлового фонду.

Заставна — це борговий цінний папір, який засвідчує безумовне право його власника на отримання від боржника виконання за основним зобов'язанням за умови, що воно підлягає виконанню в грошовій формі, а в разі невиконання основного зобов'язання — право звернути стягнення на предмет іпотеки.

Земельний бон — це державний приватизаційний цінний папір, що посвідчує право його власника на безоплатне одержання через механізм приватизації у власність частки державного земельного фонду.

Інвестиційний сертифікат — це цінний папір, який випускається компанією з управління активами пайового інвестиційного фонду та засвідчує право власності інвестора на частку в пайовому інвестиційному фонді. Сертифікат ФОН — це цінний папір, що засвідчує право його власника на отримання доходу від інвестування в операції з нерухомістю.

Іменний цінний папір — це цінний папір, за яким права, посвідчені ним, належать особі, зазначеній у такому цінному папері.

Іменний коносамент (Straight bill of lading) — коносамент, що містить найменування одержувача вантажу.

Іпотечні облігації — це облігації, виконання зобов'язань емітента за якими забезпечене іпотечним покриттям у порядку, встановленому законом.

Іпотечний сертифікат — це іпотечний цінний папір, забезпечений іпотечними активами або іпотеками.

Казначейське зобов'язання України — це державний цінний папір, що розміщується виключно на добровільних засадах серед фізичних осіб, посвідчує факт заборгованості Державного бюджету України перед власником казначейського зобов'язання

України та надає власнику право на отримання грошового доходу та погашається відповідно до умов розміщення казначейських зобов'язань України.

Конвертація цінного паперу — це специфічний спосіб розміщення цінних паперів, що являє собою правомірні дії емітента або власника цінного паперу, направлені на зміну форми капіталу шляхом вилучення цінного паперу з цивільного обігу або ліквідації наявних ознак цінного паперу.

Коносамент на пред'явника (Bearer bill of lading) — коносамент, який містить визначення про те, що він виданий на пред'явника та передається шляхом простого вручення.

Корпоративний цінний папір — цінний папір, що посвідчує право його власника на членство у корпоративному утворенні з урахуванням умов його випуску.

Наскрізний коносамент (Through bill of lading) — коносамент, що посвідчує договірні відносини перевезення різними видами транспорту.

Нечистий коносамент (Claused bill of lading) — коносамент, що має умови або застереження щодо дефектів вантажу або пакування.

Облігація (від лат. *obligatio* — зобов'язання) — це емісійний борговий цінний папір, що посвідчує позикові відносини між її власником та емітентом, а також відображає зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість у вигляді грошових коштів або іншого майнового еквівалента в передбачений умовами розміщення облігацій строк і виплатити дохід за облігацією, якщо інше не передбачено умовами розміщення.

Облігації зовнішніх державних позик — це державні боргові цінні папери, що розміщуються на міжнародних фондових ринках і підтверджують зобов'язання України відшкодувати пред'явникам цих облігацій їх номінальну вартість з виплатою доходу відповідно до умов випуску облігацій.

Облігації внутрішніх державних позик України — це державні цінні папери, що розміщуються виключно на внутрішньому фондовому ринку і підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування пред'явникам цих облігацій їх номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій.

Опціонний сертифікат — похідний емісійний цінний папір, що засвідчує право його власника на придбання в емітента або на

продаж його емітентові базового активу в строк та на умовах, визначених у проспекті емісії похідних цінних паперів.

Ордерний цінний папір — це цінний папір, за яким права, посвідчені ним, належать особі, зазначеній у цінному папері, яка може сама здійснити ці права або призначити своїм розпорядженням (наказом) іншу уповноважену особу.

Ордерний коносамент (To order bill of lading) — коносамент, що містить визначення, що його видано «наказу відправника», або найменування одержувача із зазначенням, що коносамент видано «наказу одержувача».

Ощадний (депозитний) сертифікат — це цінний папір, який підтверджує суму вкладу, внесеного у банк, і права вкладника (власника сертифіката) на одержання зі спливом встановленого строку суми вкладу та процентів, встановлених сертифікатом, у банку, який його видав.

Пайові цінні папери — це цінні папери, які посвідчують участь їх власника у статутному капіталі (крім інвестиційних сертифікатів і сертифікатів ФОН), надають власнику право на участь в управлінні емітентом (крім сертифікатів ФОН) і отриманні частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, та частини майна у разі ліквідації емітента (крім сертифікатів ФОН).

Переказний вексель (тратта) — це ордерний цінний папір документарної форми, що посвідчує простий, нічим не обумовлений, наказ або пропозицію векселедавця платнику сплатити на користь векселедержателя визначену суму грошових коштів після настання строку платежу.

Подвійне складське свідоцтво (Double warehouse certificate) — це товаророзпорядчий іменний цінний папір, що складається із двох частин: складського свідоцтва та варанта (заставного свідоцтва).

Похідні цінні папери — це цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів.

Прості акції — це акції, що надають їх власникам право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів, на участь в управлінні акціонерним товариством, на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації та інші права, передбачені законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств.

Простий вексель (соло-вексель) — це ордерний цінний папір документарної форми, що посвідчує просте, нічим не обумовлене зобов'язання векселедавця сплатити визначену суму грошових коштів векселедержателю після настання строку платежу.

Привілейовані акції — акції, що надають їх власникам переважні стосовно власників простих акцій права на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів і на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, а також надають права на участь в управлінні акціонерним товариством у випадках, передбачених статутом і законом, який регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств.

Приватизаційний майновий сертифікат — це державний приватизаційний цінний папір, який посвідчує право його власника на безоплатне одержання через механізм приватизації у власність частки майна державних підприємств.

Просте складське свідоцтво (Simple warehouse certificate) — це товаророзпорядчий цінний папір на пред'явника, що посвідчує речове право власника товару, зобов'язальне право товарного складу, право застави кредитора власника товару, факт зберігання товару на товарному складі.

Ректа-папір — це цінний папір, за яким право на нього (речове право) слідує за правом із цінного паперу (зобов'язальним правом).

Строкові цінні папери — це цінні папери, строк існування яких визначається у момент їх випуску та обмежений періодом у часі.

Сертифікати участі — це сертифікати, які відповідно до Закону України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» забезпечені іпотеками та посвідчують частку його власника у платежах за іпотечними активами.

Фондовий варант — це похідний цінний папір, який розміщується акціонерним товариством та надає його власнику право на придбання базового активу у вигляді простих акцій або облігацій цього емітента у строк та за ціною, що визначаються у проспекті емісії похідного цінного паперу.

Цінний папір — це документ встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчує грошове або інше майнове право і визначає взаємовідносини між особою, яка його розмістила (видала), і власником та передбачає виконання зобов'язань згідно з умовами його розміщення, а також можливість передачі прав, що впливають з цього документа, іншим особам.

Цінний папір на пред'явника — це цінний папір за яким права, посвідчені ним, належать пред'явникові цінного паперу.

Цільові облигації — це облигації, виконання зобов'язань за якими здійснюється шляхом передачі товарів та/або надання послуг відповідно до вимог, встановлених умовами розміщення таких облигацій, а також шляхом сплати грошових коштів власнику відповідних облигацій у випадках і порядку, передбачених проспектом емісії облигацій.

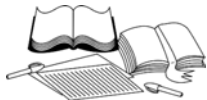
Цільові облигації внутрішніх державних позик України — це облигації внутрішніх державних позик, емісія яких є джерелом фінансування дефіциту державного бюджету в обсягах, передбачених на цю мету законом про Державний бюджет України на відповідний рік, і в межах граничного розміру державного боргу.

Чистий коносамент (Clean bill of lading) — коносамент, що не має умов або застережень щодо дефектів вантажу або пакування.



Запитання та завдання для самоконтролю

1. Дайте визначення цінних паперів, виділіть характерні для них ознаки.
2. Визначте властивості цінних паперів, що проявляються на ринку цінних паперів.
3. Назвіть критерії для класифікації цінних паперів. Наведіть кілька прикладів класифікації за обраними критеріями.
4. Виокремте групи цінних паперів за законодавством України.
5. Дайте правову характеристику пайових цінних паперів.
6. Охарактеризуйте боргові цінні папери.
7. Які цінні папери входять до групи іпотечних цінних паперів?
8. Охарактеризуйте похідні цінних папери.
9. Які цінні папери входять до групи похідних цінних паперів?
10. Дайте правову характеристику приватизаційним цінним паперам.
11. Які товаророзпорядчі цінні папери ви знаєте?



Нормативно-правові акти та літературні джерела

1. Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 44 (31.10.2003). — Ст. 356.
2. Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Офіційний вісник України. — 2003. — № 11 (28.03.2003). — Ст. 462.

3. Закон України «Про господарські товариства» від 19 вересня 1991 р. № 1576-XII // Відомості Верховної Ради України. — 1991. — № 49. — Ст. 682.
4. Закон України «Про приватизаційні цінні папери» від 06 березня 1992 р. № 2173-XII // Відомості Верховної Ради України. — 1992. — № 24. — Ст. 352.
5. Закон України «Про приватизацію державного житлового фонду» від 19 червня 1992 р. № 2482-XII // Відомості Верховної Ради України. — 1992. — № 36. — Ст. 524.
6. Закон України «Про інформацію» від 02 жовтня 1992 р. № 2657-XII // Відомості Верховної Ради України. — 1992. — № 48. — Ст. 650.
7. Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 р. № 710/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1998. — № 15. — Ст. 67.
8. Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 р. № 2299-III // Відомості Верховної Ради України. — 2001. — № 21. — Ст. 103.
9. Закон України «Про електронні документи та електронний документообіг» від 22 травня 2003 р. № 851-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 36. — Ст. 275.
10. Закон України «Про іпотеку» від 05 червня 2003 р. № 898-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 38. — Ст. 313.
11. Закон України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» 19 червня 2003 р. № 978-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 52. — Ст. 377.
12. Закон України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» від 19 червня 2003 р. № 979-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2004. — № 1. — Ст. 1.
13. Закон України «Про сертифіковані товарні склади та прості і подвійні складські свідоцтва» від 23 грудня 2004 р. № 2286-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2005. — № 6. — Ст. 136.
14. Закон України «Про іпотечні облігації» від 22 грудня 2005 № 3273-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 16. — Ст. 134.
15. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480 — IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.
16. Закон України «Про акціонерні товариства» від 17 вересня 2008 р. № 514-VI // Відомості Верховної Ради України. — 2008. — № 50-51. — Ст. 384.
17. Закон України «Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо порядку дій емітента та інвесторів»

від 11 червня 2009 р. № 1522-VI // Відомості Верховної Ради України. — 2009. — № 49. — Ст. 733.

18. Гражданский кодекс РФ от 30 ноября 1994 г. № 51-ФЗ // Собрание законодательства РФ. — 1994. — № 32 — Ст. 3301.

19. Закон Республики Беларусь «О ценных бумагах и фондовых биржах» от 12 марта 1992 г. № 1512-XII // Ведамасці Вярхоўнага Савета Рэспублікі Беларусь. — 1992. — № 11. — Ст. 194.

20. Постанова судової палати у господарських справах Верховного суду України від 18 березня 2002 р. № 3/2042 // Система інформаційно-правового забезпечення «Ліга-Еліт».

21. Постанова Судової палати у господарських справах Верховного суду України від 20 січня 2004 р. // Система інформаційно-правового забезпечення «Ліга-Еліт».

22. Ухвала Верховного суду України від 26 жовтня 2011 р. № 19848659 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/19848659>

23. Лист Професійної асоціації реєстраторів та депозитаріїв до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Щодо неподільності акцій» від 19 вересня 2006 р. №357-01 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.pard.kiev.ua/cgi-bin/start.php?menu=1&page=12&doc=1602>

24. Постановление Центрального Исполнительного Комитета и Совета Народных Комиссаров СССР «О введении в действие Положения о переводном и простом векселе» от 7 августа 1937 г. № 104/1341// Собрание законов и распоряжений Рабоче-крестьянского Правительства СССР. — 1937. — №52. — Ст. 221.

25. Постановление Конституционного Суда РФ от 21 апреля 2003 г. № 6-П «По делу о проверке конституционности положений пунктов 1 и 2 ст. 167 Гражданского кодекса Российской Федерации в связи с жалобами граждан О.М. Мариничевой, А.В.Немировой, З.А.Скляновой, Р.М.Скляновой и В.М.Ширяева» // СЗ РФ. — 2003. — № 17. — Ст. 1657.

26. *Абрамова Е.Н.* Практический комментарий вексельного законодательства Российской Федерации / Е.Н. Абрамова. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — 248 с.

27. *Агарков М.М.* Учение о ценных бумагах / М.М. Агарков. — М.: Волтерс Клувер, 1993. — 336 с.

28. *Агарков М. М.* Основы банковского права. Учение о ценных бумагах / М.М. Агарков. — М.: Изд-во БЕК, 1994. — 350 с.

29. *Агарков М.М.* Основы банковского права: курс лекций; Учение о ценных бумагах: науч. исследование / М.М. Агарков. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — 336 с.

30. *Алексеев М.Ю.* Рынок ценных бумаг / М.Ю. Алексеев. — Финансы и статистика, 1993. — 352 с.

31. *Алексеев С.С.* Восхождения к праву. Поиски и решения / С.С. Алексеев. — М.: НОРМА, 2001. — 752 с.

32. *Андреева Л.В.* Коммерческое право России: учебник / Л.В. Андреева. — М.: Волтерс Клуверс, 2006. — 288 с.
33. *Архипов А.И.* Экономический словарь / А.И. Архипов. — М.: Проспект, 2010. — 672 с.
34. *Ашиткова Т.В.* Рынок ценных бумаг: правовое регулирование. / [руков. автор. кол. И.С. Викторов]. — М.: Олма-Пресс, 2002. — 447 с.
35. *Басова И.* Ценные бумаги: рынок, операции и учёт / И. Басова, Н. Петрова. — Х.: Фактор, 2009. — 624 с.
36. *Безклубий І.А.* Цінні папери: поняття, зміст, юридичні характеристики / І.А. Безклубий // Право України. — 2001. — № 9. — С. 33 — 34.
37. *Белых В.С.* Предпринимательское право России: учебник / В.С. Белых, Г.Э. Берсункаев, С.И. Виниченко. — М.: Проспект, 2010. — 656 с.
38. *Белов В.А.* Ценные бумаги в российском гражданском праве / В.А. Белов. — М.: Учебно-консультационный центр «ЮрИнфоР», 1996. — 448 с.
39. *Белов В.А.* Юридическая природа бездокументарных ценных бумаг и безналичных денежных средств / В.А. Белов // Рынок ценных бумаг. — 1997. — № 5. — С. 25-26.
40. *Бердникова Т.Б.* Рынок ценных бумаг и биржевое дело: учебное пособие / Т.Б. Бердникова. — М.: ИНФРА-М, 2002. — 270 с.
41. *Богустов А.А.* Ценные бумаги в праве Польши: сравнительно-правовой анализ / А.А. Богустов // Бюллетень нотариальной практики. — 2008. — № 1. — С. 9-13.
42. *Бойко М.Ю.* Деривативы как эффективный финансовый инструмент / М.Ю. Бойко, Т.М. Писня // Бизнес Информ. — 2010. — №3 (1). — С. 91-93.
43. *Брагинский М.И.* Договорное право. Книга первая: Общие положения / М.И. Брагинский, В.В. Витрянский. — М.: Статут, 1999. — 841 с.
44. *Буренин А.Н.* Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: учебное пособие / А.Н. Буренин. — М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998. — 352 с.
45. *Вишневский А.А.* Вексельное право: Учебное пособие. — М.: Юристь, 1996. — 272 с.
46. *Виговський В.* Цінні папери в зарубіжних правових системах: досвід правового регулювання / О. Виговський // Підприємництво, господарство і право. — 2011. — № 2. — С. 27—29.
47. *Вриз Роббе, Жан Жоб де* Секьюритизация и право / Жан Жоб де Вриз Роббе, П. Али: пер. с англ. — М.: Волтерс Клувер, 2008. — 600 с.
48. Господарське судочинство в Україні: Судова практика. Обіг цінних паперів [ред. І.Б. Шицького]. — К.: Праксис, 2006. — 552 с.
49. *Гнатів О.Р.* Правова природа договору про приєднання до пайового інвестиційного фонду / О.Р. Гнатів // Вісник Львівського ун-ту. — 2009. — № 49. — С. 118—123.

50. Гражданское право: учебник в 3 т. Т. 1/ Е.Н. Абрамова, Н.Н. Аверченко, Ю.В. Байгушева [и др.]; [под ред. А.П. Сергеева]. — М.: РГ-Пресс, 2011 — 1008 с.

51. Гражданское право: учеб. Часть I. [Под ред. А. П. Сергеева, Ю. К. Толстого]. — М.: Проспект, 1998. — 632 с.

52. Дегтярева О.И. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / О.И. Дегтярева, Н.М. Коршунов, Е.Ф. Жуков. — М.: Юнити — Дана, 2004. — 501 с.

53. Демушкина Е. Становление системы безналичных ценных бумаг в России: правовые проблемы / Е. Демушкина // Экономика и жизнь. — 1995. — № 25. — С. 19—20.

54. Добровольский В.И. Корпоративное право для практикующих юристов / В.И. Добровольский. — М.: Волтерс Клувер, 2009. — 656 с.

55. Жуков А. С. Правовое регулирование оборота эмиссионных бездокументарных именных ценных бумаг в законодательстве России : Дис. канд. юрид. наук : 12.00.03 / А. С. Жуков. — Ростов-на-Дону, 2005. — 183 с.

56. Зенькович Е.В. Рынок ценных бумаг: административно-правовое регулирование / Е.В. Зенькович. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — 295 с.

57. Карагусов Ф.С. Правовой режим ценных бумаг в Республике Казахстан / Ф.С. Карагусов. — Алматы: Гылым, 1995. — 217 с.

58. Кібальник Л.О. Вплив світової фінансової кризи на процес приватизації загальнодержавної власності в Україні / Л.О. Кібальник, О.С. Корж // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Vchu/N177/N177p013-020.pdf

59. Клык Н.Л. Эволюция имущественных прав и ценные бумаги / Н.Л. Клык. — Цивилистические исследования. Выпуск первый: Сборник научных трудов памяти проф. И.В. Федорова / [Под ред. Б.Л. Хаскельберга, Д.О. Тузова]. — М.: Статут, 2004. — С. 254-255.

60. Кологойда О. В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О. В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — 320 с.

61. Колтынюк Б.А. Ценные бумаги: учебник / Б.А. Колтынюк. — СПб.: Изд-во Михайлова В.А., 2010. — 426 с.

62. Козлов С.Я. Загальні правові аспекти вексельного обігу в Україні / С.Я. Козлов // Юридична газета. — 2005. — № 8 (44). — С. 67 — 69

63. Коструба А.В. Особливості передачі майнових прав, які становлять зміст коносаменту у правовідносинах про передачу майна у власність / А.В. Коструба // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/UZTNU_law/uch_19_21/kostruba.pdf

64. Коммерческое (предпринимательское) право: учебник: в 2 томах Т.1 [под ред. В.Ф. Попондопуло]. — М.: Проспект, 2010. — 592 с.

65. Комментарий к Гражданскому кодексу Российской Федерации. Часть вторая: учебно-практический комментарий / Е.Н. Абрамова, Н.Н. Аверченко, К.М. Арсланов [и др.]; [под ред. Е.Н. А.П. Сергеева]. — М.: Проспект, 2011. — 992 с.

66. Клинова Е. А. Гражданско-правовые сделки при размещении эмиссионных ценных бумаг : дис. канд. юрид. наук : 12.00.03/ Е. А. Клинова. — Казань, 2007. — 184 с.
67. Кравченко Ю.Я. Рынок ценных бумаг в вопросах и ответах / Ю.Я. Кравченко. — К.: Ника — Центр, 2003. — 534 с.
68. Крашенинников Е. А. Понятие и виды предъявительских ценных бумаг / Е.А. Крашенинников // Российский юридический журнал. — 1994. — № 2. — С. 55—64.
69. Крашенинников Е. Ценные бумаги на предъявителя / Е. Крашенинников. — Ярославль: Изд-во ЯрГУ, 1995. — 276 с.
70. Крылова М. Ценная бумага — вещь, документ или совокупность прав / М. Крылова // Рынок ценных бумаг. — 1997. — № 4. — С. 57—60.
71. Лапач В.А. Система объектов гражданских прав: Теория и судебная практика / В.А. Лапач. — СПб.: Юридический центр Пресс, 2002. — 544 с.
72. Лазарев И. Вексельные суррогаты. Последствия их получений. Права, удостоверенные вексельным суррогатом // Хозяйство и право. — 2004. — № 6. — С. 13—25.
73. Лебедев К.К. Защита прав обладателей бездокументарных ценных бумаг (материально- и процессуально-правовые аспекты разрешения споров, связанных с отчуждением бездокументарных ценных бумаг) / К.К. Лебедев. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — 176 с.
74. Лялин В.А. Рынок ценных бумаг: учебник / В.А. Лялин, П.В. Воробьев. — М.: Проспект, 2011. — 400 с.
75. Майборода Т.М. Сертификаты ФОН: від ілюзій до розчарувань / Т.М. Майборода // Газета Цінні папери України. — 2005. — № 1. — С. 45—46.
76. Майфат А.В. Гражданско-правовые конструкции инвестирования: монография / А.В. Майфат. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — 328 с.
77. Малышев Я.С. История формирования и развития административно-правового регулирования в сфере рынка ценных бумаг / Я.С. Малышев // Вестник ВГУ. — 2009. — № 1. — С. 166—178.
78. Макарова О.А. Корпоративное право: учебник / О.А. Макарова. — М.: Волтерс Клувер, 2005. — 420 с.
79. Мельников Д. И. Акция как эмиссионная ценная бумага : дис. канд. юрид. наук : 12.00.03 / Д. И. Мельников. — М., 2006. — 206 с.
80. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок / Я.М. Миркин. — М.: Перспектива, 1995. — 488 с.
81. Мозговий О.М. Фондовый рынок: навч. посіб. / О.М. Мозговий. — К.: КНЕУ, 1999. — 316 с.
82. Мозговий О. Цінні папери: історія та сучасність. — Одеса: КП ОМД, 2003. — 192 с.
83. Мурзин Д.В. Ценные бумаги — бестелесные вещи. Правовые проблемы современной теории ценных бумаг / Д.. Мурзин. — М.: Статут, 1998. — 176 с.

84. *Наумова Л.М.* Комментарий к Федеральному закону «Об ипотеке (залоге недвижимости)» / Л.М. Наумова. — М.: Волтерс Клувер, 2008. — 1072 с.

85. *Неверов О.Г.* Товарораспорядительные документы / О.Г. Неверов. — М.: ООО «ЧеРо», 2001. — 212 с.

86. *Нерсесов Н.О.* О бумагах на предъявителя с точки зрения гражданского права: Историко-догматическое исследование / Н.О. Нерсесов. — М.: Унив. тип., 1889. — 194 с.

87. *Нерсесов Н. О.* Избранные труды по представительству и ценным бумагам в гражданском праве / Н.О. Нерсесов. — М.: Статут, 1998. — 286 с.

88. *Нобель П.* Швейцарское финансовое право и международные стандарты / П. Нобель; [пер. с англ.]. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — 1095 с.

89. *Нурзад И.Л.* Правовое регулирование деятельности банков на рынке ценных бумаг Украины: Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / И.Л. Нурзад; — К. Нац. ун-т им. Т. Шевченко. Институт международных отношений, 2004. — 189 с.

90. *Панова Л.В.* Проблемы правового регулирования рынка ценных бумаг: Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / Л.В. Панова Л.В. — Х.: Национальная юридическая академия Украины им. Ярослава Мудрого, 2002. — 211 с.

91. *Пономаренко О.М.* Облік цінних паперів (теоретичні та організаційні аспекти). — Автореф. дис. на здобуття канд. екон. наук: 08.06.04 / Інститут аграрної економіки УААН. — К., 2001. — 23 с.

92. *Решетина Е.Н.* Суррогат или ценная бумага? / Е.Н. Решетина // Хозяйство и право. — 2004. — №6. — С. 9-11.

93. *Розенфельд-Фрейберг Н.* Очерки по вексельному праву / Н. Розенфельд-Фрейберг. — СПб.: Тип. Имп. Акад. наук, 1896. — 196 с.

94. Рынок ценных бумаг: ученик / [Басс А.Б. и др.]; [под ред. Е.Ф. Жукова]. — М.: Волтерс Клувер, 2010 — 656 с.

95. *Саванець Л.* Правова природа бездокументарних цінних паперів / Л. Саванець. // Вісник Львівського університету. Серія юрид. — 2011. — Вип. 54. — С. 253—259.

96. *Саватье Р.* Теория обязательств, юридический и экономический очерк / Р. Саватье. — М.: Прогресс, 1972. — 440 с.

97. *Салтицький С.* Корпоративні права держави: суть, значення, перспективи / С. Салтицький // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.yur-gazeta.com/oarticle/1524/>

98. *Синенко А. Ю.* Эмиссия корпоративных ценных бумаг: правовое регулирование, теория и практика / А. Ю. Синенко. — М.: Статут, 2002. — 223 с.

99. *Смирнова Ю.Л.* Валютное право: Учебное пособие / Ю.Л. Смирнова. — М.: МГИУ, 2009. — 236 с.

100. Степанов Д. Вопросы теории и практики эмиссионных ценных бумаг / Д. Степанов // Хозяйство и право. — 2002. — № 3. — С. 64-80.
101. Субботин А. Л. Классификация / А.Л. Субботин. — М.: ИФ РАН, 2001. — 94 с.
102. Сухонос В.В. Правове регулювання цінних паперів в Україні: навч.посібник / В.В. Сухонос, Ж.В. Завальна, М.В. Старинський — Суми : ВВП «Мрія-1» ЛТД, 2004. — 208 с.
103. Танасійчук Б.В. Товаророзпорядчі цінні папери як предмет застави / Б.В. Танасійчук // Газета цінні папери України. — 2005. — № 43 (383). — С. 23-24.
104. Тихомирова Л.В. Юридическая энциклопедия / Л.В. Тихомирова, М.Ю. Тихомиров. — М.: Юринформцентр, 1997. — 526 с.
105. Травкин А.А. Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги / А.А.Травкин, Н.Н. Арефьева, К.И. Карабанова — Волгоград: Издательство Волгоградского государственного университета, 2001. — 156 с.
106. Уилсон Ричард С. Корпоративные облигации: Структура и анализ / Ричард С. Уилсон, Ф. Дж. Фобоцци; пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 445 с.
107. Цивільне право України. Загальна частина: Підручник: У 2-х кн. [за ред. О.В. Дзери, Н.С. Кузнєцової. Р.А. Майданика]—3-ге вид,перероб. і допов. — К.: Юрінком Інтер, 2010. — 976 с.
108. Ценные бумаги: учебник [под. ред. В.И. Колесникова, В.С. Торкановского]. — М.: Финансы и статистика, 2000. — 416 с.
109. Чуваков В.Б. Правовая природа ценных бумаг : Дис. ...канд. юрид. наук : 12.00.03. — Ярославль, 2004. — 163 с.
110. Шевченко Я.М. Розвиток цивільного та трудового законодавства в Україні / Я.М. Шевченко, Ж.Д. Завальна, М.В. Старинський. — Х. : Консум, 1999. — 271 с.
111. Шевченко Г.Н. Правовое регулирование ценных бумаг: учебное пособие / Г.Н. Шевченко. — 2-е изд., — М. : Статут, 2005. — 254 с.
112. Шевченко Г.Н. Эмиссионные ценные бумаги: понятие, эмиссия, обращение / Г.Н. Шевченко. — М. : Статут, 2006. — 271 с.
113. Шершеневич Г.Ф. Курс торгового права: 3е изд. — Казань: Типо-Литография Императорского университета, 1899. — 879 с.
114. Шершеневич Г.Ф. Учебник торгового права / по изданию 1914г. — М.: Фирма «Спарк», 1994. — 335 с.
115. Юлдашбаева Л. Правовая природа бездокументарных ценных бумаг // Хозяйство и право. — 1997. — №10. — С. 39—47.
116. Яроцький В.Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції) / В.Л. Яроцький — Х.: Право, 2006. — 544 с.
117. Briggs A The Conflict of Law. — Oxford: Oxford University Press, 2002. — 266 p.

118. Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches vom 14. Juni 1881 (Fünfter Teil: Obligationenrecht) // [Электронный ресурс] — Режим доступа: <http://www.gesetze.ch/inh/inhsub220.htm>

119. Gesetz über den Wertpapierhandel: in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 № 4110-4 // Bundesgesetzblatt I — 1998 — 2708 S.

120. *Brunner H.* Die Wertpapiere / H. Brunner. — Endemanns Handbuch des deutschen Handels-, See- und Wechselrechts: Band II. — Leipzig: Fues's Verlag (R. Reisland), 1882. — S. 140-147.

121. *Gursky K.-H.* Wertpapierrecht: 3., neu bearbeitete Auflage / K.-H. Gursky — Verlagsgruppe Hüthig Jehle Rehm GmbH, 2007 — 139 S.

122. *Gierke O.F.* Deutsches Privatrecht: Bd. Sachenrecht O.F. / Gierke O.F. — Duncker & Humblot, 1905 — 1086 S.

123. *Hamilton R.W.R.* Corporations, Partnerships, Limited Partnerships. Cases and materials / R.W.R. Hamilton. — West, Fourth Edition. — 301 p.

124. *Michalski M.* Zasada numerus clausus w prawie papier warloscioych // Przegląd sądowy. — 1995. — № 11 -12. — S. 24-28.

125. *Ooi M.* Shares and Other Securities in the Conflict of Laws. — Oxford: Oxford University Press, 2003. — 358 p.

126. *Sedatis L.* Einführung in das Wertpapierrecht / L. Sedatis. — Berlin, New York: de Gruyter, 1988. — 202 S.

127. *Reiner G.* Derivative Finanzinstrumente im Recht / G. Reiner. — Nomos Verlagsgesellschaft Baden Baden, 2002. — 465 S.

128. *Ryn J.* International Encyclopedia of Comparative Law // Martinus Nijhoff Publishers, Dordrecht, 1990. — Vol. XII. — P. 138-140.

129. *Porpus R.* Organizing corporate and other business enterprises / R. Porpus. — Matthew Bender, 1953. — P.141-142.



Глава 3

ПРАВОВІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ (РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ)



3.1. Принципи побудови, функції та структура фондового ринку (ринку цінних паперів).

3.2. Первинний ринок цінних паперів, його загальна характеристика. Відкрите (публічне) та закрите (приватне) розміщення цінних паперів.

3.3. Загальна правова характеристика вторинного ринку цінних паперів.

3.4 Біржовий і позабіржовий ринки цінних паперів

3.5. IPO

Опанувавши матеріали цієї глави, ви будите ЗНАТИ:

♦ принципи, основні функції, структурні елементи фондового ринку та загальну правову характеристику первинного та вторинного ринку цінних паперів, публічного та приватного розміщення цінних паперів, біржового та позабіржового ринку цінних паперів,

а також УМІТИ:

♦ орієнтуватися в системі нормативно-правових актів, на основі яких здійснюється правове регулювання окреслених відносин.

§ 3.1. Принципи побудови, функції та структура фондового ринку (ринку цінних паперів)

Ринок цінних паперів, крім того, що забезпечує обіг товарних цінних паперів, є однією з провідних ланок фінансового ринку, функціонування якого забезпечується правовою регламентацією

з боку держави і має важливе значення для впорядкування та підвищення ефективності обігу більшості цінних паперів. Це твердження знаходить своє відображення у тому, що основною метою функціонування ринку цінних паперів є забезпечення швидкого обігу цінних паперів і, як наслідок, товарного обороту, залучення інвестицій в економіку, для чого необхідним виявляється створення належного правового поля та відповідних умов. Зокрема, до таких умов науковці відносять свободу обігу капіталу, забезпечення ліквідності цінних паперів, наявність торговельних систем, що забезпечують контакт продавців і покупців та інформаційну прозорість ринку¹.

Здійснюючи характеристику функціонування ринку цінних паперів через призму функціонування фінансового ринку, не можна не згадати той факт, що зміст поняття «фінансовий ринок» є сучасним. Зокрема, С.З. Мошенський указує, що саме поняття фінансового ринку у сучасному сенсі почало використовуватися порівняно недавно². Одним з перших наукових доробків, де можна віднайти поняття та засади функціонування фінансового ринку, можна вважати публікацію 1963 р. Джеймса Тобіна³. Очевидно, що на поширення використання термінів «фінансовий ринок» (як сукупності грошового ринку і ринку капіталів) та терміну «функціонування фінансового ринку» у сучасному значенні вплинула публікація у 1974 р. книги Рональда Робінсона «Фінансові ринки: накопичення та розміщення багатств»⁴, після виходу якої можна помітити призвичаєння зазначених термінів у правовій доктрині та законодавстві більшості країн світу.

Отже слід констатувати, що у разі аналізу побудови та функціонування фондового ринку, не можна не звернути увагу на фінансову систему. У світі історично склалися два основних типи фінансових систем: орієнтована на банки або банкоцентрична система (притаманна країнам континентальної Європи та Японії), і фінансова система, орієнтована на фондовий ринок (притаманна

¹ Берзон Н.И. Фондовый рынок : Учебное пособие для высших учебных заведений экономического профиля / Н.И. Берзон, Е.А. Буянова, М.А. Кожевников, А.В. Чаленко. — М.: Вита-Пресс, 1998. — С. 17.

² Мошенский С.З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы / С.З. Мошенский. — М.: Экономика, 2010. — С. 32.

³ Tobin J.- Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Controls / J.Tobin // The American Economic Review. — 1963. — Vol. LIII, №2 — P. 383-400.

⁴ Robinson R. Financial Markets : The Accumulation and Allocation of Wealth / R. Robinson. — N.Y.: McGraw-Hill, 1974. — 512 p.

США, Великобританії)¹. В орієнтованій на фондовий ринок фінансовій системі превалювання фондового ринку дало змогу США випередити країни Європи як у розвитку інструментів фондового ринку (більшість з них беруть свій початок саме на фондовому ринку США), так і у впровадженні відповідного законодавства². В свою чергу, створення ефективної правової системи управління фондовим ринком дозволило США досягти високого рівня розвитку як фондового ринку, так і в цілому фінансової системи³. Тому твердження, висловлене М. Міллером про те, що значення стану фінансових ринків для економічного зростання є настільки очевидним («*too obvious for serious discussion*»), що взагалі немає сенсу це обговорювати⁴, є досить влучним і має бути аксіоматичним для подальших наукових розвідок зазначеної тематики.

В цьому ключі нагадаємо, що, як справедливо відзначає М.І. Карлін, ринок цінних паперів є одним з найважливіших сегментів, що вирішальною мірою впливає на розвиток фінансового ринку⁵. Отже, виходячи з наведеного, варто вказати на пріоритетне значення розвитку фондового ринку та правових засад його функціонування.

Разом з тим, фондовий ринок на даному етапі розвитку в Україні, представляється у якійсь мірі замкнутим, де поміж іншим має місце діяльність професійних учасників і суб'єкта регулювання (НКЦПФР і мережі її територіальних управлінь, саморегульнів організації). Однак, відзначимо, що функціонування діючого фондового ринку України не впливає на забезпечення розвитку недержавного реального сектора економіки. Іншими словами, не будучи прямою перешкодою інвестиційному процесу, фондовий ринок у ньому практично не бере участі⁶.

¹ Demircuc-Kunt A., Levine R. Bank-based and market-based financial systems: Cross-country comparisons, World Bank, 1999; Laporta, Lopez-de-Silanes R.F., Shleifer A., Vishny R.W. Law and finance // Journal of Political Economy — 1998. — 106(6) p.

² Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / За ред. О.І. Кірсєва, М.М. Шаповалової, Н.І. Гребенюк — К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. — С. 6.

³ Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: проблемы и тенденции развития: Дис. ... д-ра экон. наук: 08.00.10, 08.00.14 / Б.Б. Рубцов, — М., 2000. — 440 с.

⁴ Miller M. Financial Markets and Economic Growth / M/ Miller // Journal of Applied Corporate Finance. — 1998. Vol. 11 (3). — P. 14.

⁵ Карлін М.І. Фінансова система України: навчальний посібник / М.І. Карлін. — К.: Знання, 2007. — 308 с.

⁶ Проект Концепції фінансової безпеки України // [Електронний ресурс] — Режим доступу: www.ufin.com.ua/koncepcia/008.doc.

Крім іншого, складність аналізу побудови та функціонування ринку цінних паперів полягає також у тому, що він безпосередньо залежить від розуміння понять «ринок цінних паперів» і «фондовий ринок». Як зазначалося раніше, вказані поняття є досить багатограними, про що зазначалося окремо. На основі цього можна точніше окреслити провідні правові характеристики побудови та функціонування фондового ринку. Тобто сукупність правових відносин, що опосередковують розміщення, обіг, погашення цінних паперів і похідних, мають ґрунтуватися на нормативних принципах побудови фондового ринку і на правових механізмах його функціонування.

Принципи побудови фондового ринку. При дослідженні фондового ринку слід звернути увагу на те, що процес становлення та розвитку фондового ринку України неможливо аналізувати, не врахувавши принципів його функціонування. Адже саме принципи, абстрагуючи відображення закономірностей соціально-правового буття, дозволяють установити певні центральні правові ідеї, ґрунтуючись на яких створюються передумови для функціонування ринку цінних паперів.

З метою створення умов, які сприятимуть формуванню фондового ринку як ефективного механізму обігу цінних паперів, його становлення та функціонування мають будуватися на принципах, що сприяють економічному та правовому розвитку майнового обороту та забезпечують належні умови для розміщення інвестицій і надійний захист та охорону законних інтересів інвесторів у межах правового поля.

Ряд основоположних принципів функціонування фондового ринку відображені на нормативному рівні. Враховуючи положення Постанови Верховної Ради України «Про Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України»¹, можна виділити такі спеціальні нормативні принципи функціонування фондового ринку, як соціальна справедливість, надійність захисту інвесторів, урегульованість, контрольованість, правова впорядкованість, прозорість (відкритість) і конкурентність (табл. 3.1).

Проте, з огляду на особливості цивілістичного характеру у сфері правового функціонування фондового ринку варто враховувати загальні засади і цивільного законодавства, визначені Ци-

¹ Постанова Верховної Ради України «Про Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України» від 22 вересня 1995 р. N 342/95-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1995. — № 33. — Ст. 257.

вільним кодексом України. Тобто відповідно до ст. 3 Цивільного кодексу України слід враховувати наступні загальні засади цивільного законодавства: 1) неприпустимість свавільного втручання у сферу особистого життя людини; 2) неприпустимість позбавлення права власності, крім випадків, встановлених Конституцією України та законом; 3) свободу договору; 4) свободу підприємницької діяльності, яка не заборонена законом; 5) судовий захист цивільного права та інтересу; 6) справедливість, добросовісність і розумність. свободи договору (адже особи вільні у праві укладати договори щодо відчуження цінних паперів).

Беручи до уваги іноземний досвід слід відзначити, що у різних країнах правове регулювання фондових ринків базується на принципах, які складають основу всього нормативного регулювання. Наприклад, у США під час реформування структури фондових ринків у 1975 р. було сформульовано п'ять принципів ефективної структури зазначених ринків¹, серед яких принцип економічної ефективності виконання заявок інвесторів, принцип вільної та чесної конкуренції, принцип прозорості цін, принцип оптимального виконання заявок, принцип виконання заявок інвестора без участі дилера².

Функціонування ринку цінних паперів і його подальший правовий розвиток мають ґрунтуватися саме на окреслених як загальних, так і спеціальних нормативних принципах, адже це сприятиме не тільки розширенню ринку цінних паперів у правовому полі, але і його ефективному функціонуванню у відповідності до світових стандартів. Втім, одразу відмітимо, що з огляду на Проект Концепції фінансової безпеки України фондовий ринок як індикатор динаміки інвестиційної активності має відображати привабливість національної економіки та обслуговуючих її правових механізмів для інвестора — як вітчизняного, так і іноземного, хоч основа інвестиційної привабливості економіки країни знаходиться за межами її фондового ринку, а саме в інвестиційному середовищі³.

¹ Мошенский С.З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы / С.З. Мошенский. — М.: Экономика, 2010. — С. 81.

² Securities Act Amendments of 1975. №94-229 — Section 11-A. // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.answers.com/topic/securities-acts-amendments-of-1975>

³ Проект Концепції фінансової безпеки України // [Електронний ресурс] — Режим доступу: www.ufin.com.ua/konceptcia/008.doc

Вказуючи на основоположне значення принципів побудови фондового ринку, не можна не згадати проблематику, яка жваво обговорюється у правових колах і стосується методологічно-правових і практичних проблем, що яскраво проявляються у необхідності правильного та повного відображення певних правових принципів у законодавчих актах¹. Згадана проблема гостро піднімається на наукових конференціях. Так, однією з таких стала Міжнародна наукова конференція, що відбулася 13-14 грудня 2002 р. у м. Харкові, де Голова Верховної Ради України В. Литвин у своїй доповіді, присвяченій методологічним проблемам державно-правового розвитку України, поміж іншого зазначив: «Загальновідомо, що закони повинні адекватно відображати головні принципи, які є основою предмета правового регулювання. Однак, проаналізувавши весь масив нашого законодавства, важко, а то й неможливо збагнути логіку, за якою ті чи інші принципи декларуються базовими в рамках того чи іншого закону. Привертає увагу відсутність у національному законодавстві єдиних підходів до визначення системи принципів, що лежать в основі тих чи інших законів»².

Таблиця 3.1

**СПЕЦІАЛЬНІ ПРИНЦИПИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ
УКРАЇНИ З ОГЛЯДУ НА ПОСТАНОВУ ВЕРХОВНОЇ РАДИ УКРАЇНИ
«ПРО КОНЦЕПЦІЮ ФУНКЦІОНУВАННЯ ТА РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО
РИНКУ УКРАЇНИ»**

Спеціальні принципи функціонування фондового ринку	Основна характеристика
Соціальна спр- ведливість	Принцип передбачає забезпечення створення рівних можливостей та спрощення умов доступу інвесторів і позичальників на ринок фінансових ресурсів, недопущення монопольних проявів дискримінації прав і свобод суб'єктів ринку цінних паперів
Надійність захис- ту інвесторів	Принцип передбачає створення необхідних умов (соціально-політичних, економічних, правових) для реалізації інтересів суб'єктів фондового ринку та забезпечення захисту їх майнових прав

¹ Теорія держави і права. Академічний курс: підручник / за ред. О.В. Зайчука, Н.М. Оніщенко. — 2-е вид., перероб. і допов. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 45.

² Литвин В.М. Методологічні проблеми державно-правового розвитку України / В.М. Литвин — Методологічні проблеми правової науки. — Харків: Право, 2002. — С. 31-32.

Закінчення табл. 3.1

Спеціальні принципи функціонування фондового ринку	Основна характеристика
Регульованість	Принцип передбачає формування гнучкої та ефективної системи регулювання фондового ринку
Контрольованість	Принцип передбачає створення надійно діючого механізму обліку і контролю, запобігання і профілактики зловживань та злочинності на ринку цінних паперів
Ефективність	Принцип передбачає максимальну реалізацію потенційних можливостей фондового ринку щодо мобілізації та розміщення фінансових ресурсів у перспективних сферах національної економіки, що сприятиме забезпеченню її прогресу і задоволенню життєвих потреб населення
Правова впорядкованість	Принцип передбачає створення розвиненої правової інфраструктури забезпечення діяльності фондового ринку, яка чітко регламентує правила поведінки і взаємовідносин його суб'єктів
Прозорість (відкритість)	Принцип передбачає забезпечення надання інвесторам повної та доступної інформації, що стосується умов випуску та обігу на ринку цінних паперів, гласності фінансово-господарської діяльності емітентів, усунення проявів дискримінації суб'єктів фондового ринку
Конкурентність	Принцип передбачає забезпечення необхідної свободи підприємницької діяльності інвесторів, емітентів і ринкових посередників, створення умов для змагання за найвигідніше залучення вільних фінансових ресурсів та встановлення немонопольних цін на послуги фінансових посередників за умов контролю за дотриманням правил добросовісної конкуренції учасниками фондового ринку

Функції фондового ринку. Розглядаючи функціонування ринку цінних паперів, не можна не розкрити сутність основних функцій, які виконує фондовий ринок. Під *функціями фондового ринку* слід розуміти основні напрями діяльності, що здійснюються на фондовому ринку, в яких відбиваються сутність, завдання та цілі функціонування ринку цінних паперів.

Окреслення функцій фондового ринку залишається дискусійним у наукових колах. Можна помітити наявність різноманітних підходів науковців при віднесенні тих чи інших функцій до фун-

кцій саме фондового ринку. Зокрема О.М. Буренін визначає такі функції фондового ринку, як мобілізаційну функцію — ринок мобілізує кошти вкладників для цілей організації; а також інформаційну — ситуація, яка склалася на ринку, сигналізує, повідомляє вкладникам про економічну кон'юнктуру і дає їй орієнтири для розміщення своїх капіталів (якщо ціна акцій підприємства зростає, це, як правило, свідчить про хороші перспективи його господарської діяльності)¹.

О.Д. Данилов, Г.М. Івашина, О.Г. Чумаченко виділяють дві групи функцій ринку цінних паперів: постійні, властиві стабільній стаціонарній системі акціонерних відносин господарювання, і тимчасові, притаманні періоду становлення акціонерних форм організації виробництва та фондового ринку внаслідок разових глибинних змін у системі відносин власності на капітал. До групи постійних функцій ринку цінних паперів вони відносять інвестиційну, власницько-стимулюючу функції, функцію оперативного реагування і переливу капіталів, тоді як до тимчасових функцій віднесені приватизаційна та антиінфляційна функції². Виділення груп функцій, безумовно, вказує на наявність видів. Втім, актори не відзначили останні.

В.М. Діденко та М.М. Свердан виокремлюють такі функції: акумулятивну (мобілізаційну); перерозподільчу, де здійснюється перерозподіл коштів, капіталу між різними галузями, суб'єктами, цінні папери яких користуються попитом); стимулюючу (за допомогою котирувань, наявності зобов'язань, забезпечень стимулюється фінансово-господарська діяльність); інформаційну (індикативну); контролюючу (контролюється, аналізується, здійснюється аудит фінансово-господарської діяльності); соціальну (падіння вартості цінних паперів робить біднішими вкладників, вони скорочують споживання, падає попит на товари, послуги, у підприємців накопичується нереалізована продукція, вони скорочують працівників, виникає безробіття)³.

Інша група науковців поділяє всі функції ринку цінних паперів на загальноринкові функції, що є характерними для будь-

¹ Буренін А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие / А.Н. Буренін. — М.: 1 Федеративная Книготворная Компания, 1998 — С. 12.

² Данилов О.Д. Інвестування : навч. посібник. / О.Д. Данилов, Г.М. Івашина, О.Г. Чумаченко. — Ірпін, 2001. — 377 с.

³ Діденко В.М. Фондовий ринок: навч. посібник / В. М. Діденко, В. П. Свердан — Ч.: Наші книги, 2010. — С. 15.

якого ринку, та специфічні функції, що є особливими функціями ринку цінних паперів¹. Деякі автори у своїх працях виділяють також допоміжні функції фондового ринку. До допоміжних функцій ринку цінних паперів відносять використання цінних паперів у приватизації, антикризовому управлінні, реструктуризації економіки, стабілізації грошового обігу, антиінфляційній політиці тощо².

У будь-якому випадку правовий зріз дає нам підстави виокремити регулятивні й охоронні функції фондового ринку. *Регулятивна функція* фондового ринку направлена на регулювання та впорядкування відносин, встановлення правил поведінки на фондовому ринку. *Охоронна функція* фондового ринку направлена на охорону та захист важливих відносин у сфері обігу цінних паперів на фондовому ринку. У першу чергу охоронна функція фондового ринку є превентивною. Проте, не менш важливим є те, що вона є правовідновлювальною.

Також варто зазначити, що вище наведені функції так чи інакше проявляються у наступних функціях фондового ринку. У цьому зв'язку до таких функцій ринку цінних паперів можна віднести мобілізаційну, управлінську, інформаційну, облікову, контрольну, інтегральну та перерозподільчу функції (табл. 3.2).

Таблиця 3.2

ХАРАКТЕРИСТИКА ФУНКЦІЙ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Додаткові специфічні функції фондового ринку	Основна характеристика
Мобілізаційна функція	Вказана функція передбачає здійснення на фондовому ринку мобілізації активів з подальшим направленням їх в інвестиційно-інноваційну сферу чи для інших цілей
Управлінська функція	Функція передбачає необхідність урахування змін на фондовому ринку на шляху будівництва правової держави з метою досягнення нового щаблю розвитку правового регулювання ринку цінних паперів.
Інформаційна функція	Відповідно до даної функції ринок цінних паперів є відкритим і містить інформацію про діяльність як емітентів, так і інвесторів, на основі якої учасники ринку цінних паперів можуть виступати як належні суб'єкти правовідносин

¹ Галанов В.А. Рынок ценных бумаг : учебник / В.А. Галанов, А.И. Басов. — М.: Финансы и статистика, 2006. — С. 196.

² Портфельне інвестування : Навч. посібник / А.А. Пересада, О.Г. Шевченко, Ю.М. Коваленко, С.В. Урванцева. — К.: КНЕУ, 2004. — 408 с.

Закінчення табл. 3.2

Додаткові специфічні функції фондового ринку	Основна характеристика
Інтегральна функція	Зазначена функція полягає у перетворенні капіталу фізичних та юридичних осіб в інвестиції за допомогою випуску й обігу фондових інструментів — акцій і облігацій
Перерозподільча функція	Функція проявляється у тому, що ринок цінних паперів сприяє здійсненню перерозподілу капіталів між різними галузями та сферами діяльності. Здійснення перерозподільчої функції ринком цінних паперів сприяє створенню передумов для подальшого розвитку правового регулювання різних галузей і сфер відносин
Контрольна функція	Дана функція передбачає здійснення контролю на фондовому ринку за діяльністю його учасників, що сприяє гармонізації відносин на ринку цінних паперів
Облікова функція	Зазначена функція полягає у формуванні реєстру цінних паперів, які обертаються на ринку, у реєстрації учасників ринку цінних паперів з метою впорядкування й організації діяльності на ринку цінних паперів

Структура фондового ринку. Фондовий ринок є складною, багаторівневою та цілісною системою правовідносин, у зв'язку з чим при його дослідженні доцільним виявляється виділення його структури. Сама структура фондового ринку вказує на широту спектра здійснюваних на ньому операцій. Досліджуючи обсяг та сутнісне значення фондового ринку бачимо, що він включає систему різноманітних фінансово-правових інститутів, яка сприяє здійсненню обігу цінних паперів, капіталу у правовому полі держави і за її межами. Кожний фінансово-правовий інститут фондового ринку має власні структурні елементи (суб'єкт, об'єкт та зміст).

З цього приводу видається цікавою точка зору О.М. Мозгового, який у структурі фондового ринку виділив систему, так названих, «чотирьох ринків», що являє собою сукупність різнорідних ринків, об'єднаних спільною направленістю діяльності, а саме здійснення операцій на ринку цінних паперів, об'єднання його учасників для спільної мети. На його думку «перший ринок» — це фондова біржа, «другий ринок» — позабіржовий ринок, на якому відбувається обертання цінних паперів, не зареєстрованих на біржі, «третій ринок» —

позабіржовий ринок з реєстрацією цінних паперів через посередників, «четвертий ринок» — позабіржовий ринок, на якому операції здійснюються через комп'ютерну систему¹.

Враховуючи положення Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» структурно фондовий ринок можна поділити на первинний і вторинний ринки цінних паперів. Правило ч. 3 ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» також розкриває поняття *первинного ринку цінних паперів*, указуючи, що під ним слід розуміти сукупність правовідносин, пов'язаних з розміщенням цінних паперів². Таким чином, як правило, первинний ринок цінних паперів розглядається як сукупність правовідносин, що пов'язані із первинним відчуженням цінних паперів. Тобто даного роду правовідносини базуються на відчуженні цінних паперів вперше на ринку цінних паперів з ознаками еквівалентності й оплатності, в результаті чого особи, які їх випустили (емітували) вперше, отримують необхідні їм фінансові ресурси, а цінні папери надходять до перших власників.

Виходячи із змісту тієї ж ч. 3 ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» законодавець дає визначення *вторинного ринку цінних паперів*, під яким розуміє сукупність правовідносин, пов'язаних з обігом цінних паперів³. По суті, вторинний ринок цінних паперів слід розглядати як сукупність правовідносин, що опосередковують відчуження раніше випущених цінних паперів між особами, які, як правило, не є їх емітентами. До таких відносин можна віднести правовідносини, що базуються на договірних конструкціях купівлі—продажу, міни тощо. Як наслідок, у більшості випадків відносини на вторинному ринку окреслюються рамками зобов'язального права, де питому вагу займають договірні конструкції, та у ряді випадків правилами фондової біржі (якщо відчуження цінних паперів здійснюється через фондову біржу), правилами що регламентують реєстраційні процедури (наприклад, щодо іменних цінних паперів). Вторинний ринок цінних паперів, у свою чергу поділяється на біржовий і позабіржовий, детальна характеристика яких буде надана далі.

¹ Див. детальніше: *Мозговий О.М.* Фондовий ринок / О.М. Мозговий. — К.: КНЕУ, 1999. — 316 с.

² Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

³ Там само.

§ 3.2. Первинний ринок цінних паперів, його загальна характеристика. Відкрите (публічне) та закрите (приватне) розміщення цінних паперів

Здійснюючи характеристику первинного ринку цінних паперів варто відзначити, що відправною точкою є ч. 3 ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначає первинний ринок цінних паперів як сукупність правовідносин, пов'язаних з розміщенням цінних паперів. Тобто, керуючись визначенням законодавця, можна стверджувати, що первинний ринок цінних паперів являє собою специфічні правовідносини, які виникають у процесі первинного відчуження цінних паперів.

Характерною особливістю первинного ринку цінних паперів є випуск цінних паперів і здійснення емітентом *первинного* їх відчуження у порядку та у спосіб, визначені законодавством. У більшості випадків первинне відчуження цінних паперів здійснюється шляхом приватизації, корпоратизації, укладення учасникам ринку цінних паперів цивільно-правових договорів тощо. В останньому випадку мають місце договори купівлі—продажу між емітентами та інвесторами.

Первинний ринок цінних паперів дозволяє реалізувати спектр функцій, однією з яких є впорядковане нормами права акумулювання інвестицій, що дає можливості емітенту на правових засадах забезпечити розвиток і підвищення ефективності здійснення обраного напрямку діяльності. Слід відзначити, що первинний ринок цінних паперів у різних країнах має достатню кількість відмінностей та особливостей. Вказане безпосередньо пов'язане з рівнем розвитку національної правової системи. За рахунок детального правового регулювання найбільш розвинутими вважаються первинні ринки цінних паперів США, Японії, Канади та Західної Європи¹.

При дослідженні первинного ринку цінних паперів провідною юридичною категорією, якою слід оперувати, є поняття «випуск цінних паперів». Під поняттям «*випуск цінних паперів*» мається на увазі комплексний процес емісії цінних паперів, що спрямований на їх відчуження на первинному ринку. При цьому варто звернути увагу на те, що первинні ринки окремих цінних паперів

¹ Рынок ценных бумаг: учебник / [под ред. Е.Ф. Жукова]. — М.: Волтерс Клувер, 2010 — С. 67.

існують як відносно нетривалі ринкові правовідносини, тобто вони мають тимчасовий характер. Водночас зазначимо, що первинні ринки виникають щоразу, коли здійснюється випуск будь-яких нових цінних паперів, у зв'язку з чим вони одержують можливість підтримувати своє існування. Під *новими цінними паперами* у наведеному випадку варто розуміти цінні папери, що щойно емітовані одного й того ж виду, наприклад, акції, облігації чи депозитні сертифікати, які випускаються різними емітентами, або це можуть бути цінні папери різних видів, наприклад, акції, облігації, випущені одним емітентом декілька разів. У ряді випадків емітент здійснює кілька випусків цінних паперів одного й того ж виду, які називаються цінними паперами окремих випусків. У доктрині також можна знайти інші подібні назви. Зокрема деякі науковці називають кілька випусків облігацій чи акцій емітента як облігації або акції першого та другого випусків¹.

Слід підкреслити, що на первинному ринку цінних паперів діють три групи суб'єктів (рис. 3.1). По-перше, *емітент* — особа, що випустила цінні папери. По-друге, *інвестор*, тобто особа, що придбаває цінні папери (інвесторами найчастіше виступають юридичні особи з ознаками фінансових установ: банки, страхові компанії, інвестиційні фонди, пенсійні фонди). По-третє, *посередники (інституційні інвестори)* — особи, що на договірній основі надають комплекс послуг по управлінню активами.



Рис. 3.1. Суб'єкти первинного ринку цінних паперів

Як наслідок, на первинному ринку цінних паперів емітент має можливість як здійснювати відчуження цінних паперів самостійно, так і за допомогою залучення третіх осіб — посередників, що мають право здійснювати діяльність на відповідному ринку. Звер-

¹Павлов В.І. Цінні папери в Україні: навч.посібник / В.І. Павлов, І.І. Пилипенко, І.В. Кривов'язнюк — К.: Кондор, 2004. — С. 172—173.

ненню емітентів до посередників за отриманням послуг сприяють обставини, серед яких основними є необхідність у комплексному юридичному супроводі розміщення цінних паперів з правовими гарантіями; потреба у залученні професійних юристів з вузькою спеціалізацією у сфері розміщення, обігу цінних паперів; недостатнє інформування емітентом потенційних інвесторів; намагання досягти економії як часу так, і грошових коштів тощо.

Положення Розділу 4 «Емісія цінних паперів у разі відкритого (публічного) та закритого (приватного) їх розміщення» Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» дають підстави виділити дві основні *форми розміщення цінних паперів* на первинному ринку. По-перше, це публічне (відкрите) розміщення цінних паперів. По-друге, це приватне (закрите) розміщення цінних паперів (табл. 3.3).

Таблиця 3.3

ПОРІВНЯЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ПУБЛІЧНОГО (ВІДКРИТОГО) ТА ПРИВАТНОГО (ЗАКРИТОГО) РОЗМІЩЕННЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

	Публічне (відкрите) розміщення цінних паперів	Приватне (закрите) розміщення цінних паперів
Визначення поняття	Це — сукупність правовідносин, що пов'язані з випуском і первинним відчуженням цінних паперів на підставі опублікування в засобах масової інформації або оголошення будь-яким іншим способом повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь невизначеного кола осіб	Це — сукупність правовідносин, що пов'язані з розміщення цінних паперів шляхом їх безпосередньої пропозиції заздалегідь визначеному колу осіб
Етапи емісії цінних паперів	Прийняття рішення про відкрите (публічне) розміщення цінних паперів органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення	Прийняття рішення про закрите (приватне) розміщення цінних паперів органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення; у разі відмови власника акцій від використання свого переважного права на придбання акцій, якщо це передбачено умовами закритого (приватного) розміщення цінних паперів, — отримання від нього письмового підтвердження про відмову

Продовження табл. 3.3

	Публічне (відкрите) розміщення цінних паперів	Приватне (закрите) розміщення цінних паперів
	Подання заяви і всіх необхідних документів для реєстрації випуску цінних паперів і проспекту їх емісії	Подання заяви та всіх необхідних документів на реєстрацію випуску цінних паперів
	Реєстрація Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку випуску цінних паперів і проспекту їх емісії	Реєстрація Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку випуску цінних паперів
	Прийняття у разі потреби рішення про залучення андеррайтера до розміщення цінних паперів	—
	Присвоєння цінним паперам міжнародного ідентифікаційного номера	Присвоєння цінним паперам міжнародного ідентифікаційного номера
	Укладення з депозитарієм договору про обслуговування емісії цінних паперів або з реєстратором — про ведення реєстру власників іменних цінних паперів, крім випадків, коли облік прав за цінними паперами веде емітент відповідно до законодавства або цінні папери розміщуються на пред'явника	Укладення з депозитарієм договору про обслуговування емісії цінних паперів чи з реєстратором — про ведення реєстру власників іменних цінних паперів, крім випадків, коли облік прав за цінними паперами веде емітент відповідно до законодавства або цінні папери розміщуються на пред'явника
	Виготовлення сертифікатів цінних паперів у разі розміщення цінних паперів у документарній формі	Виготовлення сертифікатів цінних паперів у разі розміщення цінних паперів у документарній формі
	Розкриття інформації, що міститься в проспекті емісії цінних паперів	
	Відкрите (публічне) розміщення цінних паперів	Закрите (приватне) розміщення цінних паперів
	Затвердження результатів розміщення цінних паперів органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення	Затвердження результатів розміщення цінних паперів органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення

Закінчення табл. 3.3

	Публічне (відкрите) розміщення цінних паперів	Приватне (закрите) розміщення цінних паперів
	Затвердження змін до статуту, пов'язаних із збільшенням статутного капіталу акціонерного товариства з урахуванням результатів розміщення цінних паперів (акцій)	Затвердження змін до статуту, пов'язаних із збільшенням статутного капіталу акціонерного товариства з урахуванням результатів розміщення цінних паперів (акцій)
	Реєстрація змін до статуту в органах державної реєстрації	Реєстрація змін до статуту в органах державної реєстрації
	Подання звіту про результати відкритого (публічного) розміщення цінних паперів	Подання звіту про результати закритого (приватного) розміщення цінних паперів
	реєстрація Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати відкритого (публічного) розміщення цінних паперів	реєстрація Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати закритого (приватного) розміщення цінних паперів
	Отримання свідоцтва про реєстрацію випуску цінних паперів	Отримання свідоцтва про реєстрацію випуску цінних паперів
	Розкриття інформації, що міститься у звіті про результати відкритого (публічного) розміщення цінних паперів	—
Кількість учасників безпосередньої пропозиції	Необмежена, заздалегідь не визначена	Розміщення цінних паперів заздалегідь визначеному колу осіб, кількість яких не перевищує 100

Варто наголосити, що відповідно до ч. 1 та ст. 28 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» першим етапом відкритого (публічного) та закритого (приватного) розміщення відповідно є саме прийняття рішення про розміщення цінних паперів органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення. Таким чином, оскільки емісія цінних паперів відображає чітку визначену законодавцем послідовність дій, то всі етапи емісії цінних паперів мають здійснюватися відповідно до законодавст-

ва, що діяло на дату прийняття відповідного рішення про розміщення цінних паперів уповноваженим органом емітента. На дану особливість указує й Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку в своєму Рішенні «Про внесення змін до роз'яснення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 20.05.2011 р. № 7, затвердженого рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 20 травня 2011 р. № 526» від 15 липня 2011 року № 957. Так, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку приходить до висновку за яким, якщо уповноваженим органом акціонерного товариства, яке не привело свою діяльність у відповідність до Закону України «Про акціонерні товариства», прийнято рішення до 30 квітня 2011 р. (включно) про емісію цінних паперів акціонерного товариства, то така емісія здійснюється відповідно до законодавства, що діяло на дату прийняття такого рішення¹.

Насамкінець, окремо варто зазначити, що стосовно кожного розміщення цінних паперів емітентом приймається рішення, яке в обов'язковому порядку оформляється протоколом, вимоги до змісту якого встановлюються Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Крім того, з огляду на Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій підприємств»² емітент не має права змінювати прийняте рішення про розміщення цінних паперів у частині обсягу прав за цінними паперами, умов розміщення та кількості цінних паперів одного випуску, крім випадків, передбачених законами і нормативно-правовими актами Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Забороняється обмежувати доступ власників цінних паперів до оригіналу рішення про розміщення цінних паперів, який зберігається в емітента³.

На складність здійснення публічного (відкритого) розміщення цінних паперів вказує і численна судова практика. Зокрема, По-

¹Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про внесення змін до роз'яснення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 20.05.2011 р. № 7, затвердженого рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 20.05.2011 р. № 526» від 15 липня 2011 р. № 957 // Відомості Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. — 2011. — № 133.

²Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій підприємств» від 17 липня 2003 р. № 322 // Офіційний вісник України — 2003. — № 33. — Ст. 1799.

³ Там само. — Ст. 373.

станова Вищого господарського суду України по справі від 28 січня 2009 р. № 21/477 вказує про наступне.

Вищий господарський суд України, розглянувши у відкритому судовому засіданні касаційну скаргу Закритого акціонерного товариства «Сучасне будівництво» на постанову Київського апеляційного господарського суду від 06.10.2008 р. у справі № 21/477 за позовом Товариства з обмеженою відповідальністю «Фінансова компанія Конгрес Ріал Істейт Фінанс» до Відкритого акціонерного товариства «Домобудівний комбінат № 3», Закритого акціонерного товариства «Інвестиційна компанія „Полтавщина”», Закритого акціонерного товариства «Сучасне будівництво» про зобов’язання укласти договір і за зустрічним позовом Відкритого акціонерного товариства «Домобудівний комбінат № 3» до Товариства з обмеженою відповідальністю «Фінансова компанія Конгрес Ріал Істейт Фінанс», Закритого акціонерного товариства «Сучасне будівництво» про визнання договорів недійсними, установив:

У липні 2007 року позивач звернувся до господарського суду м. Києва з позовною заявою про зобов’язання ЗАТ «Інвестиційна компанія „Полтавщина”» укласти з ним договір купівлі—продажу акцій додаткового випуску ВАТ «Домобудівний комбінат № 3» у зв’язку з наявністю в нього переважного права на придбання акцій додаткової емісії.

Під час розгляду справи в суді першої інстанції відповідач за первісним позовом ВАТ «Домобудівний комбінат N 3» подав зустрічний позов про визнання недійсними договорів купівлі—продажу акцій додаткового випуску ВАТ «ДБК-№ 3» від 18.05.2007 р., укладених між ним та ТзОВ «Фінансова компанія «Конгрес Ріал Істейт Фінанс» і ЗАТ «Сучасне будівництво», у зв’язку з невідповідністю цих угод вимогам закону.

Рішенням господарського суду м. Києва від 23.07.2008 року в первісному позові та зустрічному позові відмовлено. Ухвалою Київського апеляційного господарського суду від 29.09.2008 року здійснено заміну відповідача ЗАТ «Інвестиційна компанія „Полтавщина”» на його правонаступника ТзОВ «Тур де фінанс». Постановою Київського апеляційного господарського суду від 06.10.2008 р. зазначене рішення суду першої інстанції скасовано частково та зустрічний позов задоволено, а в первісному позові відмовлено.

У касаційній скаргі ЗАТ «Сучасне будівництво» вважає, що апеляційним господарським судом порушено і неправильно застосовано норми матеріального та процесуального права, і то-

му просить прийняту ним постанову скасувати, а рішення суду першої інстанції залишити без змін.

Заслухавши пояснення представників ЗАТ «Сучасне будівництво», ВАТ «Домобудівний комбінат № 3» та ТзОВ «Тур де Фінанс», дослідивши доводи касаційної скарги, перевіривши матеріали справи і прийняті у ній судові рішення, суд вважає, що касаційна скарга підлягає задоволенню з наступних підстав.

Як вбачається з матеріалів справи, загальними зборами акціонерів ВАТ «Домобудівний комбінат № 3» від 22.03.2007 року, прийнято рішення про збільшення статутного фонду ВАТ «ДБК-№ 3» шляхом додаткового випуску у документарній формі простих іменних акцій існуючої номінальної вартості (номінальна вартість однієї акції — 0,25 грн. кожна) у кількості 19298160 шт. загальною номінальною вартістю 4824540 грн.

23.03.2007 р. між ВАТ «Домобудівний комбінат № 3» (емітент) та ЗАТ «Інвестиційна компанія „Полтавщина”» (андеррайтер) було укладено договір андеррайтингу N 1-Е, за умовами якого андеррайтер зобов'язаний здійснити комплекс дій, пов'язаних з розміщенням акцій ВАТ «ДБК-3» додаткового випуску, та укладанням договорів з продажу акцій від імені емітента.

В офіційному виданні ДКЦПФР «Бюлетень — Цінні папери України № 25(2025) від 27.04.2007 р. було опубліковано оголошення про проведення відкритого (публічного) розміщення акцій за адресою: м. Київ, пр. Відрадний, 103. Загальний термін відкритого розміщення акцій становить 16 календарних днів, перша черга розміщення акцій починається 10.05.2007 р. триває 15 календарних днів по 24.05.2007 р. заяви від акціонерів доручено приймати ЗАТ «ІК „Полтавщина”» в письмовій формі довільного змісту.

Заявами від 15.05.2007 р. ТзОВ «Фінансова компанія Конгрес Ріал Істейт Фінанс» та ЗАТ «Сучасне будівництво», як акціонери ВАТ «Домобудівний комбінат № 3», просили продати акції ВАТ «ДБК № 3» додаткового випуску.

ТзОВ «Фінансова компанія «Конгрес Ріал Істейт Фінанс» та ЗАТ «Сучасне будівництво» уклали з ВАТ «Домобудівний комбінат № 3» договори купівлі—продажу акцій ВАТ «Домобудівний комбінат № 3» додаткового випуску від 18.05.2007 року.

Згідно платіжних доручень ТзОВ «Фінансова компанія Конгрес Ріал Істейт Фінанс» та ЗАТ «Сучасне будівництво» здійснили оплату за спірними договорами.

Предметом даного судового розгляду є вимоги за первісним позовом про зобов'язання укласти договір купівлі—продажу акцій додаткового випуску ВАТ «Домобудівний комбінат № 3» у зв'язку з наявністю в нього переважного права на придбання цих акцій та вимоги за зустрічним позовом про визнання договорів

купівлі—продажу акцій додаткового випуску ВАТ «ДБК № 3», укладених між акціонерним товариством і акціонерами, недійсними з підстав суперечності вимогам закону.

Відповідно до ч. 1 ст. 156 ЦК України акціонерне товариство має право за рішенням загальних зборів акціонерів збільшити статутний капітал шляхом збільшення номінальної вартості акцій або додаткового випуску акцій.

За ч. 1 ст. 28 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» етапом емісії акцій є публічне (відкрите) розміщення цінних паперів — їх відчуження на підставі опублікування в засобах масової інформації або оголошення будь-яким іншим способом про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь не визначеної кількості осіб.

Ч. 1 ст. 33 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» передбачено, що відкрите (публічне) розміщення цінних паперів здійснюється емітентом самотійно або через андеррайтера, що уклав з емітентом договір про андеррайтинг.

Згідно ч. 1 ст. 28 Закону України «Про господарські товариства» акції купуються учасниками при створенні акціонерного товариства на підставі договору з його засновниками, а при додатковому випуску акцій у зв'язку із збільшенням статутного капіталу — з товариством.

За вимогами ч. 3 ст. 38 Закону України «Про господарські товариства» акціонери користуються переважним правом на придбання додатково випущених акцій.

Відповідно до ст. 203 ЦК України зміст правочину не може суперечити цьому Кодексу, іншим актам цивільного законодавства, а також моральним засадам суспільства.

Статтею 215 Цивільного кодексу України визначено, що підставою недійсності правочину є недодержання в момент вчинення правочину стороною (сторонами) вимог, які встановлені частинами першою — третьою, п'ятою та шостою статті 203 цього Кодексу.

Проте апеляційний господарський суд, скасовуючи рішення суду першої інстанції та задовольняючи зустрічний позов про визнання спірних угод недійсними на зазначені вимоги норм матеріального права уваги не звернув і не врахував того, що ВАТ «Домобудівний комбінат № 3» мав право на укладання спірних договорів про продаж акцій власного додаткового випуску та не встановив обставин, з якими закон пов'язує визнання спірних договорів недійсними.

Разом з тим, судом першої інстанції встановлено, що право ВАТ «Домобудівний комбінат № 3» розміщувати акції додаткового випуску з метою збільшення статутного фонду не суперечить його статуту та вимогам закону.

Отже, суд першої інстанції дійшов правильного висновку про відсутність правових підстав для зобов'язання ЗАТ «Інвестиційна компанія „Полтавщина”» укласти з ТзОВ «Фінансова компанія Конгрес Ріал Істейт Фінанс» договір купівлі—продажу акцій додаткового випуску ВАТ «ДБК N 3», оскільки такий договір вже було укладено з емітентом, та визнання спірних договорів недійсними у зв'язку з їх невідповідністю вимогам закону, й обґрунтовано відмовив в первісному та зустрічному позові.

До того ж, апеляційним судом не було враховано наявності у покупців акцій додаткового випуску за спірними договорами переважного права на придбання таких акцій.

За таких обставин постанову апеляційного господарського суду не можна визнати законною й обґрунтованою, і тому вона підлягає скасуванню, а рішення суду першої інстанції відповідає матеріалам справи та вимогам закону і тому — підлягає залишенню без змін.

З огляду викладеного та керуючись ст. 1115, 1117, 1119 — 11111 Господарського процесуального кодексу України, Вищий господарський суд України постановив:

— Касаційну скаргу Закритого акціонерного товариства «Сучасне будівництво» задовольнити.

— Постанову Київського апеляційного господарського суду від 06.10.2008 р. скасувати, а рішення господарського суду м. Києва від 23.07.2008 р. залишити без змін¹.

§ 3.3. Загальна правова характеристика вторинного ринку цінних паперів

Аналізуючи фондовий ринок, не можна не згадати про вторинний ринок цінних паперів, адже саме на ньому здійснюється обіг цінних паперів шляхом вчинення правочинів. З цього приводу видається цікавою точка зору, висловлена О.М. Буреніним. Так, на його думку, за відсутності вторинного ринку чи його слабкої організації наступний перепродаж цінних паперів був би неможливим або ускладненим, що відштовхнуло би інвесторів від купівлі всіх чи частини цінних паперів². Указане пояснюється

¹ Постанова Вищого господарського суду України по справі від 28 січня 2009 р. № 21/477 // Система інформаційно-правового забезпечення «Ліга-Еліт».

² Буренін А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие / А.Н. Буренін — М.: 1 Федеративная Книготорная Компания, 1998 — С. 14.

тим, що, аналізуючи процес історичного розвитку зарубіжних країн стає помітною закономірність, за якою обіг цінних паперів на вторинному ринку служить своєрідним індикатором, який свідчить про ступінь економічного розвитку, його існування сприяє перерозподілу прав власності та підвищенню ліквідності цінних паперів¹. Тобто обіг цінних паперів на вторинному ринку виступає своєрідним лакмусовим папірцем динаміки правовідносин з приводу цінних паперів і швидкості цивільного обороту.

Норма ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» дає досить розгорнуте визначення вторинного ринку цінних паперів. Так, відповідно до ч. 3 ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», *вторинний ринок цінних паперів* — це сукупність правовідносин, пов'язаних з обігом цінних паперів. Таким чином, вторинний ринок цінних паперів складають правовідносини, що пов'язані з рухом цінних паперів від одних до інших суб'єктів. Варто наголосити на тому, що правовідносини на вторинному ринку охоплюють рух цінних паперів, які на рівні законодавства не обмежені в обігу й не торкаються цінних паперів закритих випусків.

На вторинному ринку потенційні інвестори у межах правового поля мають можливість зробити вибір щодо того, якого виду цінні папери доцільно придбати у власність, якої кількості, за допомогою послуг яких посередників краще здійснити відповідні правочини. На зазначеному ринку інвестор також наділений правом здійснювати купівлю—продаж власних цінних паперів.

Розвиток вторинного ринку цінних паперів сприяє багатьом позитивним зрушенням у спектрі відповідного правового механізму, а саме сприяє розвитку відносин власності (охороні абсолютних правовідносин власності на цінні папери); динаміці цивільного обороту, що обумовлюється зміною права власності на цінні папери через зобов'язально-правові конструкції; формуванню потужного правового поля для ринку цінних паперів; диверсифікації правового регулювання фондового ринку; розширенню правового статусу та суб'єктного складу учасників ринку цінних паперів; підвищенню рівня відповідальності за правопорушення у сфері обігу цінних паперів. Більше того, деякі науковці підкреслюють, що розвиток вторинного ринку цінних паперів також дає

¹ Рекуненко І.І. Розвиток вторинного ринку цінних паперів України : Автореф. дис. ...канд. екон. наук : 08.04.01 / І.І. Рекуненко. — Суми, 2003. — С. 6.

поштовх для одержання державою додаткових коштів, які можуть бути використані в загальнодержавних цілях та у створенні можливостей для підвищення ліквідності не лише цінних паперів, які знаходяться в обігу, але й для розвитку економіки країни в цілому¹.

Однак, можна помітити наявність ряду об'єктивних та суб'єктивних факторів, які стримують розвиток правового регулювання вторинного ринку цінних паперів. Зокрема, на думку І.І. Рекуненка, серед них варто виділяти нерозвинутість законодавчої бази, невідповідність рівня розкриття інформації міжнародним стандартам і неадекватне сприйняття, матеріальну і психологічну невідповідність населення до операцій на фондовому ринку². Дійсно, з огляду на нормативний масив, що покладений в основу розглядуваної сфери правовідносин, необхідно констатувати непослідовність законодавця у побудові системи функціонування вторинного ринку цінних паперів, неврахування прогресивного досвіду нормотворення зарубіжних країни у розглядуваній сфері. Також не можна обійти увагою проблему значної розпорошеності нормативно-правових актів у сфері обігу цінних паперів, що призводить до значних проблем у правозастосуванні і, як наслідок, виливається у численні судові справи.

Вторинний ринок залежно від систем взаємодії поділяють на біржовий і позабіржовий ринки цінних паперів. Варто відмітити, що правове регулювання біржових і позабіржових ринків різноманітних держав суттєво відрізняється за рахунок зміщення законодавчих акцентів у бік диспозитивності або імперативності. Подібного роду спостереження зафіксовані у науковій літературі, що присвячена дослідженню фондового ринку. Так, деякі науковці дійшли висновку, що значення біржових і позабіржових ринків в організації торгівлі цінними паперами та їх співвідношення у різних країнах не є однаковим: в одних державах позабіржова торгівля не відіграє суттєвої ролі або взагалі заборонена, а інших — обіг цінних паперів на позабіржовому ринку займає чільне місце на фондовому ринку³.

¹ Павлов В.І. Цінні папери в Україні: навч. посібник / В.І. Павлов, І.І. Пилипенко, І.В. Кризов'язнюк — К.: Кондор, 2009. — С. 174—176.

² Рекуненко І.І. Розвиток вторинного ринку цінних паперів України : Автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.04.01 / І.І. Рекуненко. — Суми, 2003. — С. 6.

³ Галанов В.А. Рынок ценных бумаг : учебник / В.А. Галанов, А.И. Басов. — М.: Финансы и статистика, 2006. — С. 254.

§ 3.4. Біржовий і позабіржовий ринки цінних паперів

Поняття біржового ринку цінних паперів

Біржовий ринок цінних паперів є різновидом вторинного ринку цінних паперів. У сучасній доктрині має місце ототожнення понять «біржа», «фондова біржа» і «фондовий ринок». Так, В.М. Безус стверджує, що аналогія понять «біржа» та «фондовий ринок» не вичерпує сутності біржі, адже до переліку фінансових інструментів, що перебувають в обігу на фондовому ринку, входять комерційні цінні папери корпорацій, векселі державних скарбниць¹. Сприймаючи вказану тезу буквально, із нею не можна погодитися, адже вже неодноразово аргументовано зазначалося, що вексель не є об'єктом фондового ринку. Думається, що у такий спосіб В.М. Безус здійснив ототожнення понять «ринку цінних паперів» «біржа» та «фондовий ринок». Також, з огляду на вексельне законодавство, не зрозумілим є застосування ним терміну «вексель державних скарбниць».

Не можна не зазначити, що на рівні закону відсутнє визначення біржового ринку.

До недавнього часу легальне визначення містилося у Постанові Національного банку України «Про затвердження Положення про механізми рефінансування банків України», що втратила чинність. Відповідно до глави 1 згаданої постанови під біржовим ринком слід було розуміти оптовий ринок цінних паперів з обмеженим колом відомих учасників, для яких встановлені правила допуску до торгівлі цінними паперами, правила здійснення біржових угод та процедури вирішення спірних питань². З аналізу наведеного визначення випливає звужене розуміння біржового ринку, адже законодавець указував, що це лише оптовий ринок цінних паперів.

У подальшому, з прийняттям Постанови Національного банку України «Про затвердження Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України» від 30 квітня 2009 р. № 259 законодавець відмовився від терміна «біржовий ринок» шляхом запровадження нового терміна «відкритий ринок». Від-

¹ Безус В.М. Роль фондової біржі у формуванні інвестиційного капіталу // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/index.php?operation=1&iid=2>

² Постанова Національного банку України «Про затвердження Положення про механізми рефінансування банків України» від 28 лютого 2002 р. № 82 (втратила чинність) // Офіційний вісник України. — 2002. — № 13. — Ст. 671.

повідно до п. 1.2 наведеної Постанови, відкритий ринок — це ринок, на якому здійснюються операції з купівлі—продажу цінних паперів між особами, що не є первинними кредиторами та позичальниками і кошти внаслідок продажу цінних паперів на такому ринку надходять на користь держателя цінних паперів, а не їх емітента, а також операції з рефінансування¹.

Між тим, у правовій та економічній доктрині має місце поділ вторинного ринку цінних паперів на біржовий ринок цінних паперів і позабіржовий ринок цінних паперів².

На біржовому ринку можуть обертатися не всі цінні папери, а лише ті, що допущені біржею. Біржа встановлює власні критерії відбору цінних паперів, що плануються до продажу, здійснює перевірку легітимності цінних паперів, прав власників цінних паперів тощо. Як наслідок, біржовий ринок є організованим ринком обігу цінних паперів, адже крім наведеного, біржові правочини укладаються відповідно до правил біржі, здійснюється інформування учасників про види та кількість цінних паперів, що були продані, забезпечення учасників біржової торгівлі засобами сучасної комунікації тощо. Тобто, на біржовому ринку має місце впорядкований обіг цінних паперів, що забезпечується нормативно-правовими актами і правилами фондової біржі.

З цього приводу в літературі не раз зазначалося, що історично біржовий ринок мав організований характер, спеціальне приміщення для торгівлі, жорстко встановлені правила укладання угод, механізм відбору цінних паперів для торгівлі (правила лістингу на біржі) та їх котирувки³. Саме ці критерії і слугують, наразі, для відокремлення біржового від позабіржового ринків цінних паперів.

Цікавою видається теза, за якою закономірністю розвитку організованих форм фондового ринку є поступове стирання відмінностей між біржовою та позабіржовою формами організації торгівлі цінними паперами, створення різних перехідних форм,

¹ Постанова Національного банку України «Про затвердження Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України» від 30 квітня 2009 р. № 259 // Офіційний вісник України. — 2009. — № 34. — Ст. 1174.

² Див.: *Іванова Е.В.* Расчетный фондовый контракт как срочная сделка / Е.В. Иванова. — М.: Волтерс Клувер, 2005. — С. 99; *Коммерческое (предпринимательское) право: учебник: в 2 томах Т. 1 / [под ред. В.Ф. Попондопуло]. — М.: Проспект, 2010. — С. 527; Рынок ценных бумаг: учебник / [под ред. Е.Ф. Жукова]. — М.: Волтерс Клувер, 2010 — 656 с.*

³ Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / [за ред. О.І. Киреева, М.М. Шаповалової та Н.І. Гребеник] — К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. — С. 9.

прикладом яких є так звані «другі», «треті», «паралельні» ринки, що створюються фондовими біржами та знаходяться під їх регулюючим впливом, чиє виникнення безпосередньо пов'язано з прагненням фондових бірж розширити свій ринок і бажанням створити упорядкований ринок цінних паперів для фінансування невеликих і середніх компаній, що є носіями новітніх технологій¹. Тому, думається, трансформація розвитку правового регулювання фондового ринку має рухатися у ключі невідчування кута між гранями форм біржової та позабіржової організації торгівлі цінними паперами і ґрунтуватися на засадах диспозитивності з мінімальним регулюванням з боку держави.

Не можна обійти увагою і того факту, що останнім часом помітним є стрімке збільшення правочинів, укладених на біржах, предметом яких виступали цінні папери (рис. 3.4). Виникнення такої тенденції сприяє необхідності поліпшення правового регулювання діяльності фондових бірж через трансформацію законодавства у сфері обігу цінних паперів.

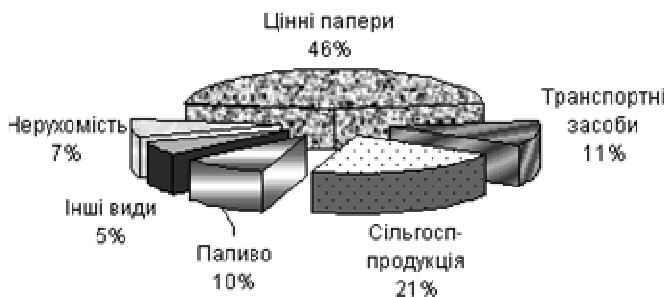


Рис. 3.2. Обсяги укладених правочинів за товарними групами на біржах України в I півріччі 2001 р. за даними Державної служби статистики України²

В умовах сьогодення біржова торгівля зосереджена у таких містах, як Нью-Йорк (США), Франкфурт-на-Майні (ФРН), Лондон (Великобританія), Париж (Франція), Цюрих (Швейцарія),

¹ Галанов В.А. Рынок ценных бумаг : учебник / В.А. Галанов, А.И. Басов. — М.: Финансы и статистика, 2006. — С. 255.

² Обсяги укладених угод за товарними групами на біржах України в I півріччі 2001 р. // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>

Токіо (Японія), Люксембург, Гонконг¹. У цих містах знаходяться найбільші фондові біржі. Виділення вищезазначених центрів біржової торгівлі безпосередньо пов'язано з запровадженням прогресивних моделей обігу цінних паперів, що ґрунтується на високому рівні правового регулювання біржової торгівлі. Центральні фондові біржі вдосконалюють і так досить жорсткі існуючі правила біржової торгівлі, розробляють нові правові інструменти біржової торгівлі, що має незаперечний вплив на фондові біржі з незначним обігом цінних паперів та інтенсивністю здійснюваних операцій.

Поняття позабіржового ринку цінних паперів

Торгівля цінними паперами може здійснюватися не лише на організованому біржовому ринку, але й на позабіржовому ринку цінних паперів. Тобто позабіржовий ринок слід розглядати як своєрідну альтернативу біржовому ринку.

Одразу варто наголосити, що вперше цей термін з'явився в 1870-х роках як назва практики купівлі акцій біля банківських стійок у США². Позабіржовий ринок на початковому етапі свого розвитку характеризувався низьким рівнем правового регулювання, і як наслідок, низьким рівнем захисту інтересів інвесторів у порівнянні з біржовим ринком. Хоча з часом його діяльність стала регламентованою, що призвело до запровадження правових інвестиційних гарантій, а тому його привабливість значно підвищилася.

Не можна не погодитися з твердженням про те, що організація фондового ринку пройшла довгий шлях розвитку: від «вуличного» (дикого, неорганізованого) ринку цінних паперів до фондової біржі та сучасних електронних систем торгівлі цінними паперами³. Однак, ведучи мову про позабіржовий ринок варто зауважити, що первинна форма його виразу, а саме: неорганізований ринок не лише не зникла, але й поруч з позабіржовим організованим ринком формує складну систему позабіржових ринкових відносин.

¹ Рынок ценных бумаг: учебник / [под ред. Е.Ф. Жукова]. — М.: Волтерс Клувер, 2010 — С. 76.

² Батлер Б., Джонсон Б., Сидуэлл Г., Вуд Э. Финансы: Оксфордский толковый словарь // [Электронный ресурс] — Режим доступа: [http://vocabulary.ru/dictionary/533/word/OVER-THE-COUNTER+MARKET+\(OTC+MARKET\)+\(%E2%ED%E5%E1%E8%F0%E6%E5%E2%EE%E9+%F0%FB%ED%EE%EA+%F6%E5%ED%ED%FB%F5+%E1%F3%EC%E0%E3\)](http://vocabulary.ru/dictionary/533/word/OVER-THE-COUNTER+MARKET+(OTC+MARKET)+(%E2%ED%E5%E1%E8%F0%E6%E5%E2%EE%E9+%F0%FB%ED%EE%EA+%F6%E5%ED%ED%FB%F5+%E1%F3%EC%E0%E3))

³ Галанов В.А. Рынок ценных бумаг : учебник / В.А. Галанов, А.И. Басов. — М.: Финансы и статистика, 2006. — С. 254.

Науковці вважають, що неорганізований ринок було запроваджено в 1970-х роках для юридичних осіб, що здійснювали свою діяльність у сфері малого та середнього бізнесу і які не могли розмістити свої акції на первинному та біржових ринках. З часом, починаючи з 1990-х років вони перетворилися на ринки для великих компаній, діяльність яких була пов'язана з розвитком новітніх технологій, тобто компанії, діяльність яких пов'язана з реалізацією телекомунікаційних, комп'ютерних чи інших технологій¹.

Деякі науковці у структурі позабіржового ринку виділяють «другий», «третій» і «четвертий» ринки цінних паперів, де «другий ринок» — це позабіржовий ринок, на якому відбувається оборот цінних паперів, не зареєстрованих на біржі, «третій ринок» — позабіржовий ринок з реєстрацією цінних паперів через посередників, «четвертий ринок» — позабіржовий ринок, орієнтований винятково на інституційних інвесторів, характерною особливістю якого виступає можливість здійснення учасниками ринку цінних паперів більшості операцій без посередників, тобто через комп'ютеризовану систему².

Від позабіржового ринку цінних паперів слід відрізняти позабіржовий ринок дилерів (*upstairs dealer market*). Під поняттям «позабіржовий ринок дилерів» слід розуміти сукупність правовідносин між брокерами—членами біржі, що виникають поза межами біржі. Подібне розуміння вказаного поняття міститься і в іноземній літературі, зокрема, під позабіржовим ринком дилерів розуміється здійснення великими брокерськими фірмами—членами біржі великих пакетних угод поза торговим залом³.

На рівні доктрини поняття позабіржового ринку трактується науковцями по-різному. Так, В.І. Павлов, І.Ф. Пилипенко визначають позабіржовий ринок як ринкові відносини, що складаються на вторинному ринку цінних паперів «поза» або «поряд» з торгівлею на фондових біржах, та частина вторинного ринку, яка не охоплюється поняттям «біржовий ринок»⁴. Ю.Я. Кравченко роз-

¹ Рынок ценных бумаг: учебник / Басс А.Б. и др., под ред. Е.Ф. Жукова. — М.: Волтерс Клувер, 2010 — С.79.

² Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / [за ред. О.І. Кирєєва, М.М. Шаповалової та Н.І. Гребенюк]. — К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. — С. 125.

³ Investor's Vocabulary // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.rusmoney.com/fundwind/vocabulary/u.htm>.

⁴ Павлов В.І. Цінні папери в Україні: навч. посібник / В.І. Павлов, І.І. Пилипенко, І.В. Кривов'язнюк. — К.: Кондор, 2004. — С. 264—265.

глядає позабіржовий ринок як ту частину ринку, яка не охоплюється поняттям «біржовий ринок». Інколи його класифікують як договірний ринок на відміну від ринку публічних торгів на фондових біржах¹. О.М. Мозговий розуміє позабіржовий ринок як ту частину фондового ринку, що перебуває за сферою діяльності фондових бірж². На думку А.Г. Загороднього позабіржовий ринок слід розглядати як неорганізований фондовий ринок, на якому здійснюють купівлю-продаж цінних паперів, але без реєстрації відповідних угод на біржі³. Вказані визначення так чи інакше відштовхуються від меж дії фондової біржі. Зарубіжні науковці йдуть ще далі у цьому питанні та відзначають, що позабіржовий ринок являє собою телефонні та комп'ютерні мережі дилерів, які не зустрічаються⁴.

Позитивним є те, що законодавець надав легальне визначення позабіржового ринку. Так, відповідно до п.1.2 Постанови Національного банку України «Про затвердження Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України» від 30 квітня 2009 р. № 259, позабіржовий ринок — це ринок з необмеженою кількістю учасників, на якому правила здійснення договорів з купівлі (продажу) цінних паперів і вирішення спірних питань регулюються законодавством⁵. Якщо порівняти наведене визначення із визначенням, що містилося у раніше діючій Постанові Національного банку України «Про затвердження Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України шляхом рефінансування, депозитних і інших операцій», то слід констатувати деяке звуження розуміння розгляданого поняття. Адже відповідно до п. 1.1 згаданої Постанови позабіржовий ринок розглядався як ринок з необмеженою кількістю учасників, на якому правила здійснення угод з купівлі (продажу) цінних паперів і вирішення спірних питань регулю-

¹ Кравченко Ю.Я. Рынок ценных бумаг в вопросах та ответах / Ю.Я. Кравченко. — К.: Ника-Центр, Эльга, 2003. — С. 293.

² Мозговий О.М. Фондовый рынок. / О.М. Мозговий. — К: КНЕУ, 1999. — С. 133.

³ Загородний А.Г. Словник банківських термінів. / А.Г. Загородний. — К.: Аконіт, 2000. — С. 462-463.

⁴ Халл, Джон К. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты / Халл, К. Джон. 6-е изд.: Пер. с англ. — М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2007. — С. 39.

⁵ Постанови Національного банку України «Про затвердження Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України» від 30 квітня 2009 р. № 259 // Офіційний вісник України. — 2009. — № 34. — Ст. 1174.

ються законодавством України¹. Тобто, словосполучення «правила здійснення угод» було замінено фразою «правила здійснення договорів».

З огляду на наведене та на основні ознаки позабіржового ринку слід навести його визначення.

Позабіржовий ринок цінних паперів — це ринок цінних паперів з необмеженим колом учасників, на якому правила здійснення правочинів з купівлі—продажу цінних паперів і вирішення спірних питань регулюються законодавством.

З наведеного визначення випливає, що позабіржовий ринок не обмежений колом учасників. Тобто учасниками такого ринку можуть бути будь-які належні суб'єкти цивільного права, що наділені правом укладення подібного роду правочинів. Окремо слід відзначити й те, що правила обігу цінних паперів, здійснення правочинів ґрунтуються на чинному законодавстві і не обмежені локальними правилами. У разі виникнення спорів щодо укладених правочинів вони вирішуються в судовому порядку на підставі загальних правил, визначених чинним законодавством.

У цьому контексті не можна обійти увагою й позицію законодавця, окреслену у Постанові Верховної Ради України «Про Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України» від 22 вересня 1995 р. № 342/95-ВР, за якою з метою максимального розвитку фондового ринку в інтересах інвесторів та емітентів окремих регіонів, сприяння залученню фінансових ресурсів для юридичних осіб різних форм власності, створення сприятливих умов для розвитку технологій і виробництва, диверсифікації напрямів підприємницької діяльності в регіонах, формування фондової інфраструктури, здатної в процесі роздержавлення у короткі терміни реформувати власність у напрямі залучення інвесторів, необхідно, щоб поряд з біржовим ринком цінних паперів розвивався і цивілізований позабіржовий ринок². В літературі з цього приводу підкреслюється, що така позиція законодавця має прогресивний характер, адже на сьогодні можна з упевненістю стверджувати, що позабіржовий ринок сучасного зразка пере-

¹ Постанова Національного банку України «Про затвердження Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України шляхом рефінансування, депозитних та інших операцій» від 24 грудня 2003 р. № 584 (втратила чинність) // Офіційний вісник України. — 2004. — № 4. — Ст. 177.

² Постанова Верховної ради України «Про Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України» від 22 вересня 1995 року № 342/95-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1995. — № 33. — Ст. 257.

творився на досить упорядкований ринок, який може скласти конкуренцію як для первинного, так і для вторинного ринків цінних паперів із-за залучення учасників ринку цінних паперів, а саме емітентів та інвесторів різного масштабу¹. Таким чином, можна констатувати, що наведений підхід законодавця формує вектор розвитку правового регулювання фондового ринку як цілісної системи, що, крім іншого, включає збалансоване поєднання біржового та позабіржового ринків.

Досліджуючи позабіржовий ринок цінних паперів, зупинемося на його характерних особливостях. Зокрема, Ю.Я. Кравченко надає їх перелік і до їх особливостей відносить: відсутність єдиного фізичного центру для здійснення операцій з безпосередньою присутністю учасників торгівлі; ціни на ринку часто встановлюються шляхом переговорів; правила реєстрації учасників ринку є менш жорсткими в порівнянні з біржовим ринком цінних паперів; учасники позабіржового процесу діють у рамках більш вузької спеціалізації, але часто суміщають функції брокера та дилера; позабіржовий ринок не надає клієнтам достатньої необхідної прозорості, достатньої інформації про ціни та обсяги торгівлі; позабіржовий ринок має свою організаційну структуру; всі професійні учасники повинні мати відповідний досвід для здійснення діяльності на ринку цінних паперів (ліцензування від державного органу, який регулює ринок цінних паперів)².

Окремо слід відзначити, що до особливостей позабіржового ринку слід віднести те, що його учасники мають можливість уникнути вчинення спекулятивних правочинів, диверсифікувати процеси інвестування. Обіг цінних паперів на позабіржовому ринку у порівнянні із біржовим ринком дає можливість зменшити витрати на розміщення цінних паперів. При цьому не можна не згадати про те, що позабіржовому ринку притаманні підвищені ризики невиконання зобов'язань та кредитні ризики. Вказане призвело до того, що на позабіржовому ринку було запроваджено механізм забезпечення виконання зобов'язань через укладення між учасниками забезпечувального договору. Згаданий договір забезпечував виконання позабіржових контрактів купівлі-продажу цінних паперів. Наприклад, договір про забезпечення набув

¹ Рынок ценных бумаг: учебник / под ред. Е.Ф. Жукова. — М.: Волтерс Клувер, 2010 — С. 83.

² Кравченко Ю.Я. Рынок ценных бумаг в вопросах та ответах / Ю.Я. Кравченко. — К.: Ника — Центр, Эльга, 2003. — С. 293—295.

широкого застосування хеджінговим фондом LTCM (*Long-Term Capital Management*), що дозволило інтенсивно використовувати леввередж¹.

Позабіржовий ринок супроводжується додатковими (супутніми) правовими формами у вигляді договорів про надання послуг, за якими відповідні суб'єкти здійснюють виконання юридичних та фінансових послуг вузькопрофільного характеру. Вартість таких послуг на порядок є нижчою від вартості подібного роду послуг у межах фондової біржі.

Всупереч поширеній думці цивілізований позабіржовий ринок донедавна в Україні був фактично відсутній, адже угоди, що традиційно вважалися в Україні позабіржовими, згідно зі світовою практикою належать до так званих «угод за домовленістю»². Отже, щоб впорядкувати відносини на позабіржовому ринку, постає необхідність вчиняти позабіржові правочини за допомогою торговельно-інформаційних систем (ТІС).

Не можливо обійти увагою і той факт, що в умовах сьогодення потребують подальшої правової регламентації торгівельні системи позабіржового ринку. Адже як зазначають ряд науковців, в останні роки досить динамічно розвиваються торгівельні системи позабіржового ринку, які були започатковані як альтернатива традиційним фондовим біржам і одержали назву — Альтернативні системи торгівлі (*Alternative Trading Systems*)³. Більшість фахівців підтримують точку зору, за якою частина торгівельних систем позабіржового ринку, зокрема *NASDAQ* та *EURONEXT*, що залучилися до діяльності централізованих розрахунково-клірингових систем, на сьогодні стали невід'ємною частиною організованого позабіржового ринку⁴. Не можна не відмітити і того факту, що найбільший у світі позабіржовий ринок цінних паперів виражається через Систему автоматичного котирування Національної асоціації біржових дилерів (*NASDAQ — National Association of Securities Dealers Automated Security*) в США.

¹ Халл, Джон К. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты / Халл, К. Джон. 6-е изд.: Пер. с англ. — М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2007. — С. 75-76.

² Кузнецова Н.С. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування / Н.С. Кузнецова, І.Р. Назарчук. — К.: Юрінком Інтер, 1998 — С. 120.

³ Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / [За ред. О.І. Кірієва, М.М. Шаповалової, Н.І. Гребенік] — К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. — С. 10.

⁴ Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: проблемы и тенденции развития: Дис. ... д-ра экон. наук: 08.00.10, 08.00.14 / Б.Б. Рубцов, — М., 2000. — 440 с.

§ 3.5. IPO

На сучасному етапі розвитку правового регулювання фондового ринку спостерігається зростання заінтересованості українських емітентів у залученні інвестицій на міжнародних фондових ринках. Тому з кожним роком стає все популярнішою первинна публічна пропозиція акцій, або *Initial Public Offering* (IPO).

Більшість науковців доводять, що у найбільш простому розумінні *Initial Public Offering* (IPO) — це пропозиція, яку компанія робить широкому колу інвесторів¹. Зазначене визначення IPO є досить широким за своїм змістом, однак воно окреслює спектр суспільних відносин, що виникають між інвестором і такою компанією. Детальніше характеризують IPO Дж. Ріттер та Іво Велш, які визначають IPO як спосіб залучення інвестицій шляхом продажу цінних паперів на відкритому біржовому ринку в очікуванні збільшення ліквідності, що здійснюється вперше². П.В. Шлык визначає IPO як перше та всі наступні розміщення емісійних цінних паперів певного емітента, що адресовані необмеженому колу осіб і здійснюються в процесі випуску цінних паперів шляхом відкритої підписки або в процесі їх публічного обігу на торгах фондових бірж та інших організаторів торгівлі на ринку³.

Таким чином, враховуючи наявні доктринальні підходи до розуміння сутності IPO та сучасні тенденції світової практики його здійснення, під *первинною публічною пропозицією* (*Initial Public Offering*) слід розуміти комплекс юридично значимих дій, направлених на публічне розміщення емісійних цінних паперів на біржовому або позабіржовому ринку емітентом, що адресоване невизначеному колу інвесторів.

Як свідчить практика, здійснення IPO має багато переваг, основними з яких є те, що в результаті проведеного IPO отримуються значні інвестиції, підвищується ринкова вартість цінних паперів компанії і, як наслідок, зростає вартість компанії, поси-

¹ Костенко Н. Первинна публічна пропозиція акцій (IPO) як спосіб виходу компанії на світові фондові ринки / Н. Костенко, Н. Євтушенко // Схід. — 2006. — № 4 (76). — С. 35—38.

² Ritter J.R. Review Of IPO Activity, Pricing and Allocations / J.R. Ritter, I. A. Welch. — The Journal of Finance. — 2002. — volume 57. — № 4. — P. 1795—1828.

³ Шлык П.В. Экономическая сущность первичного публичного размещения акций / П.В. Шлык // Представительная власть — XXI век: законодательство, комментарии, проблемы. — 2007. — Вып. № 1 (74). — С. 29—32.

люється рівень правової безпеки володільців компаній. Наведене спричиняє здійснення IPO потужними компаніями, наприклад, такими, як *Netscape*, *Google* тощо. Не можна не згадати і того, що у даному процесі знаходяться міжнародний знижковий сервіс *Groupon*, соціальна мережа *Facebook* і компанія «Яндекс». Залучені кошти від IPO найчастіше використовуються для подальшого розвитку сфери діяльності компанії. Однак, варто наголосити на тому, що при здійсненні IPO залучення коштів не завжди є основним фактором, адже досить часто об'єктивних фінансових передумов для реалізації IPO немає. Наприклад, вихід соціальної мережі *Facebook* на IPO не має обґрунтованих підстав, адже компанія не потребує вливань нових інвестицій, у зв'язку з чим процес виходу на IPO, на думку аналітиків, відкладається¹. Втім, деякі компанії відкладають реалізацію IPO саме через обтяжливі формально-правові процедури у цій сфері, адже слід дотримати вимоги норм як чинного законодавства, так і локальних актів фондових бірж. Як наслідок, окреслена формалізація IPO стримує розвиток розглядуваного перспективного сегмента розміщення та обігу цінних паперів.

Українські компанії також не стоять осторонь переваг, що надає IPO як правовий інструмент. Однак, аналізуючи сучасний стан правової регламентації в Україні, можна стверджувати, що процес здійснення IPO українськими компаніями є досить специфічним, так би мовити «непрямым». Справа у тому, що в Україні відсутнє достатнє для цього законодавче поле, а також наявна низка обмежень і заборон (наприклад, емітент не може розміщувати за межами України цінні папери першої емісії цінних паперів; емітенти, статутний фонд яких становить менше 5 млн грн, не мають права розміщувати цінні папери за межами України; емітент не має права розміщувати цінні папери за межами України за ціною нижчою за ту, що склалася на фондовій біржі на території України або у торгівельно-інформаційній системі і за ціною, меншою за номінальну тощо).

Окреслюючи основні моменти вказаного процесу слід підкреслити, що розміщення цінних паперів другої емісії на іноземних

¹ *Dembosky A. Facebook puts off IPO until late 2012 / A. Dembosky — Financial Times* // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.ft.com/cms/s/2/2b842146-dec3-11e0-a228-00144feabdc0.html#axzz1XzpnoNkD>; *IPO Facebook* // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.forbes.ru/tehnо/internet-i-telekommunikatsii/73621-ipo-facebook-sluhi-ot-nachala-do-kontsa>;

фондових біржах не заборонено національним законодавством. Крім цього, існує великий перелік законодавчих вимог, що суттєво ускладнюють здійснення публічної пропозиції цінних паперів. Зокрема, низку вимог передбачено у Рішенні ДКЦПФР «Про затвердження Положення про порядок надання дозволу на обіг акцій або облігацій підприємств українських емітентів за межами України»¹. Надання дозволу на обіг цінних паперів українських емітентів за межами України здійснюється виключно Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Такий емітент відповідно до п. 4 згаданого рішення повинен мати лістинг по попередніх випусках цінних паперів на фондовій біржі на території України або на торговельно-інформаційній системі (ТІС).

Основна мета запровадження процедури видачі дозволу Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку полягає в нормативному обмеженні обсягу фінансування, яке може бути залучене на міжнародних фондових ринках, певною часткою статутного капіталу емітента. Право на розміщення цінних паперів за межами України емітент отримує з моменту надання дозволу Національною комісією з цінних паперів і фондового ринку. Більше того, відповідно до п. 6 Рішення ДКЦПФР «Про затвердження Положення про порядок надання дозволу на обіг акцій або облігацій підприємств українських емітентів за межами України» емітент може розміщувати цінні папери за межами України на загальну суму, що не перевищує 25 % статутного капіталу емітента. Наведена норма суттєво обмежує компанії у здійсненні повноцінного ІРО. З іншого боку, у такий спосіб через указане імперативне правило держава здійснює захист публічного інтересу. При цьому залишається незрозумілим, чому обмеження окреслені саме 25 %.

Не можна обійти увагою покладення на емітента обов'язку звітувати НКЦПФР про розміщення цінних паперів за межами України. При цьому цікавим є те, що відповідно до п. 28 даного Рішення через 15 днів після укладання правочину (договору) з андеррайтером, біржею, позабіржовою торговельною системою емітент повинен надати НКЦПФР копії цих правочинів (договорів). Указане суперечить засадам приватного права, адже інфор-

¹ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про порядок надання дозволу на обіг акцій або облігацій підприємств українських емітентів за межами України» від 17 жовтня 1997 р. № 36 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?nobreak=1&uid=1007.1102.1>

мація, що зазначена у такого роду договорах стосується лише емітента та професійного учасника фондового ринку, а останній на розголошення відповідної інформації згоди, як правило, не дає. Відповідно подання за таких обставин копій правочинів (договорів) до НКЦПФР можна розглядати як порушення умов конфіденційності та втручання у діяльність емітента.

Між тим, недолугість законодавства, наявність ряду нормативних обмежень та заборон щодо розміщення цінних паперів за межами України спричиняють побудову правових схем процедури IPO, які обходять низку вимог національного законодавця шляхом застосування норм міжнародного та іноземного права. Як наслідок, у літературі можна віднайти вказівку на застосування в пострадянських країнах чотирьох основних схем процедури IPO¹. Однією з перших вважається схема IPO, що проявляється у першочерговій пропозиції через депозитарні розписки (здійснення першочергової додаткової емісії акцій реалізується через закриту підписку, єдиним учасником якої є депозитарій). Наступною схемою можна вважати реалізацію IPO через вторинне і первинне розміщення цінних паперів. У цьому разі акціонери компанії здійснюють вторинне розміщення акцій, а за отримані грошові кошти придбавають у емітента акції додаткової емісії.

Не можна обійти увагою й схему вторинного розміщення цінних паперів (акцій) холдингу з отриманням інвестицій дочірньою компанією. У цій схемі дочірньою компанією виступає українська компанія, контрольний пакет акцій якої належить холдингу-нерезиденту. Холдинг-нерезидент здійснює вторинне розміщення цінних паперів, а отримані від такого розміщення грошові кошти використовуються відповідно до укладених правочинів про вільне розпорядження грошовими коштами. Останньою схемою на практиці вважається схема здійснення IPO шляхом первинного розміщення цінних паперів (акцій) холдингу, що зареєстрований в офшорній зоні². У цьому випадку холдинг володіє контрольним пакетом акцій українських компаній та проводить розміщення власних акцій на міжнародних фондових біржах.

¹ Див.: Лукашов А.В. IPO от І до О: пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков / А.В. Лукашов. — 2-е изд., испр. и доп. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. — С. 141—143; Хигинс Р. Отношения с инвесторами: Передовой опыт. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 219 с.

² Лукашов А.В. IPO от І до О: пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков / А.В. Лукашов. — 2-е изд., испр. и доп. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. — С. 141—143.

Таким чином, через національні законодавчі обмеження українські емітенти проводять розміщення цінних паперів на міжнародних біржах на основі однієї з наведених правових схем. Тобто, через створення компанії спеціального призначення або глобальні депозитарні розписки¹, або шляхом здійснення схеми вторинного та первинного розміщення цінних паперів. Отже, українські товариства через корпоративно-правові механізми реалізують IPO, як правило, у статусі нерезидентів України шляхом спеціального створення іноземних материнських компаній, у тому числі в офшорних зонах, до складу яких вони і входять шляхом, як правило, передачі корпоративних прав української компанії материнській компанії-нерезиденту. Якщо точніше, то у більшості випадків відбувається створення холдингу в офшорній юрисдикції та перереєстрація прав власності українських активів компанії на користь нерезидента (найчастіше таким нерезидентом виступає офшорна материнська компанія). У подальшому офшорна компанія здійснює додаткову емісію цінних паперів і розміщає їх через механізм IPO на біржі, а виручені кошти або їх частину непрямым способом перераховує до компанії, що є резидентом України².

Подібні правові схеми процедури IPO мають місце починаючи з першопрохідця серед українських компаній, а саме в компанії «Укрпродукт» (*Ukrproduct Group*), яка розмістила свої акції на Лондонській фондовій біржі 11–18 лютого 2005 р., продавши 27,21 % акцій і одержавши за це 6 млн англійських фунтів стерлінгів, які купили 18 інституціональних і 33 приватні інвестори³. Зазначена компанія зареєстрована не в Україні, а на острові Джерсі⁴, що знаходиться в складі Нормандських островів і під юрисдикцією Великобританії. Подібні правові механізми на сьогодні є своєрідним шаблоном для проведення непрямого IPO

¹ Миколишин М.М. Публічне розміщення акцій (IPO) як інструмент залучення додаткових ресурсів банківською установою / М.М. Миколишин // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Ekfor/2011_2/55.pdf

² Сидоров В.И. Препимущества интеграции Украины в фондовый рынок Лондона / В.И. Сидоров, Н.В. Непрядкина // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://dspace.univer.kharkov.ua/bitstream/123456789/4545/2/Sidorov.pdf>

³ Долгальова М.О. Аналіз досвіду первинного публічного розміщення акцій українських компаній / М.О. Долгальова, Я.Я. Гавриш // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/pprbsu/2010_30/10_30_13.pdf

⁴ Сорока М.В. IPO як механізм залучення інвестицій / М.В. Сорока // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/natural/Vnulp/Logistyka/2007_594/50.pdf

українськими компаніями. Наведену тезу можна підкріпити даними щодо більшості українських компаній, що непрямым способом розміщують цінні папери на зовнішніх фондових ринках. Наприклад, Миронівський хлібопродукт розмістив непрямым способом акції через компанію MHP S.A., що зареєстрована в Люксембурзі¹, компанія XXI Century investments public limited при реалізації IPO зареєструвалася у Республіці Кіпр², а Полтавський ГЗК входить до складу компанії Ferrexpo AG, що зареєстрована в Швейцарії³.

Крім національних нормативних обмежень, заборон, з якими мають справу українські емітенти при здійсненні процедури IPO, міжнародні біржі також встановлюють жорсткі вимоги для них, дотримання яких потребує, як правило, реструктуризації структури компанії, прозорості фінансової звітності за певний період діяльності тощо.

Вимоги щодо емітентів і цінних паперів встановлюються кожною біржею окремо. Вони залежать від права держави, де зареєстрована біржа, та від локальних актів біржі. Наприклад, на Лондонській фондовій біржі критерії допуску на біржу перелічені у Правилах лістингу, де серед іншого встановлена необхідність опублікування проспекту емісії перед тим, як цінні папери будуть включені в лістинг і допущені до торгів на основному ринку⁴. Дещо інший підхід до розкриття інформації емітентами можна віднайти у стандартах допуску емітентів Франкфуртської фондової біржі, де опублікування проспекту емісії є не обов'язковим, а лише рекомендованим⁵. Окреслений підхід до розкриття інформації Франкфуртської фондової біржі є досить ліберальним. Однак емітентам, що обрали її для проведення IPO, слід враховувати той факт, що вона встановлює інші вимоги, суворе дотримання та відповідність яким дає можливість розмістити-

¹ MHP S.A. — карточка емітента // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.cbonds.info/rus/organisations/organisation.phtml/params/id/13407>

² Установчий договір та статут XXI Century investments public limited // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://21.com.ua/files/5/Company%20charter.pdf>

³ Ferrexpo AG // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ferrexpo.com/history.aspx>

⁴ Руководство по листингу на Лондонской фондовой бирже — London: White Page Ltd / отв. ред. Н. Пейдж // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.russianipo.com/publications/2_guide-to-listing_rus.pdf

⁵ Выход на Франкфуртскую фондовую биржу для международных компаний / Beiten Burkhardt // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.amr.ru/storage/commit ee/BB_Newsletter_Frankfurt.pdf

ти цінні папери емітентами на цій біржі. Зазначені основні вимоги відображені переважно у Правилах Франкфуртської фондової біржі (*Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse*¹), у Законі ФРН «Про торгівлю цінними паперами» (*WpHG — Gesetz über den Wertpapierhandel*²) та в інших нормативно-правових актах.

Розміщуючи цінні папери на тій чи іншій біржі емітентам варто враховувати, що в деяких країнах законодавцем установлені окремі переваги для іноземних емітентів, що розміщують на біржі свої цінні папери. Наприклад, Закон ФРН «Про акціонерні товариства» вимагає від компанії, що розмістила цінні папери на регульованому ринку, щорічно опубліковувати інформацію про те, чи виконує зазначена компанія рекомендації Німецького кодексу корпоративного управління (*Deutscher Corporate Governance Kodex*), так звану декларацію відповідності³. Однак, відповідно до передмови Німецького кодексу корпоративного управління його сфера дії розповсюджується лише на німецькі акціонерні товариства, що пройшли лістинг⁴, а тому іноземні емітенти не зобов'язані опубліковувати зазначену декларацію відповідності, з чого можна зробити висновок про відсутність обов'язку узгоджувати діяльність іноземної компанії-емітента із зазначеним кодексом.

Враховуючи ситуацію, що склалася з реалізацією українськими компаніями IPO, можна дійти висновку, що найболючішою проблемою цього процесу є недосконалість національного правового поля, а точніше, наявність ряду обмежень, заборон і нормативно-правового вакууму у регулюванні процесу здійснення IPO українськими емітентами. Законодавче регулювання IPO потребує коригування у бік максимальних можливостей обігу цінних паперів. Адже на даний момент безпосереднім наслідком установлених законодавцем обмежень, заборон є максимальна концентрація на захисті прав власника цінних паперів, що тягне своєрід-

¹ Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_navigation/info_center/INTEGRATE/zpd?object_id=84XHGGZ360NSGDDE

² Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz — WpHG) vom 9. September 1998 № 4110-4 // BGBl. I. — 1998. — S. 2708.

³ Выход на Франкфуртскую фондовую биржу для международных компаний / Beiten Burkhardt // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.amr.ru/storage/committee/BB_Newsletter_Frankfurt.pdf

⁴ Deutscher Corporate Governance Kodex // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/kodex_2010/D_CorGov_Endfassung_Mai_2010.pdf

ну усіченість юридичних механізмів розміщення й обігу цінних паперів, суттєве скорочення прямих іноземних інвестицій, що є не виправданим, враховуючи необхідність залучення інвестицій в Україну. Слід підкреслити, що до України від здійснення IPO «непрямим» способом вже надійшло майже 187 млн дол., а на сьогодні ще близько двох десятків компаній заявили про намір провести IPO¹. Наведена статистика свідчить про необхідність модернізації законодавства шляхом трансформації нормативної бази через призму забезпечення максимального обігу цінних паперів та інтеграції міжнародного правового інструменту IPO.



Терміни та поняття

Вторинний ринок цінних паперів — це сукупність правовідносин, пов'язаних з обігом цінних паперів.

Випуск цінних паперів — це процес емісії цінних паперів, спрямований на відчуження їх на первинному ринку.

Емітенти — це юридичні особи будь-якої форми власності, Автономна Республіка Крим або міські ради, держава в особі уповноважених нею органів влади, які від свого імені розміщують емісійні цінні папери та беруть на себе зобов'язання щодо них перед їх власниками.

Нові цінні папери — це цінні папери, що щойно емітовані одного й того ж виду, які випускаються різними емітентами, або цінні папери різних видів, випущені одним і тим самим емітентом кілька разів.

Охоронна функція фондового ринку — це функція, направлена на охорону та захист важливих відносин у сфері обігу цінних паперів на фондовому ринку.

Первинний ринок цінних паперів — це сукупність правовідносин, пов'язаних з розміщенням цінних паперів.

Посередники (інституційні інвестори) — це особи, що на договірній основі надають комплекс послуг по управлінню активами.

Позабіржовий ринок цінних паперів — це сукупність цивільно-правових відносин, що спрямовані на обіг цінних паперів поза межами біржових правовідносин.

¹ Грозний І.С. Аналіз соціально-економічних проблем проведення IPO в Україні / І.С. Грозний, С.В. Коверга // Наукові праці — Економіка. — Т. 64. — Вип. 51. — С. 101—106.

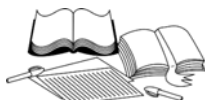
Регулятивна функція фондового ринку — функція, направлена на регулювання та впорядкування відносин, встановлення правил поведінки на фондовому ринку.

Функції фондового ринку — це основні напрями діяльності, що здійснюються на ринку цінних паперів, у яких відбиваються сутність, завдання і цілі функціонування ринку цінних паперів.



Запитання та завдання для самоконтролю

1. Які функції фондового ринку вам відомі?
2. Охарактеризуйте первинний ринок цінних паперів.
3. У чому полягає відкрите (публічне) розміщення цінних паперів?
4. У чому полягає закрите (приватне) розміщення цінних паперів?
5. Здійсніть загальну правову характеристику вторинного ринку цінних паперів.
6. Що являє собою біржовий ринок цінних паперів?
7. Що являє собою позабіржовий ринок цінних паперів?
8. Розкрийте правовий статус емітента.
9. Наведіть місце торгівельно-інформаційних систем у структурі фондового ринку.



Нормативно-правові акти та літературні джерела

1. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31 (04.08.2006). — Ст. 268.
2. Постанова Верховної Ради України «Про Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України» від 22 вересня 1995 року № 342/95-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1995. — № 33. — Ст. 257.
3. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Щодо забезпечення укладення угод з купівлі—продажу цінних паперів лише на організаційно оформленому ринку» від 31 липня 1998 р. № 100-1 // Офіційний вісник України. — 1998. — № 38 (08.10.1998). — Ст. 1420.
4. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій підпри-

ємств» від 17 липня 2003 № 322 // Офіційний вісник України. — 2003. — № 33. — Ст. 373.

5. Проект Концепції фінансової безпеки України. Розробники: О.І. Барановський, Ю.О. Блащук, М.І. Пузяк, Л.В. Новошинська, О.О. Резнікова, О.В. Романченко, Ф.Ф. Стасюк, В.В. Фещенко // [Електронний ресурс] — Режим доступу: www.ufin.com.ua/konceptcia/008.doc

6. Безус В.М. Роль фондової біржі у формуванні інвестиційного капіталу // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua/index.php?operation=1&iid=2>

7. Берзон Н.И. Фондовый рынок: Учебное пособие для высших учебных заведений экономического профиля / Н.И. Берзон, Е.А. Буянова, М.А. Кожевников, А.В. Чаленко. — М.: Вита-Пресс, 1998. — 400 с.

8. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие / А.Н. Буренин. — М.: 1 Федеративная Книготорная Компания, 1998. — 352 с.

9. Галанов В. А. Рынок ценных бумаг : учебник / В. А. Галанов, А. И. Басов. — М. : Финансы и статистика, 2006. — 448 с.

10. Гроші та кредит: Підручник. — 3-тє вид., перероб. і доп. / М.І. Савлук, А.М. Мороз, М.Ф. Пуховкіна та ін.; / За заг. ред. М.І. Савлука. — К.: КНЕУ, 2002. — 598 с.

11. Данилов О.Д. Інвестування: Навчальний посібник. / О.Д. Данілов, Г.М. Івашина, О.Г. Чумаченко. — Ірпінь, 2001. — 377 с.

12. Діденко В.М.. Фондовий ринок: навч. посібник / В.М. Діденко, В.П. Свердан. — Черкаси: Наші книги, 2010. — 624 с.

13. Еш С.М. Фінансовий ринок: Навч. посіб. / С.М. Еш — К.: Центр учбової літератури, 2009. — 528 с.

14. Загородній А.Г. Словник банківських термінів / А.Г. Загородній — К.: Аконті, 2000. — 605 с.

15. Иванова Е.В. Расчетный фондовый контракт как срочная сделка / Е.В. Иванова. — М.: Волтерс Клувер, 2005. — 160 с.

16. Карлін М.І. Фінансова система України: навчальний посібник / М.І. Карлін. — К., 2009. — 198 с.

17. Кузнєцова Н.С. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування / Н.С. Кузнєцова, І.Р. Назарчук. — К.: Юрінком Інтер, 1998 — 518 с.

18. Кравченко Ю.Я. Рынок ценных бумаг в вопросах та ответах / Ю.Я. Кравченко — К.: Ника-Центр, Эльга, — 2003. — 528 с.

19. Литвин В.М. Методологічні проблеми державно-правового розвитку України / В.М. Литвин. — Методологічні проблеми правової науки. — Харків: Право, 2002. — С. 31-33.

20. Любкіна О.В. Призначення і сутність фондових цінних паперів / О.В. Любкіна // Фінанси України. — 2004. — № 5. — С. 156-158.

21. Мошенский С.З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы / С.З. Мошенский. — М.: Экономика, 2010. — 240 с.

22. *Мозговий О.М.* Фондовый рынок / О.М. Мозговий. — К: КНЕУ, 1999. — 316 с.
23. *Павлов В.І.* Цінні папери в Україні: навч. посібник / В.І. Павлов, І.І. Пилипенко, І.В. Кривов'язнюк. — К.: Кондор, 2004. — 400 с.
24. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / [за ред. О.І. Кіреєва, М.М. Шаповалової, Н.І. Гребеник] — К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. — 131 с.
25. *Рекуненко І.І.* Розвиток вторинного ринку цінних паперів України : Автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.04.01 / І.І. Рекуненко. — Суми, 2003. — 20 с.
26. *Рубцов Б.Б.* Мировые фондовые рынки: проблемы и тенденции развития: Дис. ... д-ра экон. наук: 08.00.10, 08.00.14 / Б.Б. Рубцов. — М., 2000. — 440 с.
27. Рынок ценных бумаг: учебник / [под ред. Е.Ф. Жукова]. — М.: Волтерс Клувер, 2010. — 656 с.
28. Теорія держави і права. Академічний курс: підручник / За ред. О.В. Зайчука, Н.М. Оніщенко. — 2-е вид., перероб. і допов. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — 688 с.
29. *Халл, Джон К.* Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты / Халл, К. Джон. 6-е изд.: Пер. с англ. — М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2007. — 1056 с.
30. Securities Act Amendments of 1975. № 94-229. Section 11-A // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.answers.com/topic/securities-acts-amendments-of-1975>
31. *Demirguc-Kunt A., Levine R.* Bank-based and market-based financial systems: Cross-country comparisons, World Bank, 1999.
32. Investor's Vocabulary // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.rusmoney.com/fundwind/vocabulary/u.htm>.
33. *Laporta, Lopez-de-Silanes R.F., Shleifer A., Vishny R.W.* Law and finance // Journal of Political Economy. — 1998. — 106(6).
34. *Miller M.* Financial Markets and Economic Growth / M / Miller // Journal of Applied Corporate Finance. — 1998. Vol. 11 (3). — P. 14.
35. *Robinson R* Financial Markets : The Accumulation and Allocation of Wealth / R. Robinson. — N.Y.: McGraw-Hill, 1974. — 512 p.
36. *Tobin J* Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Controls / J. Tobin // The American Economic Review. — 1963. — Vol. LIII, №2 — P. 383—400.



Глава 4

СУБ'ЄКТИ ПРАВОВІДНОСИН НА ФОНДОВОМУ РИНКУ (РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ)



- 4.1. Поняття учасників фондового ринку (ринку цінних паперів).*
- 4.2. Класифікація учасників фондового ринку (ринку цінних паперів).*
- 4.3. Поняття професійних і непрофесійних учасників фондового ринку (ринку цінних паперів).*
- 4.4. Правова характеристика емітентів цінних паперів.*
- 4.5. Правова характеристика інвесторів у цінні папери.*
- 4.6. Саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку.*

Опанувавши матеріали цієї глави, ви будите ЗНАТИ:

- ◆ поняття та загальну правову характеристику учасників фондового ринку (ринку цінних паперів), класифікацію учасників фондового ринку,

а також УМІТИ:

- ◆ орієнтуватися в системі нормативно-правових актів, на основі яких визначається правовий статус учасників фондового ринку (ринку цінних паперів).

§ 4.1. Поняття учасників фондового ринку (ринку цінних паперів)

Усі правовідносини, що мають місце на фондовому ринку, існують між особами, які іменуються учасниками фондового ринку (ринку цінних паперів). Учасники фондового ринку вчиняють дії,

направлені на здійснення обігу цінних паперів, що є основою функціонування фондового ринку. Як наслідок, вони, будучи невід'ємним елементом фондового ринку, залежно від своїх функціональних обов'язків і правового статусу визначають характер правовідносин на цьому ринку. Не можна не відмітити, що вони вступають у правовідносини з відповідною метою, що відображає як власні інтереси, так й інтереси інвесторів. У зв'язку з цим, керуючись необхідністю з'ясування сутності суб'єктного складу фондового ринку, важливою виявляється характеристика учасників фондового ринку як окремої правової категорії.

Організація фондового ринку була б абсолютно недоцільною або свого роду ефемерною без належної взаємодії його учасників у межах окресленого правового поля. Опираючись на наведене твердження та досліджуючи етапи становлення правового регулювання фондового ринку слід відмітити зародження правового статусу учасників фондового ринку ще при здійсненні перших торговельних операцій, що слугують прообразами сучасних фондових операцій. Так, спочатку учасниками виступали фізичні особи як трейдери — індивідуали та власники банкірських домів, а з часом операції з цінними паперами почали здійснювати і юридичні особи¹. В процесі цього становлення відбулася трансформація учасників, змінилася їх назва та правовий статус, виокремилася їх коло. Зазначений складний трансформаційний процес супроводжувався різними вимогами до суб'єктного складу. Як наслідок, на сучасному етапі ознаки та правовий статус учасників фондового ринку (ринку цінних паперів) досить жорстко окреслені на рівні чинного законодавства з вказівкою на ряд їх прав, обов'язків та відповідальність.

Усвідомивши значення учасників фондового ринку (ринку цінних паперів) доцільним є формулювання його визначення, що сприятиме виокремленню їх основних ознак, належній характеристиці та допоможе більш глибокому розумінню сутності правового регулювання ринку цінних паперів у цілому.

Водночас варто наголосити на тому, що юридична література містить різні за змістом та об'ємом визначення окресленого поняття. В доктрині переважає точка зору, за якою суб'єктами правовідносин на фондовому ринку вважаються емітенти, інвестори

¹Торкановский В.С. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты / В. С. Торкановский. — СПб: Комплекс, 1994. — С.15.

і фінансові посередники¹. Деякі автори вважають, що учасники ринку цінних паперів це ті, хто вступають між собою в певні економічні відносини з приводу кругообігу цінних паперів.² Під учасниками ринку цінних паперів також розуміють фізичних осіб або організації, що продають або купують цінні папери чи обслуговують їхній обіг і розрахунки по них³.

Якщо звернутися до законодавства про цінні папери та фондовий ринок спостерігається термінологічна непослідовність. До прийняття Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV визначення учасників ринку цінних паперів містилося у ст. 1 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів», за яким ними вважалися інвестори, емітенти, особи, що здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів. В подальшому в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» наводиться визначення поняття учасників фондового ринку, а не учасників ринку цінних паперів. Так, відповідно до ст. 2 вказаного закону учасниками фондового ринку є емітенти, інвестори, саморегулювні організації та професійні учасники фондового ринку⁴. Аналіз наведеного дає підстави для висновку, що ототожнення законодавцем понять «ринку цінних паперів» та «фондовий ринок» вплинуло на формування термінології, що використовується для позначення осіб, між якими виникають правовідносини на фондовому ринку. Окремо слід зазначити, що порівняно з попереднім визначенням остання наведена законодавча дефініція розширена за рахунок включення до переліку учасників фондового ринку саморегулювних організацій.

З огляду на наведене та юридичну природу розглядуваного поняття варто дати наступне визначення учасників фондового ринку.

¹ Див.: Биржевая деятельность: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, Р.В. Корнеевой, В.А. Галанова. — М.: Финансы и статистика, 1996. — С. 103; Лялин В.А., Воробьев П.В. Ценные бумаги и фондовая биржа. Изд. 2-е, перераб. и доп. — М.: Информационно-издательский дом «Филинъ», Рилант, 2000. — С. 6 — 7; Кузнецова Н.С., Назарчук І.Р. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування. — К.: Юріком Інтер, 1998. — С. 48.

² Галанов В. А. Рынок ценных бумаг : учебник / В. А. Галанов, А. И. Басов. — М.: Финансы и статистика, 2002. — С. 199.

³ Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. — М.: Финансы и статистика, 1996. — С. 98; Петруня Ю.С. Непрофесійні суб'єкти ринку акцій України: Автореф. дис... д-ра екон. наук: 08.01.01 / Київський ун-т ім. Тараса Шевченка. — К., 1999. — С. 30.

⁴ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

Учасники фондового ринку — це фізичні, юридичні особи або об'єднання, що здійснюють діяльність на фондовому ринку або діяльність, яка сприяє його функціонуванню, до складу яких входять емітенти, інвестори, саморегулювні організації і професійні учасники фондового ринку.

Наведене визначення учасників фондового ринку дає всі підстави для виокремлення основних ознак, що є характерними для учасників фондового ринку, та розкривають зміст їх діяльності на цьому ринку. Отже, основними *ознаками учасників фондового ринку* є наступні. По-перше, учасники фондового ринку мають володіти відповідним обсягом правосуб'єктності. По-друге, учасники фондового ринку наділені відповідним правовим статусом. По-третє, діяльність учасників фондового ринку наділена ознаками впорядкованості. По-четверте, мета учасників фондового ринку спрямована на збереження реальної вартості фінансових активів або отримання прибутку або на захист власних прав та обов'язків.

§ 4.2. Класифікація учасників фондового ринку (ринку цінних паперів)

Для визначення місця суб'єктів у системі учасників фондового ринку необхідним є здійснення класифікації учасників фондового ринку. Разом з тим, усвідомлення наявності значної кількості учасників, що має місце на вищезазначеному ринку, також вказує на необхідність виокремлення критеріїв класифікації, що, стимулюючи пізнавальний інтерес, дозволить глибше охарактеризувати кожного з них.

Найдоцільнішою слід вважати наступну класифікацію учасників фондового ринку (ринку цінних паперів): 1) емітенти; 2) інвестори; 3) держава; 4) саморегулювні організації; 5) учасники інфраструктури фондового ринку; 6) фінансові посередники.

Подібної класифікації дотримується О.В. Кологойда. Зокрема вона виділяє наступних учасників ринку цінних паперів: 1) інвестори; 2) емітенти цінних паперів (держава, місцеві органи влади, юридичні особи будь-якої форми власності); 3) органи, що здійснюють державне регулювання та контроль на ринку цінних паперів; 4) саморегулювні організації професійних учасників фондово-

го ринку; 5) фінансові посередники (торговці цінними паперами, комерційні банки, довірчі товариства тощо); 6) інфраструктура ринку цінних паперів (депозитарії, фондові біржі, торговельно-інформаційні системи, центри сертифікатних аукціонів, зберігачі, реєстратори, саморегулівні організації, аудиторські компанії, консалтингові компанії тощо)¹. Тобто, на її думку, до учасників фондового ринку (ринку цінних паперів) слід віднести органи, що здійснюють державне регулювання та контроль на ринку цінних паперів. Думається, що такі державні органи знаходяться за межами статусу учасників фондового ринку, адже вони не вступають у правовідносини в межах ринку. Більше того, мета учасників ринку не співпадає із метою органів державної влади, адже останні прагнуть реалізувати виключно публічні державні інтереси.

Дещо схожу класифікацію наводить і О.В. Дідич у своєму дисертаційному дослідженні. Зокрема, він пропонує розглянути класифікацію учасників ринку цінних паперів, до яких відносяться: а) органи державного регулювання (Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку України, Національний банк України, Фонд державного майна України, Антимонопольний комітет України, Міністерство фінансів України); б) емітенти (Держава, місцеві органи влади і самоврядування, юридичні особи всіх форм власності та в деяких випадках суб'єкти підприємницької діяльності — фізичні особи); в) інвестори (Держава, місцеві органи влади та самоврядування, юридичні і фізичні особи); г) фінансові посередники (торговці цінними паперами, інвестиційні компанії, інвестиційні фонди, комерційні банки, довірчі товариства, товариства покупців); д) учасники, що відносяться до інфраструктури фондового ринку (депозитарії, фондові біржі, торговельно-інформаційні системи, центри сертифікаційних аукціонів, освітні курси спеціалістів фондового ринку, зберігачі, реєстратори, саморегулівні організації, аудиторські компанії, консалтингові компанії)².

У наведеній класифікації О.В. Дідич саморегулівні організації відніс до учасників інфраструктури ринку, що з огляду на їх мету створення видається сумнівним.

¹ Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О. В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 162.

² Дідич О.В. Адміністративно-правовий статус торгівців цінними паперами: Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.07 / О.В. Дідич; — К. Одеська національна юридична академія, 2004. — С. 48-49.

§ 4.3. Поняття професійних і непрофесійних учасників фондового ринку (ринку цінних паперів)

Професійні учасники фондового ринку. Професійна діяльність на ринку цінних паперів здійснюється відповідними суб'єктами — професійними учасниками фондового ринку, які беруть участь у відносинах, що склалися на ринку, забезпечують організацію ринку цінних паперів та виступають посередниками між окремими суб'єктами.

Перед тим як навести визначення поняття «професійні учасники фондового ринку» слід підкреслити наявність в правовій науці різноманітних визначень, що формуються із застосуванням різних ознак та критеріїв їх виокремлення. Зокрема, на думку науковців, професійними учасниками ринку цінних паперів визнаються такі категорії його учасників, для яких здійснення конкретних операцій на фондовому ринку є професійною діяльністю¹. Прибічники такої точки зору дещо звужують розуміння розглядуваного поняття через вказівку на здійснення учасниками лише операцій на фондовому ринку. Відомо, що операції на фондовому ринку можуть бути частиною одного укладеного учасником правочину або поєднуватися у конструкцію декількох договорів, що виходить за межі конкретної операції. А.В. Попова визначила професійних учасників ринку цінних паперів як суб'єктів господарювання, які створені у встановленому законом порядку, здійснюють певний вид професійної діяльності на ринку цінних паперів на підставі ліцензії і володіють спеціальною правосуб'єктністю. Вона класифікує їх за характером професійної діяльності, яку вони здійснюють, виділяючи серед них фінансових посередників на ринку цінних паперів, прямих учасників Національної депозитарної системи та організаторів торгівлі цінними паперами². Втім, наведене А.В. Поповою визначення два рази поспіль підкреслює спеціальну правосуб'єктність шляхом виокремлення елемента ліцензування та вказівкою власне на спеціа-

¹ Галанов В.А. Рынок ценных бумаг / В.А. Галанов, А.И. Басов. — М.: Финансы и статистика, 2006. — С. 156.

² Попова А.В. Правове становище професійних учасників ринку цінних паперів в Україні: Автореф. дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.04 / А.В. Попова — К. нац. ун-т ім. Т. Шевченка, 2006. — С. 3-5.

льну правосуб'єктність. Якщо звернутися до чинного законодавства, то можна знайти дещо інакше визначення згадуваного поняття.

Дещо розгорнутим за своїм змістом слід вважати визначення професійного учасника фондового ринку, що наведене на нормативному рівні, адже законодавець підкреслив, що такі особи здійснюють не операції, а *діяльність*. Так, відповідно до ст.1 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів» та ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» особи, які здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку, визнаються професійними учасниками ринку цінних паперів. Також не можна не згадати окремо ч. 2 ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», за якою професійними учасниками фондового ринку є юридичні особи, які на підставі ліцензії, виданої Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, провадять на фондовому ринку професійну діяльність, види якої визначені законами України¹.

Досліджуючи зарубіжні нормативні підходи до визначення професійних учасників ринку цінних паперів, можна помітити певну схожість у визначеннях, що надаються законодавствами деяких країн. Наприклад, ст.2 Федерального закону Російської Федерації «Про ринок цінних паперів» зазначає, що професійними учасниками ринку цінних паперів є юридичні особи, які здійснюють види діяльності, а саме: брокерську діяльність, дилерську діяльність, діяльність з управління цінними паперами, клірингову, депозитарну діяльність, діяльність з ведення реєстру володільців цінних паперів, діяльність з організації торгівлі на ринку цінних паперів.

Більш загальне визначення міститься у ст. 1 Закону Республіки Казахстан «Про ринок цінних паперів», де вказується, що професійним учасником ринку цінних паперів є юридична особа, що здійснює свою діяльність на ринку цінних паперів на підставі ліцензії або відповідно до законодавчих актів Республіки Казахстан². Цікавим є той факт, що наведене визначення містить указівку на можливість професійного учасника ринку цінних паперів здійснювати діяльність на підставі не тільки ліцензії, але й закону.

¹ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

² Закон Республіки Казахстан «О рынке ценных бумаг» от 02 июля 2003 г. № 461-ІІ // Ведомости Парламента Республики Казахстан. — 2003. — № 14. — Ст. 119.

Відповідно до ст. 16 Закону Республіки Білорусь «Про цінні папери та фондові біржі» професійними учасниками ринку цінних паперів є юридичні особи будь-якої форми власності, що здійснюють одну або кілька видів діяльності, що перераховані в ст. 14 даного закону, та одержали ліцензію на професійну діяльність по цінним паперам, тому що професійна діяльність по цінних паперах без ліцензії не допускається. Втім, з наведеного вбачається, що види діяльності, які має право здійснювати професійний учасник ринку цінних паперів, наведені в одному спеціальному законі, що, безумовно, є правильним. Якщо ж звернутися до ч. 2 ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», то можна констатувати, що професійні учасники фондового ринку здійснюють діяльність види якої визначені законами України. Тобто має місце нормативна розпорошеність щодо визначення переліку видів діяльності таких суб'єктів.

За наведеними ознаками варто виокремити поняття професійних учасників ринку цінних паперів України.

Професійні учасники фондового ринку — це юридичні особи, котрі здійснюють професійну ліцензовану діяльність на фондовому ринку, вичерпний перелік якої визначений на рівні закону.

Професійні учасники фондового ринку наділені спеціальною правосуб'єктністю. Для одержання відповідного правового статусу і, як наслідок, можливості здійснювати професійну діяльність на фондовому ринку вони повинні одержати відповідний дозвіл — ліцензію. Водночас професійні учасники фондового ринку обмежені своїм правовим статусом у здійсненні інших видів професійної діяльності. Виняток з цього правила стосується лише банківських установ.

До професійних учасників фондового ринку можна віднести осіб, які на правомірній основі здійснюють управління активами, організацію торгівлі на фондовому ринку і торгівлю цінними паперами (наявність вказаного правового статусу передбачає виключний вид такої діяльності), діяльність, що забезпечує належне функціонування інфраструктури фондового ринку (кліринг, діяльність по веденню реєстрів тощо).

В юридичній літературі зауважується, що професійним учасником ринку цінних паперів може стати юридична особа, створена у формі господарського товариства¹. Дійсно, такий висновок

¹ Господарське судочинство в Україні : Судова практика- обіг цінних паперів / за ред. І.Б. Шицького. — К.: Праксіс, 2006. — С. 36.

відповідає чинному законодавству, адже з аналізу організаційно-правової форми кожного з професійних учасників ринку цінних паперів при здійсненні різних видів професійної діяльності на фондовому ринку випливає, що зазначені суб'єкти можуть створюватися у різних організаційно-правових формах, об'єднуючим фактором яких є їх належність до господарських товариств, визначених ст. 80 Господарського кодексу України. Наприклад, торговці цінними паперами, компанії з управління активами, реєстратори створюються у формі господарських товариств; депозитарій — у формі відкритого акціонерного товариства, професійний адміністратор недержавних пенсійних фондів, банки, торгівельно-інформаційна система — у формі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю, фондова біржа — у формі акціонерного товариства¹. Відповідно до вищезазначеного та з урахуванням ст. 55 Господарського кодексу України можна стверджувати, що професійні учасники фондового ринку — це суб'єкти господарювання, характерними ознаками яких є здійснення такого виду господарської діяльності на фондовому ринку, як професійна діяльність на ринку цінних паперів, реалізуючи при цьому господарську компетенцію та маючи в наявності відокремлене майно, в межах якого вони несуть відповідальність за своїми зобов'язаннями, крім випадків, передбачених законодавством.

Беручи до уваги ч.1 ст. 56 Господарського кодексу України, можна дійти висновку, що законодавець виділяє окремі порядки створення суб'єктів господарювання, а саме: загальний і спеціальний. Загальний порядок створення передбачає створення суб'єкта господарювання на підставі рішення власника або власників майна чи уповноваженого ним (ними) органу. Спеціальний порядок створення може бути застосований у випадках, визначених законодавством. Крім того, за цих обставин суб'єкт господарювання можна створити на підставі рішення невластників майна (інших органів або організацій). Повертаючись до порядку створення професійних учасників ринку цінних паперів та ґрунтуючись на положенні даної статті, підкреслимо той факт, що зазначені суб'єкти створюються в загальному порядку та одним зі способів, перелічених у ст. 56 Господарського кодексу України, з

¹ Господарське судочинство в Україні : Судова практика- обіг цінних паперів / за ред. І.Б. Шицького. — К.: Праксіс, 2006. — С. 36.

урахуванням того, що спеціальне законодавство, яке регулює діяльність професійних учасників на ринку цінних паперів, не встановлює особливих вимог до порядку створення професійних учасників ринку цінних паперів. З огляду на це, засновниками й учасниками господарського товариства можуть бути підприємства, установи, організації, а також громадяни, крім випадків, передбачених законодавчими актами України, про що вказується у ч. 2 ст. 79 Господарського кодексу України. Водночас спеціальне законодавство може містити заборону щодо участі в товаристві. Так, норми ст. 14 Закону України «Про банки і банківську діяльність» вказують, що учасниками банку не можуть бути юридичні особи, в яких банк бере істотну участь, інститути спільного інвестування, об'єднання громадян, релігійні та благодійні організації.

Варто погодитися з тезою про те, що законодавець встановлює певні кваліфікаційні та кількісні вимоги до засновників і професійних учасників ринку цінних паперів¹. Наприклад, засновниками фондової біржі є не менше 20 торговців цінними паперами або їх об'єднання, що має у своєму складі не менше 20 торговців цінними паперами з урахуванням того, що частка одного торговця не може перевищувати 5% статутного капіталу біржі (ч.1 ст.21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»), а учасниками депозитарію повинні бути не менше ніж 10 зберігачів, причому частка одного учасника в статутному капіталі депозитарію не може перевищувати двадцяти п'яти відсотків цього капіталу (ч. 1 ст.10 Закону України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні»).

Непрофесійні учасники фондового ринку. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» не містить визначення поняття «непрофесійні учасники фондового ринку». На думку О.В. Кологойди, непрофесійних учасників фондового ринку слід розглядати як фізичних, юридичних осіб, а у випадках, визначених чинним законодавством, державу, що вступають у відносини на фондовому ринку з метою задоволення своїх власних або суспільних потреб².

¹ Господарське судочинство в Україні: Судова практика — обіг цінних паперів / за ред. І.Б. Шицького. — К.: Праксіс, 2006. — С. 38.

² Кологойда О. В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О. В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 162.

Непрофесійні учасники фондового ринку — це особи, які на правовій основі взаємодіють на фондовому ринку, для задоволення власного правомірного інтересу. Здійснюючи взаємодію на фондовому ринку вказані особи переслідують власну мету. Зокрема, інвестори переслідують мету розміщення власних вільних грошових коштів і, як наслідок, їх збереження та/або отримання прибутку, а наприклад, емітенти мають на меті через розміщення та обіг цінних паперів отримати додаткові грошові кошти як прямим способом — через безпосереднє розміщення цінних паперів, так і непрямим способом — через підвищення вартості емітованих цінних паперів на вторинному ринку. Як наслідок яскравими представниками непрофесійних учасників фондового ринку виступають вище згадані емітенти та інвестори.

§ 4.4. Правова характеристика емітентів цінних паперів

Відповідно до ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» законодавець окреслює учасників фондового ринку через термінологічну призму емітентів, інвесторів, саморегулювних організацій і професійних учасників фондового ринку. З огляду на важливість осіб, які здійснюють випуск та розміщення цінних паперів та нормативний підхід, слід зупинити увагу на такому учаснику фондового ринку як емітент.

В умовах трансформаційного розвитку правового поля держави провідного значення набуває створення умов для діяльності емітентів цінних паперів, що сприяє розвитку не лише цивільного обороту, але й фондового ринку. Основний мотив, яким керується емітент, це залучення капіталу, адже шляхом випуску цінних паперів можна поліпшити фінансове планування або управління фінансовими потоками, зробити більш мобільними чи ліквідними наявні активи компанії і т.п.¹. Як правило, метою емітента виступає отримання у власність додаткового капіталу для стимулювання та розвитку своєї діяльності або її окремих напрямів. За умови, якщо емітентом виступає товариство, мета емітента може включати і корпоративний інтерес (наприклад, при емісії

¹ Галанов В.А. Рынок ценных бумаг: учебник / В.А. Галанов, А.И. Басов. — М.: Финансы и статистика, 2006. — С. 201.

акцій). На думку Ю.Є. Петруні, варто виділити такі додаткові цілі емітентів, як: приватизація підприємств; залучення інвестицій; виконання певних нормативів, установлених державою; перерозподіл влади в акціонерному товаристві¹.

Легальне визначення емітента можна віднайти у законодавстві низки держав. Так, відповідно до ст. 1 Закону Республіки Казахстан «Про ринок цінних паперів» емітентом вважається особа, що здійснює випуск емісійних цінних паперів². Дещо інше розуміння поняття «емітент» — у російського законодавця. Відповідно до ст. 1 Федерального закону Російської Федерації «Про ринок цінних паперів» емітент — це юридична особа або органи виконавчої влади або органи місцевого самоврядування, на які покладені зобов'язання перед власниками цінних паперів щодо здійснення прав, закріплених ними³.

З огляду на щойно наведене можна прийти до висновку, що визначення російського законодавця було покладене в основу національного легального визначення емітента. Отже, Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» в ч. 2 ст. 2 надає визначення поняття «емітент». Так, згідно з указаною нормою емітент — це юридична особа, Автономна Республіка Крим або міські ради, а також держава в особі уповноважених нею органів державної влади, яка від свого імені розміщує емісійні цінні папери та бере на себе зобов'язання щодо них перед їх власниками⁴.

У наведеному визначенні емітента акцентується увага, у першу чергу, на суб'єктному складі. Не можна не зауважити, що надане національним законодавцем легальне визначення у ч. 2 ст. 2 Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» жодним чином не згадує про таких емітентів, як міжнародні фінансові організації. Тобто ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» не відносить останніх до числа емітентів, що не відповідає правовим тенденціям іноземного та міжнародного права. Вказану нормативну прогалину покликаний усунути Проект Закону України «Про внесення змін до Закону України «Про

¹ Петруня Ю.Є. Непрофесійні суб'єкти ринку акцій України / Ю.Є. Петруня — К.: Знання, 1999. — С. 39.

² Закон Республики Казахстан «О рынке ценных бумаг» от 02 июля 2003 г. № 461-II // Ведомости Парламента Республики Казахстан. — 2003. — № 14. — Ст. 119.

³ Федеральный закон Российской Федерации «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ // Собрание законодательства РФ. — 1996. — № 17. — Ст. 1918.

⁴ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

цінні папери та фондовий ринок» (щодо емісії облігацій міжнародними фінансовими організаціями)» від 18 жовтня 2010 р. № 7258¹ шляхом внесення відповідних змін до згаданої ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». Позитивним є те, що розглядуваний проект закону дозволить міжнародній фінансовій організації в порядку, встановленому Національною комісією з цінних паперів і фондового ринку, емітувати відсоткові або дисконтні облігації.

Таким чином, особа, яка здійснює емісію цінних паперів, виступає у статусі емітента.

Варто звернути увагу на те, що поняття «емітент» та «продавець» цінного паперу не є тотожними за своїм змістом. Це твердження пояснюється тим, що продавець на відміну від емітента наділений обмеженим правовим статусом та обмеженим обсягом прав і обов'язків. Так, на думку О.В. Кологойди, таке ототожнення є помилковим. Це пов'язано з тим, що продавець цінного паперу не завжди є його емітентом².

Також необхідно виокремлювати такі поняття, як «державо-емітент», «державні органи-емітенти». В широкому розумінні держава-емітент наділена правом здійснити емісію цінних паперів на певних умовах. Державні органи-емітенти обмежені в можливостях емітента метою їх створення та функціонування.

Емітентами можуть бути держава, муніципальні утворення, юридичні особи. Вказані особи можуть виступати у правовому статусі як резидента, так і нерезидента. У цьому зв'язку слід підкреслити, що законодавство деяких країн містить окремі обмеження, що стосуються резидентського статусу емітента.

Вид емітента вказує на можливість або недопустимість емітувати ті чи інші цінні папери. Наприклад, держава має право випускати приватизаційні папери, проте не може емітувати акції, тому що їх може випускати лише акціонерне товариство. Натомість, останнє наділене правом емітувати акції, облігації та не вправі випускати казначейські зобов'язання або згадані приватизаційні папери. Виходячи з практики ділового обороту, найпоширенішими емітентами слід вважати юридичних осіб, що

¹ Проект Закону України «Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» (щодо емісії облігацій міжнародними фінансовими організаціями)» // Система інформаційно-правового забезпечення «Ліга-Еліт».

² Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О. В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 164.

існують у різних організаційно-правових формах та видах, а також державу.

Що стосується України, то не можна не погодитися з твердженням, висловленим у юридичній літературі про те, що до другої половини 1990-х років держава не виявляла значної активності на ринку цінних паперів як емітент. Однак розвиток ринкових відносин змусив активізувати свою діяльність у цій галузі економіки¹. Держава належить до привабливих емітентів у силу наявних публічно-правових гарантій платоспроможності. Тобто у будь-якому випадку вона може виконати належним чином взятє на себе зобов'язання, що посвідчене емітованим цінним папером. Мета емісії цінних паперів державою може бути різною і залежить від поставлених нею завдань. Зокрема, вказана емісія може здійснюватися з метою забезпечення фінансової системи ліквідними резервними активами або навіть для тимчасового покриття бюджетного дефіциту.

Виходячи із аналізу положень ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», доцільно зауважити, що фізична особа не визнається емітентом. Це пояснюється, в першу чергу, тим, що вона не має спеціальної цільової правосуб'єктності. Втім, законодавство багатьох держав допускає видачу фізичною особою лише окремих (боргових) цінних паперів. Порядок та умови випуску таких цінних паперів суттєво відрізняється від порядку й умов випуску емісійних цінних паперів, адже не потребує дотримання численних процедур та державних реєстрацій. Також цінні папери, виписані фізичною особою, не мають ознаки емісійності. Як наслідок, фізичні особи не розглядаються законодавцем як емітенти.

Розкриття регулярної та особливої інформації про емітента. Законодавством встановлений обов'язок емітента надавати регулярну та особливу інформацію про емітента. Метою розкриття зазначених видів інформації є офіційне оприлюднення інформації про емітента для створення прозорих інвестиційних умов, коли інвестор має повну і чітку інформацію про діяльність емітентів для прийняття інвестиційних рішень та створення прозорого ринку цінних паперів відповідно до міжнародних стандартів.

¹ Кузнецова Н.С. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування / Н.С. Кузнецова, І.Р. Назарчук — К.: Юрінком Інтер, 1998. — С. 48-49.

Нормативною базою розкриття інформації про емітентів є Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»¹, Рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку «Про затвердження Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів»², Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про розкриття інформації емітентами акцій та облігацій підприємств, які знаходяться у лістингу організатора торгівлі»³, Порядок заповнення форм розкриття інформації і змін до них емітентами акцій та облігацій підприємств, які знаходяться у лістингу організатора торгівлі⁴. Крім цього, слід звернути увагу на наявність у міжнародній практиці певних стандартів розкриття інформації про емітентів, що передбачені у таких міжнародно-правових документах, як: Принципи корпоративного управління Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) 1999 р. зі змінами 2004 р; Стандарти розкриття інформації, схвалені Міжнародною організацією Комісій з цінних паперів (IOSCO); Директива 2001/34/ЄС «Про включення цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі та інформація про ці цінні папери, яка підлягає опублікуванню»; Директива 2004/109/ЄС «Про гармонізацію вимог щодо прозорості стосовно інформації про емітентів, цінні папери яких допускаються до торгівлі на організованому ринку зі змінами до Директиви 2001/34/ЄС».

Врахування вищезазначених стандартів у діяльності емітентів сприяє прозорості інформації на фондовому ринку і, як наслідок, підвищенню рівня довіри інвесторів до емітентів та національного ринку цінних паперів у цілому. Позитивною тенденцією є те, що система корпоративного управління України тяжіє до вищевказаних міжнародних стандартів розкриття інформації про емітентів. Указане підтверджується наявністю Принципів корпора-

¹ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

² Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів» від 19 грудня 2006 р. № 1591 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 9. — Ст. 339.

³ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про розкриття інформації емітентами акцій та облігацій підприємств, які знаходяться у лістингу організатора торгівлі» від 22 червня 2010 р. № 981 // Офіційний вісник України. — 2010. — № 68. — Ст. 2474.

⁴ Там само.

тивного управління¹, затверджених Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11 грудня 2003 р. № 571 і Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про схвалення проекту нової редакції Принципів корпоративного управління України, затверджених рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11 грудня 2003 р. № 571» від 24 січня 2008 р. № 52², де здійснено удосконалення діючих принципів у сегменті розкриття інформації про емітентів, адже як зазначається у вступі до Принципів, цей документ є еволюційним за характером і поліпшуватиметься з урахуванням розвитку законодавства про акціонерні товариства.

Варто зазначити, що у п. 3.1 розділу IV Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» від 19 грудня 2006 р. № 1542 вказується, що емітенту рекомендується дотримуватися даних принципів, тобто можна помітити підтримання на нормативно-правовому рівні тенденції розширення сфери застосування принципів корпоративного управління у ключі стандартів розкриття інформації про емітентів. І хоч зазначені принципи мають рекомендаційний характер та розраховані на добровільне застосування, стимулом щодо їх дотримання є правова доцільність та об'єктивно існуючі вимоги ринку щодо прозорості інформації про емітентів і залучення інвестицій. Варто відмітити, що вони частково враховують міжнародні стандарти розкриття інформації, встановлені у світовій практиці регулювання ринку цінних паперів, чим сприяють підвищенню рівня довіри інвесторів, що є ключовим на сучасному етапі розвитку ринку цінних паперів України. Враховуючи положення ст. 40 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» *регулярна інформація про емітента* — це річна та квартальна звітна інформація про результати фінансово-господарської діяльності емітента, яка подається Національній комісії з цінних паперів і фондового ринку (в тому числі в електронному вигляді) та складається періодом на календарний рік і містить такі дані: найменування та

¹Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Принципів корпоративного управління» від 11 грудня 2003 р. № 571 // Система інформаційно-правового забезпечення «Ліга-Еліт».

²Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про схвалення проекту нової редакції Принципів корпоративного управління України, затверджених рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11.12.2003 № 571» від 24 січня 2008 р. № 52 // Система інформаційно-правового забезпечення «Ліга-Еліт».

місцезнаходження емітента, розмір його статутного капіталу; орган управління емітента, його посадові особи та засновники; господарська та фінансова діяльність емітента; цінні папери емітента (вид, форму випуску, тип, кількість), розміщення та лістинг цінних паперів; річна фінансова звітність; аудиторський висновок та іншу інформацію, яку бажає оприлюднити емітент.

Примірник офіційного друкованого видання, в якому опубліковано річну інформацію про емітента, емітент обов'язково надсилає до Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку.

Але, крім розкриття регулярної інформації про емітента, відповідно до чинного законодавства передбачено розкриття *особливої інформації про емітента*, а саме: інформації про будь-які дії, що можуть вплинути на його фінансово-господарський стан емітента та призвести до значної зміни вартості його цінних паперів. До особливої інформації про емітента з урахуванням ст. 41 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»¹ законодавець відносить: відомості про прийняття рішення про розміщення цінних паперів на суму, що перевищує 25 % статутного капіталу; прийняття рішення про викуп власних акцій; факти лістингу/делістингу цінних паперів на фондовій біржі; отримання позики або кредиту на суму, що перевищує 25 відсотків активів емітента; зміну складу посадових осіб емітента; зміну власників акцій, яким належить 10 % і більше відсотків голосуючих акцій; рішення емітента про утворення, припинення його філій, представництв; рішення вищого органу емітента про зменшення статутного капіталу; порушення справи про банкрутство емітента, винесення ухвали про його санацію; рішення вищого органу емітента або суду про припинення чи банкрутство емітента.

Порядок розкриття вищезазначених видів інформації про емітента встановлюється Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів»². Ним також встановлюється склад, порядок і строки розкриття на фондовому ринку регулярної, особливої інформації та інформації про іпотечні цінні папери, сертифікати фонду операцій з нерухомістю та

¹ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

² Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів» // Офіційний вісник України. — 2007. — № 9. — Ст. 339.

інформації в повідомленні про проведення загальних зборів емітентами цінних паперів і подання її до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. По суті, йдеться про безоплатність та загальнодоступність розкритої інформації шляхом її розміщення у загальнодоступній інформаційній базі даних Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку або в її інформаційному ресурсі, поновлюваному у режимі реального часу чи опублікування в одному з офіційних друкованих видань Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України або Комісії чи подання до Комісії. Крім цього, емітент після розкриття регулярної та особливої інформації може на власний розсуд додатково оприлюднити зазначені дані на власному або іншому сайті у глобальній інформаційній мережі Інтернет.

Провідне значення у процесі розвитку системи розкриття інформації про емітентів має впровадження з 1 січня 2011 р. електронної системи комплексного розкриття інформації (ЕСКРІН), яка є складовою частиною інформаційного ресурсу загальнодоступної бази даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів. ЕСКРІН становить основу взаємодії інвесторів, емітентів, регулятора і потенційних інвесторів у частині доступу до оприлюдненої інформації про діяльність емітентів цінних паперів з урахуванням не лише вимог чинного законодавства, але й міжнародних стандартів, закріплених у принципах Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO)¹. Серед них варто особливо відзначити принципи постійного розкриття інформації та повідомлення про суттєві події лістинговими компаніями, затверджені Технічним комітетом IOSCO у жовтні 2002 р., та загальні принципи розкриття інформації про управлінські висновки й аналіз фінансових умов та результатів діяльності, опубліковані Технічним комітетом IOSCO у лютому 2003 р. Особливістю даної системи є унеможливлення подання інформації про емітентів на паперових носіях. З виникненням системи ЕСКРІН розкриття інформації про емітента здійснюється виключно в електронному вигляді та через мережу. Варто наголосити, що подання інформації і доступ до неї всіма бажаними є безоплатним, відкритим та рівним і здійснюється через сайт ЕСКРІН — www.eds.ssmc.gov.ua, де емітенти, попе-

¹ Про електронну систему комплексного розкриття інформації (ЕСКРІН) // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://eds.ssmc.gov.ua/About.aspx>

редньо зареєструвавшись, надають інформацію про свою діяльність, а всі бажаючі можуть ознайомитися з нею у режимі реального часу за календарний рік відповідно до чинного законодавства.

Інсайдерська інформація щодо емітента на ринку цінних паперів. У зв'язку з розвитком фондового ринку в Україні визначального значення набуває забезпечення прозорих та рівних можливостей для здійснення інвестиційної діяльності, де правове регулювання використання інсайдерської інформації на фондовому ринку стає провідним. Інформація про фактори, що можуть вплинути на очікуваний дохід впливає на динаміку обігу цінних паперів та їх вартість. У зв'язку з використанням на ринку цінних паперів інсайдерської інформації мають місце нерівні умови для інвестиційної діяльності інвесторів, що сприяє зменшенню довіри інвесторів і породжує негативні впливи на обіг цінних паперів. Важливість правового захисту інсайдерської інформації також пов'язується з тим, що ступінь розкриття даної інформації впливає на ліквідність фондового ринку: якщо більшість біржових правочинів укладається на підставі інформації, якою володіє обмежене коло працівників емітента, то має місце негативна динаміка ліквідності фондового ринку.

Взагалі, під інсайдерською інформацією в європейському законодавстві та доктрині розуміється інформація певного характеру, що не розкрита публічно та відноситься прямо чи опосередковано до одного або декількох емітентів фінансових інструментів та яка, будучи розкрита публічно, могла б значно впливати на ціну цих фінансових інструментів та на ціни похідних від них фінансових інструментів¹. З цього приводу Н.Б. Шеленкова зазначає, що інсайдерська інформація характеризується таким взаємозв'язком між використанням інформації і змінами біржової ситуації, при якому інформація здійснює безпосередній суттєвий вплив на ціноутворюючі фактори біржового ринку². Об'ємне визначення інсайдерської інформації також можна від-

¹ *Лифшиц И.М.* Правовое регулирование рынка ценных бумаг в европейском праве: Автореф. дис... канд. юрид. наук : 12.00.10 / И.М. Лифшиц. — М., 2011. — С. 20; Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) of 28 January 2003// Official Journal. — 2003 — P. 1.

² *Майфат А.В.* Гражданско-правовые конструкции инвестирования: монография / А.В. Майфат. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 282.

найти й у ст. 56 Акта Англії та Уельсу Про кримінальне правосуддя 1993 р.¹

Відповідно до ст. 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» *інсайдерська інформація* — це неоприлюднена інформація про емітента, його цінні папери і похідні (деривативи), що знаходяться в обігу на фондовій біржі, або правочини щодо них у разі, якщо оприлюднення такої інформації може істотно вплинути на вартість цінних паперів та похідних (деривативів) та яка підлягає оприлюдненню відповідно до вимог, встановлених законом. Хоча, інформація, що стосується оцінки вартості цінних паперів та/або фінансово-господарського стану емітента, якщо вона одержана виключно на основі оприлюдненої інформації чи інформації з інших доступних публічних джерел, не заборонених законодавством, не потрапляє у коло інсайдерської інформації. Інформація не вважається інсайдерською з моменту її оприлюднення відповідно до вимог закону.

Крім цього, визначення інсайдерської інформації можна віднайти у Принципах корпоративного управління², затверджених Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11 грудня 2003 р. № 571 та Рішенні Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку «Про схвалення проекту нової редакції Принципів корпоративного управління України, затверджених рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11.12.2003 № 571»³, де інсайдерська інформація визначається як інформація про емітента цінних паперів, його цінні папери та угоди з ними, яка одночасно є істотною і не є оприлюдненою та розкриття якої вплине або може вплинути на ринкову вартість цих цінних паперів чи розмір доходу за ними. Дане визначення є неповним порівняно з визначенням ст. 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», тому що не містить вказівки саме на неоприлюднену інформацію про деривативи.

¹ Criminal Justice Act 1993 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1993/36/enacted>

² Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Принципів корпоративного управління» від 11 грудня 2003 № 571 // Система інформаційно-правового забезпечення «Ліга-Еліт».

³ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про схвалення проекту нової редакції Принципів корпоративного управління України, затверджених рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11.12.2003 № 571» від 24 січня 2008 № 52// Система інформаційно-правового забезпечення «Ліга-Еліт».

Однак варто наголосити, що національні підходи до визначення інсайдерської інформації дещо відрізняються від європейського розуміння даного поняття. Прикладом цього може також слугувати Директива № 89/592/ЄС, де розкривається визначення інсайдерської інформації з вказівкою на те, що це — неопритулнена інформація точного характеру стосовно одного або кількох емітентів обігових цінних паперів, яка за умови опритулнення, вірогідно, матиме значний вплив на ціну цих обігових цінних паперів.

У наведених визначеннях інсайдерської інформації можна помітити акцент законодавця або правника на вплив інформації на ціноутворення або на ціну фінансових інструментів. Втім, з точки зору права, такому впливу може піддаватися воля та (або) волевиявлення суб'єкта права, що володіє інсайдерською інформацією. Так, А.В. Майфат з цього приводу зазначає, що в макроекономічному розумінні інсайдерська інформація дійсно впливає на формування ціни, з позиції ж правового аналізу під впливом указаної інформації знаходиться лише особа, яка нею володіє, адже тільки його воля формується під впливом інформації¹. Крім цього слід звернути увагу на те, що у ряді визначень інсайдерської інформації приділяється увага умові опритулнення такої інформації. Адже за умови опритулнення інсайдерської інформації відбудеться її вплив на волю або волевиявлення, як правило, визначеного кола суб'єктів, що, ймовірно, приведе до зміни ціни цінних паперів або похідних на фондовому ринку.

Не можна обійти увагою і той факт, що розкриття інсайдерської інформації стосовно емітента з боку держави забезпечується санкціями, що встановлені законодавством з метою запобігання правопорушень за її незаконне використання та маніпуляції на фондовому ринку. У зв'язку з цим важливим є іноземний досвід захисту інсайдерської інформації. Так, виділяються три основні наслідки інсайдерської торгівлі: 1) негативний вплив на ефективність фондового ринку; 2) завдання шкоди емітенту; 3) завдання шкоди конкретним інвесторам². Серед мір юридичної відповідальності, що є наслідком правопорушення у сфері використання

¹ Майфат А.В. Гражданско-правовые конструкции инвестирования: монография / А.В. Майфат. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 282.

² Саєнко В.В. Правове регулювання використання інсайдерської інформації на ринку цінних паперів: Автореф. дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.04 / В.В. Саєнко — К.: 2002. — С. 3-5.

інсайдерської інформації на ринку цінних паперів в Україні та в іноземних державах, мають місце санкції кримінального або адміністративного характеру. Зазначене відповідає європейському нормативному підходу щодо реагування на дії по використанню подібного роду інформації. Саме тому на основі окресленого можна стверджувати про важливість створення досить жорстких законодавчих заборон у використанні інсайдерської інформації і впровадження жорстких санкцій за їх порушення, що, безумовно, сприятиме підвищенню довіри широкого кола інвесторів до фондового ринку та зростанню правосвідомості учасників фондового ринку.

Законодавча заборона використання інсайдерської інформації про емітента має суттєве значення для створення потужного, прозорого ринку цінних паперів. Більше того, на сучасному етапі правового розвитку фондового ринку можна спостерігати прогресивні тенденції до наближення національного законодавства у сфері заборони використання інсайдерської інформації до міжнародних стандартів, що виокремилися у процесі тривалого становлення та зарекомендували себе як ефективний механізм захисту функціонування національних фондових ринків.

§ 4.5. Правова характеристика інвесторів у цінні папери

Ефективність фондового ринку, крім іншого, залежить від учасників фондового ринку. Особливе місце серед учасників фондового ринку посідають інвестори.

Нормативним базисом регулювання діяльності інвесторів виступає Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок». Враховуючи положення ч. 2 ст. 2 наведеного Закону, слід сформулювати визначення інвесторів у цінні папери. Так, *інвестори в цінні папери* (від. англ. *investor* та лат. *investo* — одягаю, наділяю) — це фізичні або юридичні особи, що можуть виступати у статусі резидента чи нерезидента, які набули права власності на цінні папери з метою отримання доходу від вкладених коштів та/або набуття відповідних прав, що надаються власникові цінних паперів відповідно до чинного законодавства.

По суті, у більшості випадків, інвестори, що володіють належною правосуб'єктністю, придбавають цінні папери переважно

за свій рахунок, з метою одержання очікуваного доходу чи збільшення вартості цінних паперів або набуття відповідних прав. Таким чином, вони діють на ринку цінних паперів з власною приватно-правовою метою. Причому, мета в процесі реалізації інвестицій може бути змінена під впливом різного роду факторів. Варто звернути увагу і на твердження про те, що крім цього, інвестор може бути заінтересованим в одержанні прав, що посвідчені тим чи іншим цінним папером (наприклад, права голосу). Аналогічно емітенту інвестор отримує цінні папери і для хеджування, і для управління ліквідністю¹.

Не можна обійти увагою і того факту, що не всі учасники ринку цінних паперів, які купують цінні папери, наділені статусом інвестора. Яскравим прикладом є дилери, які хоча й купують цінні папери, але виступають у ролі посередників, а не інвесторів. Як і будь-які учасники фондового ринку, інвестори на ринку цінних паперів реалізують власні цілі, яких вони досягають за рахунок укладення на вигідних для них умовах правочинів щодо купівлі—продажу цінних паперів. Інвестиційна діяльність провадиться інвестором переважно для збереження грошових коштів від знецінення, отримання доходу, вигідного розміщення коштів з розрахунком на перспективу або встановлення контролю над емітентом через володіння корпоративними правами. Для інвесторів необхідною умовою інвестування виступає лише наявність грошових коштів, які можна було б вкласти в цінні папери. І що важливо, при цьому не потрібно здійснювати обтяжливу державну реєстрацію (за виключенням наприклад, іменних цінних паперів) чи ліцензування, крім тих випадків, коли купуються контрольні пакети акцій.

У ролі інвесторів на українському ринку цінних паперів можуть виступати фізичні особи (наприклад, громадяни України, іноземні громадяни) та юридичні особи як України, так і інших держав.

Варто окремо відзначити, що відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» держава прямо не визнається інвестором, однак вона може виступати інвестором на ринку цінних паперів через свої органи виконавчої влади у процесі виконання покладених на неї функцій. Дійсно, інвесторами на

¹ Галанов В. А. Рынок ценных бумаг : учебник / В. А. Галанов, А. И. Басов. — М. : Финансы и статистика, 2006. — С. 201.

ринку цінних паперів найчастіше виступають індивіди та інститути, рідше — держава. Безумовно, для держави не є характерним здійснення інвестиційної діяльності, адже її основне завдання полягає дещо в іншому. Зазвичай держава бере участь в інвестиційній діяльності для досягнення певних стратегічних політичних і економічних цілей. І все ж на етапі стрімкого розвитку відповідної правової моделі здійснення державою через свої органи зазначеного виду діяльності створює базові передумови для подальшого ефективного розвитку фондового ринку і, як наслідок, для майбутнього економічного зростання держави.

На сьогоднішній день особлива увага приділяється інвесторам—фізичним особам, адже активізація діяльності саме цієї категорії інвесторів може стати вагомим внеском у розвиток фондового ринку.

Види інвесторів на фондовому ринку. До інвесторів, які беруть участь у формуванні та розвитку українського фондового ринку, належать:

- фізичні особи;
- фізичні особи—суб'єкти підприємницької діяльності;
- уповноважені органи державної влади;
- юридичні особи.

Юридичні особи-інвестори, в свою чергу, можна поділити на:

- фінансові установи (наприклад, недержавні пенсійні фонди, банківські установи, страхові компанії тощо);
- господарюючі суб'єкти, які не є фінансовими установами (наприклад, юридичні особи з державною формою власності, юридичні особи з недержавною формою власності, товариства, корпорації тощо).

Керуючись наявністю на ринку цінних паперів різноманітних суб'єктів, що здійснюють на ринку цінних паперів інвестиційну діяльність, варто виокремити дві групи інвесторів. До першої групи належать інституційні інвестори.

В юридичній літературі відмічалось, що інституційні інвестори — це спеціалісти, які професійно управляють чужими грошима¹. Однак наведене визначення не містить основних ознак інституційних інвесторів. Більшість авторів схильється до думки, що під інституційними інвесторами слід розуміти фінансові інститути, що залучають кошти великого кола інвесторів для

¹ Гуцин В.В. Инвестиционное право: учебное пособие. — М.: МГИУ, 2008. — С. 57.

об'єднання їх в єдиний грошовий пул з наступним розміщенням на ринку цінних паперів та (або) інвестуванням в об'єкти нерухомості¹.

Законодавство деяких держав визначає інституційних інвесторів як юридичних осіб. Так, відповідно до ст. 1 Закону Республіки Казахстан «Про ринок цінних паперів» інституційний інвестор — це юридична особа, котра залучає засоби з метою здійснення інвестиційної діяльності відповідно до законодавства Республіки Казахстан².

Законодавець на рівні Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» не надає визначення інституційних інвесторів вказуючи лише на їх перелік. До інституційних інвесторів він у ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» відносить інститути спільного інвестування у вигляді пайових та корпоративних інвестиційних фондів, інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, фонди банківського управління, страхові компанії, інші фінансові установи. З огляду на нормативний підхід, *інституційні інвестори* — це фінансові інститути, що здійснюють залучення грошових коштів з метою здійснення інвестування.

В іноземній літературі виділяють окремо *інституційних інвесторів з фідучіарною відповідальністю*, які мають довірчі відносини з власними клієнтами.³ Також можна виділити такий вид як *дольові інституційні інвестори*, тобто ті, хто вкладає грошові кошти в фонди LBO або одержує право на придбання акцій у межах договору на надання кредиту⁴. Як наслідок, таких інвесторів цікавить виключно процентний дохід від інвестування.

Інституційні інвестори можуть здійснювати операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб. В окремих випадках, що передбачені чинним законодавством, згадані операції можуть бути здійснені за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів. Вектор їхньої

¹ Майфат А.В. Гражданско-правовые конструкции инвестирования: монография / А.В. Майфат. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 108

² Закон Республики Казахстан «О рынке ценных бумаг» от 2 июля 2003 г. № 461-II // Ведомости Парламента Республики Казахстан. — 2003. — № 14. — Ст. 119.

³ Хедж-фонды: понятие, оценка, диверсификация и статистические особенности / под. ред. Грегга Н. Грегори; пер. с англ. П.С. Зиноватного. — М.: Волтерс Клувер, 2010. — С. 50-501.

⁴ Рид С.Ф. Искусство слияния и поглощения / С.Ф. Рид, А.Рид Лужу; пер. с англ. — 3-е изд. — М.: Альпина бизнес Букс, 2007. — С. 107.

заінтересованості зміщений у бік фінансових показників емітентів цінних паперів, а не кон'юнктури ринку. Як наслідок, в останні роки вони займають позиції великих акціонерів та здійснюють вплив через реалізацію корпоративних прав на акціонерні компанії. До особливостей діяльності інституційних інвесторів слід віднести й те, що вони, як правило, здійснюють підтвердження ними укладених біржових правочинів. Таке підтвердження здійснюється в день вчинення правочину або на наступний день. Не можна обійти увагою й ту особливість, що інституційні інвестори придбавають цінні папери на значний період у часі (рік і більше).

Цікавим є той факт, що інституційні інвестори входячи до класу високоприбуткових інвесторів в останні роки розміщують значну долю активів у альтернативні класи активів. Вказане пояснюється тим, що у відповідності до даних *Greenwich Associates* 32 % європейських інституційних інвесторів у 2004 р. розмістили грошові кошти у хедж-фонди¹.

До другої групи слід віднести індивідуальних інвесторів. Законодавець на рівні закону також не наводить визначення індивідуальних інвесторів.

Індивідуальні інвестори — це інвестори, що не наділені статусом інституційного інвестора. На думку деяких авторів, індивідуальні інвестори мають своїм завданням набуття цінних паперів з метою вкладення грошових коштів та одержання доходу². До них можна віднести фізичних та юридичних осіб, органи державної влади, органи місцевого самоврядування. У більшій свої частині індивідуальні інвестори не входять до класу високоприбуткових інвесторів, тому що вони не є масовими, а отже, не зовсім цікавими для фондового ринку. Вони придбавають цінні папери переважно на короткий період часу, адже їх мета полягає в отриманні швидкого заробітку. Вони позбавлені можливості прорахувати всі юридичні і фінансові ризики при здійсненні інвестування. Вказане пов'язане з тим, що індивідуальні інвестори, як правило, не укладають договорів про надання супутніх послуг (юридичного, фінансового консалтингу тощо) та не мають власних необхідних фахівців.

¹ Хедж-фонды: понятие, оценка, диверсификация и статистические особенности / под. ред. Грегга Н. Грегори; пер. с англ. П.С. Зиноватного. — М.: Волтерс Клувер, 2010. — С. 106.

² Стародубцева Е.Б. Рынок ценных бумаг: учебник / Е.Б. Стародубцева. — М.: ИД «ФОРУМ»: Инфра-М, 2006. — С. 54.

Важко заперечити той факт, що інвестиційна діяльність нерозривно пов'язана з ризиками. Спектр ризиків, які інвестор вважав би можливим для себе понести в процесі інвестиційної діяльності, є досить широким та багаторівневим. На думку Н.С. Кузнецової і І.Р. Назарчука основні групи ризиків, що несе інвестор при інвестуванні, можуть бути поєднані з повною або частковою втратою всіх вкладених коштів, власних заощаджень, обезціненням вкладених у цінні папери коштів при збереженні номінальної вартості цих цінних паперів, невиплатою доходу по придбаних цінних паперах, який очікується, затримкою в одержанні доходів¹.

З огляду на юридичні та економічні ризики сегмента, що цікавить інвестора, він перед укладенням правочинів про купівлю— продаж цінних паперів, повинен здійснити юридичну експертизу як предмета купівлі-продажу на предмет легітимації, так і діяльності емітента. У цьому допомагають міжнародні рейтингові агентства, зокрема такі, як *Standard & Poor's*, *Moody's*, котрі присвоюють рейтинги цінним паперам. Проте заради справедливості варто зазначити, що в останні часи фондовим ринкам відомі суттєві обвали фондових індексів. Зокрема, у серпні 2011 р. фондові індекси США зменшилися до рекордних історичних значень через те, що мало місце зниження довгострокових кредитних рейтингів потужних американських іпотечних компаній *Fannie Mae* і *Freddie Mac*, що автоматично потягло обвал та фондових індексів у Азії, Європі, Росії, Україні. У зв'язку з цим, боячись втрати активів, інвесторам довелося змінити вектор інвестування та спрямували інвестиції у безпечні активи, якими є метали платиново-іридієвої групи, нерухомість або інші матеріальні активи.

При придбанні цінних паперів інвестори головним чином використовують грошові кошти і безготівкові, рідше готівкові засоби платежу, а також клірингові механізми. Проте трапляються випадки, коли придбання цінних паперів пов'язане з їх обміном на матеріальні або нематеріальні активи. Здебільшого така практика відома при першому розміщенні цінних паперів з урахуванням корпоративного права у разі створення акціонерних товариств.

¹ Кузнецова Н.С. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування / Н. С. Кузнецова, І. Р. Назарчук — К.: Юрінком Інтер, 1998. — С. 59-60.

§ 4.6. Саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку

Саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку підтримують баланс регулювання фондового ринку. Науковці розглядають їх як некомерційні недержавні організації, що створюються професійними учасниками фондового ринку на добровільній основі¹.

Визначення саморегулівної організації професійних учасників фондового ринку міститься у ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». З огляду на наведену норму саморегулівна організація професійних учасників фондового ринку — це неприбуткове об'єднання учасників фондового ринку, що провадить професійну діяльність на фондовому ринку з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність (діяльність реєстраторів та зберігачів), утворене відповідно до критеріїв і вимог, установлених спеціальним державним органом влади. Однак указане визначення не відображає право саморегулівної організації здійснювати регулювання фондового ринку, що, власне, передбачено ст. 47 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

Дане визначення не можна назвати широким за своїм змістом, адже воно акцентує увагу на звуженому підході до діяльності учасників саморегулівної організації. У цьому контексті слід звернути увагу на положення Проекту Закону «Про саморегулівні організації», за яким під саморегулівною організацією професійних учасників фондового ринку розуміється неприбуткова організація зі спеціальним статусом, яка об'єднує суб'єктів, що здійснюють господарську та/або професійну діяльність певного виду, і відповідає принципам саморегулівної організації, закладених у цьому Законі. Як наслідок, можливо помітити те, що визначення, надане у Проекті правильно акцентує увагу на спеціальному правовому статусі саморегулівної організації та шляхом узагальнення розширює вказівку на діяльність учасників фондового ринку.

Саморегулівна організація професійних учасників фондового ринку — це неприбуткова організація зі спеціальним статусом,

¹ Гаврилов А.Е. Рынок ценных бумаг (технический анализ): Учеб. пособие / А.Е. Гаврилов, В.А. Логинова Ю.А. Баянова, Т.А. Смелова — Волгоград: Волг ГТУ, 2006. — С. 100.

яка об'єднує суб'єктів, що здійснюють господарську та/або професійну діяльність певного виду, і відповідає нормативним принципам саморегулівної організації, а також має право здійснювати регулювання фондового ринку в межах та на умовах, визначених законом.

Виходячи із наведеного визначення можна навести основні *ознаки саморегулівної організації* професійних учасників фондового ринку. По-перше, вона є неприбутковою організацією, адже не має на меті отримання прибутку. По-друге, така організація є добровільною. Тобто, вона ґрунтується на засадах вільного волевиявлення учасників. По-третє, участь у саморегулівній організації здійснюється на засадах членства. По-четверте, саморегулівна організація наділена спеціальним правовим статусом. По-п'яте, саморегулівна організація наділена правом здійснювати регулювання фондового ринку. По-шосте, розглядувана саморегулівна організація може об'єднати лише суб'єктів, що здійснюють господарську та/або професійну діяльність певного виду. По-сьоме, підставою функціонування саморегулівної організації є нормативні принципи.

Цікавою з цього приводу видається точка зору М. Хьюїта, який виділив основні ознаки ефективної саморегулівної організації, до яких відніс наявність нормативних документів і внутрішніх процедур, що регламентують її діяльність на ринку фінансових послуг відповідно до визначених функцій та завдань; надання дозволів або права доступу на ринок, розробку і впровадження для ринкових посередників кваліфікаційних вимог; моніторинг діяльності конкретного сегмента ринку фінансових послуг; контроль дотримання встановлених правил роботи та взаємодії на ринку; адміністрування механізму врегулювання спорів; розробку програм та організацію системи навчання й підвищення кваліфікації учасників ринку фінансових послуг; обмін інформацією між саморегулівними організаціями й державними регуляторами.¹

З огляду на нормативне визначення саморегулівної організації слід констатувати, що їй притаманна подвійна правова природа, адже вона одночасно наділена ознаками публічно-правового характеру та ознаками неприбуткової організації. Публічно-право-

¹ Хьюїт М. Саморегулівні організації (СРО) / М. Хьюїт // Проект ЄС «Посилення сектора фінансових послуг України». — 2009. — № 7. — С. 10.

вий статус дана організація набуває за рахунок членства в ній реєстраторів та депозитаріїв. Обстоюючи концепцію подвійної юридичної природи саморегулівної організації, Є.В. Зенькович підкреслила, що одним із засобів направлених на захист приватних та публічних інтересів є інститут обліку прав власності на цінні папери, який торкається значної кількості суб'єктів економічної діяльності. Досягнення публічно-правової мети вказаного обліку покликані забезпечити реєстроутримувачі, спеціалізовані депозитарії¹.

Основними завданнями саморегулівних організацій професійних учасників фондового ринку слід вважати реалізацію вагомих соціальних функцій шляхом участі у регулюванні фондового ринку, забезпечення провадження діяльності професійними учасниками фондового ринку, які є членами даної організації, розробки і затвердження правил, стандартів професійної поведінки та провадження відповідного виду професійної діяльності.

На основі нормативного базису саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку утворюються за видовою ознакою професійної діяльності на ринку цінних паперів. Відповідно до імперативного правила ч. 1 ст. 48 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» вони мають об'єднувати понад 50 % професійних учасників фондового ринку за окремим видом професійної діяльності². Тобто законодавець встановлює вимогу щодо мінімальної кількості суб'єктів саморегулівної організації.

Статус саморегулівної організації виникає у об'єднання професійних учасників фондового ринку лише з моменту реєстрації у спеціальному державному органі. У даний час вказану реєстрацію та її анулювання проводить Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку виходячи з підстав власного затвердженого порядку та встановлених умов. Отже, нагляд за діяльністю та контроль за реєстрацією таких організацій здійснює Національна комісія з цінних паперів і фондового ринку.

Доктрині відомі різні класифікації саморегулівних організацій в основу яких закладені критерії функціональності, суб'єктного складу, сфери дії, правового статусу, міжнародного елемента то-

¹ Зенькович Е.В. Рынок ценных бумаг: административно-правовое регулирование / Е.В. Зенькович. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 146.

² Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

що. Так, наприклад, на думку І.І. Рекуненка, саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку можна класифікувати за різними критеріями: за функціональною ознакою (брокерсько-дилерська діяльність, інвестиційна діяльність, страхова діяльність), за продуктовою ознакою (наприклад, муніципальні, корпоративні цінні папери), за закріпленою за певним ринком (біржі, позабіржовий ринок) або інфраструктурою, що обслуговує певні ринки¹. Крім цього, Є.Ф. Жуков серед видів саморегулівних організацій виділяє також міжнародні організації (наприклад *Federation International des Bourses de Valeurs* — Міжнародна організація фондових бірж), національні організації, які діють у межах тієї чи іншої країни та регіональні саморегулівні організації, які можуть створюватися при наявності відносно замкнутих фінансових ринків².

Таким чином, за територіальною ознакою саморегулівні організації можна поділити на регіональні, національні, міжнародні. За суб'єктом створення саморегулівні організації поділяються на ті, що створені емітентом або інвестором. У цьому ключі Є.Ф. Жуков вказує про необхідність виділення й тих саморегулівних організацій, що створюються інституціональними інвесторами³. Також їх можна поділити за видом професійної діяльності на ринку цінних паперів.

У США саморегулівними організаціями є фондові біржі, Національна асоціація дилерів цінних паперів (*National Association of Securities Dealers* — *NASD*), Рада по виробленню правил операцій з муніципальними цінними паперами (*Municipal Securities Rulemaking Board* — *MSRB*). У Канаді статус таких організацій мають фондові біржі у найбільших містах (Монреалі, Торонто, Ванкувері) та у провінції Альберта, Асоціація інвестиційних дилерів Канади (*Investment Dealers Association of Canada* — *IDA*)⁴.

¹ Рекуненко І.І. Організаційно-економічний механізм саморегулювання на фінансовому ринку / І.І. Рекуненко // Інноваційна економіка: Всеукраїнський науково-виробничий журнал // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/portal/Soc_Gum/inek/2011_1/209.pdf

² Рынок ценных бумаг: учебник / [Под ред. Е.Ф. Жукова] — М.: Волтерс Клувер, 2010 — С. 618.

³ Рынок ценных бумаг: учебник / [Под ред. Е.Ф. Жукова] — М.: Волтерс Клувер, 2010. — С. 618.

⁴ Защита прав инвестора: зарубежный опыт // [Электронный ресурс] — Режим доступу: <http://www.aksionbkg.com/articles/60>



Терміни та поняття

Дольові інституційні інвестори — це інституційні інвестори, які вкладають грошові кошти у фонди LBO або одержують право на придбання акцій у межах договору на надання кредиту.

Емітенти — це юридичні особи будь-якої форми власності, Автономна Республіка Крим або міські ради, держава в особі уповноважених нею органів влади, які від свого імені розміщують емісійні цінні папери та беруть на себе зобов'язання щодо них перед їх власниками.

Інституційні учасники — це група учасників ринку цінних паперів, яка займає окрему нішу на зазначеному ринку, та створюючи передумови для зростання обсягів операцій на фондовому ринку, за своєю суттю являє собою організаційно оформлену сукупність індивідів, які діють на принципах самоуправління і на основі своїх засновницьких документів.

Інсайдерська інформація — це неоприлюднена інформація про емітента, його цінні папери та похідні (деривативи), що перебувають в обігу на фондовій біржі, або правочини щодо них, у разі якщо оприлюднення такої інформації може істотно вплинути на вартість цінних паперів та похідних (деривативів), і яка підлягає оприлюдненню відповідно до вимог, установлених законом.

Інвестори в цінні папери — це фізичні або юридичні особи, що можуть виступати у статусі резидента чи нерезидента, які набули права власності на цінні папери з метою отримання доходу від вкладених коштів та/або набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів відповідно до чинного законодавства.

Інституційні інвестори — це фінансові інститути, що здійснюють залучення грошових коштів з метою здійснення інвестування.

Клуб інвесторів — це фахове структурне об'єднання інвесторів, яке має єдину мету та локальні правила функціонування.

Неінституційні інвестори — це інвестори, що набувають цінні папери у власність з метою одержання доходу від розміщених грошових коштів.

Непрофесійні учасники фондового ринку — це особи, які на правовій основі взаємодіють на фондовому ринку для задоволення власного інтересу.

Особлива інформація про емітента — це інформації про будь-які дії, що можуть вплинути на фінансово-господарський стан емітента і призвести до значної зміни вартості його цінних паперів.

Професійні учасники фондового ринку (ринку цінних паперів) — це юридичні особи, що здійснюють на фондовому ринку професійну діяльність на підставі відповідної ліцензії.

Регулярна інформація про емітента — це річна та квартальна звітна інформація про результати фінансово-господарської діяльності емітента, яка подається Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку (в тому числі в електронному вигляді) та складається періодом на календарний рік і містить такі дані, як: найменування та місцезнаходження емітента, розмір його статутного капіталу; орган управління емітента, його посадові особи та засновники; господарська та фінансова діяльність емітента; цінні папери емітента (вид, форма випуску, тип, кількість), розміщення та лістинг цінних паперів; річна фінансова звітність; аудиторський висновок та іншу інформацію, яку бажає оприлюднити емітент.

Саморегулівна організація професійних учасників фондового ринку — це неприбуткова організація зі спеціальним статусом, яка об'єднує суб'єктів, що здійснюють господарську та/або професійну діяльність певного виду, і відповідає нормативним принципам саморегулівної організації, а також має право здійснювати регулювання фондового ринку в межах та на умовах визначених законом.

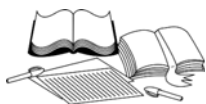
Учасники фондового ринку — це фізичні, юридичні особи або організації, що здійснюють діяльність на фондовому ринку чи діяльність, яка сприяє його функціонуванню, до складу яких входять емітенти, інвестори, саморегулівні організації та професійні учасники фондового ринку.



Запитання та завдання для самоконтролю

1. Дайте визначення учасників фондового ринку (ринку цінних паперів).
2. Які ознаки учасників фондового ринку (ринку цінних паперів) вам відомі?

3. Які функції учасників фондового ринку (ринку цінних паперів) ви знаєте?
4. Яку класифікацію учасників фондового ринку (ринку цінних паперів) ви знаєте?
5. Охарактеризуйте професійних учасників фондового ринку.
6. Охарактеризуйте непрофесійних учасників фондового ринку.
7. Розкрийте поняття «емітенти цінних паперів».
8. У чому полягає правовий статус інвесторів у цінні папери?
9. Визначте місце саморегулювних організацій професійних учасників фондового ринку в системі учасників фондового ринку.
10. Знайдіть у нормативних актах функції емітента цінних паперів.



Нормативно-правові акти та літературні джерела

1. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.
2. Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 р. № 710/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1998. — № 15. — Ст. 67.
3. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.
4. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Принципів корпоративного управління» від 11 грудня 2003 р. № 571 // Система інформаційно-правового забезпечення «Ліга-Еліт».
5. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів» від 19 грудня 2006 р. № 1591 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 9 (16.02.2007). — Ст. 339.
6. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про схвалення проекту нової редакції Принципів корпоративного управління України, затверджених рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11.12.2003 № 571» від 24 січня 2008 р. № 52 // Система інформаційно-правового забезпечення «Ліга-Еліт».
7. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про розкриття інформації емітентами акцій та облігацій підприємств, які знаходяться у лістингу організатора

торгівлі» від 22 червня 2010 р. № 981 // Офіційний вісник України. — 2010. — № 68. — Ст. 2474.

8. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Порядок заповнення форм розкриття інформації та змін до них емітентами акцій та облігацій підприємств, які знаходяться у лістингу організатора торгівлі» від 22 червня 2010 р. № 981 // Офіційний вісник України. — 2010. — № 68. — Ст. 2474.

9. Про електронну систему комплексного розкриття інформації // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://eds.ssmc.gov.ua/About.aspx>

10. Проект Закону України «Про внесення змін до Закону України „Про цінні папери та фондовий ринок” (щодо емісії облігацій міжнародними фінансовими організаціями)» // Система інформаційно-правового забезпечення «Ліга-Еліт».

11. Діденко В.М. Фондовий ринок: навч. посібник / В. М. Діденко, В. П. Свердан — Черкаси: Наші книги, 2010. — 624 с.

12. Галанов В. А. Рынок ценных бумаг : учебник / В. А. Галанов, А. И. Басов. — М. : Финансы и статистика, 2006. — 448 с.

13. Кузнецова Н.С. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування / Н.С. Кузнецова, І.Р. Назарчук -К.: Юрінком Інтер, 1998 — 518 с.

14. Кологойда О. В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О. В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — 320 с.

15. Петруня Ю.Є. Непрофесійні суб'єкти ринку акцій України / Ю.Є. Петруня — К: Знання, 1999 — 262 с.

16. Попова А.В. Правове становище професійних учасників ринку цінних паперів в Україні: Автореф. дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.04 / А.В. Попова; — К.: Нац. ун-т ім. Т. Шевченка, 2006. — 20 с.

17. Саєнко В.В. Правове регулювання використання інсайдерської інформації на ринку цінних паперів: Автореф. дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.04 / В.В. Саєнко — К., 2002. — 20 с.

18. Стародубцева Е.Б. Рынок ценных бумаг: учебник / Е.Б. Стародубцева. — М.: ИД «ФОРУМ»: Инфра-М, 2006. — 176 с.

19. Торкановский В.С. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты / В.С. Торкановский — СПб: Комплекс, 1994. — 422 с.

20. Про електронну систему комплексного розкриття інформації // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://eds.ssmc.gov.ua/About.aspx>

21. Защита прав инвестора: зарубежный опыт // [Электронный ресурс] — Режим доступа: <http://www.aksionbkg.com/articles/60>



Глава 5

ПРОФЕСІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ (РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ)



5.1. Поняття професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів), її види.

5.2. Ліцензійні умови провадження професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів).

5.3. Правова характеристика діяльності з торгівлі цінними паперами.

5.4. Правова характеристика діяльності з управління активами інституційних інвесторів.

5.5. Правова характеристика депозитарної діяльності.

5.6. Правова характеристика діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку (ринку цінних паперів).

5.7. Діяльність щодо з'ясування взаємних зобов'язань (кліринг)

5.8. Окремі види договорів на фондовому ринку (ринку цінних паперів).

Опанувавши матеріали цієї глави, ви будите ЗНАТИ:

♦ поняття та загальну правову характеристику професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів), діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку,

а також УМІТИ:

♦ орієнтуватися в системі нормативно-правових актів, на основі яких здійснюється правове регулювання окреслених відносин.

§ 5.1. Поняття професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів), її види

Процес ефективної діяльності фондового ринку є неможливим без залучення суб'єктів, поле професійної діяльності яких охоплює операції з цінними паперами як об'єктами фондового ринку та які шляхом здійснення своєї діяльності забезпечують задоволення інтересу учасників правовідносин на ринку цінних паперів, задовольняючи при цьому власні інтереси, пов'язані зі здійсненням своєї професійної діяльності.

Одразу необхідно звернути увагу на ч. 1 ст. 16 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», яка надає визначення поняття професійної діяльності на фондовому ринку та ґрунтуючись на якому можна стверджувати, що *професійна діяльність на фондовому ринку* — це діяльність юридичних осіб з надання фінансових та інших послуг у сфері розміщення та обігу цінних паперів, обліку прав за цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, що відповідає вимогам, установленим до такої діяльності зазначеним законом та іншим законодавством.

Визначивши поняття професійної діяльності на фондовому ринку, доцільно виділити ознаки даного виду діяльності, адже, по суті, поняття ґрунтується на зваженій комбінації основних ознак, на підставі яких здійснюється відмежування однієї правової категорії від інших. На думку О.В. Кологойди, ознаками професійної діяльності на фондовому ринку є те, що професійна діяльність є видом господарської діяльності; вона має спеціальне коло суб'єктів, а саме до них відносяться суб'єкти господарювання. Професійна діяльність на фондовому ринку має виключний характер (крім банків), тобто не може поєднуватися з іншими видами професійної діяльності, за виключенням випадків, передбачених законом. Вона здійснюється на підставі ліцензії та відповідності з вимогами, встановленими до такої діяльності законодавством. Зміст професійної діяльності на фондовому ринку полягає у наданні фінансових і інших послуг у сфері розміщення та обігу цінних паперів, обліку прав за цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів¹.

¹ Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О.В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 196.

Втім, з огляду на нормативно-правову складову та юридичні особливості професійної діяльності на фондовому ринку, варто виокремити її *основні ознаки*.

По-перше, безперечно, окреслена діяльність виражається урізного роду діях суб'єктів. Причому ряд дій таких суб'єктів підпадають під категорію послуг. По-друге, суб'єктами фондового ринку можуть бути лише юридичні особи. По-третє, слід звернути увагу на спеціальний статус суб'єктів професійної діяльності на фондовому ринку, адже дана діяльність на фондовому ринку може бути здійснена лише на підставі ліцензії, що видається Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. По-четверте, нормативний перелік видів цієї професійної діяльності є вичерпними. По-п'яте, виходячи із імперативного правила ч. 1 ст. 16 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» згадана діяльність носить виключний характер. Виняток становить лише діяльність банків. Пошосте, професійна діяльність на фондовому ринку здійснюється за умови наявного членства в саморегулівній організації. Виключення з даного правила стосується лише двох суб'єктів, а саме: депозитарія та фондової біржі.

Окремо слід звернути увагу на те, що поєднання професійної діяльності на фондовому ринку з іншими видами професійної діяльності законодавець забороняє. Виключення з наведеного правила встановлені для банківської діяльності та для діяльності, що встановлена на рівні закону.

Аналізуючи професійну діяльність на фондовому ринку постає питання про те, чи даний вид діяльності відноситься до категорії підприємницької діяльності. В юридичній літературі панує твердження, що професійна основа є основоположною ознакою підприємницької діяльності¹. Відповідно до ст. 86 ЦК України непідприємницькі товариства (споживчі кооперативи, об'єднання громадян тощо) та установи можуть поряд зі своєю основною діяльністю здійснювати підприємницьку діяльність, якщо інше не встановлено законом і якщо ця діяльність відповідає меті, для якої вони були створені, та сприяє її досягненню. З наведеного видається сумнівним те, що непідприємницьке товариство, яким, до речі, є фонові біржа, наділене ознакою підприємницького

¹ Предпринимательское право: Курс лекций / [под ред. Н.И. Клейн] — М., 1993. — С. 11—13.

професіоналізму. Такого висновку доходить і В.С. Белих на підставі аналізу російського законодавства¹.

Таким чином, професійна діяльність на фондовому ринку не вписується у вид підприємницької діяльності, адже вона може здійснюватися й фондовими біржами, тобто непідприємницькими товариствами. В.С. Белих, указуючи на нерівнозначність поняття «підприємницька діяльність» і поняття «професійна діяльність» на фондовому ринку» зазначив, що останнє є вузьчим поняттям². З огляду на вищенаведені аргументи та на те, що діяльність з організації торгівлі виходить за межі підприємницької діяльності, з наведеним твердженням важко погодитися. Як наслідок, можна констатувати, що професійна діяльність на фондовому ринку може мати як ознаки підприємницької діяльності так й непідприємницької діяльності. Тобто ознака підприємницької діяльності має факультативний характер. Між тим, у наукових колах з цього приводу зауважувалося, що було б некоректно стверджувати кваліфікуючу ознаку професійної діяльності на ринку цінних паперів як підприємницьку. Принаймні, таке твердження не можна застосовувати (без будь-яких застережень) до фондових бірж³.

Професіональна діяльність на фондовому ринку не повинна включати дії професійних учасників, направлені на використання інформації, що становить комерційну таємницю, адже такі дії призведуть не тільки до порушення цивільних прав третіх осіб, але й вплинуть на звичайне ціноутворення на фондовому ринку.

Норми ч. 2 ст. 16 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» містять вичерпний перелік видів професійної діяльності на фондовому ринку України. Зокрема, до них віднесені такі види діяльності, як:

- діяльність з торгівлі цінними паперами;
- діяльність з управління активами інституційних інвесторів;
- депозитарна діяльність;
- діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку.

Професійна діяльність з торгівлі цінними паперами на фондовому ринку. Нормативно-правовим базисом відповідної діяльнос-

¹ Белих В.С. Правовое регулирование предпринимательской деятельности в России: монография. — М.: Проспект, 2011. — С. 43.

² Там само.

³ Каширин А.А. Правовые проблемы регулирования профессиональной предпринимательской деятельности на рынке ценных бумаг: Автореф.... дис. канд. юрид. наук. 12.00.03 / Каширин А.А. — М., 2003. — С. 19—20.

ті виступає ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». Враховуючи ч. 1 ст. 17 згаданого Закону *професійна діяльність з торгівлі цінними паперами на фондовому ринку* — це діяльність, що провадиться торговцями цінними паперами — господарськими товариствами, для яких операції з цінними паперами є виключним видом діяльності, а також банками. Більше того, законодавець визначив вичерпний перелік такої діяльності. Зокрема, вона включає брокерську діяльність, дилерську діяльність, андеррайтинг, діяльність з управління цінними паперами.

Діяльність з управління активами інституційних інвесторів. Нормативною основою для виокремлення даного виду діяльності в окрему категорію є ч. 1 ст. 18 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», з урахуванням якої слід зазначити, що *діяльність з управління активами інституційних інвесторів* є професійною діяльністю учасника фондового ринку — компанії з управління активами, що здійснюється даним суб'єктом за винагороду від свого імені або на підставі відповідного договору про управління активами інституційних інвесторів та регулюється спеціальним законодавством.

Основа правового регулювання *депозитарної діяльності* як виду професійної діяльності на ринку цінних паперів закріплена у ч. 8 ст. 1 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні»¹ й у ст. 19 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»², що наводить визначення даного поняття, яке дозволяє відмежувати його від суміжних правових категорій. На основі нормативного підходу варто відзначити, що *депозитарною діяльністю* є професійна діяльність на ринку цінних паперів, що передбачає надання послуг щодо зберігання цінних паперів незалежно від форми їх випуску, відкриття та ведення рахунків у цінних паперах, обслуговування операцій на цих рахунках (включаючи кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів) та обслуговування операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів.

¹ Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 р. № 710/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1998. — № 15. — Ст. 67.

² Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку. Законодавчим підґрунтям даного виду професійної діяльності на ринку цінних паперів є ч. 1 ст. 20 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», з якої випливає, що *діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку* — це діяльність професійного учасника фондового ринку (організатора торгівлі) зі створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових і інших умов для збирання та поширення інформації стосовно попиту і пропозицій, проведення регулярних торгів фінансовими інструментами за встановленими правилами, централізованого укладення та виконання договорів щодо фінансових інструментів, у тому числі здійснення клірингу та розрахунків за ними та розв'язання спорів між членами організатора торгівлі, яким є фондова біржа.

Як уже зазначалося, однією з ознак, що вказує на особливість професійної діяльності на ринку цінних паперів, є те, що окремі види даної діяльності підлягають ліцензуванню. У зв'язку з цим необхідним видається виділення даних видів професійної діяльності, здійснення яких потребує особливого контролю з боку держави через призму одержання спеціального дозволу — ліцензії. Зокрема, ст. 4 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів» до видів професійної діяльності на ринку цінних паперів, що підлягають ліцензуванню, відносить брокерську діяльність, дилерську діяльність, андерайтинг, діяльність з управління цінними паперами, діяльність з управління активами, діяльність з управління іпотечним покриттям, депозитарну діяльність депозитарію цінних паперів, депозитарну діяльність зберігача цінних паперів, діяльність з ведення реєстру власників іменних цінних паперів, діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку і розрахунково-клірингову діяльність.

Звичайно, для того щоб отримати відповідну ліцензію заявник повинен відповідати певним вимогам, що передбачені нормативними актами, — ліцензійним вимогам. У випадку повної відповідності цим вимогам заявник одержує ліцензію на здійснення того чи іншого виду професійної діяльності на ринку цінних паперів і набуває статусу професійного учасника ринку цінних паперів, одержуючи разом з цим певний обсяг прав та обов'язків.

§ 5.2. Ліцензійні умови провадження професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів)

Незаперечно важливе значення ефективного здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів несуть у собі дозвольні механізми, за рахунок яких здійснюється вплив на фондовий ринок з боку держави. Дозвольні механізми проявляються у встановленні державою певних спеціальних вимог, на додержанні яких і ґрунтується можливість здійснення даного виду діяльності. У прагненні усвідомити глибше сутність регулювання професійної діяльності на ринку цінних паперів варто зупинитися саме на цих вимогах, адже професійна діяльність на ринку цінних паперів здійснюється винятково на підставі спеціальних дозволів (ліцензій), що видаються в порядку, встановленому чинним законодавством.

Отже, ліцензування діяльності професійних учасників фондового ринку слід розглядати як одну з основних форм державного регулювання фондового ринку. Необхідно підкреслити, що у більшості правових систем країн світу використовується досить жорстка та чітко регламентована система ліцензування професійних учасників ринку цінних паперів. З цієї метою на законодавчому рівні розробляються спеціальні правила ліцензування, які, по суті, містять підвищені імперативні вимоги до професійних учасників фондового ринку. Зокрема, до них відносять вимоги, що стосуються організаційно-правової форми юридичної особи— професійного учасника фондового ринку, розміру та форми статутного капіталу, кваліфікації працівників і їх кількості. Деякі науковці вказують, що подібні законодавчі вимоги можуть ставитися до рівня та способу розрахунку статутного капіталу¹. Нерідко встановлюються і додаткові вимоги, які стосуються поєднання професійної діяльності на ринку цінних паперів з іншими видами діяльності.

Ліцензійні умови за своєю суттю містять вимоги, виконання яких є обов'язковим для осіб які здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку. Ці вимоги варіюються залежно від виду професійної діяльності особи.

¹ Дегтярева О.И. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / О.И. Дегтярева, Н.М. Коршунов, Е.Ф. Жуков. — М.: Юнити-Дана, 2004. — С. 156.

У разі виконанні спеціальних вимог, передбачених ліцензійними умовами, юридичні особи можуть отримати ліцензію на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку, а саме: діяльності з торгівлі цінними паперами, діяльності з управління активами інституційних інвесторів, депозитарної діяльності, діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку.

Необхідно зазначити, що відповідно до ч. 3 ст. 16 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»¹ професійна діяльність на фондовому ринку здійснюється виключно на підставі ліцензії. Остання видається лише Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Перелік документів, необхідних для отримання ліцензії, порядок її видачі й анулювання встановлюються Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Дещо подібні нормативні підходи до здійснення ліцензування професійної діяльності на ринку цінних паперів можна віднайти в законодавствах деяких інших країн. Зокрема, ст. 15 Закону Республіки Білорусь «Про цінні папери та фондові біржі» зазначає, що ліцензування професійної діяльності по цінних паперах здійснюється центральним органом, що здійснює контроль і нагляд за ринком цінних паперів і включає в себе ліцензування професійних учасників ринку цінних паперів та атестацію їх співробітників, а ліцензія може бути видана на ведення одночасно кількох видів професійної діяльності по цінних паперах чи на окремий вид діяльності.

Окремо відзначимо, що Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку приймає рішення про видачу ліцензії або про відмову в її видачі у строк не пізніше 30 календарних днів від дати надходження заяви про видачу ліцензії та документів, перелік яких нею встановлюється.

Строк дії такої ліцензії встановлюється Кабінетом Міністрів України за поданням Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку. Відповідно до п. 1 Постанови Кабінету Міністрів України «Про встановлення строку дії ліцензії на провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів» від 7 червня 2006 р. зі змінами від 26 жовтня 2011 р. строк дії ліцензії на провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів, які

¹ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

видаються Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, відповідно до ч. 1 ст. 4 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» є необмеженим¹. При цьому відповідно до п. 9 розглядуваного Рішення² відповідний строк дії ліцензії може дорівнювати трьом рокам або бути більшим. Тобто Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Порядку й умов видачі ліцензії на провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку, переоформлення ліцензії, видачі дубліката та копії ліцензії» від 26 травня 2006 р. № 345 встановлює мінімально можливий строк ліцензії.

Окресливши імперативність правила щодо отримання ліцензії на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку, доцільно зазначити, що вона наділена ознаками формалізму. Згідно зі ст. 13 Закону України «Про ліцензування певних видів господарської діяльності» на території України органи ліцензування використовують бланки ліцензії єдиного зразка, що затверджується Кабінетом Міністрів України, які підписуються керівником органу ліцензування або його заступником і засвідчуються печаткою цього органу³. Більше того, бланки ліцензій є також документами суворої звітності та обов'язково мають містити облікову серію і власний номер.

З огляду на нормативні вимоги у ліцензії зазначаються:

1) найменування органу ліцензування, що видав ліцензію; вид господарської діяльності, вказаний згідно з статтею 9 вищезазначеного Закону (в повному обсязі або частково), на право провадження якого видається ліцензія; найменування юридичної особи або прізвище, ім'я, по батькові фізичної особи-підприємця;

2) ідентифікаційний код юридичної особи або ідентифікаційний номер фізичної особи — платника податків та інших обов'язкових платежів;

¹ Постанова Кабінету Міністрів України «Про встановлення строку дії ліцензії на провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів» від 7 червня 2006 р. // Офіційний вісник України. — 2006. — № 23. — Ст. 1722.

² Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Порядку та умов видачі ліцензії на провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку, переоформлення ліцензії, видачі дубліката та копії ліцензії» від 26 травня 2006 р. № 345 // Офіційний вісник України. — 2006. — № 32. — Ст. 2353.

³ Закон України «Про ліцензування певних видів господарської діяльності» від 01 червня 2000 р. № 1775-III // Відомості Верховної Ради України. — 2000. — № 36. — Ст. 299.

3) місцезнаходження юридичної особи або місце проживання фізичної особи — підприємця; дата прийняття та номер рішення про видачу ліцензії;

4) строк дії ліцензії у разі його встановлення Кабінетом Міністрів України;

5) посада, прізвище та ініціали особи, яка підписала ліцензію;

6) дата видачі ліцензії; наявність додатку (із зазначенням кількості сторінок).

Нормативно-правовим базисом для визначення порядку та умов видачі ліцензії є ст. 19 Закону України «Про ліцензування певних видів господарської діяльності»¹ та Рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку «Про затвердження Порядку та умов видачі ліцензії на провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку, переоформлення ліцензії, видачі дубліката та копії ліцензії»² від 28 липня 2006 р. № 890/12764. Враховуючи положення, що містять вищезазначені нормативно-правові акти, слід ще раз підкреслити, що ліцензуванню підлягають усі види професійної діяльності, які мають місце на фондовому ринку, а саме: діяльність з торгівлі цінними паперами, що включає дилерську діяльність; брокерська діяльність; діяльність з управління цінними паперами; андеррайтинг; депозитарна діяльність, що включає такі види діяльності: депозитарну діяльність зберігача цінних паперів; депозитарну діяльність депозитарію цінних паперів; розрахунково-клірингову діяльність; діяльність із ведення реєстру власників іменних цінних паперів; діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку.

Водночас на ринку цінних паперів можуть здійснюватися й інші види діяльності, що, безперечно, подібні до професійної діяльності на ринку цінних паперів, однак до них не відносяться, а тому не потребують ліцензування. Наприклад, до торгівлі цінними паперами як виду професійної діяльності відповідно до ч. 8 ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» не належать та не потребують ліцензування такі операції, як розміщення емітентом власних цінних паперів; викуп емітентом влас-

¹Закон України «Про ліцензування певних видів господарської діяльності» від 01 червня 2000 р. № 1775-III // Відомості Верховної Ради України. — 2000. — № 36. — Ст. 299.

²Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Порядку та умов видачі ліцензії на провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку, переоформлення ліцензії, видачі дубліката та копії ліцензії» від 26 травня 2006 р. № 345 // Офіційний вісник України. — 2006. — № 32. — Ст. 2353.

них цінних паперів; проведення юридичними особами та фізичними особами — підприємцями розрахунків з використанням векселів та/або заставних; провадження юридичними особами на підставі договорів комісії або договорів доручення купівлі—продажу (обміну) цінних паперів через торговця цінними паперами, який має ліцензію на провадження брокерської діяльності, а також на підставі договорів купівлі—продажу або міни, укладених безпосередньо з торговцем цінними паперами; внесення цінних паперів до статутного капіталу юридичних осіб. Крім згаданих операцій до цього переліку відносять дарування та спадкування цінних паперів, операції, пов'язані з виконанням рішення суду та операції, які не потребують участі торговця цінними паперами у випадках, передбачених законами України¹.

Не можна обійти увагою проблему підтримання професійного рівня діяльності на фондовому ринку після одержання відповідної ліцензії. У цьому контексті слід звернути увагу на Європейський союз, який ставить вимогу до держав-членів за якою вони в обов'язковому порядку повинні розробити правила та положення про нагляд після видачі ліцензій. Відповідно до зазначених правил кожний інвестиційний інститут повинен мати таку структуру та організацію, яка дозволяє звести до мінімуму ризик для інтересу клієнта². В Україні з метою підтримання професійного рівня діяльності на фондовому ринку впроваджена система звітування.

Процедура одержання ліцензії на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку. Порядок і процедура одержання ліцензії визначені Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Порядку та умов видачі ліцензії на провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку, переоформлення ліцензії, видачі дубліката та копії ліцензії» від 28 липня 2006 р. № 890/12764³. Відповідно до наведеного Рішення можна виділити основні етапи одержання

¹ Господарське судочинство в Україні : Судова практика — обіг цінних паперів / За ред. І.Б. Шийського. — К.: Праксіс, 2006. — С. 118.

² Рот А. Основы государственного регулирования финансового рынка / А.Рот, А. Захаров, Р. Бернард, П. Баренбойм, Б. Борн. — М., 2002. — С. 202.

³ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Порядку та умов видачі ліцензії на провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку, переоформлення ліцензії, видачі дубліката та копії ліцензії» від 26 травня 2006 р. № 345 // Офіційний вісник України. — 2006. — № 32. — Ст. 2353.

ліцензії на здійснення певного виду професійної діяльності на фондовому ринку.

Етап 1. *Подання заяви про видачу ліцензії на провадження професійної діяльності на фондовому ринку.* Заява про видачу ліцензії на провадження професійної діяльності на фондовому ринку подається до загального відділу Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Якщо заявником виступає емітент, то така заява подається до відповідного територіального органу Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Заявник також має право надіслати її поштою рекомендованим листом. У цьому разі він зобов'язаний зазначити на конверті підрозділ центрального апарату Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, який здійснює розгляд цих документів. Проте вказане правило не стосується заявників-емітентів. Заява має бути викладена державною мовою. До неї додаються документи, вичерпний перелік яких установлений зазначеним вище Порядком і які повинні бути відповідно оформленими, підписані уповноваженою особою, засвідчені печаткою заявника та обов'язково мати дату підписання. Слід урахувати також вимогу п.1 розділу 2 згадуваного Рішення, яким передбачено, що на дату подання заяви про видачу ліцензії строк подання цих документів та аудиторського висновку про сплату статутного капіталу не може перевищувати двох місяців з дати їх підписання або складання. Думається, що вказана вимога є обтяжливою для заявника з огляду на наявність інформації про сформований статутний капітал у Єдиному державному реєстрі.

Етап 2. *Формування ліцензійної справи органом ліцензування.* Орган ліцензування після надходження до нього заяви про видачу ліцензії з пакетом документів формує ліцензійну справу щодо кожного заявника. Ліцензійна справа містить усі документи, що подаються суб'єктом господарювання (заявником) для видачі ліцензії, у тому числі містить документи пов'язані зі зміною даних у документах, що додаються до заяви про видачу ліцензії, розпорядження про усунення порушень ліцензійних умов.

Етап 3. *Рішення органу ліцензування про видачу ліцензії або про відмову в її видачі.* Орган ліцензування, розглянувши ліцензійну справу, приймає одне з двох можливих рішень: або про видачу ліцензії або про відмову в її видачі. Рішення про відмову у видачі ліцензії приймається у тому разі, коли наявні дві підстави,

наведені у п.9.1 та п. 9.2 розглядуваного Рішення¹: по-перше, коли має місце недостовірність даних у заяві та документах, поданих заявником, для отримання ліцензії; по-друге, коли наявна невідповідність заявника вимогам, установленим Порядком, для отримання ліцензії на здійснення окремого виду професійної діяльності на фондовому ринку. При цьому рішенні про відмову у видачі ліцензії має містити два елементи:

— таке рішення має містити підстави відмови згідно з пунктом 9 розділу 4 Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Порядку та умов видачі ліцензії на провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку, переоформлення ліцензії, видачі дубліката та копії ліцензії»;

— у рішенні повинно бути обґрунтування такої відмови.

Рішення про видачу ліцензії або про відмову в її видачі має форму наказу. Законодавець установлює строк, протягом якого має бути винесене відповідне рішення. Такий строк складає тридцять календарних днів від дати надходження заяви про видачу ліцензії та документів, перелік яких установлено Порядком окремо за певним видом діяльності.

Етап 4. *Фактична видача органом ліцензування заявнику ліцензії та набуття ним статусу професійного учасника ринку цінних паперів.*

Фактична видача ліцензії здійснюється на підставі наказу про видачу ліцензії і письмового повідомлення заявника про видачу ліцензії шляхом звернення заявника до органу ліцензування у його робочий час. Ліцензія також може бути відправлена органом ліцензування поштою на вимогу заявника.

Варто відмітити, що за видачу ліцензії справляється плата в розмірі, встановленому Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про встановлення розмірів плати за видачу ліцензії на провадження окремих видів діяльності на ринку цінних паперів»² від 12 травня 2006 р. № 329, зареєстрованим у Міністерстві юстиції України 22 червня 2006 р.

¹ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Порядку та умов видачі ліцензії на провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку, переоформлення ліцензії, видачі дубліката та копії ліцензії» від 26 травня 2006 р. № 345 // Офіційний вісник України. — 2006. — № 32. — Ст. 2353.

² Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про встановлення розмірів плати за видачу ліцензії на провадження окремих видів діяльності на ринку цінних паперів» // Офіційний вісник України. — 2006. — № 26. — Ст. 1908.

§ 5.3. Правова характеристика діяльності з торгівлі цінними паперами

Серед усіх видів професійної діяльності на ринку цінних паперів особливе місце займає діяльність з торгівлі цінними паперами. Від належного здійснення торговцем цінними паперами операцій у сфері обігу цінних паперів залежить правова захищеність інвесторів та ефективність інвестування у цінні папери.

Нормативною основою діяльності з торгівлі цінними паперами, безумовно, виступають ст. 356 Господарського кодексу України¹, Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»² та Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами» від 12 грудня 2006 р. № 1449³.

З урахуванням згаданих нормативно-правових актів слід навести визначення професійної діяльності з торгівлі цінними паперами на фондовому ринку. Так, *професійна діяльність з торгівлі цінними паперами на фондовому ринку* — це діяльність, що здійснюється торговцями цінними паперами — господарськими товариствами, для яких операції з цінними паперами є виключним видом діяльності, а також банками.

Професійна діяльність з торгівлі цінними паперами є комплексною правовою категорією та включає в себе брокерську діяльність; дилерську діяльність, андеррайтинг та діяльність з управління цінними паперами.

Чинним законодавством встановлюються як загальні умови здійснення діяльності торгівлі цінними паперами, так і спеціальні умови, що є характерними лише для здійснення окремих видів діяльності з торгівлі цінними паперами. Досліджуючи згадані умови торгівлі цінними паперами, варто звернути увагу на наступне.

¹ Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Офіційний вісник України. — 2003. — № 11. — Ст. 462.

² Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

³ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами» від 12 грудня 2006 р. № 1449 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 6. — Ст. 235.

По-перше, торговець цінними паперами здійснює правочини з цінними паперами з урахуванням багаторівневого нормативного масиву. До основних нормативно-правових актів у цій сфері слід віднести Цивільний кодекс України¹, Господарський кодекс України², Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»³, Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»⁴, Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

По-друге, торговець цінними паперами зобов'язаний здійснювати облік цінних паперів і грошових коштів окремо для кожного клієнта та окремо від цінних паперів, грошових коштів і майна, що знаходяться у власності торговця цінними паперами, з урахуванням вимог, установлених Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку за погодженням з Міністерством фінансів України, а у випадках, установлених законодавством, — також з Національним банком України. Більше того, на грошові кошти та цінні папери клієнтів, що передаються торговцям цінними паперами в управління, не може бути звернене стягнення за будь-якими зобов'язаннями торговця цінними паперами, що не пов'язані із здійсненням ним функцій управителя. Вказане положення логічно впливає із ч. 7 ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

По-третє, торговець цінними паперами наділений правом укладати договори предметом яких є цінні папери з будь-якими фізичними та юридичними особами, що, беззаперечно, вказує на відсутність спеціальних законодавчих вимог до особи клієнта. Проте, існує і ряд нормативних заборон щодо укладення відповідних договорів. Зокрема відмітимо, що договір про управління цінними паперами не може бути укладений торговцем цінними паперами з компанією з управління активами.

По-четверте, торговець цінними паперами позбавлений права укласти договір про управління цінними паперами з фізичною

¹ Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 44. — Ст. 356.

² Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Офіційний вісник України. — 2003. — № — 11. — Ст. 462.

³ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

⁴ Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.

особою, якщо в ньому відсутня мінімальна гранична сума. Так, сума договору управління цінними паперами має дорівнювати або бути більшою еквівалента 100 мінімальних заробітних плат.

По-п'яте, у статутному капіталі торговця цінними паперами частка іншого торговця не може перевищувати 10 відсотків.

По-шосте, торговець цінними паперами при здійсненні своєї професійної діяльності, укладаючи договір доручення, договір комісії або договір про управління цінними паперами, зобов'язаний дотримуватися певних вимог щодо змісту та форми договору: договір має бути укладеним у письмовій формі, ним мають бути визначені права та обов'язки торговця цінними паперами стосовно його клієнта, умови укладення договорів щодо цінних паперів, порядок звітності торговця перед його клієнтом, порядок і умови виплати торговцю винагороди.

По-сьоме, торгівля цінними паперами здійснюється у кілька етапів. Так, торгівля цінними паперами починається зі збору письмових попередніх замовлень, які надходять від клієнтів до брокерів, а потім передаються на біржу, і закінчується укладенням угоди, реєстрацією на біржі та її виконанням¹.

По-восьме, торгівцям цінними паперами забороняється укладати договори купівлі—продажу або договори міни, за якими здійснюється перепродаж (міна) цінних паперів власного випуску.

По-дев'яте, торговець зобов'язаний ідентифікувати особу клієнта відповідно до вимог законодавства України, яке регулює відносини у сфері запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму.

По-десяте, у разі укладання договору, при отриманні від клієнта разового замовлення торговець зобов'язаний установити права клієнта стосовно цінних паперів або інших фінансових інструментів, які є об'єктом цивільних прав за договором / разовим замовленням. Вказане правило не застосовується до договору на брокерське обслуговування.

По-одинадцяте, торговці зобов'язані дотримуватися встановлених законодавством нормативів достатності власних грошових коштів та інших нормативів, які обмежують ризики за операціями з цінними паперами.

¹ Господарське судочинство в Україні: Судова практика — обіг цінних паперів / [За ред. І.Б. Шицького]. — К.: Праксіс, 2006. — С. 121.

По-дванадцяте, торговець забезпечує ведення внутрішнього обліку у встановленій формі. Відповідний облік може здійснюватися у двох формах: у паперовій та/або електронній.

По-тринадцяте, торговець проводить періодичну звірку фактичної наявності грошових коштів, цінних паперів та інших фінансових інструментів на власних рахунках і на рахунках клієнтів, управління якими здійснюється ним відповідно до договорів з цими клієнтами.

Отже, виділивши основні умови здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами, доцільно звернути увагу на основні види діяльності з торгівлі цінними паперами, якими є дилерська і брокерська діяльність, андеррайтинг і діяльність з управління цінними паперами.

Дилерська та брокерська діяльність

Виокремлення дилерської та брокерської діяльності в окрему категорію для аналізу пов'язано з тим, що у класичному розумінні вказані суб'єкти здійснюють суміжні функції, а саме функції фахівців, які надають послуги консультативного характеру та виконують доручення свого клієнта, відрізняючись один від одного не тільки спектром вимог до них, але й застосуванням різних юридичних моделей укладення правочинів.

У прагненні усвідомити сутність дилерської та брокерської діяльності слід звернутися до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»¹, що надає визначення розглядуваних видів діяльності. З урахуванням нормативних акцентів можна навести наступні визначення дилерської та брокерської діяльності.

Дилерська діяльність — це різновид професійної діяльності з торгівлі цінними паперами, що здійснює спеціальний суб'єкт (дилер) за умови наявності сплаченого грошовими коштами статутного капіталу у розмірі не менш як 500 тисяч гривень та яка передбачає укладення торговцем цивільно-правових договорів щодо цінних паперів *від свого імені та за свій рахунок* з метою перепродажу, крім випадків, передбачених законом.

Особа, що здійснює дилерську діяльність, називається дилером. Дилером є завжди юридична особа. Крім іншого, він має право вчиняти біржові правочини лише за наявності двох юридич-

¹ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

них фактів у їх сукупності. По-перше, має бути укладений договір з біржею як організатором торгівлі. По-друге, має бути укладений договір та кліринговим центром про розрахунки. Вказане свідчить про те, що дилер обмежений у праві укладати договори міни цінних паперів.

Брокерська діяльність — це різновид професійної діяльності з торгівлі цінними паперами, що здійснює спеціальний суб'єкт (брокер), за умови наявності сплаченого грошовими коштами статутного капіталу у розмірі не менш ніж 1 млн гривень та яка передбачає укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів щодо цінних паперів *від свого імені або від імені іншої особи, за дорученням і за рахунок іншої особи*.

Особа, що здійснює брокерську діяльність, називається брокером. Права та обов'язки брокера та клієнта впливають з посередницьких договорів. До таких договорів відносять договір доручення, комісії, агентування. Предметом укладеного договору буде виступати дія направлена на укладення біржового правочину з базовим активом. Окрім укладення відповідного договору, брокери підписують регламент про взаємодію.

Якщо клієнтом брокера виступає підприємець, то між ними може мати місце комерційне представництво на підставі ст. 243 ЦК України. За цих обставин у силу ст. 594 ЦК України брокер набуває право притримання цінних паперів при невиконанні або неналежному виконанні договору клієнтом. Відповідного висновку доходять і російські науковці при аналізі власного законодавства¹.

Враховуючи те, що брокер здійснює професійну діяльність на фондовому ринку, та те, що у сторін наявний комерційний інтерес, указані відносини не можуть мати фідуціарний (довірчий) характер. Так, з цього приводу Р.С. Куракін зазначив, що відносини між сторонами посередницького договору — клієнтом (принципалом, комітентом у відповідних договорах) і брокером — професійним учасником фондового ринку (агентом, комісіонером), що здійснює правочин з базовим активом, не можуть носити фідуціарного характеру.²

На практиці та в доктрині сформувалися види наказів, які може здійснити клієнт за цих обставин: 1) ринковий наказ; 2) лімі-

¹ Коммерческое (предпринимательское) право: учебник: в 2 томах Т.1 / [под ред. В.Ф. Попондопуло]. — М.: Проспект, 2010. — С. 548.

² Куракин Р.С. Правовое регулирование биржевого срочного рынка: Монография / Р.С. Куракин; вступ.слово — Е.П. Губин. — М.: Волтерс Клувер, 2010. — С. 73.

тований наказ; 3) ринковий наказ, якщо ринок досягає граничної межі ціни наказу; 4) наказ із обмеженням; 5) стоп-лімітний наказ; 6) дискретний наказ¹.

Якщо брокер уклав договір, предметом якого є дії, направлені на розміщення емісійних цінних паперів у певний строк, він позбавлений права у цей строк за свій рахунок придбати нерозміщені цінні папери. Після спливу вказаного строку таке право у брокера виникає.

Брокер має право укладати з власними клієнтами оплатні договори позики грошових коштів і цінних паперів з метою вчинення правочинів купівлі—продажу цінних паперів. Як правило, така позика забезпечується заставою цінних паперів. Правочини, де фігурують цінні папери та грошові кошти, що були отримані від брокера в якості позики, називаються *маржинальними правочинами*.

Говорячи про брокерську діяльність не можна обійти увагою англійське право. Так, в англійському праві поряд з брокерською діяльністю також має місце джобберська діяльність на фондовому ринку. *Джобберська діяльність* — це діяльність щодо торгівлі цінними паперами, яка здійснюється членами фондової біржі, де вони виступають безпосередньо як продавці або покупці. Джоббери позбавлені права вимоги до своїх контрагентів по біржовій торгівлі щодо сплати комісійних і відповідно звільняються від сплати таких самих комісійних, а винагородою за ризик, що пов'язаний з їх роботою, є різниця цін між купівлею та продажем цінних паперів, якими вони торгують². Член фондової біржі має право здійснювати або брокерську або джобберську діяльність.

Цікавим з даного приводу видається правовий досвід США. Так, Комісія з урахування Постанови 144 А і низки листів дозволяє іноземним біржам, що не забезпечили належної присутності у США, за відповідних обставин підключати американських брокерів і дилерів до своєї торгової платформи³. Тобто, вказане свідчить про те, що на відміну від національного законодавства в законодавстві США, що регулює обіг цінних паперів і діяльність

¹ Куракин Р.С. Правовое регулирование биржевого срочного рынка: Монография / Р.С. Куракин; вступ. слово — Е.П. Губин. — М.: Волтерс Клувер, 2010. — С. 73.

² Винер Фритц А. Биржа / Ф.А. Винер; предисл. Д.М. Шекина; предисл. от пер., с нем. и общ. ред. Р.С. Куракин, К.В. Мротцек; прилож. — П.С. Зиноватий, Р.С. Куракин. — М.: Волтерс Клувер, 2010. — С. 169.

³ Нобель П. Швейцарское финансовое право и международные стандарты / П. Нобель; [пер. с англ.]. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 725.

учасників біржі, приділяється значна увага міжнародним операціям, у тому числі із залученням американських брокерів, дилерів, а також увага міжнародному розвитку фондових бірж.

З метою дослідження сутності брокерської та дилерської діяльності доцільним виявляється наведення відповідного співвідношення.

По-перше, дилерська та брокерська діяльність здійснюється спеціальними суб'єктами (брокерами та дилерами), котрі мають окремий правовий статус у силу вказівки закону.

По-друге, торговець цінними паперами може провадити дилерську діяльність, якщо він здійснив сплату грошовими коштами статутного капіталу у розмірі не менш як 500 тис. грн, брокерську діяльність — не менш як 1 млн грн. Тобто, за даних обставин указані суб'єкти мають дотримуватися імперативного правила щодо формування статутного капіталу виключно грошовими коштами та у певному розмірі.

По-третє, дилери та брокери виступають на ринку в ролі своєрідних інвестиційних посередників. Проте лише дилеру належать дві функції: на первинному ринку вони здійснюють операції з випуску цінних паперів і стають їх власниками для подальшого перепродажу; на вторинному — здійснюють підтримку фондового ринку, покладаючи на себе зобов'язання з котирування цінних паперів, формують рівень цін на організованому ринку цінних паперів, що підлягають публічному котируванню, тобто оголошенню на біржі або в системі позабіржової торгівлі¹.

По-четверте, в межах дилерської діяльності учасник торгівлі може брати на себе додаткові зобов'язання по забезпеченню ліквідності. Подібні дії учасника торгівлі торкаються передусім процесу формування ринкової вартості конкретних цінних паперів, у зв'язку з чим їх виділяють у окрему категорію суб'єктів під назвою маркет-мейкерів².

По-п'яте, брокери завжди діють на фондовому ринку як посередники (закритого або відкритого типу), тобто виражають волю та інтереси своїх клієнтів. Дилери діють від власного імені та за власний рахунок. Однак мета дилера полягає у перепродажу і знаходиться поза межами укладеного біржового договору.

¹ Портфельне інвестування : Навч. посібник / А.А. Пересада, О.Г. Шевченко, Ю.М. Коваленко, С.В. Урванцева. — К.: КНЕУ, 2004. — С. 185—186.

² Галанов В.А. Рынок ценных бумаг / В.А. Галанов, А.И. Басов. — М.: Финансы и статистика, 2006. — С. 218.

По-шосте, брокери та дилери зобов'язані забезпечувати належне збереження комерційної таємниці, що стосується їх клієнтів. Способи зберігання та обробки, обсяг комерційної таємниці визначаються укладенням цивільно-правовим договором між брокерами (дилерами) і клієнтами. Виняток з наведеного правила становить надання такої інформації на правомірну вимогу уповноважених державних органів.

По-сьоме, при здійсненні брокерської та дилерської діяльності вказані суб'єкти позбавлені права задовольняти вимоги кредиторів за рахунок цінних паперів і грошових коштів, що належать клієнтам на праві власності або на іншому титульному праві. Брокери та дилери не мають права здійснювати дії, направлені на передоручення виконання замовлень третім особам. Втім, сторони в договорі мають право наділити правом передоручення брокера або дилера. Брокерам і дилерам заборонено здійснювати брокерську й дилерську діяльність з цінними паперами, стосовно яких не зареєстровано інформацію про випуск та/або не здійснено реєстрацію випуску в порядку, визначеному чинним законодавством; здійснювати обмін одних цінних паперів на інші, якщо в ньому задіяні цінні папери, емітентом яких є торговець або його афілійовані особи, тощо¹.

Подібність здійснюваних функцій при здійсненні брокерської та дилерської діяльності привела до того, що досить часто посередники, які беруть участь в операціях з купівлі—продажу цінних паперів, функціонують як брокерсько-дилерські компанії, об'єднуючи функції дилерів і брокерів.

Яскравим прикладом компаній, що надають широкий спектр послуг, є брокерсько-дилерські американські компанії типу *Dean Witter Reynolds, Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith, E.F. Hutton & Company Inc.* В якості спеціалізованої компанії, як приклад, можна навести американську фірму «Лебенталь енд компані» (*Lebental & Co*), яка працює виключно з муніципальними облігаціями².

Андеррайтинг

Андеррайтинг є видом діяльності з торгівлі цінними паперами. Як специфічний вид діяльності на фондовому ринку він ви-

¹ Портфельне інвестування : Навч. посібник / А.А. Пересада, О.Г. Шевченко, Ю.М. Коваленко, С.В. Урванцева. — К.: КНЕУ, 2004. — С. 184.

² Дегтярева О.И. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / О.И. Дегтярева, Н.М. Коршунов, Е.Ф. Жуков. — М.: Юнити-Дана, 2004. — С. 157—158.

ник у 40–50-х роках ХХ ст. і вже з того часу зарекомендував себе як ефективний і зручний механізм розповсюдження випуску цінних паперів¹

Нормативним базисом для правового регулювання андеррайтингу як виду діяльності з торгівлі цінними паперами є Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок». З урахуванням зазначеного нормативно-правового акту *андеррайтинг* — це різновид торгівлі цінними паперами, що являє собою діяльність, сутність якої проявляється у розміщенні (підпискою, продажем) цінних паперів торговцем цінними паперами *за дорученням, від імені та за рахунок емітента*, яка здійснюється андеррайтером за умови наявності сплаченого грошовими коштами статутного капіталу у розмірі не менш як 7 млн грн.

Отже, з огляду на національну правову модель андеррайтингу варто підкреслити, що таке розміщення цінних паперів здійснюється лише на підставі правової конструкції доручення. Натомість законодавство деяких держав підтримує інший підхід до розуміння андеррайтингу, адже дозволяє андеррайтеру діяти *як від власного імені, так і від імені емітента*. Зокрема, такий нормативний підхід є характерною рисою англо-американської правової системи.

Якщо розміщення цінних паперів здійснюється із залученням андеррайтера, інформація про це має бути відображена в рішенні про випуск цінних паперів. У разі, коли емітент користується послугами андеррайтера щодо розміщення випуску цінних паперів, проспект емісії погоджується з андеррайтером на підставі ч. 5 ст. 30 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»².

За умови відкритого або закритого розміщення цінних паперів договір про андеррайтинг повинен відповідати вимогам типового договору. Типовий договір про андеррайтинг затверджений Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження форми Типового договору про андеррайтинг» від 18 листопада 2008 р. № 1336³.

¹ Маслова-Юрченко К. Визначення андеррайтингу в законодавстві України / К. Маслова-Юрченко // Цивільне право. — жовтень 2009. — С. 106—110.

² Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

³ Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження форми Типового договору про андеррайтинг» від 18 листопада 2008 р. № 1336 // Офіційний вісник України. — 2008. — № 99. — Ст. 3277.

Андеррайтер, укладаючи договір з клієнтом, має право на винагороду. Типовий договір про андеррайтинг, затверджений Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження форми Типового договору про андеррайтинг», не містить обмеження щодо розміру винагороди андеррайтера. Як наслідок андеррайтинг є доволі привабливим з точки зору прибутків. Між тим, високі прибутки співрозмірні з ризиками розміщення. Зниження таких ризиків здійснюється в європейських державах за рахунок створення синдикатів і консорціумів, між якими відповідні ризики перерозподіляються. Зокрема, такий механізм зниження ризиків діє у Швейцарії¹. У Російській Федерації законодавець обрав інший шлях розвитку андеррайтингу й обмежив граничний розмір винагороди — 10 % ціни розміщення².

На андеррайтера покладається обов'язок організації обліку розміщення випуску цінних паперів емітента при їх розміщенні, зокрема обліку осіб, серед яких розміщуються іменні цінні папери. При цьому слід враховувати особливості обліку форми існування цінних паперів.

Якщо матимуть місце нереалізовані цінні папери, то у андеррайтера виникає обов'язок здійснити їх повний або частковий викуп за фіксованою ціною. Останній здійснюється на умовах комерційного представництва. Умова про повний або частковий викуп нереалізованих цінних паперів і фіксована ціна узгоджуються у договорі андеррайтингу.

Інформація, що надається за договором андеррайтингу, є конфіденційною. Андеррайтер та емітент позбавлені права розкривати, розголошувати, опубліковувати і надавати іншим чином таку інформацію третій особі без попередньої письмової згоди один одного, крім випадків, передбачених законодавством. Андеррайтер складає та надає емітенту в письмовій формі звіт про результати розміщення цінних паперів емітента. Його звіт має відображати таку інформацію, якої достатньо для складання та затвердження звіту про розміщення цінних паперів.

Світовій практиці відома значна кількість видів андеррайтингу, що групуються на підставі різноманітних критеріїв. Так, відомий андеррайтинг на основі твердих зобов'язань (*bought deal*,

¹ Нобель П. Швейцарское финансовое право и международные стандарты / П. Нобель; [пер. с англ.]. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 834.

² Телюкина М.В. Комментарий к Федеральному закону «Об акционерных обществах» (постатейный) / М.В. Телюкина. — М.: Волтерс Клувер, 2005. — С. 240—241.

firm commitment)¹, андеррайтинг «найкращих зусиль» (*best effort underwriting*)², конкурентний і неконкурентний андеррайтинг, андеррайтинг з авансуванням чи без авансування емітентом³ та ін.

На практиці андеррайтинг набув широкого розповсюдження щодо розміщення облігацій, а не акцій.

Діяльність з управління цінними паперами

У доктрині цивільного права під діяльністю з управління цінними паперами розуміється здійснення юридичною особою або індивідуальним підприємцем від свого імені і за винагороду протягом відповідного строку довірчого управління переданими цій особі у володіння та належні іншій особі в інтересах цієї особи або вказаних цією особою третіх осіб: цінними паперами; грошовими коштами, призначеними для інвестування у цінні папери; грошовими коштами та цінними паперами, що отримуються у процесі управління цінними паперами⁴.

Якщо звернутися до чинного законодавства України, можна віднайти дещо інше визначення діяльності з управління цінними паперами. Відповідно до ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» *діяльність з управління цінними паперами* — це спеціальна строкова діяльність, яка здійснюється торговцем цінними паперами від власного імені за плату на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами та грошовими коштами, призначеними для інвестування в цінні папери, а також отриманими в процесі цього управління цінними паперами та грошовими коштами, які належать на праві власності установнику управління, в його інтересах або в інтересах визначених ним третіх осіб, за умови наявності сплаченого у грошових коштах статутного капіталу у розмірі не менш як 7 мільйонів гривень.

¹ Dictionary of Finance and Investment Terms / AllBusiness.com, Inc. — 1999–2009. // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.allbusiness.com/glossaries/fi m7commitment/495075671.html>

² Dictionary of Finance and Investment Terms / AllBusiness.com, Inc. — 1999–2009. // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.allbusiness.com/glossaries/b st7effort/495187071.html>

³ Кмузов А.Ю. Андеррайтинг на российском рынке ценных бумаг: Автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / А.Ю. Кмузов. — М., 2007 — С. 9—10.

⁴ Анисимова Т. В. Доверительное управление на рынке ценных бумаг: Дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03 / Т.В. Анисимова. — Саратов, 2001. — 193 с; Хромушин С.В. Доверительное управление в качестве профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (правовые аспекты): Дис. ...канд. юрид. наук: 12.00.03 / С.В. Хромушин. — М., 2000. — 180 с.

З огляду на наведені визначення поняття «управління цінними паперами» слід відмежовувати від поняття «володіння цінними паперами». На розмежуванні згаданих понять акцентує увагу й Пленум Верховного Суду України¹.

Не слід забувати, що Україна належить до континентальної системи права, яка не дозволяє застосовувати правову конструкцію «розщепленої власності». Тому в країнах цієї системи права найпоширенішою підставою управління цінними паперами є саме цивільно-правовий договір як зобов'язальна конструкція. Як наслідок, у цивільному праві України була застосована договірна модель правового регулювання управління цінними паперами. Договір управління цінними паперами належить до різновиду договору управління майном, який уже виступає самостійним договірним типом, тому і врегульований окремою главою 70 «Управління майном» Цивільного кодексу України. Проте, з огляду на об'єкт розглядуваного зобов'язання слід враховувати і специфіку таких правовідносин. Тому відповідно до ст. 1045 ЦК України особливості управління цінними паперами встановлюються законом.

Окремо слід відзначити, що за своїм правовим результатом договір управління цінними паперами необхідно віднести до договорів про надання послуг.

Торговець цінними паперами називається управителем. Особа, що здійснює управління цінними паперами, іменується управителем. Законодавство не містить обмежень щодо особи установника управління, договору управління цінними паперами. Тобто торговець цінними паперами наділений правом укладати такі договори як з фізичними, так і з юридичними особами. Втім, торговець цінними паперами позбавлений права укладати договір про управління цінними паперами з компанією з управління активами на підставі імперативного положення ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

Об'єктом управління виступають емісійні цінні папери. Слід підтримати тезу про те, що значна кількість видів цінних паперів, у тому числі будь-які векселі та чеки просто не в змозі слугувати об'єктом розглядуваного договору². Якщо цінні папери виражені

¹ О практике рассмотрения дел о наследовании: Постановление Пленума Верховного Суда Украины от 24 июня 1983 г. // Бюл. законодательства и юрид. практики Украины. — 1993. — № 2. — С. 76—81.

² Гражданское право: в 4 т. Т. 4: Обязательственное право / [отв. ред. Е.А. Суханов.] — 3-е изд., перераб. и доп. — М.: Волтерс Клувер, 2006. — С. 280.

у бездокументарній формі, вони позбавлені ознак речей. У такому разі об'єктом управління будуть *права*, посвідчені бездокументарним цінним папером (наприклад, майнові права, корпоративні права, зобов'язальні права). В цьому випадку виокремлення бездокументарних цінних паперів здійснюється управляючим у системі ведення реєстру цінних паперів. Указані цінні папери не обліковуються на особовому рахунку зареєстрованої особи, в інтересах якої діє управитель¹. В юридичній літературі з цього приводу вказується, що об'єктом управління при бездокументарній формі цінних паперів слід вважати лише майнові права².

Торговець цінними паперами зобов'язаний виконувати доручення клієнтів за договорами про управління цінними паперами на найвигодніших для клієнта умовах.

Відповідно до імперативного правила ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» сума договору про управління цінними паперами з одним клієнтом — фізичною особою має становити не менше суми, еквівалентної 100 мінімальним заробітним платам³. У такий спосіб законодавець вказує на гранично можливу суму договору. Якщо вказане правило не буде дотримане, договір управління цінними паперами вважатиметься недійсним.

Якщо управитель здійснює управління емісійними цінними паперами не одного, а кількох клієнтів і при цьому мають місце ознаки інвестування в юридичному сенсі, то за цих обставин слід підтримати точку зору, за якою управителя слід визнати інституційним інвестором. Прихильником наведеної точки зору є А.В. Майфат⁴.

У разі, коли цінні папери належать на праві власності державі, то законодавство може передбачати адміністративне управління такими цінними паперами. Зокрема, згаданий механізм відомий Російській Федерації.

¹ Российское предпринимательское право: учебник / Д.Г. Алексеева, Л.В. Андреева, В.К. Андреев [и др.]; отв. ред. И.В. Ершова, Г.Д. Отнюкова. — М.: Проспект, 2011. — С. 552.

² Гражданское право: в 4 т. Т. 4: Обязательственное право / [отв. ред. Е.А. Суханов.] — 3-е изд., перераб. и доп. — М.: Волтерс Клувер, 2006. — С. 280.

³ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

⁴ Майфат А.В. Гражданско-правовые конструкции инвестирования: монография / А.В. Майфат. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 122.

§ 5.4. Правова характеристика діяльності з управління активами інституційних інвесторів

Діяльність з управління активами інституційних інвесторів є одним з видів професійної діяльності на фондовому ринку. Нормативно-правову основу її здійснення складають Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»¹, Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»², Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення»³, Закон України «Про господарські товариства»⁴, Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»⁵, Закон України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування»⁶, Закон України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму»⁷, а також Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів»⁸ та ін.

Нормативне визначення діяльності з управління активами інституційних інвесторів міститься у ст. 18 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». Відповідно до згаданої норми діяльність з управління активами інституційних інвесторів — це

¹ Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.

² Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

³ Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 9 липня 2003 р. № 1057-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 47-48. — Ст. 372.

⁴ Закон України «Про господарські товариства» від 19 вересня 1991 р. № 1576-XII // Відомості Верховної Ради України. — 1991. — № 49. — Ст. 682.

⁵ Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 р. № 2299-III // Відомості Верховної Ради України. — 2001. — № 21. — Ст. 103.

⁶ Закон України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» від 9 липня 2003 р. № 1058-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 51. — Ст. 376.

⁷ Закон України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму» від 28 листопада 2002 р. № 249-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 1. — Ст. 2.

⁸ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів» від 2 листопада 2006 року № 1227 // Офіційний вісник України. — 2006. — № 49. — Ст. 3270.

професійна діяльність учасника фондового ринку — компанії з управління активами, що провадиться нею за винагороду від свого імені або на підставі відповідного договору про управління активами інституційних інвесторів.¹

Однак, відповідно до п. 2 Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів», особами, що провадять діяльність з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами) є компанії з управління активами (далі — КУА), професійні адміністратори недержавних пенсійних фондів щодо активів фонду, банки щодо активів створених ними корпоративних пенсійних фондів у випадках, передбачених законодавством. Тобто легальне визначення не включило діяльність більшості вказаних осіб.

З урахуванням наведеного *діяльність з управління активами інституційних інвесторів* можна визначити як виключну, ліцензовану професійну діяльність учасника фондового ринку, що провадиться ним за винагороду від свого імені або на підставі відповідного договору про управління активами інституційних інвесторів.

Під виключністю діяльності слід розуміти неможливість компанії з управління активами поєднувати власну діяльність з іншими видами професійної діяльності на фондовому ринку. Виняток з цього правила становить діяльність з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів інститутів спільного інвестування у випадках, що прямо передбачені законом.

Враховуючи положення розділу третього Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів»², особа, яка здійснює управління активами інституційних інвесторів, виконує певний спектр функцій. До основних функцій такої особи слід віднести наступні. Вона аналізує стан активів, що належать інституційному інве-

¹ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

² Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів» від 2 листопада 2006 р. № 1227 // Офіційний вісник України. — 2006. — № 49. — Ст. 3270.

сторю та знаходяться в її управлінні, й активи, в які планується здійснити інвестування. За даних обставин активи аналізуються з фінансово-правової точки зору. Особа, яка здійснює управління активами інституційних інвесторів здійснює моніторинг вартості активів, що належать інституційному інвестору та знаходяться в її управлінні в розрізі необхідного часового проміжку. Зазначена особа проводить розрахунок правових і фінансових ризиків при здійсненні інвестування активів, що належать інституційному інвестору і знаходяться в її управлінні, здійснює розрахунок дохідності та ризиковості інвестиційного портфеля інституційного інвестора. Особа, яка здійснює управління активами інституційних інвесторів складає та надає до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку звітність та іншу інформацію відповідно до законодавства.

Не можна обійти увагою й реалізацію функції по забезпеченню режиму конфіденційності щодо планування інвестиційної діяльності інституційного інвестора, яка впливає зі змісту договору, укладеного між інституційним інвестором та управителем активами інституційних інвесторів. Відповідним договором управління активами можна визначити строк і порядок збереження конфіденційної інформації. При цьому не слід забувати про наявність функції управителя про забезпечення розкриття інформації відповідно до законодавства. Тобто, конфіденційна інформація, що окреслена договором управління активами, може бути надана управителем органам державної влади лише на підставі прямо передбаченої нормативної вимоги.

Центральне місце серед осіб, які здійснюють управління активами інституційних інвесторів, займають компанії з управління активами інституційних інвесторів. Враховуючи положення ст. 3 Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» *компанія з управління активами інституційних інвесторів* (далі — компанія з управління активами або КУА) — це господарське товариство, яке здійснює професійну діяльність з управління активами інституційних інвесторів на підставі ліцензії, що видається Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Основні обов'язки компанії з управління активами або особи, яка здійснює діяльність з управління активами інституційних інвесторів, детально регламентовані розділом 4 Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про особли-

вості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів»¹. Зокрема, вказані особи зобов'язані управляти активами інституційного інвестора відповідно до вимог законодавства та укладеного договору.

Порушення нормативних правил або положень договору відповідно тягне своїм наслідком відповідальність публічного або приватного характеру. Згадані особи зобов'язані формувати інвестиційні портфелі відповідно до інвестиційної декларації з метою отримання максимального доходу при мінімально можливих ризиках. Проте, при цьому слід враховувати умови, зазначені у договорі про управління активами. Неврахування або неповне врахування договірних умов при формуванні інвестиційного портфелю буде вказувати на порушення договору та спричинить негативний наслідок для управителя у вигляді договірної відповідальності. Наступним обов'язком є визначення кон'юнктури ринку цінних паперів, ризику вибору контрагента й інших факторів ризику. Управитель в обов'язковому порядку визначає економічні та юридичні чинники ризику. Також має місце обов'язок щодо аналізу інформації щодо зміни вартості цінних паперів і прийняття оперативних та зважених рішень щодо цінних паперів, які знаходяться у портфелі інституційного інвестора. Рішення мають ґрунтуватися на дотриманні нормативно-правових актів і положеннях договору.

Ще одним обов'язком виступає здійснення вимоги надання звіту про здійснення операцій з цінними паперами від торговця цінними паперами. Така вимога має бути дотримана не пізніше наступного робочого дня, після проведення операцій з цінними паперами. Форма звіту встановлюється сторонами договору управління активами. Враховуючи положення Закону України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму»² компанії з управління активами або особа, яка здійснює діяльність з управління активами інституційних інвесторів, зобов'язані дотримуватися вимог законодавства у сфері запобігання та

¹ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів» від 02 листопада 2006 № 1227 // Офіційний вісник України. — 2006. — № 49. — Ст. 3270.

² Закон України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму» від 28 листопада 2002 р. № 249-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 1. — Ст. 2.

протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом. Зокрема, вони зобов'язані здійснити розробку по-перше, правил проведення фінансового моніторингу і, по-друге, програми його здійснення, що має ґрунтуватися на положеннях, установлених відповідним законодавством. На вказаних осіб покладається обов'язок здійснювати ідентифікацію і повідомлення спеціально уповноваженого органу виконавчої влади з питань фінансового моніторингу про осіб, що виконують фінансову операцію, та її характер у разі встановлення, що ця операція містить конкретні ознаки такої, що згідно із Законом України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму»¹ підлягає фінансовому моніторингу.

Залежно від виду учасника професійної діяльності з управління активами інституційних інвесторів та змісту договірних зобов'язань вони можуть наділятися й іншими обов'язками.

Складність і багатогранність діяльності з управління активами інституційних інвесторів вимагає застосування специфічних підходів до оцінки її ефективності. Зазначимо, що українське законодавство не передбачає встановлення окремої категорії показників, які характеризують ефективність управління активами. У зв'язку з цим, аналізуючи чинне спеціальне законодавство фактично можна стверджувати про можливості оцінки ефективності діяльності з управління активами інституційних інвесторів як за допомогою загальних показників, що містяться у публічній інформації, так і через критерії, встановлені у договорі управління активами, який укладений між конкретною компанією з управління активами та інституційним інвестором. Існуючі в Україні методи оцінки ефективності управління активами інституційних інвесторів не є адекватними рівню розвитку цього виду фінансових послуг та не дають змоги отримати якісні результати, що призводить до необхідності розробки й обґрунтування методик оцінки ефективності управління активами інституційних інвесторів в Україні².

¹ Закон України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму» від 28 листопада 2002 р. № 249-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 1. — Ст. 2.

² Рудой В. М. Оцінка ефективності управління активами інституційних інвесторів / В. М. Рудой // Науковий вісник НЛТУ України. — 2011. — Вип. 21.3. — С. 239—245.

§ 5.5. Правова характеристика депозитарної діяльності

Сучасний фондовий ринок не може існувати без такого виду професійної діяльності як депозитарна діяльність.

Передумовами виникнення депозитарної діяльності на фондовому ринку стала необхідність зберігання цінних паперів та обслуговування операцій по них. Одними з перших споживачів депозитарних послуг стали брокери, які депонували цінні папери (як свої власні, так і ті, що належать їх клієнтам) у біржовий депозитарій і таким чином скорочували строки поставки цінних паперів при зміні власника в результаті біржових торгів¹. За рахунок цього сформувалася потужна депозитарна система, що на сучасному етапі розвитку правового регулювання фондового ринку складається із сукупності учасників, котрі надають послуги в сфері зберігання цінних паперів і реалізації відповідних зобов'язань емітентів і прав володільців цінних паперів. Її учасники, крім функції зберігання цінних паперів, стали забезпечувати гарантіями збереження цінних паперів протягом усього періоду їх знаходження у власності інвестора, а також реалізовувати охоронювану функцію та забезпечувати дотримання прав інвестора, що впливають з цінного паперу.

В доктрині окреслена діяльність розглядається як надання послуг щодо зберігання (депонування) цінних паперів та виконання доручень по реалізації прав, що засвідчені цінними паперами². В юридичній літературі також можна віднайти розуміння депозитарної діяльності як діяльності по наданню послуг щодо зберігання сертифікатів цінних паперів та (або) обліку і переходу прав на цінні папери³. Існує й інша точка зору, за якою депозитарна діяльність і діяльність з ведення реєстру відрізняються лише документообігом та проведенням по рахунку. Сутність же депозитарію за даних обставин полягає в іншому. Адже, як не раз зазначалося в літературі, основним призначенням депозитарію є зберігання цінних паперів у фізичному вигляді, облік прав по них (виключно

¹ Галанов В.А. Рынок ценных бумаг : учебник / В.А. Галанов, А.И. Басов. — М. : Финансы и статистика, 2006. — С. 228.

² Дегтярева О.И. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / О.И. Дегтярева, Н.М. Коршунов, Е.Ф. Жуков. — М.: Юнити-Дана, 2004. — С. 173.

³ Коммерческое (предпринимательское) право: учебник: в 2 томах Т.1 [под ред. В.Ф. Попондопуло]. — М.: Проспект, 2010. — С. 555.

по паперах, які зберігаються) і виконання функцій номінального утримувача¹.

Із врахуванням положень ч. 8 ст. 1 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні»² та ст. 19 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»³ депозитарна діяльність — це діяльність по наданню послуг щодо зберігання цінних паперів незалежно від форми їх випуску, відкриття та ведення рахунків у цінних паперах, обслуговування операцій на цих рахунках (включаючи кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів) та обслуговування операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів⁴.

Депозитарну діяльність здійснюють депозитарії. Досліджуючи поняття «депозитарій», варто звернутися до етимології даного поняття та зазначити, що у перекладі з французької мови — *depot* — буквально означає склад чи сховище, а у широкому значенні — місце зберігання депозитів (вкладів). В юридичній літературі іноді терміном «депозитарій» позначають як місце зберігання цінних паперів, так і професійного учасника фондового ринку, який надає депозитарні послуги.

Враховуючи тенденції міжнародного права не можна не згадати визначення депозитарію, запропоноване Комісією ООН по праву міжнародної торгівлі. Так, депозитарій — це організація, основна функція якої полягає у підтриманні електронної системи рахунків у центральному реєстрі⁵. Наведене визначення зорієнтоване на систему центрального депозитарію та дематеріалізацію цінних паперів.

Чинне законодавство також містить визначення даного поняття. Відповідно до ч. 1 ст. 10 Закону України «Про Національну

¹ Майфат А.В. Гражданско-правовые конструкции инвестирования: монография / А.В. Майфат. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 124.

² Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 р. № 710/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1998. — № 15. — Ст. 67.

³ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

⁴ Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 р. № 710/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1998. — № 15. — Ст. 67.

⁵ Рабочий документ, предоставленный Рабочей группе по электронной торговле на ее тридцать восьмой сессии: возможная будущая работа в области электронной торговли: передача прав на материальные товары и другие права: записка секретариата (A/CN.9/WG.IV/WP.90) / Ежегодник Комиссии ООН по праву международной торговли. Т. 32. — 2001. — С. 307.

депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» депозитарій являє собою юридичну особу, яка створюється у формі публічного акціонерного товариства, учасниками якого є 10 і більше зберігачів, і яка здійснює депозитарну діяльність.

Виходячи з легального визначення, слід констатувати, що законодавець ставить досить жорсткі вимоги до депозитарія. По-перше, ним може бути лише юридична особа, що створена у формі публічного акціонерного товариства. По-друге, законодавець ставить вимогу щодо мінімально граничної кількості учасників депозитарію. По-третє, учасниками можуть бути лише зберігачі. По-четверте, вказане публічне акціонерне товариство має здійснювати депозитарну діяльність. Окрему увагу законодавець звертає на те, що частка одного учасника в статутному капіталі депозитарію не може перевищувати двадцяти п'яти відсотків цього капіталу, що має становити не менш як 15 мільйонів гривень, а розмір власного капіталу клірингового депозитарію має становити не менш як 25 мільйонів гривень¹.

З огляду на основні ознаки та юридичну природу розглядуваного поняття можна навести його визначення. Так, *депозитарій* — це професійний учасник ринку цінних паперів, який є юридичною особою у формі публічного акціонерного товариства, учасниками якого є визначена законом кількість зберігачів і який здійснює депозитарну діяльність.

Функції депозитарію яскраво проявляються через спектр здійснюваних ним послуг в основі яких знаходяться зберігання, облік та обслуговування операцій з цінними паперами. Найпоширенішими є послуги депозитарію зі знерухомлення цінних паперів, переведення цінних паперів з документарної у бездокументарну форму, реєстрації депозитарію як номінального утримувача в реєстрі власників іменних цінних паперів, обслуговування рахунків у цінних паперах тощо.

Положенням ст. 10 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» окреслено коло клієнтів депозитарію. Зокрема такими клієнтами можуть виступати: 1) зберігачі, які уклали з ним депозитарний договір; 2) емітенти щодо рахунків власних емісій, від-

¹ Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 р. № 710/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1998. — № 15. — Ст. 67.

критих на підставі договорів про обслуговування емісії цінних паперів; 3) інші депозитарії, з якими укладено договори про кореспондентські відносини. З огляду на імперативний характер даної статті Закону слід зазначити, що перелік клієнтів депозитарію слід розглядати як виключний.

Депозитарії надають комплекс послуг на оплатній основі. Ціна послуг депозитарію формується з фактичних витрат і винагороди. Як правило, оплата цих послуг здійснюється на підставі заздалегідь затверджених тарифів. Останні можуть бути твердими, тобто такими, що містять фіксовану плату за послугу або містити тарифну вилку вартості послуг. Тарифна вилка вартості послуг передбачає наявність ціни, яка коливається в граничних межах, визначених депозитарієм. Максимальний розмір тарифів обмежується Національною комісією з цінних паперів і фондового ринку за погодженням з Антимонопольним комітетом України на підставі імперативного правила, наведеного у ч. 4 ст. 10 «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні».

У багатьох державах діють різноманітні системи депозитаріїв. Відомі як централізовані, так і децентралізовані депозитарні системи. Система центрального депозитарію існує у Франції (центральный депозитарій СИКОВАМ) і ФРН (центральный депозитарій *Deutsche Börse Clearing AG*). Система децентралізованого депозитарію притаманна Великобританії¹.

Багатьом державам притаманна багаторівнева система депозитаріїв, яка передбачає наявність двох рівнів. До верхнього рівня належать центральні депозитарії. До нижнього рівня належать депозитарії, так названого, другого рівня. Вказана дворівнева система відображена у Законі ФРН про зберігання цінних паперів, Законі Республіки Білорусь про депозитарну діяльність і центральний депозитарій цінних паперів у Республіці Білорусь, у Законі Республіки Узбекистан про діяльність депозитаріїв на ринку цінних паперів.

Своєрідним поштовхом до розвитку та поширення концепції центрального депозитарію стала доповідь міжнародної групи експертів — «Групи 30-ти», що була опублікована у 1989 р. і складалася з дев'яти рекомендацій по клірингу та розрахунках на сві-

¹ Галанов В.А. Рынок ценных бумаг : учебник / В.А. Галанов, А.И. Басов. — М. : Финансы и статистика, 2006. — С. 177.

тових фінансових ринках, зокрема рекомендації щодо створення центрального депозитарію на кожному з національних ринків¹. З часом ці рекомендації уточнювалися та доповнювалися і в 1999 р. *International Securities Services Association (ISSA)* опублікувала оновлені рекомендації «Групи 30-ти»², де помітним є чітке розширення рекомендації № 3, що стосується розвитку інституту центрального депозитарія. Необхідність створення даного інституту пов'язана з тим, що цінні папери до виникнення рекомендацій «Групи 30-ти» оберталися, переважно в документарній формі. Проте, постійне збільшення обсягів торгів і, як наслідок, зростання ризиків, пов'язаних з постійною зміною місць зберігання та обліку, привели до необхідності переведення їх у бездокументарну форму обліку прав на цінні папери за допомогою застосування інституту центрального депозитарію. В окреслених рекомендаціях наголошується на тому, щоб у центральному депозитарію зберігалася максимальна кількість цінних паперів, що торгуються на внутрішньому ринку: акції, облігації, варанти, а також інші види інструментів, як іменні, так і на пред'явника. Вищезазначені рекомендації також являють собою авторитетне відображення бачення лідерів сегмента обігу цінних паперів та кваліфікованих експертів практичних напрямів розвитку світового ринку цінних паперів. Рекомендації «Групи 30» не втратили свого значення і тепер використовуються державами у національному законодавстві.

Український законодавець запровадив дворівневу Національну депозитарну систему, яка складається з нижнього та верхнього рівнів. Відповідно до ч. 1 ст. 2 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні»³ нижній рівень депозитарної системи складають дві категорії суб'єктів, а саме: зберігачі, які ведуть рахунки власників цінних паперів, і реєстратори власників іменних цінних паперів. Верхній рівень депозитарної системи формують Національний депозитарій України і депозитарії, що ведуть рахунки для зберігачів і здійснюють кліринг і розрахунки за угодами що-

¹ Доклад группы 30-ти // [Электронный ресурс] — Режим доступа: <http://www.aecsd.com/common/img/uploaded/files/analytics/publications/group30.pdf>

² G30 / ISSA Recommendations: 1998/1999 Status Review // [Электронный ресурс] — Режим доступа: <http://www.issanet.org/pdf/issa-g30-1999.pdf>

³ Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 р. № 710/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1998. — № 15. — Ст. 67.

до цінних паперів, установлюють договірні двосторонні повнофункціональні кореспондентські відносини щодо цінних паперів між собою, а також зобов'язані мати спеціальний рахунок у цінних паперах у кожному іншому депозитарії та відкривати такі рахунки всім іншим депозитаріям.

Таким чином, в Україні функції центрального депозитарію виконують Національний депозитарій України; Міжрегіональний фондовий союз, що опікується корпоративними цінними паперами; Національний банк України (в сегменті державних цінних паперів). Досліджуючи діяльність центрального депозитарію, Є. Соколова дійшла висновку, що Національний депозитарій України є центральним елементом вітчизняної депозитарної системи, який забезпечує її формування та розвиток, функціонування єдиної системи обліку й обігу цінних паперів та інтеграцію національної депозитарної системи України у Міжнародну систему депозитарних установ, що забезпечують функціонування світових ринків капіталу¹. Важливим є те, що при здійсненні депозитарної діяльності в Україні суттєвого значення набувають фондові біржі та учасники організаційно оформленого позабіржового ринку, які відповідно до Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» можуть бути засновниками депозитарію.

Учасниками Національної депозитарної системи є юридичні особи. Відповідно до ч. 2 ст. 6 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні»² вони здійснюють наступні основні види діяльності. По-перше, вони здійснюють зберігання і обслуговування обігу цінних паперів на рахунках у цінних паперах. По-друге, учасники Національної депозитарної системи здійснюють обслуговування операції емітента щодо випущених ним цінних паперів. По-третє, вказані учасники здійснюють кліринг і розрахунки за правочинами предметом яких є цінні папери. Нарешті, по-четверте, вони на підставі відповідних договорів забезпечують ведення реєстрів власників іменних цінних паперів.

¹ Соколова Є. Депозитарно-клірингові системи / Є. Соколова // Цінні папери України. — 2002. — № 7-8. — С. 73—78.

² Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 р. № 710/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1998. — № 15. — Ст. 67.

Якщо звернути увагу на законодавство про цінні папери США або Республіки Казахстан, можна помітити, що законодавець поряд з депозитарною діяльністю виділяє *кастодіальну діяльність*, яку здійснюють кастодіани. Так, відповідно до ст. 1 Закону Республіки Казахстан «Про ринок цінних паперів», кастодіан — це професійний учасник ринку цінних паперів, що здійснює облік фінансових інструментів та грошей клієнтів і підтвердження прав по них, зберігання документарних фінансових інструментів клієнтів з покладенням на себе зобов'язань щодо їх схоронності та іншу діяльність¹. Вказана діяльність входить до інфраструктури фондового ринку.

Кастодіальну діяльність на фондовому ринку здійснюють, як правило банки, що отримали ліцензію на кастодіальну діяльність та сейфові операції. Об'єктами кастодіальної діяльності є грошові кошти та фінансові інструменти, що передані кастодіану на підставі договору про кастодіальне обслуговування. До відносин, що впливають з договору про кастодіальне обслуговування, слід застосовувати норми цивільного законодавства, які регулюють договірні відносини зберігання та доручення.

В українській доктрині та законодавстві відсутнє розмежування депозитарної та кастодіальної діяльності.

§ 5.6. Правова характеристика діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку (ринку цінних паперів) та клірингу

Організація торгівлі займає окреме місце серед правовідносин у сфері професійної діяльності на фондовому ринку і, безперечно, потребує виділення в окрему категорію для правової характеристики.

З урахуванням ст. 20 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» можна сформулювати визначення діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку.

Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку — це різновид професійної діяльності на фондовому ринку, що являє со-

¹ Закон Республіки Казахстан «О рынке ценных бумаг» от 02 июля 2003 г. № 461-ІІ // Ведомости Парламента Республики Казахстан. — 2003. — № 14. — Ст. 119.

бою діяльність професійного учасника фондового ринку (організатора торгівлі) зі створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно попиту і пропозиції, проведення регулярних торгів фінансовими інструментами за встановленими правилами, централізованого укладення й виконання договорів щодо фінансових інструментів, у тому числі здійснення клірингу та розрахунків за ними, та розв'язання спорів між членами організатора торгівлі.

Законодавство деяких держав розглядає діяльність з організації торгівлі на ринку цінних паперів через категорію послуг. Як приклад можна навести ст. 9 Федерального Закону Російської Федерації «Про ринок цінних паперів», де зазначається, що діяльністю з організації торгівлі на ринку цінних паперів є надання послуг, що безпосередньо сприяють укладенню цивільно-правових правочинів з цінними паперами між учасниками ринку цінних паперів.

З наведеного легального в Україні визначення випливає, що законодавець діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку виражає через діяльність спеціального суб'єкта — організатора торгівлі. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» не наводить визначення організатора торгівлі, а лише в ч. 2 ст. 20 вказує, що діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку здійснюється фондовими біржами. Визначення організатора торгівлі можна віднайти у Постанові Кабінету Міністрів України «Про затвердження порядків придбання у 2010 році облігацій внутрішньої державної позики і розміщення у 2010 році тимчасово вільних коштів єдиного казначейського рахунка та коштів валютних рахунків державного бюджету на депозитних рахунках» від 10 листопада 2010 р. №1024. Відповідно до п. 2 наведеної Постанови, організатор торгівлі — це фондова біржа, правила якої зареєстровані Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку і містять особливості організації та проведення біржових торгів облігаціями та процедури проведення аукціонів, яка має відповідне програмно-технічне забезпечення для укладення шляхом здійснення електронного документообігу договорів купівлі—продажу цінних паперів на певний строк із зобов'язанням їх зворотного викупу, підтримує власний капітал у розмірі не менше 40 млн грн і уклала договір з Міністерством фінансів Укра-

їни про надання послуг з організації проведення аукціонів¹. Як наслідок, до організаторів торгівлі законодавець не відносить організаторів позабіржової торгівлі на ринку цінних паперів. Тобто, їх діяльність на нормативному рівні не може розглядатися як діяльність з організації торгівлі.

Враховуючи той факт, що здійснення діяльності фондовою біржею торкається інтересів учасників торгівлі, законодавець відносить біржову діяльність до ліцензійної діяльності. Відповідна ліцензія видається Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Враховуючи ст. 20 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» можна стверджувати, що перелік діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку є невичерпним. Водночас законодавець виділяє чотири основних види такої діяльності.

По-перше, діяльність зі створення організаційних умов. У цьому випадку не можна не згадати про діяльність фондової біржі щодо організації торгів. Указана діяльність включає комплекс дій підготовчого характеру, що направлені на встановлення єдиних умов для укладення біржових правочинів на об'єктивних конкурентних засадах. Для цього фондова біржа організовує відповідно до встановлених правил прийняття пропозицій продажу цінних паперів, здійснює систематизацію прийнятих до продажу пропозицій цінних паперів. Вказані організаційні дії забезпечують рівні права учасників біржових торгів.

По-друге, діяльність зі створення технологічних умов. Безперечно, діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку направлена на відповідне технічне забезпечення приміщень для біржової торгівлі. Тобто приміщення торгівлі мають бути обладнані сучасними засобами комунікації (комп'ютерами, телефонами, офісною технікою) та мережами. Вказане технічне забезпечення приміщень дасть можливість учасникам торгів, що здійснюють свою діяльність на основі представництва, вчасно визначити об'єми наданих їм повноважень для вчинення біржових правочинів і відслідковувати динаміку показників, що впливають на попит і пропозицію.

¹ Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження порядків придбання у 2010 році облігацій внутрішньої державної позики і розміщення у 2010 році тимчасово вільних коштів єдиного казначейського рахунка та коштів валютних рахунків державного бюджету на депозитних рахунках» від 10 листопада 2010 р. № 1024 // Офіційний вісник України. — 2010. — № 86. — Ст. 3025.

По-третє, діяльність з формування інформаційних умов. Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку направлена на здійснення діяльності щодо інформування про цінні папери, запропоновані до продажу на торгах, а також інформування про укладені правочини, котирування цін, місце та час здійснення торгів. Відсутність або недостовірність вищенаведеної інформації позбавляє торги ознаки публічності. Більше того, вказана інформація має бути доступною для ознайомлення.

По-четверте, діяльність зі створення правових умов. Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку фондової біржі направлена на визначення та перевірку правового статусу потенційного учасника торгів. Якщо потенційний учасник торгів відповідає вимогам, встановленим у правилах торгівлі, фондова біржа допускає його до торгів на фондовій біржі. Зазвичай правила торгівлі фондової біржі передбачають порядок і підстави допуску такої особи на торги. Враховуючи те, що учасники фондової біржі здійснюють діяльність, що потребує спеціальних знань їх представників, фондова біржа ставить окремі вимоги до їх професійних знань. З цього приводу Н.І. Костіна, К.С. Марахов зазначили, що визначення суб'єктного складу в певній мірі дозволяє здійснити допуск на торги тих представників учасників, які наділені достатніми професійними знаннями¹. Вказане забезпечує правомірність діяльності на фондовому ринку через дотримання чинного законодавства та дійсність укладених біржових правочинів. У цьому контексті видається слушною теза про те, що особливе значення організаційно-правової діяльності біржі полягає у тому, що її здійснення відповідно до діючого законодавства є необхідною передумовою визнання того чи іншого правочину біржовим².

Окремо слід відмітити діяльність біржі щодо перевірки правових характеристик цінних паперів. Так, В.В. Оскольський підкреслив, що у функції біржі включається перевірка характеристик цінних паперів на предмет відповідності вимогам законодавства та безпосередньо допуск до торгів — дозвіл цінних паперів до реалізації³.

¹ Костіна Н.І. Проблеми формування фондового ринку в Україні Н.І. Костіна, К.С. Марахов // *Фінанси України*. — 2000. — № 2. — С. 30—36.

² Мальшев К. О биржевых фондовых сделках на срок // *Журн. гражданского и торгового права*. — 1871. — Кн. 3. — С. 353—432.

³ Оскольський В.В. Українська фондова біржа: працюємо на економіку / В.В. Оскольський // *Фінанси України*. — 2000. — № 2. — С. 50—53.

Підтримуючи вказану точку зору, Л.В. Панова деталізувала її вказівкою на те, що біржові торги можуть здійснюватися стосовно цінних паперів певного роду та якості, що допущені біржею до торгів¹.

§ 5.7. Діяльність щодо з'ясування взаємних зобов'язань (кліринг)

Організація розрахунків за біржовими правочинами впливає на виконання останніх. Із врахуванням ст. 1 Закону України «Про Національну депозитарну систему й особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», *кліринг* — це отримання, звірка та поточні оновлення інформації, підготовка бухгалтерських та облікових документів, необхідних для виконання угод щодо цінних паперів, визначення взаємних зобов'язань, що передбачає взаємозалік, забезпечення та гарантування розрахунків за угодами щодо цінних паперів.

В Україні кліринг і розрахунки за операціями щодо цінних паперів знаходяться на стадії становлення й здійснюються виключно *депозитаріями*. Однак з наведеного правила є виключення. Так, відповідно до ст. 8 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», банки, які є управителями, можуть здійснювати операції з поточного обслуговування відкритих на ім'я управителя рахунків у цінних паперах та здійснювати у грошовій формі розрахунки та кліринг.

Депозитарій з огляду на Положення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про розрахунково-клірингову діяльність за договорами щодо цінних паперів» від 17 жовтня 2006 р. № 1001² повинен отримати ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку розрахунково-клірингової діяльності. У разі наявності відповідної ліцензії депозитарій виступає у статусі клірингового депозитарію.

¹ Панова Л.В. Проблемы правового регулирования рынка ценных бумаг: Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / Л.В. Панова Л.В. — Х. Национальная юридическая академия Украины им. Ярослава Мудрого, 2002. — С. 47.

² Положення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про розрахунково-клірингову діяльність за договорами щодо цінних паперів» від 17 жовтня 2006 р. № 1001 // Офіційний вісник України. — 2006. — № 46. — Ст. 3098.

На відміну від національної системи клірингу іноземному фондовому ринку притаманна наявність спеціалізованих клірингових організацій та клірингових банків, які здійснюють зазначений вид діяльності. Зокрема, у Швейцарії кліринг проводить клірингове агентство, що призначається Швейцарською фондовою біржею (ст. 25 Правил допуску Швейцарської фондової біржі). Якщо клірингова організація виступає у статусі продавця для обох контрагентів або, навпаки, — покупця, її називають центральним кліринговим контрагентом. Вказана особливість не притаманна державам, де використовується двосторонній кліринг (наприклад, Данії).

Особливістю клірингових організацій є те, що вони можуть створюватися як для ведення розрахунків по конкретній торгівельній системі, так і для обслуговування всього національного ринку певної країни в цілому. Наприклад, у США до 1977 р. діяли окремі клірингові установи для Нью-Йоркської фондової біржі, Американської фондової біржі та торгової системи НАСДАК. У 1977 р. вони об'єдналися в Національну клірингову корпорацію (НKK) з цінних паперів, яка в даний момент обслуговує весь фондовий ринок США¹.

У Європі існує тенденція до об'єднання клірингових організацій. Воно здійснюється за принципом підпорядкування або рівності. Об'єднання клірингових організацій за принципом підпорядкування характерне для ФРН (наявність міжнародного центрального депозитарію — *Clearstream*). Об'єднання клірингових організацій за принципом рівності притаманне Великобританії (*CREST*). Однак у подальшому *CREST*, *CIK* (Бельгія), *Sicovam* (Франція), *Negicef* (Нідерланди), *Eurocler Bank* увійшли як дочірні компанії до холдингової компанії *Eurocler SA*². Не можна не відмітити того факту, що Європейський комітет по регулюванню сумнівних фінансових операцій здійснив критику вертикальної інтеграції розрахункових систем (Заява № 12 від 5 листопада 2001 р. «Вертикальна інтеграція європейських фондових ринків»).

¹ Дегтярева О.И. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / О.И. Дегтярева, Н.М. Коршунов, Е.Ф. Жуков. — М.: Юнити-Дана, 2004. — С. 168.

² Лукашов А.В. IPO от I до O: пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков / А.В. Лукашов. — 2-е изд., испр. и доп. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. — С. 260; Нобель П. Швейцарское финансовое право и международные стандарты / П. Нобель; [пер. с англ.]. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 759.

В літературі кліринговий процес поділяють на два елементи: 1) обробка самої транзакції, включаючи звірку доручень і неттінг; 2) управління контрагентським ризиком¹.

При цьому слід мати на увазі, що неттінг включає у себе як розрахунковий неттінг, так і ризик-неттінг. У деяких державах два види неттінгу можуть здійснюватися різними особами. Так, у Великобританії розрахунковий неттінг здійснюється депозитарієм, а ризиковий — Лондонською кліринговою палатою. В США обидва види неттінгу здійснюються однією кліринговою організацією.

Основними функціями осіб, котрі здійснюють кліринг, є: 1) здійснення розрахунків між учасниками торгів щодо фінансових інструментів; 2) функція платіжного агента щодо виплат доходів по фінансових інструментах, у тому числі при їх погашенні; 3) функція відкриття клієнтських рахунків для транзакцій грошових коштів за правочинами щодо купівлі—продажу цінних паперів і для отримання доходу по цінних паперах.

Кліринг і розрахунки за біржовими правочинами базуються на принципі «поставка проти платежу», який, до речі, не відображений на рівні закону в Україні. Це означає, що розрахунки за правочином здійснюються протягом певного проміжку часу після укладення правочину (наприклад, у день укладення правочину або на наступний день після укладення правочину). Тобто у вказаний день буде здійснена оплата за правочином і одночасно будуть передані цінні папери. Якщо цього потребує вид цінного паперу, то також буде відображений власник цінного паперу у відповідному реєстрі (наприклад, іменні бездокументарні цінні папери тощо). Таким чином, кліринг здійснюється за правочинами, строк виконання яких настає не пізніше початку розрахунків за результатами клірингу. Взаєморозрахунки за правочинами щодо цінних паперів здійснюються на підставі розрахункових документів. Відповідні розрахункові документи надаються сторонами відповідно до договорів, що передбачають перехід права власності на цінні папери, або до інформації, наданої фондовими біржами та організаційно оформленим позабіржовим ринком.

Початок клірингу залежить від моменту здійснення транзакції контрагентами. Закінченням клірингу можна вважати момент ви-

¹ Лукашов А.В. IPO от I до O: пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков / А.В. Лукашов. — 2-е изд., испр. и доп. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. — С. 257.

дачі розрахункового доручення. Після проведення розрахунків, передачі цінних паперів та за необхідності, внесення інформації про власника цінних паперів до відповідного реєстру (за умови, якщо цього потребує вид цінного паперу) біржовий правочин купівлі—продажу цінних паперів можна вважати виконаним.

Рух інформації при здійсненні клірингу та розрахунків забезпечується, як правило, спеціальними мережами зв'язку (наприклад, засобами *SWIFT*). Як наслідок, основною метою здійснення клірингу є гарантування виконання зобов'язань по біржових правочинах, у першу чергу, по грошових, швидкість проведення розрахунків.

§ 5.8. Окремі види договорів на фондовому ринку (ринку цінних паперів)

Варто відмітити, що збалансоване функціонування ринку цінних паперів у межах правового поля забезпечується окремими правовими конструкціями. До таких конструкцій, крім іншого, можна віднести правочини, а отже, і договори. Однак договори, які мають місце на ринку цінних паперів, зосереджують у собі певні особливості порівняно з договірними конструкціями в інших сферах. Зазначене впливає з юридичної природи об'єкта зобов'язання — цінного паперу та специфіки відповідних правовідносин. Адже в розглядуваних правовідносинах також задіяні спеціальні суб'єкти — торговці цінними паперами, організатори торгівлі тощо. Наприклад, відповідно до Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 31 липня 1998 р. «Щодо забезпечення укладення угод з купівлі—продажу цінних паперів лише на організаційно оформленому ринку» укладення правочинів з цінними паперами інвестиційно привабливих підприємств здійснюється торговцями цінними паперами лише через організаторів торгівлі, зареєстрованих Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Не зупиняючись на важливості депозитарної діяльності, супутніх послугах у цій сфері, підкреслимо, що учасники ринку цінних паперів вдаються переважно до застосування договірних конструкцій як форми вираження правовідносин, що опосередковують обіг цінних паперів.

Договір купівлі—продажу цінних паперів.

Безперечно, у цьому контексті не можна обійти увагою договір купівлі—продажу цінних паперів. У складній структурі механізму правового регулювання економічного обороту договір купівлі—продажу цінних паперів як гнучка та універсальна форма опосередковування цивільних відносин займає особливе місце в системі договорів. Договір купівлі—продажу цінних паперів належить до договорів, які регулюють зобов'язання щодо оплатної передачі цінних паперів.

Відповідно до ч. 4 ст. 656 ЦК України до договору купівлі—продажу цінних паперів застосовуються загальні положення про купівлю—продаж, якщо інше не встановлено законом про цей вид договору купівлі продажу або не впливає з їх суті. З огляду на наведену норму можна стверджувати, що для такого договору слід застосовувати положення параграфу 1 «Загальні положення про купівлю—продаж» глави 54 «Купівля—продаж» ЦК України з урахуванням спеціального законодавства про цінні папери.

Договір купівлі—продажу цінних паперів належить до договорів, які регулюють зобов'язання щодо оплатної передачі цінних паперів. Безумовно, укладаючи договір купівлі продажу цінних паперів слід виходити із положення ст. 655 ЦК України, за яким договір купівлі—продажу — це договір, за яким одна сторона, продавець передає або зобов'язується передати майно (товар) у власність другій стороні, покупцеві, а покупець приймає або зобов'язується прийняти майно (товар) і сплатити за нього певну грошову суму. Мета договору купівлі—продажу цінних паперів полягає у зміні правового режиму цінних паперів на оплатній основі. Тобто волевиявлення контрагентів направлене, так би мовити, на «перенесення» права власності на цінні папери від продавця до покупця на оплатних засадах еквівалентного характеру.

Досліджуючи і зіставляючи різні визначення сутності договору купівлі—продажу цінних паперів, можна охарактеризувати його наступним чином.

По-перше, договір купівлі—продажу цінних паперів належить до договорів, які спрямовані на передачу цінних паперів у власність на умовах оплатності. При укладенні такого договору відбувається зміна власника цінного паперу, тобто змінюється правовий режим майна шляхом передачі його продавцем покупцю, а покупцем сплачується взамін ціна цінного паперу.

По-друге, оскільки сторони несуть зустрічні права та обов'язки стосовно один одного з взаємообумовленим характером, договір купівлі—продажу цінних паперів належить до двосторонніх договорів.

По-третє, договір купівлі—продажу цінних паперів регулює відносини сторін, які характеризуються зустрічним наданням на підставі оплатно-еквівалентного виразу, як правило, у грошовій формі. Тобто при укладенні такого договору завжди має місце еквівалентна оплата цінного паперу покупцем продавцю.

По-четверте, договір купівлі—продажу цінних паперів за своєю конструкцією належить до гнучких правових форм. Згадана гнучкість форми дозволяє належним чином урегулювати різноманітні за своїм характером майнові правовідносини.

По-п'яте, договір купівлі—продажу цінних паперів належить до засобів регулювання відносин сторін, волевиявлення яких направлене на досягання взаємного інтересу та мети процесу товарно-грошового обміну у відповідній сфері.

По-шосте, договір купівлі—продажу цінних паперів визначає зміст суб'єктивних прав та обов'язків учасників договірних відносин. Тобто визначаючи права й обов'язки продавця та покупця, він чітко встановлює правове поле, в межах якого діють контрагенти.

По-сьоме, договір купівлі—продажу цінних паперів належить до універсальних засобів регулювання правовідносин сторін. Це спричинене тим, що зазначений договір не обмежує суб'єктний склад і не залежить від форми власності, організаційно-правової форми тощо.

Дискусійним залишається питання розмежування договорів купівлі-продажу цінних паперів на окремі види на підставі єдиних критеріїв. Зокрема, В.В. Вітрянський та Є.О. Суханов стверджують, що такі єдині критерії для розмежування окремих видів договорів купівлі—продажу взагалі відсутні¹.

Таким чином, договір купівлі—продажу цінних паперів можна визначити як консенсуальний, відплатний і двосторонній (взаємний).

Консенсуальний характер договору купівлі—продажу цінних паперів полягає в тому, що такий договір вважатиметься укладеним з моменту, коли сторони досягли обопільної згоди по всіх іс-

¹ Гражданское право Украины. Ч. 1. / [под ред. С. Слипченко]. — Харьков: Эспада, 2000. — С. 208.

тотних умовах договору купівлі—продажу, а не з моменту передачі цінних паперів від продавця покупцеві. Особливий порядок укладення або виконання такого договору (зокрема, коли момент укладення договору купівлі—продажу співпадає з передачею цінних паперів) не може свідчити про віднесення договору купівлі—продажу до реальних договорів.

Відплатний характер договору купівлі—продажу цінних паперів проявляється у тому, що продавець, передавши товар покупцю отримує оплату за нього від покупця. За даних обставин слід враховувати особливість фондового ринку, що полягає у здійсненні депозитарієм розрахунків за договорами щодо цінних паперів.

Договір купівлі—продажу є *двостороннім*, так як покупець і продавець мають зустрічні права та обов'язки. Так, покупець має одночасно право вимоги цінних паперів та обов'язок сплатити ціну за них, а продавець — одночасно має право вимоги сплати ціни цінних паперів та обов'язок передати (списати з рахунку) цінні папери. У цьому випадку має місце, як правило, зустрічне виконання на боці покупця у вигляді сплати за цінні папери продавцеві.

Правило зустрічного виконання на боці покупця не діє у разі укладення договору купівлі—продажу цінних паперів з попередньою оплатою. За цих обставин суб'єктом зустрічного виконання вважатиметься продавець, який зобов'язаний здійснити передачу цінних паперів після отримання ним від покупця попередньої оплати.

Основні конструктивні елементи договору купівлі—продажу цінних паперів.

Сторонами договору купівлі—продажу цінних паперів є *продавець і покупець*. За загальним правилом, продавцем та покупцем за цим договором можуть бути будь-які учасники цивільного обороту (зокрема, фізичні або юридичні особи). Але такий учасник цивільного обороту має відповідати певним вимогами. Зокрема, продавець і покупець повинні мати належний обсяг правосдатності та дієздатності. У цьому контексті до особливостей фондового ринку слід віднести те, що сторони через конструкцію посередницьких договорів доручають укладення договору купівлі—продажу цінних паперів торгівцям цінними паперами. Однак, права та обов'язки за договором у кінцевому підсумку набувають фактичний продавець і покупець цінних паперів.

Продавцем, як правило, є особа, яка володіє правом власності на цінний папір або обмеженим речовим правом щодо розпоря-

дження таким цінним папером. Так, відповідно до ст. 568 ЦК України право продажу товару, крім випадків примусового продажу та інших випадків, встановлених законом, належить власникові товару¹.

Цивільний кодекс України не роз'яснює, що потрібно розуміти під поняттям «примусовий продаж». Зокрема, ст. 28 Закону України «Про заставу»² вказує лише на примусовий продаж заставленого майна як на підставу припинення застави. Продаж цінного паперу через судові рішення і буде тим випадком, який вказує на примусовий продаж майна, що здійснюється продавцем (представник компетентного органу держави), який не є власником майна і не є законним представником власника майна.

Повноваження щодо розпорядження цінними паперами у розумінні товару може бути надано особі, яка не є їх власником і не має жодних обмежених прав щодо розпорядження таким майном. Так, відповідно до ст. 1011 ЦК України при укладенні договору комісії між комітентом (власником цінних паперів) і комісіонером останній діє від свого імені та виступає продавцем цих цінних паперів за договором купівлі—продажу.

На продавця покладається обов'язок повідомити покупця про права третіх осіб на цінні папери, що складають предмет договору купівлі—продажу цінних паперів, передати цінні папери покупцю та за необхідності здійснити відповідні реєстраційні процедури. Останнє має суттєве значення для купівлі—продажу іменних цінних паперів. Адже фактична передача іменних цінних паперів від продавця покупцю не дає можливості новому володільцю здійснювати свої права, у тому числі право на відчуження такого іменного цінного паперу, корпоративні права, що впливають з іменного цінного паперу. Виходячи із наведеного можливо припустити, що без здійснення перереєстрації іменних цінних паперів на покупця останньому не був переданий об'єкт купівлі—продажу (особливо якщо іменні цінні папери були випущені у безпаперовій формі)³.

¹ Офіційний вісник України. — 2003. — № 11. — Ст. 461.

² Відомості Верховної Ради України. — 1992. — № 47. — Ст. 642.

³ Габова А.В. О некоторых правовых аспектах призвания выпуска ценных бумаг несостоявшимся (о доле ценных бумаг, при размещении которой выпуск ценных бумаг признается несостоявшимся) / А.В. Габова // Юридический мир. — 1998. — июль. — С. 30—41

Покупцем за договором купівлі—продажу цінних паперів може бути будь-яка особа, яка є учасником цивільного обороту. За загальним правилом покупець набуває права власності на цінні папери, які він придбав у продавця. Однак особа може бути покупцем і не набути права власності на цінні папери. Зокрема, до таких осіб належать суб'єкти права оперативного управління та господарського відання. В даному випадку власником цінних паперів буде особа, яка володіє майном такої юридичної особи. Також до покупців, які не набувають права власності на цінні папери, належить комісіонер який виконує договір комісії.

Суб'єктний склад зазначеного договору має власні характерні особливості. Специфіка відносин купівлі—продажу цінних паперів визначає окремі умови участі у договорі купівлі—продажу, як покупця, так і продавця. Такі умови у ряді випадків впливають з публічної складової, яка може виражатися у формі норми закону (встановлення спеціальних правил), особливостей правового режиму цінних паперів або окремого виду договору тощо.

В договорі купівлі—продажу цінних паперів покупець і продавець взаємодіють на характерних договірному праву принципах свободи договору, рівності сторін, економічної незалежності. Особи на власний розсуд визначають необхідність укладення договору купівлі—продажу цінних паперів. Але є випадки, які містять виключення із даного правила. Зокрема, коли має місце зобов'язання щодо укладення такого договору купівлі—продажу, яке виникає на підставі вимоги до продавця, передбаченої чинним законодавством. Ще одним виключенням із загального правила є випадок добровільного взяття на себе зобов'язання. Зокрема, таке добровільне зобов'язання у особи може виникнути шляхом укладення попереднього договору купівлі—продажу на підставі ст. 635 ЦК України.

Умова про предмет посідає чільне місце серед конструктивних елементів договору купівлі—продажу цінних паперів. Вказане пояснюється досить складною юридичною природою цінного паперу, який є предметом договору. За загальним правилом цінному паперу притаманна подвійна речово-зобов'язальна юридична природа. За даних обставин слід враховувати, що цінний папір посвідчує «право на цінний папір», що відображає речове право та «право з цінного паперу», яке належить до зобов'язального права. Вказане слід враховувати при укладенні договору купівлі—продажу цінних паперів. У подальшій характеристиці дого-

вору купівлі продажу цінних паперів враховуватиметься лише речово-правова особливість предмета договору.

Більше того, юридична література не містить єдиного розуміння предмета договору купівлі—продажу. Відомо, що під предметом договору купівлі—продажу деякі автори розуміють сукупність наступних дій: дія продавця яка направлена на передачу товару покупцю; дія покупця, яка направлена на прийняття товару; дія покупця, яка направлена на сплату ціни за товар; дія продавця, направлена на прийняття сплати ціни товару. У такий спосіб предмет договору розглядається у вигляді сукупності дій.

На думку М.І. Брагінського, правовідносинам, які випливають з договору купівлі—продажу, притаманні два роди об'єктів: об'єктом першого роду буде дія зобов'язаної особи, а об'єктом другого роду буде річ, яка в результаті такої дії буде передаватися¹.

О.С. Іоффе вказував на те, що предмет (об'єкт) договору купівлі—продажу має виражатися не в одному, а в трьох об'єктах — матеріальному, юридичному та вольовому. Під матеріальним об'єктом договору купівлі—продажу він розумів майно, що продається, та грошову суму, яка сплачується за це майно. При чому матеріальними об'єктами може бути лише майно, яке не вилучене з цивільного обігу. Під юридичним об'єктом договору купівлі—продажу, на його переконання, слід було розуміти самі дії сторін по передачі майна і сплаті грошей, а вольовий об'єкт — це індивідуальна воля продавця та покупця в межах наявного законодавства².

Стосовно розмежування предмета та об'єкта договору купівлі—продажу цінних паперів варто звернути увагу на позицію законодавця, який під терміном «предмет договору» має на увазі його об'єкт, а саме товар — цінний папір.

Змісту глави 54 Цивільного кодексу України можна виокремити істотні умови договору купівлі—продажу цінних паперів.

Умова про *предмет* є істотною умовою договору купівлі—продажу цінних паперів. З точки зору реалізації принципу свободи договору, законодавчо не визначено перелік майна, яке може відноситися до предмета договору купівлі—продажу. Адже існування такого переліку значно звузило б можливість застосування

¹ Договорное право. Книга вторая: Договоры о передаче имущества. Изд. 4-е, стереотипное / М.И. Брагинский, В.В. Витрянский. — М.: Статут, 2002. — С. 23.

² *Іоффе О.С.* Избранные труды: в 4 т. Т.ІІІ Обязательственное право / О.С. Иоффе. — СПб.: Изд-во «Юридический центр Пресс», 2004. — С. 250.

конструкції договору купівлі—продажу в цивільному обороті. Втім, спеціальне законодавство про цінні папери містить норми, що виключають окремі цінні папери з предмета даного договору (наприклад, приватизаційні цінні папери). Відповідно до ч. 1 ст. 656 ЦК України предметом договору купівлі—продажу може виступати товар, який є у продавця на момент укладення договору або товар, який буде створений (придбаний, набутий) продавцем у майбутньому. Цивільний кодекс України, визначаючи предмет договору купівлі—продажу через поняття «товар», не розкриває зміст останнього. Враховуючи ч. 6 ст. 139 ГК України, товарами у складі майна суб'єктів господарювання визнаються як вироблена продукція (товарні запаси), так і виконані роботи та послуги¹.

Ряд науковців вказують на те, що поняття «товар» у договорі купівлі-продажу визначається як будь-які речі, як рухомі, так і нерухомі, індивідуально-визначені або родові². Так, В.П. Барбара під товаром розуміє лише окремі речі або їх сукупність (об'єкти природного походження та створені людиною матеріальні блага), які здатні за своїми властивостями задовольняти відповідні потреби людей³. Із вказаною позицією не погоджується Р.О. Стефанчук, вказуючи, що під поняттям «товар» доцільно розуміти речі, сукупність речей, а також майнові права та обов'язки⁴.

Виходячи із змісту ст.ст. 655, 656 ЦК України законодавець ототожнює поняття «майно» та поняття «товар». Так, ч. 2 ст. 656 ЦК України вказує на те, що предметом договору купівлі—продажу можуть бути також і майнові права. Норми ст. 656 ЦК України відносять майнові права до категорії товарів.

Як наслідок, норми ЦК України дають підстави визначити товар як майно у вигляді речей, сукупності речей, майнових прав та обов'язків. Визначаючи поняття «товар» через категорію речі та окремо через категорію майнових прав, можна дійти висновку, що поняття «річ» за обсягом не включає в себе поняття «майнові права», що суперечить ч. 2 ст. 190 ЦК України. Так, відповідно

¹ Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Офіційний вісник України. — 2003. — № 11. — Ст. 462.

² Брагинский М.И. Договорное право. Книга вторая: Договоры о передаче имущества. Изд. 4-е, стереотипное / М.И. Брагинский, В.В. Витрянский — М.: «Статут», 2002. — С.17.

³ Проблемні питання у застосуванні Цивільного та Господарського кодексів України / [під редакцією Яреми А.Г., Ротаня В.Г.] — К.: Реферат, 2005. — С. 241.

⁴ Договірне право. Особлива частина: навч. посіб. / Т.В. Боднар, О.В. Дзера, Н.С. Кузнецова та ін. / [за ред. О.В. Дзери]. — К.: Юрінком Інтер, 2009. — С. 15.

до ч. 2 ст. 190 ЦК України майнові права є неспоживчою річчю і визнаються речовими правами. Враховуючи зміст ч. 2 ст. 190 ЦК України, поняття «річ» має включати в себе поняття «майнові права».

У даному випадку до уваги слід взяти норму ст. 179 ЦК України, яка має спеціальний характер. Так, відповідно до ст. 179 ЦК України річчю є предмет матеріального світу, щодо якого можуть виникати цивільні права та обов'язки. Із зазначеної норми чітко зрозуміло, що майнові права не є предметом матеріального світу, а отже не можуть бути віднесені до категорії речей у договорі купівлі—продажу.

На основі наведеного та ст. 177 «Види об'єктів цивільних прав», ч.4 ст. 656 «Предмет договору купівлі—продажу» ЦК України можна прийти до висновку, що терміном «товар» охоплюються документарні цінні папери. Бездокументарні цінні папери не вписуються у запропоновану нашим законодавцем юридичну конструкцію речі. Вказане свідчить про те, що суспільні відносини щодо обігу цінних паперів вийшли за межі ст. 179 ЦК України, що потребує перегляду законодавчої конструкції речі або законодавчого розуміння бездокументарних цінних паперів.

До ознак предмета договору купівлі—продажу цінних паперів відносять вид, тип цінного паперу, форму випуску, форму існування цінного паперу, номінальну вартість цінного паперу, кількість цінних паперів.

Ціна цінного паперу є важливою ознакою договору купівлі—продажу цінних паперів. Враховуючи чинний ЦК України, умова про ціну є звичайною умовою для більшої частини договорів купівлі—продажу. Але з цього правила є винятки. Ціна вважатиметься істотною умовою договору на підставі норм ст. 706 ЦК України. У цьому контексті доречно навести точку зору Л.В. Панової, яка вважає, що ціна договору купівлі—продажу цінного паперу є істотною умовою такого договору¹.

Договірна ціна цінного паперу — це грошова сума, яка підлягає сплаті продавцем на користь покупця за договором купівлі—продажу цінних паперів. Договірна ціна цінного паперу визначається сторонами даного договору.

¹ Панова Л.В. Проблемы правового регулирования рынка ценных бумаг: Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / Л.В. Панова Л.В. — Х.: Национальная юридическая академия Украины им. Ярослава Мудрого, 2002. — С. 145.

Покупець на момент передачі (списання) цінних паперів за договором купівлі—продажу цінних паперів зобов'язаний сплатити визначену ціну продавцеві. За умови відсутності заборони у законодавстві про цінні папери та фондовий ринок сторони мають право визначити інший порядок сплати ціни у договорі купівлі—продажу цінних паперів (наприклад, може мати місце сплата ціни з відстрочкою у часі після отримання цінних паперів або попередня оплата ціни). Якщо договірна ціна цінного паперу не відображена у договорі купівлі-продажу цінних паперів, то виходячи з умов такого договору вона може бути визначена у спосіб, передбачений договором. Якщо за відсутності чіткої ціни з умов договору купівлі—продажу цінних паперів не можна встановити договірну ціну цінного паперу, то вона визначатиметься за правилами ст. 632 ЦК України. Відповідно до ч. 4 ст. 632 ЦК України якщо ціна у договорі не встановлена і не може бути визначена виходячи з його умов, вона визначається, виходячи із звичайних цін, що склалися на аналогічні товари, роботи або послуги на момент укладення договору¹.

Доручення

Наступною договірною конструкцією, яка використовується не тільки на первинному, але й на вторинному ринку, є доручення. Договір доручення належить до найуживаніших цивільно-правових конструкцій, що дозволяє суб'єктам звертатися за послугами до інших осіб (наприклад, до торгівців цінними паперами), які своїми діями набувають, змінюють або припиняють їх права та обов'язки у сфері обігу цінних паперів. Таке становище доручення спричинене прискоренням майнового обороту і водночас зручністю правозастосування у цій сфері.

Одразу варто відзначити, що договір доручення належить до форми представництва оскільки дії повіреного призводять до виникнення, зміни або припинення прав і обов'язків у довірителя.

У Цивільному кодексі України дорученню присвячена окрема глава 68 «Доручення», а у Рішенні Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління

¹ Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 44. — Ст. 356.

цінними паперами» від 12 грудня 2006 р. № 1449 міститься окремий розділ 8 «Вимоги до договору доручення».

Через правовий інструмент доручення учасники обігу цінних паперів на фондовому ринку опосередковано, тобто не самостійно, можуть реалізувати власні права та обов'язки або набути нових.

Виходячи із змісту ч.1 ст.1000 ЦК України *договором доручення* є договір, за яким одна сторона, повірений зобов'язується вчинити від імені і за рахунок другої сторони, довірителя певні юридичні дії.

Враховуючи те, що права та обов'язки можна набувати у різний спосіб, зокрема через вчинення дій (наприклад, створення речі) або юридичні акти (наприклад, придбання цінних паперів шляхом укладення договору купівлі-продажу), договір доручення має на меті покладення обов'язку на повіреного здійснити юридичні дії на користь довірителя. Будь-який правочин щодо відчуження цінних паперів, учинений повіреним у межах своїх повноважень, створює, змінює, припиняє цивільні права та обов'язки довірителя.

Договір доручення належить до категорії договорів про надання послуг через свій особливий предмет — посередницькі послуги, що не пов'язані зі створенням речі.

Договір доручення є *консенсуальним*, адже він вважається укладеним з моменту досягнення згоди між довірителем (торгівцем цінними паперами) і повіреним (наприклад, власником цінних паперів) по всіх його істотних умовах.

Законодавець презюмує *відплатність* договору доручення. Так, відповідно до ч.1 ст. 1002 ЦК України повірений має право на плату за виконання свого обов'язку за договором доручення, якщо інше не встановлено договором або законом. *Безвідплатним* договір доручення може бути лише у разі прямої вказівки на це в договорі доручення або в силу закону. Ознака відплатності тягне своїм наслідком *взаємність* договору доручення. Тобто на повіреного покладається обов'язок вчинити певні юридичні дії, а на довірителя — сплатити винагороду повіреному. Однак безвідплатний договір доручення теж може мати ознаку взаємності за умови, коли виконання доручення повіреним потребує витрат і обов'язок їх компенсації покладається на довірителя. Якщо безвідплатний договір доручення не містить ознаку взаємності, він належить до *односторонніх* договорів. Тобто, у повіреного наявний обов'язок вчинити визначені договором юридичні дії, а у до-

вірителя існує кореспондуюче право вимоги виконання такого обов'язку.

За даних обставин договір доручення покликаний врегулювати відносини між довірительом, зокрема, власником цінних паперів, та повіреним — торговцем цінними паперами. Таке регулювання правовідносин висвітлює внутрішню сторону представництва. Зовнішня сторона представництва підпадає під правове регулювання довіреності, що видається довірительом повіреному на підставі укладеного договору доручення на підставі ч.1 ст.1007 ЦК України. Тому договір доручення та довіреність не є взаємовиключними правовими конструкціями. Однак, коли довіреність повіреному не була видана, у ряді випадків підтвердити свої повноваження він може лише укладеним договором доручення. З цього приводу влучно зазначив В.А. Рясенцев, указуючи, що у цих випадках повірений, щоб підтвердити той факт, що він наділений повноваженням, управі пред'явити третій особі належним чином оформлений екземпляр договору доручення (якщо пред'явлення довіреності не встановлено в обов'язковому порядку). З тексту договору третій особі видно: а) повірений уповноважений виступати в якості представника; б) які дії він зобов'язаний вчинити¹.

Договору доручення притаманний *фідуціарний* характер. Тобто такий договір породжує між сторонами довірчі відносини. На думку А.О. Іванова, особисто-довірчий характер договору доручення може набувати, як правило, у відносинах лише за участю громадян². Однак, Цивільний кодекс України не виокремлює довірчий характер договору доручення в залежності від суб'єктного складу, що дозволяє не погодитися з таким висновком науковця. Наприклад, для особи є важливим звернутися саме до конкретного торговця цінними паперами, щоб він вчинив від його імені купівлю—продаж цінного паперу, адже вказаний торговець має бездоганну репутацію по певній категорії операцій на ринку цінних паперів і дотримується досить високих професійних вимог.

Особливість договору доручення полягає в тому, що підставою виникнення, зміни або припинення прав та обов'язків довірителя є правочин, укладений повіреним від його імені з третьою особою.

¹ Рясенцев В.А. Представительство в советском гражданском праве: Дис. ...д-ра юр. Наук / В.А. Рясенцев. — М., 1948. — С. 174.

² Гражданское право. Том 2. Учебник. Издание четвертое, переработанное и дополненное / [под ред. А.П. Сергеева, Ю.К. Толстого]. — М.: ООО «ТК Велби», 2003. — С. 645-646.

Виходячи зі змісту глави 68 «Доручення» Цивільного кодексу України сторонами договору доручення є *довіритель і повірений*. Цивільний кодекс України не містить спеціальних вимог щодо суб'єктного складу договору доручення. Тому на рівні кодифікованого акту можна стверджувати, що довірителем і повіреним може бути будь-який дієздатний суб'єкт цивільного права. Проте з огляду на ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» слід констатувати спеціальні вимоги до особи повіреного, адже він виступає у якості торговця цінними паперами. Ще одне виключення складає комерційне представництво засноване на договорі доручення. Адже відповідно до ч.1 ст. 243 ЦК України комерційним представником є особа, яка на постійній основі та самостійно виступає представником підприємців при укладенні ними договорів у сфері підприємницької діяльності.

У будь-якому випадку вчинена повіреним (торговцем цінними паперами) юридична дія має відповідати межах правоздатності довірителя. Така особливість спричинена тим, що правоздатність суб'єкта цивільного права визначає можливість набуття прав та обов'язків.

У сучасних умовах цивільного обороту все частіше застосовується термін «трансієздатність», що означає здатність набуття та здійснення прав та обов'язків через уповноважену особу — представника. Такий підхід дає можливість уникнути суперечок з приводу представництва у сфері правоздатності і перемістити акценти у бік дієздатності.

Виникнення, зміна або припинення прав та обов'язків довірителя залежать від волі та волевиявлення повіреного. Вчиняючи юридичну дію, повірений виражає через власну волю також волю довірителя. У даному випадку воля повіреного буде обмежена волею довірителя. За цих обставин має місце співпадіння волі повіреного та волі довірителя. Вихід повіреного за межі наданих довірителем повноважень тягне своїм наслідком виникнення у нього обов'язків по відношенню до особи, з якою був укладений правочин від імені довірителя. При запереченні укладеної повіреним угоди під впливом обману в розрахунок буде прийматися саме його воля, а не воля довірителя¹.

¹ *Крылов С.* Стороны в договоре поручения / С. Крылов // Хозяйство и право. — 1999. — № 8. — С. 21.

В юридичній літературі висловлювалася думка, за якою обмеження щодо можливості представника укладати угоди від імені того, кого він представляє, з самим собою, у своїх інтересах зараховують до з'ясування суб'єктного складу представництва¹. Тимчасом більш обґрунтованою є точка зору, за якою вважається, що за цих обставин ймиметься не стільки про з'ясування суті суб'єктного складу, скільки про характеристику змісту правовідносин.

Предметом договору доручення є посередницькі послуги у вигляді здійснення юридичних дій, що не пов'язані із створенням речі. Наприклад, до таких дій можна віднести дії по продажу цінних паперів торговцем цінними паперами. Відповідно до п. 1 розділу 7 «Вимоги до договору доручення» Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами» від 12 грудня 2006 р. № 1449 предметом договору доручення є надання послуг з купівлі, продажу або міні цінних паперів повіреним, який діє від імені та за рахунок довірителя².

Звертаючись до періоду дореволюційного цивільного права, слід підкреслити, що Д.І. Мейєр, А.А. Симолін, Г. Ф. Шершеневич схилялися до думки, за якою предметом договору доручення є саме юридичні дії повіреного. Проте в юридичній літературі існує й інша позиція щодо предмета договору доручення. Так, І. В. Шерешевський указував, що характер дій, які можуть бути предметом доручення, законом не визначається і не обмежується³. Виходячи з цього, він визнавав, що зміст доручення складають фактичні та юридичні дії. Водночас він підкреслював, що всі дії можуть мати юридичне значення. З огляду на таку позицію, законодавець у Цивільному кодексі 1922 р. відійшов від терміна «юридичні дії» та визначав предмет договору доручення через категорію «доручені довірителем дії».

¹ Гражданское право Украины. Ч.І / [под ред. Пушкина А.А., Самойленко В.М.]. — Харьков: Основа, 1996. — С. 235.

² Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами» від 12 грудня 2006 р. № 1449 // Офіційний вісник України. 2007. — № 6. — Ст. 235.

³ Шерешевский И.В. Представительство. Поручение и доверенность. Практический комментарий к ГК РСФСР / И.В. Шерешевский. — М.: Издательство «Право и жизнь», 1925. — С. 29—30.

Послуга вважається наданою належним чином навіть у випадку, коли бажаний результат не досягнутий. Тобто, для належного виконання договору доручення важливе значення має вчинення повіреним юридичних дій, окреслених договором доручення, а не результат який може виникнути внаслідок вчинення таких дій. Враховуючи ст.1003 ЦК України договір доручення та видана на його підставі довіреність мають містити чітко визначені юридичні дії, які належить учиняти повіреному. Законодавець також встановлює вимогу до таких дій торговця цінними паперами, вказуючи, що вони мають бути виключно правомірними, конкретними та здійсненими. Згадуючи про конкретність, у договір доручення має містити чітку однозначну вказівку довірителя стосовно умов, змісту та характеру юридичних дій, які необхідно вчинити торговцю цінними паперами. Такі дії мають бути виключно правомірними і не повинні порушувати права третіх осіб. Повірений позбавлений обов'язку вчиняти незаконні дії, хоч вони і визначені договором доручення. Більше того, якщо повірений у зв'язку з виконанням доручення вчинить неправомірні дії, визначені договором доручення, негативні наслідки у вигляді санкцій буде нести сам повірений. Здійсненність полягає у тому, що дії, визначені договором доручення повірений може фактично реалізувати дозволеними існуючими засобами. Норми ч. 2 ст. 1000 ЦК України містять правило, за яким сторони у договорі доручення можуть встановити виключне право повіреного на вчинення від імені і за рахунок довірителя всіх або частини юридичних дій, передбачених договором.

Не можна обійти увагою і строк у договорі доручення. Вважається, що строк договору доручення залежить від умов і характеру договору доручення. Останній може містити вказівку на період у часі, протягом якого повірений має право вчиняти дії, передбачені договором. Строк договору доручення може визначатися моментом у часі (наприклад, датою, годиною і т.п.), дією або подією. Відповідно до ст.1001 ЦК України договором доручення може бути визначений строк, протягом якого повірений має право діяти від імені довірителя. З огляду на диспозитивне правило вказаної норми можна зробити висновок, що договір доручення може бути і безстроковим.

Говорячи про строки у договорі доручення, що укладається на фондовому ринку, слід звернути увагу на те, що відповідно до п. 2 Розділу 8 Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондо-

вого ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами» договір доручення повинен містити строк та умови оплати цінних паперів або інших фінансових інструментів, які є об'єктами цивільних прав за договором. Якщо повірений зобов'язується за договором доручення вчинити договір щодо купівлі—продажу іменних цінних паперів, що існують у документарній формі, то потрібно вказати у договорі доручення строк і умови здійснення переходу прав власності на цінні папери.

Враховуючи презумпцію відплатності договору доручення, визначену ст.102 ЦК України, розмір плати повіреного та порядок її виплати мають бути передбачені сторонами у договорі. Якщо останній не містить розміру плати повіреного або порядку її виплати, то на підставі ч.2 ст.102 ЦК України вона виплачується після виконання доручення відповідно до звичайних цін на такі послуги. Якщо ж звернутися до п. 2 Розділу 8 Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами», то договір доручення повинен містити суму або орієнтовну суму договору, що розраховується відповідно до умов, визначених клієнтом з урахуванням видів разового замовлення.

Цивільний кодекс не містить спеціальних вимог до форми договору доручення. Тому до форми договору доручення слід застосовувати загальні правила щодо форми правочинів (ст.ст. 205—209 ЦК України). Втім, якщо вчиняється договір доручення на фондовому ринку, слід врахувати положення розділу 3 Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами»¹. Так, відповідно до п. 1 розділу 3 згаданого Рішення договори, зміни або розірвання договорів укладаються (вчиняються) торгівцем у письмовій формі у вигляді паперового або електронного документа з дотриманням

¹ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами» // Офіційний вісник України. — 2007. — № 6. — Ст. 235.

вимог законодавства. При цьому законодавець окремо акцентує увагу на тому, що договори, зміни або розірвання договорів, що укладаються (вчиняються) у вигляді паперового документа, повинні обов'язково засвідчуватися підписами уповноважених осіб сторін і печатками торгівця та клієнта/контрагента, якщо останнім є юридична особа-резидент (для юридичних осіб-нерезидентів — за наявності печатки).

Зміст договору доручення складають права та обов'язки повіреного і довірителя. Вони регламентуються загальними правилами гл. 17 ЦК України про представництво, спеціальними нормами гл. 68 «Доручення» ЦК України та положеннями договору доручення.

Основні *обов'язки повіреного* визначені в ст.ст. 1004—1006 ЦК України. Так, відповідно до ч.1 ст.1004 ЦК України повірений зобов'язаний вчиняти дії відповідно до змісту даного йому доручення. За загальним правилом йому забороняється відступати від доручення. Однак, повірений може відступити від змісту доручення, якщо цього вимагають інтереси довірителя (наприклад, укладення правочину на більш вигідних умовах, ніж передбачені договором доручення) і повірений не міг попередньо запитати довірителя або не одержав у розумний строк відповіді на свій запит. За таких обставин на повіреного покладається обов'язок повідомлення довірителя про допущені відступи від змісту доручення, як тільки це стане можливим.

Якщо має місце комерційне представництво, то в силу ч.2 ст.1004 ЦК України довіритель може надати право комерційному представнику відступати в інтересах довірителя від змісту доручення, не здійснюючи попереднього запиту про це. У даному разі в договорі встановлюється строк повідомлення про допущені відступи від доручення. Якщо договір такого строку не містить, на комерційного представника покладається обов'язок повідомляти про допущені відступи від доручення в розумний строк. Зі змісту ч.2 ст.1004 ЦК України впливає більш спрощений порядок відступу в інтересах довірителя від виконання доручення, що спричинене необхідністю прискорення обороту при здійсненні підприємницької діяльності. Крім цього, спрощений порядок відступу в інтересах довірителя від виконання доручення дає можливість більш гнучко реагувати на динаміку у сфері підприємницької діяльності і, як наслідок, змінювати умови укладення правочинів.

В силу ч. 1 ст. 1005 ЦК України на повіреного покладається обов'язок виконати дане йому доручення особисто. Такий обов'язок пов'язаний з ознакою фідучіарності договору доручення. Для довірителя є важливими особисті або професійні якості повіреного, які впливають на виконання доручення. Однак, з наведеного правила є виняток, визначений п.1 ч.2 ст.1005 ЦК України, що дозволяє здійснити заміну особи у зобов'язанні. По-перше, повірений має право передати виконання доручення іншій особі якщо договором доручення передбачена така можливість. По-друге, у повіреного виникає право передоручити виконання доручення за умови, коли він був вимушений до цього обставинами. Як у першому, так і в другому випадку метою передоручення має бути лише охорона інтересів довірителя. Здійснивши таке передоручення, повірений зобов'язаний негайно повідомити про нього довірителя. За умови виконання цього обов'язку на повіреного покладається лише відповідальність за вибір замісника. Відповідальність за безпосереднє виконання доручення нестиме замісник. Якщо ж замісник повіреного був указаний у договорі доручення, з повіреного знімається відповідальність за вибір замісника та за вчинені ним дії в силу ч. 3 ст. 1005 ЦК України. За будь-яких обставин довіритель залишає за собою право відхилити замісника, якого було обрано повіреним. Адже довірителя може не задовольнити особа замісника або його професійні якості, потрібні для належного виконання доручення.

Обов'язок повіреного вчиняти дії відповідно до змісту даного йому доручення тісно пов'язаний з обов'язком повідомляти довірителеві на його вимогу всі відомості про хід виконання його доручення. Адже довіритель має бути обізнаним про хід виконання доручення, так як саме для нього повірений набуває, змінює або припиняє права та обов'язки. Належне інформування довірителя може впливати на зміну змісту доручення для повіреного. Наприклад, повірений повідомив довірителя про те, що укласти договір купівлі-продажу визначеного товару неможливо через його високу ціну, що призвело до зміни довірителем ціни товару, а отже, і зміни змісту доручення.

В силу п. 2 ч.1 ст. 1006 ЦК України на повіреного покладається обов'язок після виконання доручення або в разі припинення договору доручення до його виконання негайно повернути довірителеві довіреність, строк якої не закінчився, а також надати звіт про виконання доручення та виправдані документи, якщо це

вимагається за умовами договору та характером доручення. Отже, такий обов'язок у повіреного виникає у разі дострокового припинення договору доручення або за умови його належного виконання. Як правило, обов'язок надати звіт і виправдні документи встановлюється у договорі доручення, коли зміст доручення передбачає вчинення великої кількості дій або складність доручення. Обов'язок повіреного надати звіт та виправдні документи також може виникнути, якщо це впливає із самої суті доручення (наприклад, здійснення розрахунків за договором, що був укладений повіреним від імені довірителя).

Норми ч. 1 ст. 1006 ЦК України вказують на обов'язок повіреного негайно передати довірителеві все одержане у зв'язку з виконанням доручення. На повіреного покладається вказаний обов'язок через те, що все одержане у зв'язку з виконанням доручення, належить саме довірителю. Ризик знищення або пошкодження майна, що знаходиться у повіреного переходить до довірителя у момент передачі такого майна. Якщо договір доручення був відплатним і довіритель не виконав або неналежно виконав своє зобов'язання по оплаті послуг повіреного, останній набуває право притримання речі, що була одержана у зв'язку з виконанням доручення на підставі ст. 594 ЦК України. Втім, якщо повірений придбав цінні папери для клієнта не у документарній, а в бездокументарній формі, такий спосіб забезпечення виконання зобов'язання застосувати не має можливості, адже річ, яка повинна бути притримана, у цьому випадку відсутня.

Основні *обов'язки довірителя* визначаються ст. 1007 ЦК України. З огляду на зміст цієї статті законодавець прямо не передбачив обов'язок довірителя наділити повноваженнями повіреного. Так, у силу вказаної імперативної норми довіритель зобов'язаний видати йому довіреність на вчинення юридичних дій, а отже, і наділити повіреного відповідними повноваженнями. Тому довіреність можна розглядати як належний доказ надання довірителем відповідних повноважень повіреному. Обсяг повноважень, відображений у довіреності, має відповідати обсягу повноважень, визначених договором доручення.

Відповідно до диспозитивного правила ч. 2 ст. 1007 ЦК України на довірителя покладається обов'язок, якщо інше не встановлено договором: 1) забезпечити повіреного засобами, необхідними для виконання доручення; 2) відшкодувати повіреному витрати, пов'язані з виконанням доручення. Отже, договором до-

ручення може бути передбачено звільнення довірителя від окреслених в ч. 2 ст. 1007 ЦК України обов'язків шляхом вказівки про це в договорі. Вказані обов'язки пов'язані з тим, що повірений здійснює дії для довірителя та їх вчинення може бути пов'язане з певними супутніми витратами або використанням окремих засобів. Якщо характер доручення пов'язаний з використанням повіреним грошових коштів, вони мають бути видані довірителем до моменту вчинення дії повіреним згідно доручення. Відмова довірителя надати такі грошові кошти знімає з повіреного обов'язок виконання доручення та надає йому право розірвати договір доручення, оскільки діяльність повіреного має здійснюватися виключно за рахунок довірителя.

За умови, коли заздалегідь передбачити розмір витрат, пов'язаних з виконанням доручення, неможливо, повірений має право використати власні кошти (наприклад, сплатити ціну за договором). Після виконання доручення довіритель зобов'язаний відшкодувати такі витрати повіреного.

Використаний законодавцем термін «засоби», які необхідні для виконання доручення, за своїм змістом є значно ширшим за термін «гроші» і також включає речі, необхідні повіреному для належного виконання зобов'язання (наприклад, документи, транспортні засоби тощо). Надані довірителем засоби для виконання доручення повіреним сприяють досягненню результату, необхідного довірителю. Однак, за змістом обов'язок останнього забезпечити повіреного засобами необхідними для виконання доручення не охоплює забезпечення повіреного відомостями, необхідними для належного виконання договору доручення.

Понесені повіреним витрати під час виконання договору доручення довіритель зобов'язаний відшкодувати незалежно від наявності ознаки відплатності або безоплатності договору доручення.

За загальним правилом витрати повіреного вважаються необхідними за умови, коли виконання доручення без них було б неможливим. Такі витрати повіреного підлягають відшкодуванню довірителем у повному обсязі. Якщо договором доручення визначені межі та чіткий спосіб здійснення витрат (наприклад, для виконання доручення передбачено використання лише громадського транспорту), а повірений, виконуючи доручення, перевищив їх ліміт або застосував інший спосіб здійснення витрат (наприклад, замість передбаченого договором залізничного транспорту,

використовував автомобільний транспорт), довіритель звільняється від обов'язку відшкодування витрат, що перевищили встановлений договором ліміт або здійснені в інший спосіб, ніж передбачено дорученням.

Будь-які витрати, пов'язані з виконанням доручення, зроблені повіреним за згодою довірителя або з наступним його схваленням, повинні бути відшкодовані у повному обсязі. Витрати, пов'язані з виконанням доручення, повинні бути відшкодовані повіреному незалежно від позитивного або негативного результату виконаного ним доручення.

Якщо договір доручення є відплатним, на довірителя покладається обов'язок оплатити послуги повіреного. Сторони можуть домовитися, що оплата таких послуг може бути здійснена як до, так і після виконання доручення. Договір доручення може містити умову про оплату послуг частинами. За цих обставин договір має містити графік сплати довірителем винагороди повіреному. Обов'язок довірителя по оплаті послуг повіреного не ставиться в залежність від того, чи виконане доручення призвело до позитивних або негативних наслідків для довірителя. За цих обставин має значення лише належне виконання обов'язків повіреним у відповідності з договором доручення.

Враховуючи положення ч. 3 ст. 1007 ЦК України на довірителя покладається обов'язок негайно прийняти від повіреного все одержане ним у зв'язку з виконанням доручення. Вказаний обов'язок пов'язаний з тим, що набуття, зміна або припинення прав або обов'язків повіреним здійснюється від імені довірителя, а тому з моменту виконання договору доручення в останньому виникає низка прав або обов'язків стосовно набутого. Наприклад, набуття довірителем через повіреного речі у власність породжує обов'язок у довірителя щодо утримання її в належному стані та в належних умовах. Однак факт відсутності фактичного вступу у володіння не позбавляє права довірителя уступити його третій особі.

Під припиненням договору доручення слід розуміти припинення існування взаємних прав та обов'язків його контрагентів. Правова регламентація припинення договору доручення визначена ст. 1008 ЦК України. Підстави припинення договору доручення варто поділити на два види. По-перше, слід виокремити загальні підстави припинення договору доручення із застосуванням правил ст. 651 — 653 ЦК України. По-друге, існують спеціальні підстави припинення договору доручення, що містяться в ч. 1

ст. 1008 ЦК України, а саме: 1) відмова довірителя або повіреного від договору; 2) визнання довірителя або повіреного недієздатним, обмеження його цивільної дієздатності або визнання безвісно відсутнім; 3) смерть довірителя або повіреного. До спеціальних підстав припинення договору доручення слід віднести анулювання або відкликання дозвільних документів повіреного, що дають йому право здійснювати певний вид доручення. Так, якщо буде здійснено анулювання або зупинення дії ліцензії торгівця цінними паперами, він буде позбавлений права провадити юридично значимі дії за раніше укладеними договорами доручення, а отже, договір доручення повинен припинитися. Проте, Цивільний кодекс України жодним чином не вказує на такі обставини.

Саме особистий та фидуціарний характер відносин між довірителем і повіреним вказує на можливість припинення договору доручення на вказаних у ч. 1 ст. 1008 ЦК України підставах. Слід підкреслити, що відмова сторони від договору доручення може бути висловлена у будь-який час незалежно від стадії виконання доручення. У разі відмови сторони від договору доручення законодавець нічим її не обмежує шляхом вказівки в ч. 2 ст. 1008 ЦК України на формулювання слів «у будь-який час». Цивільний кодекс України не передбачає спеціальних вимог щодо форми відмови від договору доручення. На практиці бажано здійснювати відмову від договору доручення у тій самій формі, в якій був укладений договір. Відмова від права на відмову від договору доручення є нікчемною в силу імперативного правила ч. 2 ст. 1008 ЦК України. Однак, відмова від договору доручення не позбавляє сторону, яка відмовилася, від негативних наслідків такої відмови в силу ч. 2 та ч. 3 ст. 1009 ЦК України.

В силу ч. 3 ст. 1008 ЦК України, якщо повірений діє як підприємець, сторона, яка відмовляється від договору, має повідомити другу сторону про відмову від договору не пізніше як за один місяць до його припинення, якщо більш триваліший строк не встановлений умовами договору. Вказаним правилом законодавець обмежив право довірителя у будь-який момент припинити договір доручення. Фидуціарний (довірчий) характер договору доручення не співвідноситься з таким законодавчим обмеженням прав довірителя. Адже у разі втрати довіри до особи повіреного або наявності порушень прав довірителя він повинен мати нічим не обмежене право на відмову від договору доручення.

Відповідно до п. 2 ч. 3 ст. 1008 ЦК України у разі припинення юридичної особи, яка є комерційним представником, довіритель набуває право відмовитися від договору доручення без попереднього повідомлення про це повіреному. Юридична особа—комерційний представник вважається припиненою у разі її ліквідації або в результаті злиття, приєднання, поділу, перетворення. Слід звернути увагу на те, що виділ юридичної особи, яка є комерційним представником, не породжує у довірителя права відмови від договору доручення без попереднього повідомлення про це повіреного. Вказаним правилом у п. 2 ч. 3 ст. 1008 ЦК України законодавець підкреслив, що виділ юридичної особи не впливає на фідучіарний характер відносин між комерційним представником і довірителем.

Положення ст. 1009 ЦК України містять спеціальні правила щодо наслідків припинення договору доручення. Так, відповідно до ч. 2 ст. 1009 ЦК України відмова довірителя від договору доручення не може бути підставою для відшкодування збитків, завданих повіреному припиненням договору доручення, крім випадку припинення договору, за яким повірений діяв як комерційний представник. А в силу ч. 3 ст. 1009 ЦК України відмова повіреного від договору доручення не визнається підставою для відшкодування збитків, завданих довірителеві припиненням договору, крім випадку відмови повіреного від договору за таких умов, коли довіритель позбавлений можливості інакше забезпечити свої інтереси, а також відмови від договору, за яким повірений діяв як комерційний представник. Указані норми містять загальне правило, за яким довіритель або повірений у випадку відмови від договору доручення не зобов'язаний відшкодовувати іншій стороні заподіяні цим збитки. Також законодавець наголошує на виключеннях з цього правила, пов'язаних з комерційним представництвом та відсутністю можливості забезпечення інтересів довірителя.

Комісія

Поняття договору комісії. Ускладнення цивільного обороту спричиняє необхідність правового забезпечення посередництва у сфері обігу цінних паперів, яке є основним фактором розвитку будь-якого ринку цінних паперів. На сучасному етапі договір комісії на ринку цінних паперів детально врегульовується положеннями глави 69 «Комісія» Цивільного кодексу України та Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку

«Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами».

Враховуючи положення ст. 1007 ЦК України *договір комісії* — це договір за яким одна сторона, комісіонер зобов'язується за дорученням другої сторони, комітента за плату вчинити один або кілька правочинів від свого імені, але за рахунок комітента.

Договір комісії відносять до договорів про надання посередницьких послуг нематеріального характеру. Тому він у зовнішньому вигляді подібний до договору доручення. Адже два договори вказують на послуги посередницького характеру та містять доручення. За цих обставин існує певна подібність у правових статусах повіреного та комісіонера. Проте, враховуючи главу 17 «Представництво» ЦК України, з вказаних договорів лише договір доручення направлений на *представництво* інтересів інших осіб. Натомість, у договорі комісії комісіонер заміщає особу, яка надала йому доручення. Як наслідок, дані договори наділені рядом спільних рис, однак їм притаманні суттєві відмінності.

В юридичній літературі ряд авторів кваліфікують комісію як різновид представництва. Наведений підхід спричинений двочленним поділом представництва. Так, В.І. Синайський розрізняє представництво в залежності від того, чи здійснює представник угоду прямо від імені особи, що представляють (пряме представництво) або приховано (побічне представництво)¹. Вказану теорію двочленного поділу представництва підтримував і О.С. Иоффе. В свою чергу, він зазначав, що повірений виступає від імені довірителя, а комісіонер — від власного імені, але водночас кожний з них здійснює угоди для іншої особи. Тому прийнято розмежовувати пряме представництво, що виникає на підставі договору доручення, і побічне представництво, яке встановлюється в силу договору комісії². З цього приводу слушно зауважив М.І. Брагинський, що немає підстав вважати представництво поняттям «родовим», яке охоплює рівною мірою два його види: доручення та комісію³.

¹ Синайський В.И. Русское гражданское право. Выпуск II. Обязательственное, семейное, и наследственное право / В.И. Синайский. — К.: Типография Р.К. Лубковского, 1915. — С. 154.

² Иоффе О.С. Избранные труды: в 4 т. Т. III Обязательственное право / О.С. Иоффе. — СПб.: Издательство «Юридический центр Пресс», 2004. — С. 516—517.

³ Брагинский М.И. Договорное право. Книга третья: Договоры о выполнении работ и оказании услуг. Издание дополнительное (3-й завод) / М.И. Брагинский, В.В. Витрянский. — М.: Статут, 2003. — С. 405—406.

Однак, відповідно до ч. 1 ст. 237 ЦК України представництвом є правовідношення, в якому одна сторона (представник) зобов'язана або має право вчинити правочин від імені другої сторони, яку вона представляє. Тобто за цивільним законодавством України представництвом буде вважатися лише вчинення правочину представником *від імені особи*, яку представляють. Як наслідок, законодавець не пов'язує представництво з договором комісії, де правочин вчиняється від власного імені комісіонера (ст. 1011 ЦК України).

Договір комісії, як і договір доручення, ставить за мету задоволення інтересів учасників відповідних відносин шляхом здійснення правочинів для іншої особи. Завдяки договірній конструкції комісії суб'єкти цивільного права набувають можливість здійснювати правочини у сфері обігу цінних паперів без особистої участі та уникати розголошення інформації про себе перед третіми особами. Шляхом реалізації власних прав та обов'язків через договір комісії вони здатні забезпечити збереження від оприлюднення своїх законних інтересів, що пов'язані з вчиненням правочинів у такий спосіб.

Вважається, що договір комісії породжує два види правовідносин. По-перше, він породжує внутрішні правовідносини, які визначають права й обов'язки лише між комітентом та комісіонером. Тобто, вказані правовідносини не породжують прав та обов'язків для третіх осіб у силу відсутності правового зв'язку між комітентом та третьою особою. На цей рахунок С.Н. Ландкоф влучно зазначив, що правова конструкція договору комісії є такою, що юридично комітент недосяжний для третіх осіб, і вони можуть пред'явити вимоги лише до тієї особи, з ким вони фактично уклали угоду. Так само треті особи недосяжні для комітента, який з юридичної точки зору може вимагати виконання договору лише з комісіонера¹. Правовідносини між комітентом та третьою особою можуть виникнути лише на підставі спеціального правового механізму уступки відповідних прав або переведення боргу комісіонером комітенту. Тому договірна конструкція комісії не має на меті встановлення договірних зв'язків між комітентом і третьою особою.

По-друге, договір комісії породжує зовнішні правовідносини, які визначають права й обов'язки між комісіонером і третіми

¹ Ландкоф С.Н. Особенности генерального договора комиссии в советском плане хозяйстве / С.Н. Ландкоф // ВСЮ. — 1928. — № 24. — С. 715.

особами. У цих правовідносинах не бере участі комітент, а отже, і не несе зобов'язань і ризиків, що впливають з договору, який укладається між комісіонером і третьою особою. За цих обставин комісіонер є повноцінним учасником договірних відносин по відношенню до третіх осіб. Однак, вступаючи у правовідносини з третіми особами, комісіонер позбавлений права виходити за межі даного комітентом доручення.

Зовнішні правовідносини комісіонера і третьої особи є похідними від внутрішніх правовідносин комісіонера та комітента. Внутрішні відносини визначають мету та сутність відносин комісіонера з третіми особами. Комісіонер вступаючи у відносини з третіми особами, керується умовами доручення комітента.

Враховуючи підприємницький характер і положення ст.ст. 1011, 1013 ЦК України, договір комісії належить до *відплатних* договорів. Наведене законодавцем у ст. 1011 ЦК України визначення договору комісії прямо передбачає плату за надані комісіонером посередницькі послуги. Адже комісіонер належить до осіб, які мають на меті отримання прибутку та професійно займаються наданням такого роду послуг. Положення ст. 1013 ЦК України встановлює обов'язок комітента виплатити комісіонеру плату в розмірі та порядку, визначеному договором комісії. При цьому вказаний обов'язок ґрунтується на прямій вказівці, що міститься в ст. 1013 ЦК України.

Договір комісії є *двостороннім* договором через те, що він містить взаємні права та обов'язки комітента і комісіонера. Для породження вказаних договірних прав та обов'язків необхідне зустрічне рефлекторне волевиявлення сторін договору.

Консенсуальний характер договору комісії проявляється в тому, що він вважається укладеним з моменту досягнення сторонами згоди за всіма істотними умовами договору. Це означає, що для укладення договору комісії, за яким комісіонер зобов'язується продати або купити майно, достатньо сторонам досягнути згоди стосовно умови про майно та про його ціну. В юридичній літературі обґрунтовувалася поодинокі точка зору, за якою договір комісії не можна визнати консенсуальним, а тому його слід віднести до реального договору¹. Більшість науковців не підтримали наведену точку зору. Так, М.І. Брагінський зазначав, що

¹ Комаров Б.К. Договор комиссии по советскому праву / Б.К. Комаров. — М.: Издательство МГУ, 1961. — С. 4.

у даному випадку йдеться все ж таки про консенсуальний договір, що виник з моменту досягнення сторонами згоди¹. В свою чергу, О.С. Іоффе підкреслював, що характеристика договору комісії як консенсуальної угоди, в жодному випадку не змінюється внаслідок того, що час прийняття комісіонером майна на комісію збігається з моментом укладення договору². Також не слід забувати про встановлену ч. 1 ст.640 ЦК законодавчу презумпцію консенсуальності будь-якого договору і відсутність у главі 69 «Комісія» ЦК України вказівки на необхідність передання майна, що характеризувала б договір комісії як реальний.

Сторони договору комісії. Враховуючи те, що комісійне правовідношення пов'язує лише осіб, які уклали між собою договір комісії, сторонами договору комісії виступають комітент і комісіонер.

Комітентом є фізична або юридична особа, в інтересах якої здійснюються правочини на підставі раніше укладеного договору комісії.

Комісіонером є особа, яка здійснює правочини від свого імені в інтересах комітента на підставі раніше укладеного договору комісії. В юридичній літературі були спроби здійснення класифікації комісіонерів. Так, П.П. Цитович поділяв комісіонерів за характером доручення: 1) комісіонери, що займаються купівлею товарів чи цінних паперів; 2) комісіонери, що займаються продаж товарів або цінних паперів; 3) комісіонери, котрі займаються страхуванням; 4) комісіонери, що займаються виконанням доручення з інкасо³.

Враховуючи положення ч. 2 ст. 1016 ЦК України, відповідно до якого за договором, укладеним з третьою особою, комісіонер набуває права навіть тоді, коли комітент був названий у договорі або прийняв від третьої особи виконання договору, варто погодитися з твердженням О.О. Красавчикова, який указував, що незважаючи на те, що третя особа є учасником комісійних відносин у стадії виконання договору, вона не є стороною комісійного зобов'язання⁴. Як наслідок, перехід прав між комітентом і третьою

¹ Брагинский М.И. Договорное право. Книга третья: Договоры о выполнении работ и оказании услуг.: Издание дополнительное (3-й завод) / М.И. Брагинский, В.В. Витрянский. — М.: Статут, 2003. — С. 427.

² Иоффе О.С. Советское гражданское право. В 3х томах. Т.2 / О.С. Иоффе. — Ленинград: Издательство ЛГУ, 1961. — С. 239-240.

³ Цитович П.П. Очерк основных понятий торгового права / П.П. Цитович. — Киев: Типография И.Н. Кушнерова и Ко, 1886. — С. 70.

⁴ Красавчиков О.А. Договор комиссии по советскому гражданскому праву / О.А. Красавчиков, В.С. Якушев. — Свердловск: СЮИ им. А.Я. Вышинского, 1957. — С. 9.

особою не породжує правовідносин між ними, за виключенням цесії. Тому у разі порушення власних прав і законних інтересів комітент або третя особа будуть вимушені звертатися із судовими позовами саме до комісіонера.

Цивільний кодекс України не містить спеціальних вимог до суб'єктного складу договору комісії. З огляду на вказаний кодифікований акт, сторонами договору комісії можуть виступати будь-які фізичні або юридичні особи з належною дієздатністю. Проте чинне законодавство містить окремі вимоги до суб'єктного складу договору комісії залежно від виду цінного паперу, щодо якого здійснюється комісійний договір. Так, відповідно до Закону України «Про ліцензування певних видів господарської діяльності» від 1 червня 2000 р. № 1775-III¹, продаж окремих видів цінних паперів, як то акцій, комісіонером може здійснюватися за умови, що він виступає у статусі суб'єкта, який має відповідний дозвіл — ліцензію. За цих обставин договір, укладений комісіонером з порушенням вимог законодавця до суб'єктного складу, визнається недійсним.

В силу ч. 1 ст. 1027 ЦК України договір комісії припиняється за умови смерті фізичної особи або ліквідації юридичної особи, яка виступала комісіонером. Натомість, смерть комітента є підставою для переходу прав та обов'язків, що випливають з договору комісії, до спадкоємців. Норми ч. 2 ст. 1027 ЦК України містять правило, за яким, якщо юридична особа-комісіонер припиняється і встановлюються її правонаступники, права та обов'язки комісіонера переходять до правонаступників, якщо протягом строку, встановленого для заявлення кредиторами своїх вимог, комітент не повідомить про відмову від договору. Враховуючи певний ступінь алеаторності договору комісії вказана норма надає комітенту право відмови від договору комісії у разі відсутності бажання вступати у комісійні відносини з правонаступником комісіонера. Така відмова має виражатися лише у вигляді дії комітента. Неповідомлення останнім про відмову від договору комісії правонаступника у певний строк вказує на згоду в зміні суб'єктного складу комісіонера.

Предмет договору комісії. Предметом договору комісії є посередницькі послуги, направлені на здійснення правочинів, не

¹ Закон України «Про ліцензування певних видів господарської діяльності» від 1 червня 2000 р. № 1775-III // Відомості Верховної Ради України. — 2000. — № 36. — Ст. 299.

обмежених особистим характером. Свого часу А.Г. Гойхбарг підкреслював, що предметом договору комісії можуть бути лише дозволені угоди. Якщо ж доручення комітента полягає в укладенні протизаконної угоди, то цей договір комісії слід визнати недійсним і його невиконання не тягне за собою відповідальності комісіонера перед комітентом за збитки, а здійснення такого договору не надає комісіонеру права вимоги відшкодування витрат і виплати комісійної винагороди¹. Цивільний кодекс України не містить заборони щодо укладення будь-яких правочинів щодо цінних паперів з використанням договору комісії. Тому за допомогою договірної конструкції комісії можна укладати як поіменовані, так і непоіменовані договори.

Предмет договору комісії можна розглядати у вузькому та широкому розумінні. У *вузькому розумінні* предмет договору комісії характеризується чіткою цілеспрямованістю на укладення договорів купівлі—продажу. Зокрема, В.А. Краснокутський розумів під предметом договору комісії здійснення юридичних угод лише з купівлі—продажу товарів і цінних паперів². Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку теж притримується вузького розуміння предмета договору комісії у сфері обігу цінних паперів. Так, відповідно до п. 1 розділу 7 «Вимоги до договору комісії, договору субкомісії» Рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами» предметом договору комісії є надання торгівцем (комісіонером) певного виду послуги з купівлі, продажу або міни цінних паперів чи інших фінансових інструментів від свого імені за рахунок та в інтересах клієнта (комітента)³.

У *широкому розумінні* під предметом договору комісії розуміються дії, спрямовані на укладення будь-яких правочинів виконання яких не потребує особистої участі комітента. Приблизно широким розумінням предмету договору комісії виступав

¹ Гойхбарг А.Г. Торговая комиссия: Практический комментарий к закону о договоре торговой комиссии / А.Г. Гойхбарг. — СПб.: Право, 1914. — С. 118.

² Краснокутский В.А. Договор комиссии / В.А. Краснокутский. — Сергеев: Издательство Наркомвнуторга СССР, 1925. — С. 15.

³ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами» від 12 грудня 2006 р. № 1449 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 6. — Ст. 235.

А.Г. Гусаков, який указував що предметом договору комісії може бути укладення будь-яких угод, для виконання яких не вимагається безпосередня участь комітента. Таким чином, угода отримує статус комісійної не на підставі предмета, а на підставі способу виконання доручення. Головним же об'єктом комісійного доручення є купівля та продаж. Крім того, на комісійних засадах здійснюється переказ грошей, отримання і провадження платежів, страхування¹. Деякі автори ще ширше тлумачать розуміння предмета договору комісії, підкреслюючи, що будь-яка угода (купівля—продаж, підряд, оренда) може бути предметом комісійної діяльності за умови, якщо вона відповідає вимогам цивільного законодавства².

Окрему точку зору щодо розуміння предмета договору комісії висловив В.А. Тархов. На його думку, предметом договору комісії є будь-які речі, які не вилючені з цивільного обороту³. Виходячи з окресленої точки зору не зрозуміло, яке місце в комісійному зобов'язанні займають дії комісіонера, спрямовані на здійснення правочину.

З огляду на юридичну природу договору комісії, найбільш удалим вбачається розуміння предмета договору комісії через призму широкого тлумачення. Тому предметом даного договору слід визнати посередницькі послуги, направлені на здійснення правочинів, які не обмежені особистим характером.

Ціна договору комісії. Договір комісії, будучи відплатним договором, має містити умову про комісійну плату. Деякі правники виокремлюють низку способів формування комісійної плати: а) за згодою сторін; б) на розсуд суду; в) ставки комісійної плати безпосередньо встановлені нормативно-правовими актами⁴. На практиці формування комісійної ціни за згодою сторін належить до найуживаніших, тому що відображає реальне волевиявлення обох контрагентів договору комісії.

Розмір і порядок сплати комісійної плати встановлюються сторонами договору комісії на власний розсуд. Відповідно до ч. 3

¹ Гусаков А.Г. Конспект лекцій по торговому праву. Ч. 2 / А.Г. Гусаков. — СПб., 1912. — С. 123—124.

² Советское гражданское право. В 2-х томах. Т. 2. / [под ред. О.А. Красавчикова]. — М.: Высшая школа, 1969. — С. 334.

³ Тархов В.А. Советское гражданское право: В 2-х частях. Ч. 2 / В.А. Тархов. — Саратов: Издательство Саратовского университета, 1979. — С. 146.

⁴ Граве К.А. Правовое регулирование товарооборота между городом и деревней / К.А. Граве, Б.А. Лисковец, И.Б. Новицкий. — М.: Госюриздат, 1956. — С. 243.

ст. 1013 ЦК України якщо договором комісії розмір плати не визначений, вона виплачується комісіонером після виконання комітентом договору комісії виходячи із звичайних цін за такі послуги. Тому відсутність указівки в договорі комісії на розмір комісійної плати не тягне своїм наслідком його недійсність.

Комісійна плата може виражатися у різних формах, зокрема, у твердій сумі, у процентному відношенні від суми правочину, який необхідно вчинити комісіонеру на виконання договору комісії (наприклад, договір комісії може містити положення про те, що у разі продажу комісіонером пакета цінних паперів він отримує 3 % від ціни договору купівлі—продажу цінних паперів) або в комбінованому вигляді. Встановлення комісійної плати у вигляді різниці чи її певної частини між визначеною комітентом ціною і ціною, за якою фактично укладається правочин, не може бути застосовано з огляду на ст. 1014 ЦК України. Адже відповідно до ч. 2 ст. 1014 ЦК України, якщо комісіонер вчинив правочин на умовах більш вигідних, ніж ті, що були визначені комітентом, додатково одержана вигода належить лише комітентові.

За загальним правилом сторони договору комісії можуть передбачити сплату комісійної плати в готівковому або безготівковому порядку. За договором комісії, що був укладений на фондовому ринку, сплата комісійної винагороди здійснюється у безготівковому порядку. Сплата комісійної плати може бути здійснена в порядку попередньої оплати по договору комісії. За цих обставин невиконання договору комісії з вини комісіонера (мається на увазі нездійснення заходів для належного виконання доручення) породжує у нього обов'язок повернути попередню оплату за договором комісії. Також на підставі ст. 1020 ЦК України комісіонер має право відраховувати належні йому за договором суми з усіх грошових коштів, що надійшли до нього для комітента, якщо інші кредитори комітента не мають переважного перед ним права на задоволення своїх вимог з грошових коштів, що належать комітентові. Враховуючи зазначену можливість комісіонер має право відрахувати належну йому суму комісійної плати з моменту надходження до нього грошових коштів для комітента.

Якщо комісіонер, виконуючи комісійні зобов'язання, поручився за виконання правочину третьою особою, у нього виникає право на додаткову плату на підставі ч. 2 ст. 1013 ЦК України. У разі, коли договір комісії не був виконаний з причин, які зале-

жали від комітента, комісіонер набуває право на комісійну плату на загальних підставах у силу ч. 4 ст. 1013 ЦК України.

У випадку розірвання або односторонньої відмови від договору комісії у комісіонера виникає право на плату за фактично вчинені дії щодо виконання комісійних зобов'язань на підставі ч. 5 ст. 1013 ЦК України. При цьому виникнення права на плату у комісіонера не залежить від того, хто саме зі сторін договору комісії ініціював його розірвання або відмовився від договору.

Від комісійної плати слід відмежовувати умову про ціну цінного паперу, за якою комісіонер зобов'язується купити або продати цінний папір. Указана ціна буде істотною умовою договору, який укладе комісіонер з третьою особою.

Строк договору комісії. Цивільний кодекс України не містить спеціальної вказівки щодо строку дії договору комісії. Через це в силу диспозитивного правила ч. 1 ст. 1012 ЦК України договір комісії може укладатися на будь-який строк або на невизначений строк. Вказане правило відображене й у п. 3 Розділу 7 Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами».

Строк договору комісії — це період у часі, протягом якого на комітента та комісіонера покладається обов'язок виконання зобов'язань, передбачених договором комісії. Слід розмежовувати строк договору комісії та строк здійснення правочину комісіонером. *Строк здійснення правочину комісіонером* — це період у часі, протягом якого комісіонер зобов'язаний вчинити на підставі договору комісії доручений правочин з третьою особою. З цього приводу влучно зазначив О.С. Іоффе, вказавши, що сторони можуть домовитись, якщо у разі настання встановленого строку укладення угоди не відбудеться, вони визначать новий строк із зазначенням у майбутній угоді змін (наприклад, зниження продажної ціни), що забезпечать більшу впевненість у тому, що угода відбудеться¹. Вказані строки не завжди збігаються. Строк здійснення правочину комісіонером може бути меншим або дорівнювати строку договору комісії.

Форма договору комісії. В дореволюційному праві Росії науковці вважали, що вимога щодо письмової форми договору комі-

¹ *Іоффе О.С.* Советское гражданское право: В 3х томах. Т. 2 / О.С. Иоффе. — Л.: Изд-во ЛГУ, 1961. — С. 243.

сії породжує певні труднощі для його сторін¹. Адже ускладнення форми договору завжди призводить до уповільнення руху цивільного обороту. На відміну від ЦК УРСР 1963 р., який містив імперативну вказівку на письмову форму договору комісії (ч. 1 ст. 396 ЦК УРСР 1963 р.), глава 69 «Комісія» ЦК України не передбачає спеціальних вимог до форми договору комісії. Тому слід керуватися загальними правилами глави 53 Цивільного кодексу України, що встановлюють вимоги до форми договору. Відповідно до ч. 1 ст. 639 ЦК України договір може бути укладений у будь-якій формі, якщо вимоги щодо його форми не встановлені законом. Якщо сторони домовились укласти договір у певній формі, він вважається укладеним з моменту надання йому цієї форми, навіть якщо законом вона для даного виду договорів не вимагалася (ч. 2. ст. 639 ЦК України). З огляду на вказані норми, законодавець надає право сторонам на власний розсуд укласти договір комісії в усній або письмовій формі. Більше того, ч. 4 ст. 639 ЦК України передбачає, що сторони за домовленістю мають право укласти договір комісії в складній письмовій формі (нотаріальне посвідчення договору). Втім, з огляду на п.1 Розділу 3 «Загальні вимоги до договорів» Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами» договори укладається торговцем виключно у письмовій формі у вигляді паперового або електронного документа з дотриманням вимог законодавства.

Відповідно до п. 3 розділу 3 «Загальні вимоги до договорів» Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами» від 12 грудня 2006 р. № 1449 крім істотних умов договору, у договорах обов'язково має бути зазначено: реквізити ідентифікації договору; реквізити сторін: для юридичної особи: повне або скорочене найменування (у разі наявності); код за ЄДРПОУ — для юридичної особи — резидента; номер реєстрації відповідно до торговельного, банківського або судового реєстру або реєстру місцевого

¹ Шершеневич Г.Ф. Курс торгового права. 3е изд. / Г.Ф. Шершеневич. — Казань: Типо-Литография Императорского университета, 1899. — С. 477.

органу влади іноземної держави про реєстрацію юридичної особи (далі — номер реєстрації) — для юридичної особи — нерезидента; для фізичної особи — прізвище, ім'я, по батькові (у разі наявності); серія і номер паспорта (або іншого документа, що посвідчує особу), дата видачі та орган, що його видав; для фізичної особи — резидента — реєстраційний номер облікової картки платника податків (у разі відсутності відповідно до законодавства — не зазначається); місцезнаходження сторін; серія, номер, дата видачі та строк дії ліцензії торговця на провадження відповідного виду професійної діяльності на фондовому ринку — діяльності з торгівлі цінними паперами; у разі, якщо клієнтом/контрагентом за договором є професійний учасник фондового ринку — торговець, вказуються серія, номер, дата видачі та строк дії його ліцензії на провадження відповідного виду професійної діяльності на фондовому ринку; відповідальність сторін і порядок розгляду спорів; порядок нарахування та сплати винагороди за надання послуг відповідно до договору (крім дилерського договору, договору на придбання та договору на виконання); порядок, термін (терміни) та спосіб (способи) надання торговцем звіту (звітів) клієнту (крім дилерського договору, договору на придбання та договору на виконання); відомості про засоби зв'язку між сторонами договору, а також відомості про уповноважених осіб сторін, через яких сторони підтримуватимуть зв'язок, у разі, якщо такими особами не є особи, що підписали договір¹.

Крім цього п. 3 розділу 6 «Вимоги до договору комісії та договору субкомісії» Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами» в імперативному порядку вказує, що договір комісії, крім вище наведених вимог, повинен містити: а) реквізити ідентифікації цінного паперу або іншого фінансового інструменту: вид цінного паперу чи іншого фінансового інструменту; найменування (позначення) деривативу, прийняте на фондовій біржі; найменування емітента цінного папера або іншого фінансового інструменту (або особи, яка видала цінний папір), прізвище, ім'я,

¹ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами» від 12 грудня 2006 р. № 1449 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 6. — Ст. 235.

по батькові (у разі наявності) особи, яка видала цінний папір; код за ЄДРПОУ — для емітента (або особи, яка видала цінний папір) — резидента, номер реєстрації — для емітента (або особи, яка видала цінний папір) — нерезидента, для фізичної особи, яка видала цінний папір, — реєстраційний номер облікової картки платника податків (у разі відсутності відповідно до законодавства не зазначається); номінальна вартість цінного паперу або іншого фінансового інструменту в разі наявності (сума векселя — для векселів, частка консолідованого іпотечного боргу на дату реєстрації випуску — для іпотечних сертифікатів участі, премія — для опціонних сертифікатів) — у національній чи іноземній валюті; форму випуску та форму існування цінного паперу; міжнародний ідентифікаційний номер цінних паперів (для емісійних цінних паперів, а також інших фінансових інструментів, якщо присвоєння цього коду для них передбачено законами України); інші реквізити ідентифікації відповідно до виду фінансового інструменту; б) кількість цінних паперів або інших фінансових інструментів; в) суму (орієнтовну суму) договору, що розраховується відповідно до умов, визначених клієнтом з урахуванням видів разового замовлення; г) термін/строк та умови оплати цінних паперів або інших фінансових інструментів, які є об'єктами цивільних прав за договором; ґ) строк та умови здійснення переходу прав власності на цінні папери або інші фінансові інструменти; д) обсяг повноважень та обов'язків торговця як керуючого рахунком у цінних паперах клієнта (клієнта торговця, який за договором субкомісії виступає комітентом, — для договорів субкомісії) та/або як особи, відповідальної за внесення змін до системи реєстру власників іменних цінних паперів; е) обов'язок клієнта переказати грошові кошти на поточний рахунок торговця для розрахунків за цінні папери або інші фінансові інструменти та обов'язок торговця за розпорядженням клієнта переказати грошові кошти, отримані в розрахунок за цінні папери або інші фінансові інструменти, на поточний рахунок клієнта; є) строк дії договору (за необхідності)¹.

У разі детального аналізу п. 3 розділу 3, п. 3 розділу 6 Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про за-

¹ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами» від 12 грудня 2006 р. № 1449 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 6. — Ст. 235.

твердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами» слід констатувати, що розглядувані нормативні вимоги слід віднести не до істотних умов договору, а до реквізитів, обов'язків та інших умов договору.

Зміст договору комісії. Зміст договору комісії складають права та обов'язки комісіонера та комітента. До основного обов'язку комісіонера належить здійснення ним доручення комітента на умовах, що є найбільш вигідними для останнього. Вказане знаходить своє підтвердження в ч. 1 ст. 1014 ЦК України, за якою комісіонер зобов'язаний вчиняти правочини на найвигідніших для комітента умовах, і відповідно до його вказівок. Виділяють кілька видів указівок комітента. По-перше, вказівки безумовного характеру, за якими комісіонер позбавлений права відхилитися від них навіть у випадку наявності можливості здійснення правочину на більш вигідних умовах для комітента. По-друге, вказівки загального характеру, що дають право комісіонеру виконувати доручення на власний розсуд, керуючись вигодою комітента, але в окреслених комітентом межах. Зокрема, на думку Г.Ф. Шершеневича, за цих обставин комісіонер повинен виконати доручення на свій розсуд, керуючись також місцевими звичаями та інтересами комітента¹.

У випадку, коли договір комісії не містить вказівок комітента, на комісіонера покладається обов'язок вчинення правочинів відповідно до звичаїв ділового обороту або вимог, що звичайно ставляться в силу ч. 1 ст. 1014 ЦК України. З огляду на вказану норму, договір комісії може не містити конкретних вказівок комітента щодо виконання доручення комісіонером. Окреслена позиція законодавця спричинена тим, що комісіонер є професійним учасником фондового ринку, де укладаються подібні правочини, і тому він повинен бути обізнаним у деталях виконання подібного роду доручень.

Комісіонер, діючи в інтересах комітента, має право вчинити правочин на умовах вигідніших за ті, що були визначені комітентом. За цих обставин додатково одержана вигода від вчиненого правочину належатиме комітентові на підставі ч. 2 ст. 1040 ЦК України. Вказана норма не містить економічної заінтересованості

¹ Шершеневич Г.Ф. Учебник торгового права / по изданию 1914 г. / Г.Ф. Шершеневич. — М.: Фирма «Спарк», 1994. — С. 205.

комісіонера у вчиненні правочину на умовах вигідніших за ті, що були визначені комітентом. Адже у цьому разі у комісіонера не виникає право на додаткову комісійну плату.

Правило ч.1 ст. 1017 ЦК України надає право комісіонеру відступити від вказівок комітента, якщо цього вимагають інтереси комітента і комісіонер не міг попередньо запитати комітента або не одержав у розумний строк відповіді на свій запит. Так, комісіонер, у ряді випадків, має право відступити від вказівок комітента, якщо він не може продати цінні папери, строк погашення яких настане в найближчий час по ціні, вказаній комітентом. Крім того, комісіонер не мав можливості попередньо запитати комітента про нові умови продажу таких цінних паперів або не одержав у розумний строк відповіді на свій запит. Однак, такий відступ комісіонера від вказівки комітента має бути лише в інтересах останнього. Дане правило має суттєве значення для ринку цінних паперів, де потрібно постійно враховувати динаміку попиту та пропозиції на цінні папери.

За таких обставин на комісіонера покладається обов'язок повідомлення комітента про допущені відступи від його вказівок, як тільки це стане можливим. Так, норми ч. 2 ст. 1017 ЦК України, враховуючи статус комісіонера-підприємця, містять диспозитивне правило, за яким йому може бути надано право відступати від вказівок комітента без попереднього запиту про це, але з обов'язковим повідомленням комітента про допущені відступи.

Норми ст. 1017 ЦК України врегульовують відступ від вказівок комітента залежно від того, чи продав комісіонер цінні папери за нижчою ціною або купив за вищою ціною, ніж була погоджена з комітентом.

В силу ч. 3 ст. 1017 ЦК України у комісіонера, який продав цінні папери за нижчою ціною, виникає обов'язок заплатити різницю вартості комітентові. Звільнення від вказаного обов'язку можливе у разі доведення комісіонером у сукупності наступних обставин. По-перше, комісіонер має довести, що цінні папери за погодженою ціною з комітентом не було можливості продати (наприклад, відсутність попиту на ринку). По-друге, комісіонер повинен обґрунтувати, що продаж цінних паперів за нижчою ціною, ніж обумовлено у договорі комісії, призвела до зменшення розміру збитків комітента.

Відповідно до ч. 4 ст. 1017 ЦК України, якщо комісіонер купив цінні папери за вищою ціною, ніж була погоджена, комітент

набуває права не прийняти їх. Вказане право виникає лише за умови, коли комітент заявить про це комісіонерові в розумний строк, після отримання від нього повідомлення про цю купівлю. Неповідомлення комісіонера шляхом надіслання йому повідомлення про відмову від куплених цінних паперів вказуватиме на факт беззаперечного прийняття цінних паперів комітентом на підставі п. 2 ч. 4 ст. 1017 ЦК України. Недоведення хоча б однієї умови комісіонером тягне своїм наслідком відповідальність перед комітентом на загальних підставах у вигляді відшкодування заподіяних збитків.

Положення ч. 3 ст. 1016 ЦК України містить загальне правило, за яким комісіонер не несе відповідальності перед комітентом за невиконання третьою особою договору. Деякі науковці, розширюючи таке розуміння, підкреслюють, що комісіонер не відповідає перед комітентом за виконання третьою особою укладених правочинів¹. Як наслідок, відповідальність комісіонера пов'язана з недійсністю правочину, а не з його виконанням.

Законодавець вказує на ряд виключень із наведеного в ч. 3 ст. 1016 ЦК України правила. По-перше, у разі коли комісіонер проявив необачність при виборі третьої особи для вчинення правочину. Такий підхід є не новим, адже свого часу В. Шретер відповідальність комісіонера за вибір контрагента також виводив із загального обов'язку комісіонера діяти в інтересах комітента і укладати угоди на умовах найбільш вигідних для останнього². По-друге, коли комісіонер взяв на себе зобов'язання, що впливають з поруки за виконання договору (делькредере). Делькредере передбачає збіг кредитора та комісіонера в одній особі, яка ручається за виконання зобов'язання третьою особою перед комітентом. Механізм делькредере надає додаткові гарантії комітенту у разі невиконання або неналежного виконання третьою особою своїх зобов'язань, що впливають із вчиненого правочину. Такі гарантії полягають у перекладенні на комісіонера ризику невиконання третьою особою правочину в повному обсязі.

Враховуючи ч. 4 ст. 1016 ЦК України факт порушення укладеного договору третьою особою з комісіонером породжує

¹ Советское гражданское право. / С.Н. Братусь, К.А. Граве, М.В. Зимилева, В.И. Се-ребровский, З.И. Шкудин / [под ред. проф. С.Н. Братуся]. — М.: Гос. изд. юрид. лит., 1950. — С. 422.

² Шретер В. Внутренняя торговля / В. Шретер. — М.: Издательство «Экономическая жизнь», 1926. — С. 140.

обов'язок комісіонера щодо негайного повідомлення про це комітента, а також обов'язок комісіонера щодо зібрання та забезпечення необхідних доказів. За таких обставин комітент набуває права вимагати від комісіонера відступлення права вимоги до третьої особи.

Порушення комісіонером обов'язку по збереженню майна (цінних паперів документарної форми), отриманого під час вчинення правочину з третьою особою, породжує відповідальність перед комітентом за втрату, нестачу або пошкодження майна (цінних паперів документарної форми) комітента на підставі ч. 1 ст. 1021 ЦК України. Вказане логічно випливає зі змісту ст. 1018 ЦК України, за якою майно, придбане комісіонером за рахунок комітента, є власністю комітента.

Виконуючи доручення, комісіонер набуває в силу ст. 1021 ЦК України обов'язку по збереженню цінних паперів документарної форми комітента. Так, відповідно до ч. 1 ст. 1021 ЦК України комісіонер відповідає перед комітентом за втрату, недостачу або пошкодження майна комітента. В силу вказаної норми комітент зобов'язаний забезпечити належні умови зберігання переданих йому цінних паперів документарної форми. Умови зберігання цінних паперів можуть залежати від домовленості сторін. На виконання доручення, що випливає з договору комісії, комісіонер при прийнятті цінних паперів документарної форми зобов'язаний здійснити їх огляд на предмет їх належності. Також комітент зобов'язаний перевірити такі цінні папери на предмет придатності їх для продажу (наприклад, цілісність і відповідність бланків сертифікатів цінних паперів тощо). Комісіонер звільняється від обов'язку виявлення прихованих недоліків цінних паперів, які він приймає. Ризик заподіяння збитків через приховані недоліки цінних паперів несе сам комітент. У разі виявлення недоліків цінних паперів або недостачі комітент зобов'язаний відобразити їх в акті приймання-передачі. Однак варто погодитися з тим, що комісіонер відповідає лише за обережність та обачність і не несе відповідальності за несумлінність третіх осіб¹.

Враховуючи положення ч. 2 ст. 1021 ЦК України, на комісіонера покладається обов'язок негайного повідомлення комітента та вжиття заходів щодо охорони його прав та інтересів у разі,

¹ Федоров І.В. Правовое регулирование отношений по договору комиссионной продажи колхозной продукции / И.В. Федоров // Вопросы гражданского права. Ученые записки ВЮЗИ, выпуск № 10. — М.: ВЮЗИ, 1960. — С. 142—166.

якщо при прийнятті комісіонером цінних паперів документарної форми, що надійшли від комітента, або відповідних цінних паперів, що надійшли для комітента, будуть виявлені недостача або пошкодження, а також у випадку завдання шкоди цінним паперам комітента. За вказаних обставин у комітента виникає можливість вимагати передачу від комісіонера права вимоги до третьої особи. Враховуючи відсутність договірної зв'язку між комітентом та третьою особою, у даному випадку має місце уступка права вимоги.

Договором комісії або звичаями ділового обороту може бути передбачений обов'язок комісіонера застрахувати цінні папери комітента. Зміст ч. 3 ст. 1021 ЦК України вказує лише на дві підстави виникнення такого обов'язку. По-перше, підставою виникнення обов'язку страхування цінних паперів комітента може бути договір комісії укладений між сторонами. По-друге, такою підставою можуть бути звичаї ділового обороту. Якщо вказаний обов'язок мав місце, а комісіонер не здійснив страхування цінних паперів, на нього покладається відповідальність за втрату, недостачу, пошкодження цінних паперів комітента на підставі ч. 3 ст. 1021 ЦК України.

На відміну від ч. 2 ст. 404 ЦК УРСР 1963р. положення ст. 1022 ЦК України містять імперативне правило, за яким після вчинення правочину за дорученням комітента у комісіонера виникає обов'язок надати комітенту звіт. У разі наявності будь-яких заперечень у комітента він повинен повідомити про них комісіонера протягом 30 днів від дня отримання звіту в силу ч. 2 ст. 1022 ЦК України. Якщо протягом вказаного строку комітент не надасть заперечення комісіонеру, звіт буде вважатися прийнятим.

З аналізу вказаної норми випливає, що на законодавчому рівні розмежовуються юридичні наслідки надання звіту та його прийняття. Надання звіту належить до обов'язку комісіонера, а прийняття звіту законодавець відносить до права комітента. Як наслідок, комітент може не прийняти звіт у разі повідомлення ним комісіонера про наявність заперечень щодо звіту протягом 30 днів.

З огляду на назву ст. 1022 ЦК України «Звіт комісіонера» та право комітента на прийняття звіту законодавець мав би встановити право, а не обов'язок комітента повідомляти комісіонера про наявні у нього заперечення щодо звіту комісіонера. Слід звернути увагу на те, що ст. 1022 ЦК України не містить вказівки щодо форми звіту комісіонера. Тому, враховуючи загальні поло-

ження ЦК України, комісіонер має право надати звіт як в усній, так і в письмовій формі.

Дефініція ст. 1015 ЦК України дає можливість комісіонеру перекласти виконання договору комісії на іншу особу шляхом укладення договору *субкомісії*. Можливість укладення договору субкомісії передбачена розділом 7 «Вимоги до договору комісії, договору субкомісії» Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами». Вказані норми ставлять у залежність право укладення комісіонером договору субкомісії від наявності або відсутності згоди комітента. В більшості випадків право комісіонера на укладення договору субкомісії безпосередньо залежить від згоди комітента. Так, згідно з ч. 1 ст. 1015 ЦК України за згодою комітента комісіонер має право укласти договір субкомісії з третьою особою (субкомісіонером). При цьому комісіонер залишається відповідальним за дії субкомісіонера перед комітентом. Уклавши договір субкомісії комісіонер набуває щодо субкомісіонера прав та обов'язків комітента. Якщо інтереси останнього вимагають від комісіонера укладення договору субкомісії, він набуває таке право без наявності згоди комітента. Відповідно до ч. 2 ст. 1015 ЦК України такі випадки законодавець відносить до виняткових. Однак, згадана норма не вказує на те, які саме випадки надають право комісіонеру укладати договори субкомісії без згоди комітента. Самостійне визначення контрагентами договору комісії винятковості таких випадків на підставі абстрактного законодавчого критерію (якщо цього вимагають інтереси комітента) на практиці призводить до спірних ситуацій.

За наявності укладеного комісіонером з третьою особою договору субкомісії комітент на підставі ч. 3 ст. 1015 ЦК України позбавлений права вступати у відносини із субкомісіонером. У такий спосіб законодавець здійснює захист інтересів комісіонера, адже наявність відносин між комітентом і субкомісіонером можуть виключити можливість співпраці комітента та комісіонера. Проте, враховуючи диспозитивність указаної норми, комісіонер може надати комітенту згоду на вступ у такі відносини із субкомісіонером. Також комісіонер не позбавлений права надати згоду комітенту на вступ у відносини із субкомісіонером у визначених ним межах. Припинення обов'язку комітента щодо заборони без

згоди комісіонера на вступ у відносини із субкомісіонером збігається з припиненням чинності договору комісії.

Положення ст. 1015 ЦК України не містять обмежень щодо кількості субкомісіонерів. Як наслідок, комісіонер не обмежений у праві визначати кількість субкомісіонерів на власний розсуд.

Враховуючи дефініцію ч. 1 ст. 1013 ЦК України, до головного обов'язку комітента слід віднести сплату комісійної плати комісіонеру. Вказаний обов'язок логічно випливає з ознаки відплатності договору комісії. Ряд обов'язків комітента містить ст. 1023 ЦК України. Так, положення ч. 1 ст. 1023 ЦК України передбачає обов'язок комітента прийняти від комісіонера все належно виконане за договором комісії. Такий обов'язок випливає з норми ст. 1018 ЦК України, за якою майно, придбане комісіонером за рахунок комітента, є власністю останнього. В момент прийняття від комісіонера майна (документарних цінних паперів) комітент зобов'язаний здійснити його загальний огляд на предмет цілісності, достовірності. У разі виявлення недоліків документарних цінних паперів при його огляді у комітента виникає обов'язок негайно повідомити про це комісіонера на підставі ч. 2 ст. 1023 ЦК України. Вказана норма не містить вимоги до форми повідомлення, яке має здійснити комітент. Тому, з огляду на загальні положення Цивільного кодексу України згадане повідомлення може бути здійснено за вибором комітента в усній або письмовій формі.

Перелік обов'язків комітента, визначений ст. 1023 ЦК України, не можна вважати вичерпним. Адже законом або договором комісії можуть бути покладені на комітента й інші обов'язки, зокрема, звільнити комісіонера від зобов'язань перед третьою особою.

Припинення договору комісії. Виходячи зі змісту ст.ст. 1025, 1026, 1027 ЦК України можна виділити наступні підстави припинення договору комісії:

- 1) відмова комітента від договору комісії;
- 2) відмова комісіонера від договору комісії;
- 3) припинення особи-комісіонера.

Право на відмову комітента та комісіонера від договору комісії визначено ст. 1025 та ст. 1026 ЦК України. Норма ч. 1 ст. 1025 ЦК України встановлює право комітента на відмову від договору незалежно від строку дії договору комісії. З огляду на відсутність заборони в ст. 1025 ЦК України комітент має право відмовитися від договору комісії повністю або в певній частині. Право комітента на відмову від договору комісії припиняється з моменту

належного виконання комісіонером доручення комітента. Отже, враховуючи правову природу договору комісії та важливість економічного інтересу комітента, законодавець наділив його правом односторонньої відмови від договору комісії.

На комітента покладається обов'язок повідомити комісіонера про відмову від договору не пізніше ніж за 30 днів за умови, коли договір комісії укладено без визначення строку. Вказане правило випливає з ч. 2 ст. 1025 ЦК України.

Незалежно від причини відмови комітента від договору комісії комісіонер зберігає право на відшкодування всіх витрат, здійснених ним у зв'язку з виконанням договору на підставі ч. 4 ст. 1025 ЦК України. Більше того, якщо комісіонер уже здійснив частину правочинів, то він має право не тільки на відшкодування витрат, понесених ним до скасування доручення, а також право на отримання комісійної винагороди за укладені правочини¹. Отже, вказана норма є нормативною гарантією комісіонера та носить компенсаторний характер.

Натомість, на підставі ч. 1 ст. 1026 ЦК України комісіонер набуває право на відмову від договору комісії лише за умови, коли строк не встановлений договором. В іншому випадку відмова комісіонера від договору комісії не допускається.

На відміну від нормативного підходу в юридичній літературі існує точка зору, за якою договори доручення та комісії засновані на довірі, і тому його сторони повинні мати право на одностороннє припинення його дії².

Як наслідок, виходячи з імперативного правила ч. 1 ст. 1026 ЦК України, у строковому договорі комісії сторони позбавлені можливості за обоюсторонньою згодою передбачити односторонню відмову комісіонера від договору. Вказана норма покладає обов'язок на комісіонера повідомити комітента про відмову від договору комісії не пізніше ніж за 30 днів. Встановлення законодавцем 30-денного строку дає можливість комітенту підшукати іншу особу для укладення з нею договору комісії, за яким можна було б здійснити невиконане попереднім комісіонером доручення комітента.

¹ Советское гражданское право: В 2х частях. Ч.2. / [под ред. В.Т. Смирнова, Ю.К. Толстого, А.К. Юрченко]. — Л.: Издательство Ленинградского университета, 1982. — С. 268.

² Советское гражданское право: В 2х частях. Т. 2. / [под общей редакцией В.Ф. Маслова, А.А. Пушкина]. — 2-е изд. перераб. и доп. — К.: Вища школа, 1983. — С. 326.

Відмова комісіонера від договору комісії не позбавляє його обов'язку щодо вжиття всіх необхідних заходів для збереження документарних цінних паперів комітента (ч. 1 ст. 1026 ЦК України).

У разі відмови комітента або комісіонера від договору комісії на першого покладається обов'язок розпорядитися своїми цінними паперами, які знаходяться у комісіонера. Якщо має місце відмова комітента від договору комісії, таке розпорядження цінними паперами має бути здійснено у строк, установлений договором, а якщо такий строк не визначений, — то негайно. У разі невиконання комітентом цього обов'язку комісіонер набуває право передати такі цінні папери на зберігання третій особі за рахунок комітента або відчужити їх шляхом продажу за найвигіднішою для комітента ціною (ч. 3 ст. 1025 ЦК України та ч. 2 ст. 1026 ЦК України). У такий спосіб законодавець звільняє комісіонера від обов'язку утримання цінних паперів. Адже за відсутності договірних відносин комісії лише власник цінних паперів має нести обов'язки по їх утриманню.

Припинення особи комісіонера належить до об'єктивних підстав припинення договору комісії. У разі припинення договору комісії внаслідок ліквідації юридичної особи-комісіонера момент такого припинення слід вважати день виключення юридичної особи — комісіонера з Єдиного державного реєстру юридичних осіб та фізичних осіб — підприємців. Якщо юридична особа-комісіонер припиняється і встановлюються її правонаступники, права та обов'язки комісіонера переходять до правонаступників, якщо протягом строку, встановленого для заявлення кредиторами своїх вимог, комітент не повідомить про відмову від договору (ч. 2 ст. 1027 ЦК України).

Натомість, законодавець не передбачає припинення договору комісії у разі смерті фізичної особи або ліквідації юридичної особи-комітента. Як наслідок, смерть або ліквідація комітента не дають права комісіонеру припинити виконання договору комісії. Однак законодавець не вказує на граничний строк, протягом якого комітент зобов'язаний виконувати договір комісії за таких обставин.

Крім договору купівлі—продажу, доручення, комісії на сучасному ринку цінних паперів, має місце укладення договорів на ведення реєстру власників іменних цінних паперів, договорів про управління цінними паперами, дилерських договорів, договорів на брокерське обслуговування тощо.



Терміни та поняття

Андеррайтинг — це різновид торгівлі цінними паперами, що являє собою діяльність, сутність якої проявляється розміщенням (підпискою, продажем) цінних паперів торговцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента, яка здійснюється андеррайтером за умови наявності сплаченого грошовими коштами статутного капіталу у розмірі не менш як 7 млн грн.

Брокерська діяльність — це різновид професійної діяльності з торгівлі цінними паперами, що здійснює спеціальний суб'єкт (брокер) за умови наявності сплаченого грошовими коштами статутного капіталу у розмірі не менш ніж 1 млн гривень та яка передбачає укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів щодо цінних паперів від свого імені або від імені іншої особи, за дорученням і за рахунок іншої особи.

Депозитарна діяльність — це професійна діяльність на ринку цінних паперів, що передбачає надання послуг щодо зберігання цінних паперів незалежно від форми їх випуску, відкриття та ведення рахунків у цінних паперах, обслуговування операцій на цих рахунках (включаючи кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів) та обслуговування операцій емітента по випущених ним цінних паперах.

Депозитарій — це професійний учасник ринку цінних паперів, який є юридичною особою у формі публічного акціонерного товариства, учасниками якого є визначена законом кількість зберігачів і який здійснює виключну депозитарну діяльність.

Джобберська діяльність — це діяльність щодо торгівлі цінними паперами, яка здійснюється членами фондової біржі, де вони виступають як продавці або покупці.

Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку — це діяльність професійного учасника фондового ринку (організатора торгівлі) зі створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно попиту і пропозицій, проведення регулярних торгів фінансовими інструментами за встановленими правилами, централізованого укладення і виконання договорів щодо фінансових інструментів, у тому числі здійснення клірингу та розрахунків за ним та розв'язання спорів між членами організатора торгівлі, яким є фондова біржа.

Діяльність з управління цінними паперами — це спеціальна строкова діяльність, яка здійснюється торгівцем цінними паперами від власного імені за плату на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами та грошовими коштами, призначеними для інвестування в цінні папери, а також отриманими в процесі цього управління цінними паперами та грошовими коштами, які належать на праві власності установнику управління, в його інтересах або в інтересах визначених ним третіх осіб за умови наявності сплаченого у грошових коштах статутного капіталу у розмірі не менш як 7 млн грн.

Діяльність з управління активами інституційних інвесторів — це виключна, ліцензована професійна діяльність учасника фондового ринку, що провадиться ним за винагороду від свого імені або на підставі відповідного договору про управління активами інституційних інвесторів.

Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку — це різновид професійної діяльності на ринку цінних паперів, що являє собою діяльність професійного учасника фондового ринку (організатора торгівлі) зі створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно попиту і пропозицій, проведення регулярних торгів фінансовими інструментами за встановленими правилами, централізованого укладення і виконання договорів щодо фінансових інструментів, у тому числі здійснення клірингу та розрахунків за ними, та розв'язання спорів між членами організатора торгівлі.

Договірна ціна цінного паперу — це грошова сума, яка підлягає сплаті продавцем на користь покупця.

Договір купівлі—продажу — це договір за яким одна сторона, продавець передає або зобов'язується передати майно (товар) у власність другій стороні, покупцеві, а покупець приймає або зобов'язується прийняти майно (товар) і сплатити за нього певну грошову суму.

Договір доручення — це цивільно-правовий договір за яким одна сторона, повірений зобов'язується вчинити від імені та за рахунок другої сторони, довірителя певні юридичні дії.

Договір комісії — це договір, за яким одна сторона, комісіонер зобов'язується за дорученням другої сторони, комітента за плату вчинити один або кілька правочинів від свого імені, але за рахунок комітента.

Дилерська діяльність — це різновид професійної діяльності з торгівлі цінними паперами, що здійснює спеціальний суб'єкт (дилер) за умови наявності сплаченого грошовими коштами статутного капіталу у розмірі не менш як 500 тис. грн та яка передбачає укладення торговцем цивільно-правових договорів щодо цінних паперів від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу, крім випадків, передбачених законом.

Заблоковані залишки активів учасника торгів — це знеруховлені активи учасників торгів, що знаходяться на рахунках у розрахункових установах, за рахунок яких можуть виставлятися заявки на купівлю—продаж цінних паперів та укладатися правочини на ринку заявок.

Кліринг — це отримання, звірка та поточні оновлення інформації, підготовка бухгалтерських та облікових документів, необхідних для виконання угод щодо цінних паперів, визначення взаємних зобов'язань, що передбачає взаємозалік, забезпечення та гарантування розрахунків за угодами щодо цінних паперів.

Компанія з управління активами інституційних інвесторів — це господарське товариство, яке здійснює професійну діяльність з управління активами інституційних інвесторів на підставі ліцензії, що видається Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Комітент — це фізична або юридична особа, в інтересах якої здійснюються правочини на підставі раніше укладеного договору комісії.

Комісіонер — це особа, яка здійснює правочини від свого імені в інтересах комітента на підставі раніше укладеного договору комісії.

Професійна діяльність з торгівлі цінними паперами на фондовому ринку — це діяльність, що здійснюється торговцями цінними паперами — господарськими товариствами, для яких операції з цінними паперами є виключним видом діяльності, а також банками.

Професійна діяльність на фондовому ринку — це діяльність юридичних осіб з надання фінансових та інших послуг у сфері розміщення та обігу цінних паперів, обліку прав за цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, що відповідає вимогам, установленим до такої діяльності зазначеним законом та іншим законодавством.

Професійні учасники фондового ринку (ринку цінних паперів) — це юридичні особи, що здійснюють на фондовому ринку професійну діяльність на підставі відповідної ліцензії.

Продавець цінних паперів — це, як правило, є особа яка володіє правом власності на цінний папір або обмеженим речовим правом щодо розпорядження таким цінним папером.

Предмет договору комісії у сфері обігу цінних паперів — це посередницькі послуги, направлені на здійснення правочинів, які не обмежені особистим характером.

Предмет договору комісії (у широкому розумінні) — це дії, спрямовані на укладення будь-яких правочинів виконання яких не потребує особистої участі комітента.

Предмет договору комісії (у вузькому розумінні) — це дії, спрямовані на укладення договорів купівлі—продажу.

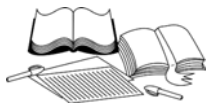
Строк договору комісії — це період у часі, протягом якого на комітента та комісіонера покладається обов'язок виконання зобов'язань, передбачених договором комісії.

Строк здійснення правочину комісіонером — це період у часі, протягом якого комісіонер зобов'язаний вчинити на підставі договору комісії доручений правочин з третьою особою.



Запитання та завдання для самоконтролю

1. Розкрийте поняття професійної діяльності на фондовому ринку.
2. Які ви знаєте види професійної діяльності на фондовому ринку?
3. Які ліцензійні умови провадження професійної діяльності на фондовому ринку?
4. Надайте правову характеристику діяльності з управління активами інституційних інвесторів.
5. Розкрийте зміст діяльності з торгівлі цінними паперами.
6. Надайте правову характеристику депозитарної діяльності.
7. У чому полягає правовий статус депозитарію?
8. Розкрийте зміст діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку.
9. Охарактеризуйте діяльність з управління цінними паперами.
10. Складіть проект договору послуг про зберігання цінних паперів.
11. Які посередницькі договори укладаються на фондовому ринку?
12. Розкрийте договірну конструкцію купівлі—продажу цінних паперів.
13. Надайте характеристику договору доручення.
14. Здійсніть характеристику договору комісії.
15. Складіть проект договору купівлі—продажу цінних паперів.



Нормативно-правові акти та літературні джерела

1. Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 44. — Ст. 356.
2. Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Офіційний вісник України. — 2003. — № 11. — Ст. 462.
3. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.
4. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.
5. Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 р. № 710/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1998. — № 15. — Ст. 67.
6. Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 р. № 2299-III // Відомості Верховної Ради України. — 2001. — № 21. — Ст. 103.
7. Положення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про розрахунково-клірингову діяльність за договорами щодо цінних паперів» від 17 жовтня 2006 р. № 1001 // Офіційний вісник України. — 2006. — № 46. — Ст. 3098.
8. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами» від 12 грудня 2006 р. № 1449 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 6. — Ст. 235.
9. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів» від 02 листопада 2006 р. № 1227 // Офіційний вісник України. — 2006. — № 49. — Ст. 3270.
10. *Белых В.С.* Правовое регулирование предпринимательской деятельности в России: монография. — М.: Проспект, 2011. — 432 с.
11. *Брагинский М.И.* Договорное право. Кн. вторая: Договоры о передаче имущества. Изд. 4-е, стереотипное / М.И. Брагинский, В.В. Витрянский. — М.: Статут, 2002. — 462 с.
12. *Брагинский М.И.* Договорное право. Кн. третья: Договоры о выполнении работ и оказании услуг / М.И. Брагинский, В.В. Витрянский. — М.: Статут, 2002. — 1038 с.
13. *Вавженчук С.Я.* Договірне право: Навч. посіб. / С.Я. Вавженчук. — К.: КНЕУ, 2011. — 584, [8] с.

14. Галанов В. А. Рынок ценных бумаг : учебник / В. А. Галанов, А. И. Басов. — М. : Финансы и статистика, 1996. — 448 с.
15. Гражданское право: в 4 т. Т. 4: Обязательственное право [отв. ред. Е.А. Суханов.] — 3-е изд., перераб. и доп. — М.: Волтерс Клувер, 2006. — 816 с.
16. Демушкина Е. Вопросы гражданского права в теории и практике обращения безналичных ценных бумаг / Е. Демушкина — М., 1999. — 105 с.
17. Дегтярева О.И. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / О.И. Дегтярева, Н.М. Коршунов, Е.Ф. Жуков. — М.: Юнити-Дана, 2004. — 501 с.
18. Договірне право. Особлива частина: навч. посіб. / Т.В. Боднар, О.В. Дзера, Н.С. Кузнецова та ін. / [за ред. О.В.Дзери]. — К.: Юрінком Інтер, 2009. — 1400 с.
19. Господарське судочинство в Україні: Судова практика — обіг цінних паперів / [за ред. І.Б. Шицького]. — К.: Праксис, 2006. — 552 с.
20. Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України: навч. посіб. / О.В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — 320 с.
21. Комаров Б.К. Договор комиссии по советскому праву / Б.К. Комаров. — М.: Издательство МГУ, 1961. — 52 с.
22. Коммерческое (предпринимательское) право: учебник: в 2 томах Т.1 [под ред. В.Ф. Попондопуло]. — М.: Проспект, 2010. — 592 с.
23. Красавчиков О.А. Договор комиссии по советскому гражданскому праву / О.А. Красавчиков, В.С. Якушев. — Свердловск: СЮИ им. А.Я. Вышинского, 1957. — 36 с.
24. Кублікова Т. Інституційні інвестори: основні чинники розвитку / Т. Кублікова // Схід. — 2008. — № 6 (90) — С. 26—29.
25. Куракин Р.С. Правовое регулирование биржевого срочного рынка: Монография / Р.С. Куракин; вступ.слово — Е.П. Губин. — М.: Волтерс Клувер, 2010. — 208 с.
26. Нобель П. Швейцарское финансовое право и международные стандарты / П. Нобель; [пер. с англ.]. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — 1152 с.
27. Российское предпринимательское право: учебник / Д.Г. Алексеева, Л.В. Андреева, В.К. Андреев [и др.]; отв. ред. И.В. Ершова, Г.Д. Отнюкова. — М.: Проспект, 2011. — 1072 с.
28. Солодкий М.О. Біржовий ринок: Навч. посібник. — 2-е вид., випр. / М.О. Солодкий. — К.: Джерела М, 2005. — 336 с.
29. Соколова Є. Депозитарно-клірингові системи / Є. Соколова // Цінні папери України. — 2002. — № 7-8 — С. 73—78.
30. Панова Л.В. Проблемы правового регулирования рынка ценных бумаг: Дис. ...канд. юрид. наук: 12.00.03 / Л.В. Панова Л.В. — Х.: Национальная юридическая академия Украины им. Ярослава Мудрого, 2002. — 211 с.

31. Портфельне інвестування: Навч. посібник / А.А. Пересада, О.Г. Шевченко, Ю.М. Коваленко, С.В. Урванцева. — К.: КНЕУ, 2004. — С. 408.

32. Рудой В. М. Оцінка ефективності управління активами інституційних інвесторів / В.М. Рудой // Науковий вісник НЛТУ України. — 2011. — Вип. 21.3 — С. 239—245.

33. Шерешевский И.В. Представительство. Поручение и доверенность. Практический комментарий к ГК РСФСР / И.В. Шерешевский. — М.: Изд-во «Право и жизнь», 1925. — 108 с.

34. G30 / ISSA Recommendations: 1998/1999 Status Review // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.issanet.org/pdf/issa-g30-1999.pdf>

35. Dictionary of Finance and Investment Terms / [Електронний ресурс]: AllBusiness.com, Inc. —1999–2009. — Режим доступу: <http://www.allbusiness.com/glossaries/best7effort/495187071.html>



Глава 6

ПРАВОВЕ ПОЛОЖЕННЯ ФОНДОВОЇ БІРЖИ



- 6.1. *Поняття фондової біржі*
- 6.2. *Функції фондової біржі*
- 6.3. *Класифікація біржових систем і фондових бірж*
- 6.4. *Порядок створення, функціонування та припинення діяльності фондової біржі*
- 6.5. *Правила біржової торгівлі*

Опанувавши матеріали цієї глави, ви будете ЗНАТИ:

- ◆ *поняття та основні фондової біржі, класифікацію біржових систем і фондових бірж, правову динаміку фондової біржі,*

а також УМІТИ:

- ◆ *орієнтуватися в системі нормативно-правових актів, на основі яких визначається правовий статус фондової біржі.*

§ 6.1. Поняття фондової біржі

Належне функціонування фондового ринку залежить від наявності фондових бірж, які за рахунок здійснюваних ними функцій організатора торгівлі створюють передумови для подальшого розвитку цивільного обороту.

Для з'ясування юридичної природи фондової біржі варто торкнутися ретроспективної площини її розвитку. Згадуючи правовий розвиток фондових бірж, слід вказати на досить глибоке їх коріння, що сягає часів, коли поняття цінних паперів не було сформоване у повній мірі, а лише були помітними певні елементи організованого ринку, які, трансформуючись і змінюючись під впливом розвитку суспільства, привели до виникнення фондових бірж сучасного зразка. Більшість науковців доходять висновку,

що біржа виникла у Європі в період початкового нагромадження капіталу та інтернаціоналізації торгівельних операцій, здійснюючи торгівлю векселями та грошима¹. Виникнення першої біржі більшість дослідників пов'язують з містом Брюгге в Нідерландах, де в XV ст. біля будинку купця Ван дер Бурсе збиралися купці з різних країн для обміну торговою інформацією, придбання іноземних векселів та здійснення інших торгових операцій без пред'явлення конкретного предмета купівлі—продажу. Однак в юридичній літературі висловлювалася обґрунтована критика вказаної точки зору. Так, Ф. Вінер і А.М. Бендер зазначали, що біржа походить від слова «bursa», так як окремі товариства купців мали поряд з іншими, наприклад студентами університетів, свої бурси, причому даним терміном називалися як самі товариства так і місця їх збору (будинки гільдій)². Як приклад такого утворення вказані науковці наводять Гамбурську біржу, яка була заснована 1558 р. гільдіями купців.

Не можна обійти увагою й той факт, що на перших біржах в одному місці здійснювалася торгівля як товарами, так і цінними паперами, і лише на початку XIX ст. в Європі починають діяти самостійні фондові біржі³. З цього моменту можна розглядати фондові біржі в сучасному розумінні. В даний час у світі налічується понад 200 фондових бірж⁴, що сформувалися у процесі правового розвитку окремих держав.

Більшість держав забезпечують можливість функціонування декількох фондових бірж. Наприклад, максимальна кількість фондових бірж у одній державі знаходиться в Індії, де в даний момент працюють 19 бірж, які забезпечують обіг цінних паперів у країні⁵. Наявність кількох фондових бірж у державі сприяє уникненню монополії у цьому сегменті.

¹ Дегтярева О.И. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / О.И. Дегтярева, Н.М. Коршунов, Е.Ф. Жуков. — М.: Юнити-Дана, 2004. — С. 91.

² Bender A.M. Handelsrecht. Derselbe sagt. S. 374; Винер Фритц А. Биржа / Ф.А. Винер; предисл Д.М. Шекина; предисл. от пер., с нем. и общ. ред. Р.С. Куракин, К.В. Мротцек; прилож. — П.С. Зиноватий, Р.С. Куракин. — М.: Волтерс Клувер, 2010. — С. 6.

³ Кологойда О. В. Правове регулювання фондового ринку України: навч. посіб. / О.В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 262.

⁴ Солодкий М.О. Біржовий ринок: Навч. посібник. / М.О. Солодкий — К.: Джерела М, 2001. — С. 286; Діденко В.М., Попова В.Д., Прядко В.В. Загальна теорія фінансів: навч. посібник. / В.М. Діденко, В.Д. Попова — Ч.: Ратуша, 2000. — С. 420.

⁵ Дегтярева О.И. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / О.И. Дегтярева, Н.М. Коршунов, Е.Ф. Жуков. — М.: Юнити-Дана, 2004. — С. 98.

В Україні біржові операції ґрунтувалися на положеннях Постанови УРСР від 23 березня 1923 р. З того часу правове регулювання фондового ринку передбачало проведення біржових операцій на легальному рівні та заклало підвалини створення фондового ринку сучасного зразка в Україні.

У дослідженні фондових бірж помітним виявляється різноманітність уявлень про сутність фондової біржі, що проявляється у різних теоретичних підходах до визначення даного поняття. Одне з перших визначень біржі навів О.І. Гуляєв, за яким під біржею розумілося місце, де у певний час збиралися підприємці для одержання відомостей про цінні папери¹. Наведене визначення ґрунтувалося на законодавстві того часу, яке не містило поняття «фондова біржа». Так, відповідно до Статуту торгового Російської Імперії 1903 р. біржі розглядалися як збірні місця або збори осіб, що належали до торгового класу для взаємних з торгівлі відносин і правочинів².

На думку Г.Ф. Шершеневича, під поняттям «біржа» слід розуміти правильне і постійне зібрання торгових діячів у відведеному місці для укладення торгових правочинів, за якими виконання має здійснюватися в іншому місці³. З часом С.О. Маслова, О.В.Опалова вказували, що під поняттям «фондова біржа» слід розуміти складну систему торгівлі, яка базується великою мірою на комп'ютерних засобах; систему встановлення курсу акцій; інститут, що відповідає в межах своєї компетенції за впорядкування ринкових відносин з приводу процесів обігу акцій та інших цінних паперів; систему торгівлі, яка досить сприятлива для зростання рівня інтернаціоналізації обігу цінних паперів⁴. Указане визначення фондової біржі має економічне забарвлення та видається сумнівним через відсутність ознаки юридичної особи. Адже з огляду на чинне законодавство, фондова біржа є юридичною особою, а не системою торгівлі. Ю.Я. Кравченко її розглядає як організаційно оформлений у заклад і постійно функціонуючий ринок, на якому здійснюються угоди купівлі—продажу цінних

¹ Гуляев А.И. Торговля и торговые установления / А.И. Гуляев. — М., 1912. — С. 144.

² Удинцев В.А. Русское торгово-промышленное право / В.А. Удинцев. — Киев, 1907. — С. 456.

³ Шершеневич Г. Ф. Учебник торгового права (по изданию 1914 г.) / Г.Ф. Шершеневич. — М.: Спарк, 1994. — С. 235.

⁴ Маслова С.О. Фінансовий ринок: навч. посібник. / О.С. Маслова, О.В. Опалов. — К.: Каравела, 2002. — С. 172.

паперів¹. Подібне визначення наводить і В.В. Гутафель, указуючи, що під фондовою біржею розуміється організаційно оформлений заклад і постійно функціонуючий ринок, на якому відбуваються угоди купівлі-продажу цінних паперів та які завдяки своїй діяльності мають вирішальне значення при формуванні основних ринкових цін і курсів². Вживання у двох останніх визначеннях розглядуваного поняття терміна «заклад», з юридичної точки зору не дає можливості стверджувати наявність ознак, притаманних юридичній особі — фондовій біржі. Більше того, навіть якщо припустити, що закладом виступає юридична особа, автори ототожнюють суб'єкт правовідносин і ринок, що не є правильним з огляду на основи правової науки. Адже ринок уособлює різновид суспільних відносин, а саме: різновид правовідносин, а суб'єкт ринку виступає учасником відповідних правовідносин. Науковці В.М. Діденко, В.Д. Попова та В.В. Прядко доходять висновку, що фондова біржа є спеціалізованою організацією, яка об'єднує професійних учасників ринку цінних паперів в одному приміщенні для проведення торгів, створює умови для концентрації попиту і пропозиції на цінні папери та підвищення ліквідності ринку в цілому³. Наведене визначення фондової біржі має економічне спрямування та не розкриває юридичну сутність розглядуваної категорії. Слід звернути увагу на те, що з позиції цивільного права В.С. Бєлих та інші сучасні правники розглядають біржу як організацію з правом юридичної особи⁴.

Нормативно-правовим базисом створення та функціонування фондової біржі є Цивільний кодекс України⁵, Господарський кодекс України⁶, п.п. 1, 7, 8, 13 ч. 2 ст. 7, п.п. 2, 7, 13 ст. 8 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в

¹ Кравченко Ю.Я. Рынок ценных бумаг в вопросах и ответах. / Ю.Я. Кравченко. — К.: Ника-Центр Эльга, 2003. — С. 277.

² Гутафель В. В. Комплексний аналіз діяльності фондових бірж світу / В.В. Гутафель // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Vchtei/2010_3/NV-2010-V3_39.pdf

³ Діденко В.М. Загальна теорія фінансів: навч. посібник. / В.М. Діденко, В.Д. Попова — Ч.: Ратуша, 2000. — С. 419; Маслова С.О. Фінансовий ринок: навч. посібник / С.О. Маслова, О.В. Опалов. — К.: Каравела, 2002. — С. 172.

⁴ Бєлих В.С. Правовое регулирование предпринимательской деятельности в России: монография. — М.: Проспект, 2011. — С. 196.

⁵ Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 44. — Ст. 356.

⁶ Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Офіційний вісник України. — 2003. — № 11. — Ст. 462.

Україні»¹, ст.ст. 23—26 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»², Закон України «Про засади державної регуляторної політики у сфері господарської діяльності»³, Закон України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму»⁴, Статути та Правила біржової торгівлі.

Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» визнаючи фондову біржу юридичною особою, не містить визначення поняття «фондова біржа». Такий підхід національного законодавця є не новим з огляду на досвід зарубіжних держав. Так, у Великобританії Закон про фінансові послуги та ринки 2000 р. не містить вичерпного визначення біржі. У ньому існує посилення на визнані у всьому світі інвестиційні біржі та розрахункові палати»⁵.

Тим часом, відповідно до американського законодавства фондова біржа (*stock exchange*) — це організація, яка працює на вторинному ринку цінних паперів та створена на підставі дозволу Комісії по цінних паперах США⁶. Більш вузьке визначення фондової біржі можна віднайти у ст. 1 Закону Республіки Казахстан «Про ринок цінних паперів», за яким вона розглядається як юридична особа, котра створена в організаційно-правовій формі акціонерного товариства, що здійснює організаційне і технічне обслуговування торгів шляхом їх безпосереднього проведення з використанням торгових систем даного організатора торгівлі⁷.

¹ Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.

² Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

³ Закон України «Про засади державної регуляторної політики у сфері господарської діяльності» від 11 вересня 2003 р. № 1160-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2004. — № 9. — Ст. 79.

⁴ Закон України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму» від 28 листопада 2002 р. № 249-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 1. — Ст. 2.

⁵ Нобель П. Швейцарское финансовое право и международные стандарты / П. Нобель; [пер. с англ.]. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 725.

⁶ Куракин Р.С. Правовое регулирование биржевого срочного рынка: Монография / Р.С. Куракин; вступ. слово — Е.П. Губин. — М.: Волтерс Клувер, 2010. — С. 59.

⁷ Закон Республики Казахстан «О рынке ценных бумаг» от 02 июля 2003 г. № 461-II // Ведомости Парламента Республики Казахстан. — 2003. — № 14. — Ст. 119.

З огляду на сферу діяльності фондової біржі, обсяг її правоздатності, специфічні ознаки слід надати наступне визначення фондової біржі.

Фондова біржа — це юридична особа з визначеною законом організаційно-правовою формою, що наділена спеціальною цільовою правосуб'єктністю та провадить діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку.

Надавши визначення фондової біржі слід виокремити її характерні *ознаки*, що охоплюються даним поняттям і дозволяють відмежувати його від суміжних понять. Таким чином, до основних ознак фондової біржі відносяться наступні. По-перше, фондова біржа є юридичною особою. По-друге, фондові біржі, як правило, існують у формі непідприємницьких товариств. Відповідно до ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» фондова біржа утворюється та діє в організаційно-правовій формі товариства (крім повного, командитного товариства і товариства з додатковою відповідальністю) або дочірнього підприємства об'єднання торговців цінними паперами. Втім, законодавство деяких держав передбачає можливість існування фондової біржі у формі як товариства, так і некомерційного партнерства. Однак іноді фондова біржа може бути комерційною організацією. Так, Сіднейська фондова біржа (Австралія) є товариством з обмеженою відповідальністю.¹ По-третє, фондова біржа наділена цільовою правосуб'єктністю. Тобто юридична особа, що провадить діяльність фондової біржі, не має права суміщати вказану діяльність з іншими видами діяльності, за виключенням діяльності валютної і товарної бірж.² По-четверте, діяльність фондової біржі є ліцензійною. По-п'яте, фондовій біржі притаманні публічно-правові функції. Зокрема, В.М. Гордон підкреслив, що біржовій організації більше за все підходить термін «суспільна організація». При цьому в багатьох випадках їй притаманні публічно правові функції.³ По-шосте, наявність власних правил біржової торгівлі, які є обов'язковими до виконання. По-сьоме, непідприємницький характер діяльності фондової біржі.

¹ Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок / Я.М. Миркин. — М.: Перспектива, 1995. — С. 419.

² Куракин Р.С. Правовое регулирование биржевого срочного рынка: Монография / Р.С. Куракин; вступ.слово — Е.П. Губин. — М.: Волтерс Клувер, 2010. — С. 60.

³ Гордон В.М. Система советского торгового права. Обзор действующего законодательства по внутренней торговле. — Харьков: Юрид. издат. НКЮ УССР, 1927. — С. 35.

Деякі правники вказують, що з метою ефективного здійснення біржової діяльності необхідно включити в Закон про біржі положення з вказівкою про непідприємницький характер усіх фондових бірж¹. Зокрема на зазначену ознаку вказує те, що прибуток фондової біржі відповідно до ч. 1 ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» спрямовується на її розвиток та не підлягає розподілу між її засновниками (учасниками). Аналогічний непідприємницький характер фондової біржі притаманний і для фондових бірж, що знаходяться в інших державах. Наприклад, у ст. 1.2 статуту Московської міжнародної фондової біржі вказано, що біржа не переслідує мету одержання власного прибутку і не виплачує доходів від своєї діяльності власникам акцій біржі². По-сьоме, торгівля цінними паперами на фондовій біржі здійснюється за участю спеціальних суб'єктів — торговців. По-восьме, фондова біржа забезпечує функціонування електронної торговельної системи.

Мета створення фондової біржі окреслена Господарським кодексом України. Так, відзначимо, що із врахуванням положень ст. 360 Господарського кодексу України³ фондова біржа утворюється для забезпечення функціонування ринку цінних паперів, але діяльність фондової біржі спрямовується виключно на організацію укладання правочинів купівлі—продажу цінних паперів та їх похідних. Таким чином, фондова біржа не вправі здійснювати операції з цінними паперами від власного імені та за дорученням клієнтів, а також виконувати функцію депозитарію. Відповідно до ч. 1 ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» прибуток фондової біржі спрямовується на її розвиток і не підлягає розподілу між її засновниками (учасниками). Наведене підкреслює той факт, що правоздатність біржі не включає правомочність отримувати прибуток для його наступного розподілу між учасниками. З огляду на ст. 360 ГК України, ст. 85 ЦК України, ч. 1 ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» фондова біржа може існувати у формі непідприємницьких товариств.

¹Беляев К.П. О делении юридических лиц на коммерческие и некоммерческие в гражданском законодательстве. // Актуальные проблемы гражданского права / [Под ред. С.С. Алексеева] — М.: Статут, 2000. — С. 35-48.

²Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О.В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 264.

³Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Офіційний вісник України. — 2003. — № 11. — Ст. 462.

З положень ст. 83, 85 Цивільного кодексу України, ст. 360 Господарського кодексу України, ст.ст. 20, 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» випливає, що фондова біржа є суб'єктом приватного права, адже, як правило, вона виступає в організаційно-правовій формі непідприємницького товариства зі спеціальним статусом. Фондова біржа набуває статусу юридичної особи в загальному порядку, визначеному законодавством України. Тобто за цих обставин слід застосовувати загальні положення, що стосуються юридичних осіб Цивільного кодексу України та Господарського кодексу України. Проте, фондова біржа здійснює діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку на підставі відповідного дозволу — ліцензії, що вказує на її спеціальний правовий статус. Враховуючи її відповідний правовий статус Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку здійснює регулювання її діяльності та контроль за нею у порядку, встановленому законодавством України.

§ 6.2. Функції фондової біржі

Характеризуючи основні функції фондової біржі, варто зазначити, що за даних обставин під функціями слід розуміти основні напрями діяльності фондової біржі, що окреслені їх призначенням і впливають із сутності здійснюваної ними діяльності на ринку цінних паперів.

В літературі відсутня стала концепція щодо розуміння та класифікації функцій фондової біржі. Вказане пов'язане з тим, що функції фондової біржі досліджуються як з точки зору економіки, так і з позиції правової теорії. Здебільшого функції фондових бірж висвітлені в наукових дослідженнях економічного характеру. На думку В.М. Діденка, фондові біржі України, відіграють важливу роль і виконують низку функцій залежно від сфери функціонування фондових бірж. По-перше, в економічній сфері: прискорення обліку надлишкового капіталу у вигляді цінних паперів, його акумуляція для інвестицій у виробничу та соціальну сфери; переміщення капіталу з однієї галузі в іншу; акумуляція вільних грошових коштів населення, їх зв'язок та вилучення з вільного обігу; відтворення дійсної вартості основних виробничих фондів і рентабельності юридичної особи. По-друге, у політичній сфері: сприяння становленню економічної самостійності; спри-

яння створенню дійсної ринкової економічної системи, а це — передумова розбудови демократичного суспільства, економічної свободи; прискорення інтеграційних процесів, входження України до світового співтовариства. По-третє, у соціальній сфері: позитивний вплив діяльності фондової біржі як вторинного ринку цінних паперів на динаміку соціальної структури суспільства; в процесі приватизації кожний отримує приватизаційні папери; може вкласти в акції, ставши їх співвласником, отримувати дивіденди; завдяки обігу цінних паперів, операціям з ними людина стає зацікавленою і в тому, що вона отримує більше ступенів соціальної свободи. По-четверте, у морально-психологічній сфері: формування ринкової психології, нового психологічного мислення, бажання стати суб'єктом на ринку цінних паперів; створення у державі відповідної морально-психологічної атмосфери, формування довіри до цінних паперів, операцій з ними; формування нового цивілізованого типу підприємця, ведення чесного бізнесу; запобігання виникненню на ринку цінних паперів зловживань, шахрайства, кримінального середовища¹.

М.О. Солодкий виділяє такі функції фондових бірж, як мобілізація і концентрація вільних грошових капіталів і нагромаджень за допомогою продажу цінних паперів; кредитування та фінансування держави й інших державних організацій шляхом купівлі їх цінних паперів; забезпечення високого рівня ліквідності вкладень у цінні папери, фондова біржа дає можливість забезпечити концентрації попиту і пропозиції цінних паперів, де збалансованість на основі біржового ціноутворення реально відбиває рівень ефективності функціонування акціонерного капіталу².

В.П. Хадаківська, В.В. Біляєв відстоюють позицію, за якою фондова біржа виконує три основні функції. По-перше, посередницьку функцію, яка проявляється у тому, що фондова біржа створює достатні та всебічні умови для торгівлі цінними паперами емітентам, інвесторам, фінансовим посередникам: торгові угоди укладають брокери. Вони діють від імені своїх клієнтів-інвесторів, емітентів чи фінансових посередників, купуючи або продаючи цінні папери. При цьому права власності на куплені цінні папери чи отримані від реалізації гроші належать клієнтам.

¹ Діденко В.М. Загальна теорія фінансів: навч. посібник / В.М. Діденко, В.Д. Попова — Ч.: Ратуша, 2000. — С. 425—428.

² Солодкий М.О. Біржовий ринок: Навч. посібник. / М.О. Солодкий. — К.: Джерела М, 2001. — С. 287.

Дохід брокера формується за рахунок комісійних від укладених угод. У торгівлі на біржі беруть участь дилери. Вони купують через брокерів цінні папери з метою їх наступного перепродажу. Дохід дилера формується за рахунок різниці в цінах купівлі й продажу цінних паперів. По-друге, індикативну функцію, що полягає в оцінці фондовою біржею вартості та привабливості цінних паперів: на біржі проводиться котирування цінних паперів, яка дає інформацію інвесторам про вартісну та якісну оцінку цінних паперів, динаміку їх розвитку. Це створює передумови для надійного і достовірного механізму торгівлі, хоча не виключає можливостей цілеспрямованих махінацій з метою спекуляції цінними паперами. Водночас це — важливий чинник стримування ефективної діяльності емітентів; промахи відразу ведуть до зниження вартості емітованих ними цінних паперів, а отже, і до попиту на них, що спричиняє зменшення притоку фінансових ресурсів. Тому для емітента так важливо забезпечувати стабільний фінансовий стан і високі фінансові результати. По-третє, регулятивно-контрольну функцію, що виражається в організації та регулюванні торгівлі цінними паперами на біржі і постійному контролі за угодами, які здійснюються на біржі: біржа встановлює вимоги до емітентів, які виставляють свої цінні папери на біржові торги, встановлює правила укладання та виконання угод, механізм контролю за діяльністю суб'єктів біржової торгівлі, здійснює контроль за фінансовим станом емітентів, має право на одержання та перевірку інформації про їх діяльність, може знімати з котирування певних емітентів, які або не виконують вимоги біржової торгівлі, або мають незадовільні фінансові показники; контрольна діяльність біржі має мету — забезпечити достовірність котирування цінних паперів і надійність біржової торгівлі, виявляти випадки використання службової інформації, маніпулювання цінами, дотримання учасниками торгів та емітентами вимог законодавства держави, правил торгів¹.

В.М. Шелудько вважає за необхідне виділити наступні основні функції фондових бірж: організація біржових зборів для проведення гласних публічних торгів; гарантування виконання умов біржових угод, розробка системи розрахунків за укладеними на біржі угодами; визначення ринкової ціни цінних паперів, що ко-

¹ Хадаківська В.П. Ринок фінансових послуг: навч. посібник. / В.П. Хадаківська, В.В. Біляев — К.: ЦУЛ, 2002. — С. 339-340.

тируються на біржі; здійснення біржового арбітражу, розв'язання спірних питань, що виникають за біржовими угодами у процесі біржових торгів; забезпечення учасників ринку оперативною та аналітичною інформацією про стан і тенденції розвитку фондового ринку¹.

І. Рукавишнікова, а згодом і Л.В. Панова доходять висновку, що основними функціями фондової біржі є: а) організаційна діяльність біржі щодо проведення торгів, визначення складу учасників, допуску біржового товару до торгів; б) регулятивна функція, що полягає у розробці, прийнятті та застосування локальних актів, що регламентують відносини, які виникають у процесі торгівлі; в) забезпечення заінтересованих осіб інформацією щодо товарів, цін, кон'юнктури ринку; г) діяльність щодо надання послуг учасникам торгівлі та їх клієнтам з метою сприяння реальному виконанню біржових правочинів; д) реєстраційна і контрольна функції, необхідність реалізації яких зумовлюється особливостями біржової торгівлі, в тому числі здійсненням правочинів представниками, у більшості випадків щодо товару, який відсутній і виконанням через суттєвий проміжок часу².

Якщо звернути увагу на Берлінську біржу, то вона ще на базі закону від 22 червня 1896 р. виконувала ряд основних функцій, що полягали у наступному: визначення цінних паперів, що підлягають допуску до біржового обігу; нагляд над котируванням курсів, регулювання маклерської справи, впровадження біржової поліції та підтримання її діяльності, створення біржових арбітражів тощо³.

Національний законодавець підходить більш розгорнуто до розуміння функцій фондових бірж. Зокрема, п. 3 Положення про функціонування фондових бірж⁴ виокремлює такі функції фон-

¹ Шелудько В.М. *Фінансовий ринок: Навч. посібник* / В.М. Шелудько. — К.: Знання-Прес, 2003. — С. 367—368.

² Рукавишнікова І. Законодательные ограничения на совершение сделок с ценными бумагами / И. Рукавишнікова // *Хозяйство и право*. — 1997. — № 10. — С. 47-61; Панова Л.В. Проблемы правового регулирования рынка ценных бумаг: Дис. ...канд. юрид. наук: 12.00.03 / Л.В. Панова Л.В. — Х. Национальная юридическая академия Украины им. Ярослава Мудрого, 2002. — С. 44.

³ Винер Фрицц А. Биржа / Ф.А. Винер; предисл Д.М. Шекина; предисл. от пер., с нем. и общ. ред. Р.С. Куракин, К.В. Мротцек; прилож. — П.С. Зиноватий, Р.С. Куракин. — М.: Волтерс Клувер, 2010. — С. 179.

⁴ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» від 19 грудня 2006 р. № 1542 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 5. — Ст. 186.

дової біржі, як установлення правил проведення біржових торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами; організація та проведення регулярних біржових торгів; організаційне, технологічне та технічне забезпечення проведення біржових торгів; установлення процедур лістингу та делістингу, допуску до торгівлі на фондовій біржі; ведення переліку учасників торгів, фіксація поданих заявок, укладених біржових угод та контроль за виконанням біржових контрактів; ведення переліку цінних паперів та інших фінансових інструментів, внесених до біржового списку; обмін інформацією з депозитарними і розрахунково-кліринговими установами для забезпечення виконання біржових контрактів; зберігання паперових та/або в електронному вигляді документів щодо укладення біржових угод і виконання біржових контрактів у депозитарній системі; здійснення діяльності з проведення клірингу та розрахунків за договорами щодо похідних (деривативів), які укладаються на організаторі торгівлі; здійснення контролю за дотриманням членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством, правилами фондової біржі; відповідне реагування на виявлені порушення законодавства про цінні папери і правил фондової біржі; здійснення фінансового моніторингу згідно з вимогами законодавства; надання інформаційних послуг щодо організації торгівлі цінними паперами та іншими фінансовими інструментами; оприлюднення інформації та обмін інформацією відповідно до законодавства України.

У теорії правового регулювання фондового ринку відомий поділ функцій фондової біржі на основні і допоміжні. Вказаний поділ функцій варто визнати доволі збалансованим. Проте, заради справедливості варто відмітити, що з етимологічної точки зору термін «допоміжні» варто замінити на термін «додаткові». *Основними* функціями фондової біржі у цьому зв'язку виступають: правомірне забезпечення руху грошових коштів та обігу цінних паперів за рахунок установлення правил проведення біржових торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами; організація і здійснення регулярних біржових торгів, що ґрунтуються на дотриманні норм національного права, статуту та правил фондової біржі; здійснення контролю в сегменті допуску до торгівлі на фондовій біржі та під час проведення торгів; здійснення охоронної функції у разі порушення законодавства про цінні папери і правил фондової біржі; технологічне та технічне

забезпечення проведення біржових торгів; ведення переліку учасників торгів, фіксація поданих заявок, укладених біржових угод та контроль за виконанням біржових контрактів; ведення обліку цінних паперів і інших фінансових інструментів, внесених до біржового списку; обмін інформацією з депозитарними та розрахунково-кліринговими установами для забезпечення виконання біржових контрактів; зберігання у визначеній формі документів щодо укладення біржових правочинів і виконання біржових контрактів у депозитарній системі; забезпечення задоволення правомірного інтересу покупця і продавця цінних паперів; забезпечення наявності кваліфікованого професійного посередництва через договірні конструкції; диверсифікація діяльності на ринках; формування засад та умов для мінімізації фінансових та правових ризиків; забезпечення належного й об'єктивного інформування учасників фондового ринку.

Варто відмітити важливе значення і *додаткових* функцій, адже до них слід віднести гармонізацію, стандартизацію та уніфікацію формальних і змістовних параметрів цінних паперів; стандартизацію і типізацію біржових контрактів купівлі—продажу цінних паперів; прискорення майнового обороту через призму оптимізації розрахункових операцій; забезпечення надання широкого спектра супутніх послуг клієнтам, що дозволяє здійснювати комплексне функціонування фондового ринку; здійснення фінансового моніторингу згідно з вимогами законодавства.

Вказані функції можна згрупувати у дві групи. Перша група функцій має ознаки регулятивного характеру, а друга — охоронного характеру. При чому, *базовою функцією* фондової біржі слід вважати правомірне забезпечення обігу цінних паперів та руху грошових коштів за рахунок установлення правил проведення біржових торгів цінними паперами й іншими фінансовими інструментами.

§ 6.3. Класифікація біржових систем і фондових бірж

Проаналізувавши нормативні підходи держав щодо регулювання фондових ринків, можна констатувати виокремлення в літературі трьох сталих біржових систем, а саме: моноцентричної, поліцентричної та змішаної. Якщо в державі на нормативному рів-

ні створені всі умови для функціонування центральної біржі, а інші біржі не мають самостійного правового статусу, має місце моноцентрична біржова система, зокрема, такого роду біржова система функціонує в Японії. Якщо ж нормативно-правовий масив, ґрунтуючись на принципі незалежності, дозволяє функціонувати одночасно декільком фондовим біржам, має місце поліцентрична біржова система. Поліцентричність ринку можна спостерігати у ФРН та Австрії¹. У моноцентричній біржовій системі абсолютне домінуюче становище займає єдина біржа — центральна або головна фондова біржа, що водночас не заважає функціонуванню інших фондових бірж. Як приклад моноцентричної біржової системи можна навести біржову систему Англії, яку очолює Міжнародна Лондонська фондова біржа. В умовах поліцентричної системи, крім центральної фондової біржі, в країні можуть функціонувати ще кілька бірж, не наділених ознаками самостійності. Яскравим прикладом такої структурної побудови біржової системи виступають правові системи Німеччини, Канади. Наявність змішаної біржової системи пов'язана, у першу чергу, з тим, що окремі біржові системи наділені ознаками як моноцентричної, так і поліцентричної біржової системи. Класичним прикладом функціонування змішаного виду біржової системи виступає правова система США².

Крім цього, фондові біржі класифікують за *правовим статусом* на публічно-правові, приватно-правові та змішані. Характеризуючи фондові біржі за таким критерієм, варто вказати, що основною відмінністю зазначених бірж є підстава створення, склад їх учасників і ступінь державного регулювання і контролю їх діяльності. Так, публічно-правові біржі створюються на підставі норм публічного права та перебувають під постійним державним контролем, де держава бере участь у складанні правил біржової торгівлі і контролює їх виконання, забезпечує правопорядок на біржі під час торгів, призначає біржових маклерів і усуває їх від роботи³. Більше того, держава ініціює створення гарантійного фонду, що становить основу стабільної діяльності фондової біржі. Прикладом публічно-правової біржі є Міланська фондова біржа, яка являє собою публічний інститут. Її

¹ Дегтярева О.И. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / О.И. Дегтярева, Н.М. Коршунов, Е.Ф. Жуков. — М.: Юнити-Дана, 2004. — С. 99.

² Там само.

³ Солодкий М.О. Біржовий ринок: Навч. посібник / М.О. Солодкий. — К.: Джерела М, 2001. — С. 285.

брокери та члени органів управління є державними службовцями та призначаються Міністерством фінансів¹. В літературі не раз висловлювалася критика у бік публічно-правових бірж. Так, Штрук взагалі не сприймає систему верховного державного нагляду за біржами, вважаючи, що держава буде претендуватиме на право вмішуватися в усі справи біржі, у тому числі й у деталі управління. На його думку вказаний недолік може бути з легкістю усунутий через цільове розмежування державних правомочностей².

Водночас жорсткий контроль з боку держави є нехарактерним для приватно-правового типу фондових бірж, адже останні створюються на підставі норм приватного права у формі корпоративних утворень відповідно до корпоративних норм і правил та є абсолютно самостійними в організації біржової торгівлі. Слід зауважити, що за даних обставин держава не бере на себе жодних гарантійних зобов'язань із забезпечення стабільності біржової торгівлі і зниження ризику правочинів щодо відчуження цінних паперів. Зокрема, окреслений тип бірж характерний для Англії. Не можна не відмітити того факту, що у 70-х роках ХХ ст. англійський уряд намагався видозмінити вказаний тип біржі шляхом запровадження плану державного нагляду, однак він так і не був реалізований³. Біржі, що належать до приватно-правового типу є більш стійкими до спекуляцій з цінними паперами, адже вони вправі самостійно встановлювати будь-які правила для допуску потенційних учасників на біржу. У той же час таким біржам притаманний односторонній інтерес приватного характеру, що викликає дисбаланс біржової системи.

Змішані фондові біржі створюються у формі корпоративних утворень. Як правило, на ознаку змішаної фондової біржі вказуватиме процентне співвідношення у формуванні статутного капіталу між власниками корпоративних прав (наприклад, акцій біржі). Тобто якщо 50 % і більше акцій товариства (біржі) буде належатиме державі на праві власності, така фондова біржа вважатиметься біржею змішаного типу. На чолі змішаних бірж зна-

¹ Бельх В.С. Правовое регулирование предпринимательской деятельности в России: монография. — М.: Проспект, 2011. — С. 200.

² Struck E. Die Effektenbörse. Eine Vergleichung deutscher und engl. Zustände. — Leipzig, 1881, — S. 179.

³ Винер Фритц А. Биржа / Ф.А. Винер; предисл. Д.М. Шекина; предисл. от пер., с нем. и общ. ред. Р.С. Куракин, К.В. Мротцек; прилож. — П.С. Зиноватий, Р.С. Куракин. — М.: Волтерс Клувер, 2010. — С. 176.

ходяться виборні біржові органи, що формуються, виходячи з результатів голосування на загальних зборах товариства. Як правило, у цьому випадку також обирається суб'єкт зі статусом біржового комісара, який наділений функціями нагляду за правомірністю здійснення біржової діяльності. Зокрема, розглядувані біржі функціонують в Австрії, Швейцарії і Швеції¹.

За критерієм монополії фондові біржі можна класифікувати на фондові біржі з правовою монополією (наприклад, Франція), фондові біржі з фактичною монополією (наприклад, Англія) та фондові біржі без ознак монополії. Монополія на фондовій біржі передбачає можливість здійснення торговельних операцій лише членами біржі. По суті, має місце встановлення так чи інакше чиним, спеціальних вимог до особи, що має право вчиняти біржові правочини. Правова монополія фондової біржі базується на підставі закону, а фактична монополія — на звичаях ділового обороту та локальних актах фондової біржі.

За формою участі осіб у торгах фондові біржі поділяють на закриті і відкриті. Закрита біржа характеризується тим, що на її торгах можуть брати участь лише постійні члени біржі (біржові посередники). Відкрита біржа передбачає, крім біржових посередників, присутність на торгах третіх осіб — продавців або покупців.

За регіональною ознакою фондові біржі можуть бути міжнародні, регіональні, національні. Міжнародний статус біржа набутиме за умови відсутності заборон у сфері валютного та торгового режимів. Регіональна біржа покликана обслуговувати обіг цінних паперів двох і більше країн. Для цього у законодавстві даних країн має бути проведена уніфікація правових норм у сфері обігу цінних паперів, переходу права власності на цінні папери, валютних розрахунків. Національні біржі здійснюють свою діяльність лише в межах однієї держави (Російська Федерація, Японія).

§ 6.4. Порядок створення, функціонування та припинення діяльності фондової біржі

Порядок створення фондової біржі. Даючи правову характеристику порядку створення фондової біржі, варто зазначити, що відповідний процес є надто тривалим та організаційно складним,

¹ Солодкий М.О. Біржовий ринок: Навч. посібник. — 2-ге вид., випр. / М.О. Солодкий. — К.: Джерела М, 2005. — С. 230.

з огляду на те, які потребує детального дотримання норм права, що регламентують порядок створення, дотримання нормативно встановлених часових меж, одержання дозволів тощо.

За загальним правилом фондова біржа створюється на засадах добровільного об'єднання заінтересованих юридичних та/або фізичних осіб відповідно до нормативно встановлених правил. Так, в одних правових системах членами фондової біржі можуть бути виключно фізичні особи. До таких держав належать США, Великобританія¹. В інших країнах, зокрема, в Україні, Канаді, законодавство вимагає, щоб членами фондової біржі були виключно юридичні особи. У деяких державах, наприклад у Німеччині, законодавець не є таким категоричним і дозволяє бути членами біржі як юридичним, так і фізичним особам. При цьому, якщо допускається персональне членство в біржі фізичних осіб, то мається на увазі, що вони повинні бути акціонерами, директорами або співробітниками великих фірм, котрі професійно зайняті операціями з цінними паперами².

Залежно від вимог законодавства держави для створення фондової біржі або потрібний дозвіл державних органів (Австрія) або не потрібний (Великобританія). У цьому контексті цікавим є нормативний досвід впровадження дозволу на створення бірж в Австрії. Зокрема, слід згадати параграф 1 Закону Австрії Про створення бірж від 1 квітня 1875 р., відповідно до якого на заснування бірж потрібний дозвіл міністрів фінансів та торгівлі, який надається лише після слухання по цьому питанню у торгово-промисловій палаті³. В умовах сьогодення якщо створюється біржа публічно-правового або змішаного типу, як правило, потребується дозвіл подібного роду від державних органів влади чи відповідна реєстрація біржі.

З юридичної точки зору, фондові біржі в усіх країнах світу є офіційно зареєстрованими об'єднаннями, що створюються у різних правових формах: на ранніх етапах біржі створювались як товариства з обмеженою відповідальністю, з часом — як акціонерні товариства⁴. Утворення фондової біржі в Україні базується

¹ Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України: навч. посіб. / О.В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 265—266.

² Там само. — С. 265.

³ Reichsgesetzblatt für die im Reichsrathe vertretenen Königreiche und Länder. — 1875, XXIII. — № 67.

⁴ Дегтярева О.И. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / О.И. Дегтярева, Н.М. Коршунов, Е.Ф. Жуков. — М.: Юнити-Дана, 2004. — С. 105.

на положеннях ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». Характеризуючи процес створення фондової біржі в Україні, нагадаємо, що відповідно до ч. 1 ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» фондова біржа утворюється і діє в організаційно-правовій формі товариства або дочірнього підприємства об'єднання торговців цінними паперами. Втім, законодавець робить виключення з цього правила вказуючи на те, що фондова біржа не може бути утворена у формі повного, командитного товариства і товариства з додатковою відповідальністю.

При цьому фондова біржа провадить свою діяльність відповідно до Цивільного кодексу України, законів, що регулюють питання утворення, діяльності та припинення юридичних осіб, з особливостями, визначеними Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок». Таким чином, на фондовій біржі, що утворюються у формі акціонерного товариства, поширюються відповідні норми Цивільного кодексу України¹, Господарського кодексу², Закону України «Про акціонерні товариства»³ і Закону України «Про господарські товариства»⁴. По суті має місце дещо розпорошене нормативне регулювання щодо створення фондової біржі, яке передбачає врахування як загальних положень, наприклад, окреслених у ЦК України, так і спеціальних положень, передбачених у Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок».

Законодавець висуває нормативне правило, за яким фондова біржа може бути створена 20 і більше засновниками. Засновниками фондової біржі виступають такі особи. По-перше, такими засновниками можуть бути торговці цінними паперами. Причому, вони зобов'язані отримати ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку. По-друге, засновниками фондової біржі можуть виступати об'єднання торговців цінних паперів. За даних обставин відповідне об'єднання повинно налічувати 20 і більше торговців цінними паперами. Більше того, частка одного торговця цінними паперами не може бути більшою,

¹ Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 44. — Ст. 356.

² Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Офіційний вісник України. — 2003. — № 11. — Ст. 462.

³ Закон України «Про акціонерні товариства» від 17 вересня 2008 р. № 514-VI // Відомості Верховної Ради України. — 2008. — № 50-51 (19.12.2008). — Ст. 384.

⁴ Закон України «Про господарські товариства» від 19 вересня 1991 р. № 1576-XII // Відомості Верховної Ради України. — 1991. — № 49. — Ст. 682.

ніж п'ять відсотків статутного капіталу фондової біржі. Тобто заборонаю концентрації часток в однієї особи законодавець запобігає можливій монополізації організації торгівлі.

Окремо варто відмітити і те, що законодавець у ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» розмежовує вимоги до засновників і членів фондової біржі. Так, відповідно до п. 5 ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» членами фондової біржі можуть бути виключно торговці цінними паперами, які мають ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку та взяли на себе зобов'язання виконувати всі правила, положення і стандарти фондової біржі.

Враховуючи ч. 4 ст. 360 Господарського кодексу України¹ і ч. 3 ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»², фондова біржа набуває статусу юридичної особи лише з моменту її державної реєстрації. Остання здійснюється у порядку, що встановлюється Законом України «Про державну реєстрацію юридичних осіб та фізичних осіб — підприємців». Відповідно до ч. 3 ст. 3 Закону України «Про державну реєстрацію юридичних осіб та фізичних осіб — підприємців» біржі, інші установи й організації, для яких законом встановлені особливості державної реєстрації, набувають статусу юридичної особи лише з моменту їх державної реєстрації у порядку, встановленому цим Законом³. Державна реєстрація фондових бірж передбачає засвідчення факту її створення або припинення, набуття або позбавлення відповідного правового статусу, а також вчинення інших реєстраційних дій, які передбачені законом, шляхом внесення відповідних записів до Єдиного державного реєстру. Порядок проведення державної реєстрації фондової біржі включає наступні основні етапи. По-перше, здійснюється перевірка комплектності документів, які подаються державному реєстратору, та повноти відомостей, що вказані в реєстраційній картці. По-друге, здійснюється перевірка документів, які подаються державному реєстратору, на відсутність підстав для відмови у проведенні державної реєстрації. По-третє, здійснюється безпосереднє внесення

¹ Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Офіційний вісник України. — 2003. — № 11. — Ст. 462.

² Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

³ Закон України «Про державну реєстрацію юридичних осіб та фізичних осіб — підприємців» від 15 травня 2003 р. № 755-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 31-32. — Ст. 263.

відомостей про фондову біржу до Єдиного державного реєстру. По-четверте, здійснюється оформлення та видача виписки з Єдиного державного реєстру.

Установчим документом фондової біржі є її статут, що затверджується вищим органом фондової біржі. Статут фондової біржі має відповідати вимогам, установленим Цивільним кодексом України і Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок». Так, відповідно до ч. 1 ст. 88 Цивільного кодексу України у статуті товариства повинно бути вказано найменування юридичної особи (причому відповідно до імперативної вимоги ч. 3 ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» термін «фондова біржа» і похідні від нього дозволяється використовувати лише юридичним особам, які створені та функціонують відповідно до вимог згаданого Закону), органи управління товариством, їх компетенція, порядок прийняття ними рішень, порядок вступу до товариства і виходу з нього¹. Додаткові вимоги щодо змісту статуту можуть бути передбачені спеціальними положеннями Цивільного кодексу України або Законом. Відповідно до ч. 2 ст. 22 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» у статуті фондової біржі зазначаються найменування і місцезнаходження фондової біржі, порядок управління і формування її органів та їх компетенція, мета діяльності, підстави та порядок припинення діяльності фондової біржі, розподіл майна фондової біржі у разі її ліквідації. Якщо порівняти норми згаданих нормативних актів можна помітити як дублювання низки положень, так і розбіжності у нормативних вимогах. Проте, з огляду на системне тлумачення та на ієрархію нормативно-правових актів, статут має відображати перелік вимог, закріплених у положеннях ст. 88 Цивільного кодексу України, що повинен бути доповнений вимогами ч. 2 ст. 22 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» через відсильний характер згаданої норми ЦК України.

Початок провадження діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку фондової біржі пов'язаний з моментом отримання ліцензії Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку

Особливості функціонування фондових бірж. Функціонування фондових бірж здійснюється на підставі ст.ст. 23 — 26 Закону

¹ Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 44. — Ст. 356.

України «Про цінні папери та фондовий ринок», п.п. 1, 7, 8, 13 ч. 2 ст. 7, п.п. 2, 7, 13 ст. 8 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», Закону України «Про засади державної регуляторної політики у сфері господарської діяльності», Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж». Крім наведених нормативно-правових актів, враховуються акти, що видає фондова біржа. Безумовно, вони мають відповідати чинному законодавству. Якщо акт біржі не відповідає закону, суд наділений правом визнати його недійсним. Зокрема, Л.В. Панова з цього приводу зазначає, що у разі виникнення спору господарські суди повинні відмовляти в задоволенні вимог, заснованих на біржових документах, які протирічать закону¹.

Не можна не відмітити, що функціонування фондової біржі здійснюється на певних засадах. Зокрема, засади функціонування фондової біржі передбачені у Рішенні Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж»² від 19 грудня 2006 р. № 1542. Так, ними є створення умов щодо конкурентного ціноутворення на цінні папери та інші фінансові інструменти шляхом зосередження попиту та пропозицій на їх купівлю—продаж; підтримання цілісності і стабільності ринку цінних паперів шляхом впровадження справедливих і рівних для всіх учасників біржових торгів правил поведінки; забезпечення прозорості ринку цінних паперів через оприлюднення інформації, що характеризує кон'юнктуру ринку; забезпечення інформування учасників біржових торгів та інвесторів щодо емітентів та їхніх цінних паперів; застосування ефективних технологій укладання біржових правочинів і виконання біржових контрактів, що відповідають міжнародним стандартам; забезпечення функціонування фондової біржі на постійно діючій основі; забезпечення захисту учасників біржових торгів та інвесторів від зловживань шляхом встановлення вимог щодо допуску до торгівлі, застосування процедур нагляду, контролю та накладання санкцій за правопо-

¹ Панова Л.В. Проблемы правового регулирования рынка ценных бумаг: Дис. ...канд. юрид. наук: 12.00.03 / Л.В. Панова Л.В. — Х.: Национальная юридическая академия Украины им. Ярослава Мудрого, 2002. — С. 50.

² Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» від 19 грудня 2006 р. № 1542 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 5. — Ст. 186.

рушення. Таким чином, на нормативному рівні визначені основоположні нормативні принципи, що дають підстави для належного функціонування фондової біржі.

В науковій літературі можна зустріти точку зору за якою основним завданням фондової біржі є надання місця для торгівлі цінними паперами, тобто централізація місця, де може здійснюватися як продаж, так і перепродаж цінних паперів¹. Указане завдання охоплюється принципом забезпечення функціонування фондової біржі на постійно діючій основі та розкривається через тезу про те, що місцем для торгівлі виступає торговий майданчик (торговий зал) у вигляді приміщення або кількох приміщень, обладнаних засобами комунікації (технічними засобами у вигляді комп'ютерів, телефонів, інформаційних табло тощо), які дозволяють здійснювати забезпечення інформування учасників біржових торгів та укладення відповідних біржових правочинів. Укладення біржових правочинів здійснюється на торговому майданчику виключно у час, відведений для цього. Окремий час укладення біржових правочинів може встановлюватися для визначених секторів торгового майданчика. Таким чином, якщо правочин був укладений не у час, відведений фондовою біржею для цього, він вважається небіржовим правочином з відповідними негативними правовими наслідками.

Таким чином, фондова біржа функціонує, виходячи з притаманних їй функцій. Тобто її функціонування здійснюється, виходячи з блоку регулятивних і охоронних функцій, окреслених вище.

На основі функцій фондової біржі можна сформулювати її основні повноваження. Ними є: організація та проведення біржових торгів; лістинг і делістинг цінних паперів; допуск членів фондової біржі й інших осіб, визначених законодавством, до біржових торгів; котирування цінних паперів та оприлюднення їх біржового курсу; розкриття інформації про діяльність фондової біржі та її оприлюднення; розв'язання спорів між членами фондової біржі й іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством; здійснення контролю за дотриманням членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством, правил

¹ Галанов В.А. Рынок ценных бумаг : учебник / В.А. Галанов, А.И. Басов. — М.: Финансы и статистика, 2006. — С. 239.

фондової біржі; накладення санкцій за порушення правил фондової біржі.

Фондова біржа надає комплекс послуг на оплатних засадах. Перелік послуг і розмір плати за них встановлюється фондовою біржею самостійно та підлягає обов'язковому оприлюдненню на власному веб-сайті фондової біржі (у цілодобовому режимі).

До сфери діяльності фондової біржі входять реєстраційні процедури. Зокрема, слід звернути увагу на те, що біржа здійснює реєстрацію правочинів, що вчинені на торгах. Факт такої реєстрації вказує на те, що правочин визнається біржовим. Так, у юридичній доктрині неодноразово підкреслювалося, що значення акту реєстрації полягає у визнанні того або іншого правочину біржовим, тобто таким, що відповідає сукупності загальних умов дійсності та спеціальних умов, які стосуються місця укладення, предмета правочину та його суб'єктного складу¹. Крім цього, у законодавстві можна помітити наявність певних умов, додержання яких є необхідним для здійснення операцій на фондовому ринку. Враховуючи вимоги Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» регулярні біржові торги здійснюються з цінними паперами лише після внесення інформації про них до біржового списку фондових бірж. Під *біржовим списком фондових бірж* розуміється окремий документ фондової біржі, який містить інформацію щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, які в конкретний момент часу на відповідну дату допущені до торгівлі на фондовій біржі за категорією лістингових цінних паперів або за категорією позалістингових цінних паперів та інших фінансових інструментів.

Світовій практиці відомо доведення інформації про цінні папери, динаміку цін на них через застосування біржових індексів. Прикладом такого індексу є біржовий індекс Доу-Джонса, що відображає курси цінних паперів компаній США, які ввійшли до затвердженого переліку.

¹ Теньков С.О. Оформлення господарських операцій : юридичні аспекти / С.О. Теньков // Вісник ВАС. — 2000. — № 1. — С. 80-82; Рынок ценных бумаг и его финансовые институты: Учеб. пособ. / [Под ред. В.С.Торкановского]. — СПб., 1994. — С. 257—310; Панова Л.В. Проблемы правового регулирования рынка ценных бумаг: Дис. ...канд. юрид. наук: 12.00.03 / Л.В. Панова Л.В. — Х.: Национальная юридическая академия Украины им. Ярослава Мудрого, 2002. — С. 54.

Однією з особливостей функціонування фондової біржі є здійснення діяльності щодо інформування про цінні папери, що запропоновані до продажу на торгах, а також про укладені правочини, котирування цін. Зокрема, інформація про котирування цін дозволяє дійти висновку про стан кон'юнктури ринку і тенденції зміни цін і відповідно укладати біржові правочини з урахуванням цієї інформації¹. Відповідна інформація про кон'юнктуру цін базується на певних способах розрахунку. Так, ціни на цінні папери у процесі біржової торгівлі формуються кількома способами залежно від практики тієї чи іншої біржі, а саме може бути груповий аукціон, безперервна торгівля чи безперервно-дилерська торгівля². Відповідно до окресленого і формується ціновий сегмент ринку на визначені цінні папери.

На фондову біржу покладається цивільна відповідальність за подання недостовірної або неповної інформації. Якщо має місце відповідальність фондової біржі за подання недостовірної або неповної інформації, вона, як правило, виражається у відшкодуванні збитків, що завдані таким інформуванням.

Окремо слід підкреслити той факт, що інформація про цінні папери та інші фінансові інструменти, обіг яких здійснюється на фондовій біржі, може бути у біржовому списку цієї фондової біржі не більше 60 календарних днів без проведення за ними біржових торгів. У разі недотримання вказаної регламентованої вимоги інформація про цінні папери та інші фінансові інструменти буде виключена з біржового списку, крім інформації про ті цінні папери, що знаходяться у процесі розміщення або пропонуються до продажу на фондових біржах у процесі приватизації, акцій публічних акціонерних товариств, 100 відсотків акцій яких належать одному акціонеру, у тому числі державі, інших фінансових інструментів³. Отже, учасники ринку цінних паперів, які мають на меті здійснення біржових операцій, повинні в обов'язковому порядку дотримати вимоги щодо процедури внесення інформації про відповідні цінні папери у біржовий список фондової біржі. Втім, особливого значення це положення набуває для публічних

¹ Васильченко Е. Инсайдерская информация (о ценных бумагах) / Е. Васильченко // Бизнес Информ. — 1996. — № 15. — С. 23—25.

² Дегтярева О.И. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / О.И. Дегтярева, Н.М. Коршунов, Е.Ф. Жуков. — М.: Юнити-Дана, 2004. — С. 118.

³ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» від 19 грудня 2006 р. № 1542 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 5. — Ст. 186.

акціонерних товариств, адже за відсутності нормативного виключення невиконання зазначених умов вказуватиме на порушення вимог ч. 1 ст. 24 Закону України «Про акціонерні товариства»¹, що встановлює обов'язок такого суб'єкта пройти процедуру включення акцій до біржового списку хоча б однієї фондової біржі. Адже, оскільки абзацом другим ч. 1 ст. 24 Закону України «Про акціонерні товариства» передбачено, що процедуру включення акцій до біржового списку хоча б однієї фондової біржі зобов'язане пройти публічне акціонерне товариство, то з огляду на Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження роз'яснення «Про порядок застосування абзацу другого частини першої статті 24 Закону України «Про акціонерні товариства» щодо проходження публічним акціонерним товариством процедури включення акцій до біржового списку хоча б однієї фондової біржі» від 8 вересня 2011 р. № 1289², вимоги абзацу другого частини першої статті 24 Закону вважаються виконаними у разі, якщо акції публічного акціонерного товариства включено до біржового списку за ініціативи такого публічного акціонерного товариства.

Особливість функціонування фондової біржі полягає у здійсненні звірок і розрахунків за біржовими правочинами через депозитарій, який здійснює кліринг. У світовій практиці учасник біржової торгівлі, укладаючи біржовий правочин, зобов'язаний мати відкриті кореспондентські рахунки у біржовому кліринговому центрі (в Україні відсутні згадані клірингові центри, а кліринг виконує депозитарій). При цьому укладення біржових правочинів можливе лише між особами, що мають відповідні рахунки. Л.В. Панова з даного приводу зазначає, що правові зв'язки, що виникають у разі укладення та виконання біржових правочинів, мають складний характер — в оформленні правочинів беруть участь не сторони, а члени розрахункового центру³. При цьому слід підкреслити, що така особ-

¹ Закон України «Про акціонерні товариства» від 17 вересня 2008 р. № 514-VI // Відомості Верховної Ради України. — 2008. — № 50-51. — Ст. 384.

² Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження роз'яснення «Про порядок застосування абзацу другого частини першої статті 24 Закону України «Про акціонерні товариства» щодо проходження публічним акціонерним товариством процедури включення акцій до біржового списку хоча б однієї фондової біржі» від 8 вересня 2011 р. № 1289 // Відомості Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. — 2011. — № 173.

³ Панова Л.В. Проблемы правового регулирования рынка ценных бумаг: Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / Л.В. Панова Л.В. — Х.: Национальная юридическая академия Украины им. Ярослава Мудрого, 2002. — С. 52.

ливість пов'язана з тим, що указані правовідносини будуються на посередницьких договірних конструкціях.

До особливостей функціонування фондової біржі слід віднести діяльність з визначення фактичного обсягу торгів. Проте, визначення фактичного обсягу торгів пов'язане з низкою проблем. Вказане на пряму пов'язане із тяжінням до «ручного управління» укладенням біржових правочинів і відсутністю правового механізму гарантування належного виконання укладеного правочину. Незручність такого «ручного управління» яскраво проявляється в обов'язку торгівця цінними паперами власноруч підписати біржовий правочин з відповідним пакетом документів. Тобто відсутність належного правового механізму, який повністю охоплював би вчинення біржових правочинів у недокументарній формі, тягне своїм наслідком уповільнення обігу цінних паперів. Наприклад, на фондовій біржі ПФТС, на яку припадає майже 90 % обсягу угод українського фондового ринку, всі угоди проводяться в «ручному режимі». І як наслідок, якщо ж одна із сторін угоди прагне в односторонньому порядку розірвати договір, то згідно з правилами ПФТС йому необхідно заплатити штраф на користь другої сторони в сумі 15 % від розміру домовленої вартості цінних паперів. Однак, якщо учасники торгів відмовляться виконувати угоду у двосторонньому порядку, то вони не понесуть жодних фінансових санкцій¹. Окреслена проблема «ручного управління» укладення біржових правочинів і відсутності правового механізму гарантування належного виконання правочину усувається за рахунок застосування відомої у світі системи поставки проти платежу (*Delivery Versus Payment*). Згодом, такий досвід був частково врахований шляхом внесення Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Змін до Положення про функціонування фондових бірж» від 21 травня 2010 р. № 619² до розділу I Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» пункту 7. Згідно з цим пунктом виконання біржових контрактів щодо цінних паперів і інших фінансових інструментів,

¹ Безус Р.М. Роль фондової біржі у формуванні інвестиційного капіталу / Р.М. Безус // [Електронний ресурс] — Електронне наукове фахове видання «Ефективна економіка» — Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/index.php?operation=1&iid=2>

² Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Змін до Положення про функціонування фондових бірж» від 21 травня 2010 р. № 619 // Офіційний вісник України. — 2010. — № 59. — Ст. 2068.

укладених на фондовій біржі, має здійснюватися виключно за принципом «поставка цінних паперів проти оплати»¹. Проте, з укаzanого правила законодавець вивів три виключення. Так, наведений принцип «поставка цінних паперів проти оплати» не застосовується до: 1) виконання біржових контрактів, укладених під час розміщення цінних паперів або інших фінансових інструментів; 2) виконання біржових контрактів, укладених при проведенні торгів з продажу акцій, що належать державі; 3) виконання біржових контрактів, предметом яких є купівля—продаж державних облігацій, інших фінансових інструментів.

Діяльність фондової біржі також направлена на здійснення контрольної функції. По суті має місце контроль учасників торгів через реалізацію фондовою біржею контрольних повноважень.

Слід звернути увагу на діяльність арбітражної комісії, наділеної окремими функціями третейського суду.

Припинення діяльності фондової біржі. Діяльність фондової біржі припиняється в порядку, встановленому для припинення діяльності господарських товариств. Проте, інший порядок припинення її діяльності може бути передбачений законом. Враховуючи загальні положення ч. 1 ст. 104 Цивільного кодексу України та ст. 19 Закону України «Про господарські товариства» фондова біржа припиняється в результаті передачі всього майна, прав та обов'язків іншим юридичним особам — правонаступникам (злиття, приєднання, поділу, перетворення) або внаслідок ліквідації. Тобто, законодавець передбачає припинення діяльності фондової біржі двома шляхами. По-перше, припинення діяльності фондової біржі можливе шляхом реорганізації. Реорганізація фондової біржі відбувається за рішенням її вищого органу управління. При цьому вся сукупність її прав та обов'язків переходить до його правонаступників з урахуванням спеціальної правосуб'єктності. По-друге, припинення фондової біржі можливе шляхом її ліквідації. Враховуючи ст. 110 ЦК України та ст. 19 Закону України «Про господарські товариства» фондова біржа, як юридична особа ліквідується: 1) за рішенням її членів або органу, уповноваженого на це установчими документами, в тому числі у зв'язку із закінченням строку, на який було її створено, з досягненням мети, для якої її створено, а

¹ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» від 19 грудня 2006 р. № 1542 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 5. — Ст. 186.

також в інших випадках, передбачених установчими документами; 2) за рішенням суду про визнання судом недійсною державної реєстрації фондової біржі через допущені при її створенні порушення, які не можна усунути, а також в інших випадках, установлених законом.

Як наслідок, якщо має місце припинення діяльності фондової біржі, то окрім спеціальних статей (наприклад, ст. 361 ГК України та ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»), слід враховувати ст.ст. 104—112 Цивільного кодексу України, ст. 19 Закону України «Про господарські товариства». Якщо відбувається припинення діяльності фондової біржі, що діяла у формі акціонерного товариства, то крім загальних норм щодо припинення діяльності, слід врахувати положення статей розділу 16 Закону України «Про акціонерні товариства».

Припинення діяльності фондової біржі впливає як з нормативних приписів, так і з волевиявлення її учасників. Зокрема, відповідно до ст. 361 Господарського кодексу України діяльність фондової біржі припиняється за умови, якщо кількість її членів протягом встановленого законом строку залишається меншою за мінімальну кількість, визначену законом. Таким чином, якщо кількість членів фондової біржі є меншою ніж 20 осіб і якщо фондову біржу утворено у формі дочірнього підприємства об'єднання торговців цінними паперами — коли кількість членів такого об'єднання стала менше ніж 20, має місце спочатку тимчасове зупинення її діяльності Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку на підставі ч. 4 ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». За цих обставин фондова біржа протягом шести місяців повинна прийняти нових членів у такій кількості, щоб відповідати вимогам закону. Якщо протягом зазначеного періоду у часі у фондової біржі відсутня необхідна кількість її членів, її діяльність припиняється.

§ 6.5. Правила біржової торгівлі

Регламентація біржової торгівлі здійснюється через нормативно-правові акти і затверджені правила біржової торгівлі. Таким чином, регулювання біржової торгівлі здійснюється на двох рівнях. Перший рівень — нормативно-правовий, другий рівень — локальний, що включає регулювання на рівні стату-

ту, правил біржової торгівлі та інші локальні акти (наприклад, правила лістингу).

Не можна заперечувати того факту, що особливості регулювання біржового ринку проявляються через правила фондової біржі (їх ще називають правила біржової торгівлі). Адже вони визначають порядок діяльності біржі, взаємовідносин учасників біржі з клієнтами, а також усувають прогалини законодавства.

Свого часу В.С. Ем та ще ряд авторів вказували на те, що правила біржової торгівлі за своєю юридичною природою являються формалізованими діловими звичаями¹. Зокрема, правопорядок Німеччини визнає звичаї біржового обороту джерелом права й вони розглядаються як складова біржового законодавства².

Правила фондової біржі та зміни до них підлягають затвердженню та реєстрації. Так, Біржова рада уповноважена затвердити вказані правила, а Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку — зареєструвати за умови їх відповідності чинному законодавству. У більшості випадків правила фондової біржі виражаються у формі єдиного документа. Втім, у законодавстві відсутня заборона щодо виразу відповідних правил у формі кількох документів, поєднаних системним зв'язком.

Особи, що значаться у біржовому реєстрі, в обов'язковому порядку ознайомлюються з правилами фондової біржі. Дотримання правил фондової біржі, що належним чином затверджені та зареєстровані, є обов'язковим для виконання учасниками біржових торгів та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах.

Контроль за належним виконанням розглядуваних правил особами, що значаться у біржовому реєстрі, покладається на саму фондову біржу. Порушення вказаними особами правил біржової торгівлі дає підстави для застосування фондовою біржею правових санкцій. Види і порядок застосування згаданих санкцій передбачаються в самих правилах або у статуті фондової біржі.

В доктрині можна віднайти різного роду точки зору щодо переліку положень, які мають міститися у правилах фондової біржі.

¹ Ем В.С. Фьючерсные сделки на фондовой бирже: экономическая сущность и правовая природа / В.С. Ем, Н.В.Козлова, О.А. Сургучева // Хозяйство и право. — 1999. — № 6. — С. 24.

² Див.: Загорский К.Я. Торговые обычаи и биржевые правила. — СПб., 1893; Куракин Р.С. Правовое регулирование биржевого срочного рынка: Монография / Р.С. Куракин; вступ.слово — Е.П. Губин. — М.: Волтерс Клувер, 2010. — С. 20.

Так, Є.О. Павлодський доходить висновку, що правила біржової торгівлі повинні включати: а) порядок та умови допуску учасників до торгів; б) порядок розміщення на торгах об'єкта торгових правочинів; в) механізм проведення торгів; г) умови виконання правочинів; д) порядок здійснення розрахунків; е) порядок вирішення спорів; ж) інші умови¹. Тобто, Є.О. Павлодський схиляється до думки про необхідність існування невичерпного переліку положень, що мають міститися у правилах фондової біржі.

Натомість законодавець передбачив виключний перелік положень, що мають бути відображені у правилах фондової біржі. Відповідно до ч. 1 ст. 25 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» правила фондової біржі складаються з порядку: організації та проведення біржових торгів; лістингу та делістингу цінних паперів; допуску членів фондової біржі та інших осіб, визначених законодавством, до біржових торгів; котирування цінних паперів та оприлюднення їх біржового курсу; розкриття інформації про діяльність фондової біржі та її оприлюднення; розв'язання спорів між членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством; здійснення контролю за дотриманням членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством, правил фондової біржі; накладення санкцій за порушення правил фондової біржі². Одразу слід підкреслити, що відповідно до п. 1 розділу VI Положення про функціонування фондових бірж, затвердженого рішенням Комісії від 19 грудня 2006 р. № 1542³, зареєстрованого в Міністерстві юстиції України 18 січня 2007 р. за № 35/13302 та Роз'яснення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про порядок застосування абзацу другого пункту 1 розділу VI Положення про функціонування фондових бірж, затвердженого рішенням Комісії від 19.12.2006 р. № 1542, зареєстрованого в Міністерстві юстиції України 18.01.2007 р. за № 35/13302, щодо оприлюднення фондовими біржами біржового курсу цінних па-

¹ Куракин Р.С. Правовое регулирование биржевого срочного рынка: Монография / Р.С. Куракин; вступ. слово — Е.П. Губин. — М.: Волтерс Клувер, 2010. — С. 20.

² Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

³ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» від 19 грудня 2006 р. № 1542 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 5. — Ст. 186.

перів за результатами біржових торгів»¹ фондова біржа зобов'язана також затвердити порядок визначення біржового курсу цінних паперів. При цьому біржовий курс, визначений за результатами біржових торгів, підлягає обов'язковому оприлюдненню на власному веб-сайті фондової біржі у цілодобовому режимі. Крім того, біржовий курс також може бути оприлюднений у періодичному друкованому виданні фондової біржі та/або офіційному друкованому виданні Комісії.

Також не можна обійти увагою те, що відповідно до п. 3 розділу 2 Положення про функціонування фондових бірж правила фондової біржі мають також включати порядок подання до фондової біржі інформації торговцем цінними паперами про всі вчинені ним правочини з цінними паперами на позабіржовому ринку та розкриття фондовою біржею такої інформації, що не передбачено ч. 1 ст. 25 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

Відповідно до вищезазначеного Положення фондова біржа може встановлювати також особливості організації та проведення біржових торгів відповідним видом цінного паперу або іншого фінансового інструменту, а у статуті фондової біржі мають відображатися вимоги щодо діяльності органів фондової біржі, до компетенції яких належать виконання функцій і прийняття рішень, передбачених правилами фондової біржі.



Терміни та поняття

Базова функція фондової біржі — це правомірне забезпечення руху грошових коштів та обігу цінних паперів.

Біржовий реєстр — складова біржового списку, що містить інформацію щодо лістингових цінних паперів.

Біржове брокерське місце — засвідчене договором про надання доступу до біржових торгів право на укладання правочинів на біржі.

¹ Роз'яснення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про порядок застосування абзацу другого пункту 1 розділу VI Положення про функціонування фондових бірж, затвердженого рішенням Комісії від 19.12.2006 № 1542, зареєстрованого в Міністерстві юстиції України 18 січня 2007 р. за № 35/13302, щодо оприлюднення фондовими біржами біржового курсу цінних паперів за результатами біржових торгів» // Система інформаційно-правового забезпечення «Ліга-Еліт».

Біржовий список — документ, який містить інформацію щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, які в конкретний момент часу на відповідну дату допущені до торгівлі на біржі за категорією лістингових цінних паперів або за категорією позалістингових цінних паперів та інших фінансових інструментів.

Фондова біржа — це юридична особа з визначеною законом організаційно-правовою формою, що наділена спеціальною правосуб'єктністю та провадить діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку.

Фінансові інструменти — це цінні папери, ф'ючерси (строкові контракти), інструменти грошового обігу, форварди (відсоткові строкові контракти), відсоткові, курсові, індексні свопи (строкові контракти на обмін на певну дату в майбутньому в разі залежності ціни від відсоткової ставки, валютного курсу чи фондового індексу), опціони, що дають право купівлі—продажу будь-якого з наведених фінансових інструментів, у тому числі тих, що передбачають грошову форму оплати (курсів та відсоткові опціони).

Клієнт біржі — особа, яка не є членом біржі, але опосередковано виступає стороною (контрагентом) біржового правочину або користується торговельними послугами біржі.

Котирування — механізм визначення та/або фіксації ринкової ціни цінного папера.

Котирувальний список — частина біржового реєстру, що містить інформацію щодо цінних паперів відповідного рівня лістингу. Розрізняють котирувальний список першого рівня та котирувальний список другого рівня.

Торговельна сесія — визначений біржею період часу торговельного дня, протягом якого на біржі здійснюється укладання біржових правочинів.

Торгова система (електронна торговельна система) — сукупність організаційних, технологічних та технічних засобів, що використовуються фондовою біржею для забезпечення укладання та виконання біржових правочинів з цінними паперами й іншими фінансовими інструментами.

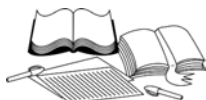
Торговельний день — визначений біржею робочий день, протягом якого здійснюються біржові торги.

Торговий лот — це мінімально можлива кількість цінних паперів або інших фінансових інструментів, що дозволена для виставлення у котирувці.



Запитання та завдання для самоконтролю

1. Дайте визначення фондової біржі.
2. Наведіть основні ознаки фондової біржі.
3. Які функції фондової біржі ви знаєте?
4. Наведіть класифікацію біржових систем.
5. Наведіть класифікацію фондових бірж.
6. Який порядок створення фондової біржі?
7. Який порядок функціонування фондової біржі?
8. Який порядок припинення фондової біржі?
9. Охарактеризуйте правила біржової торгівлі та складіть їх проект.
10. Яка роль правил фондової біржі у регулюванні біржових відносин?



Нормативно-правові акти та літературні джерела

1. Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 44. — Ст. 356.
2. Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Офіційний вісник України. — 2003. — № 11. — Ст. 462.
3. Закон України «Про державну реєстрацію юридичних осіб та фізичних осіб — підприємців» від 15 травня 2003 р. № 755-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 31-32. — Ст. 263.
4. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.
5. Закон України «Про акціонерні товариства» від 17 вересня 2008 р. № 514-VI // Відомості Верховної Ради України. — 2008. — № 50-51. — Ст. 384.
6. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» від 19 грудня 2006 р. № 1542 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 5. — Ст. 186.
7. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження роз'яснення «Про порядок застосування абзацу другого частини першої статті 24 Закону України „Про акціонерні товариства” щодо проходження публічним акціонерним товариством процедури включення акцій до біржового списку хоча б однієї фондової біржі» від 8 вересня 2011 р. № 1289 // Відомості Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. — 2011. — № 173.

8. Роз'яснення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про порядок застосування абзацу другого пункту 1 розділу VI Положення про функціонування фондових бірж, затвердженого рішенням Комісії від 19.12.2006 р. № 1542, зареєстрованого в Міністерстві юстиції України 18 січня 2007 р. за № 35/13302, щодо оприлюднення фондovими біржами біржового курсу цінних паперів за результатами біржових торгів» // Система інформаційно-правового забезпечення «Ліга-Еліт».

9. Закон Республики Казахстан «О рынке ценных бумаг» от 2 июля 2003 г. № 461-ІІ // Ведомости Парламента Республики Казахстан. — 2003. — № 14. — Ст. 119.

10. Безус Р.М. Роль фондової біржі у формуванні інвестиційного капіталу / Р.М. Безус // [Електронний ресурс]. — Електронне наукове фахове видання «Ефективна економіка» — Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/index.php?operation=1&iid=2>

11. Белых В.С. Правовое регулирование предпринимательской деятельности в России: монография. — М.: Проспект, 2011. — 432 с.

12. Винер Фритц А. Биржа / Ф.А. Винер; предисл. Д.М. Щекина; предисл. от пер., с нем. и общ. ред. Р.С. Куракин, К.В. Мротцек; прилож. — П.С. Зиноватий, Р.С. Куракин. — М.: Волтерс Клувер, 2010. — 544 с.

13. Галанов В.А. Рынок ценных бумаг: учебник / В.А. Галанов, А.И. Басов. — М.: Финансы и статистика, 2006. — 448 с.

14. Дегтярева О.И. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / О.И. Дегтярева, Н.М. Коршунов, Е.Ф. Жуков. — М.: Юнити-Дана, 2004. — 501 с.

15. Гуляев А.И. Торговля и торговые установления / А.И. Гуляев. — М., 1912. — 293 с.

16. Гутафель В. В. Комплексний аналіз діяльності фондових бірж світу / В.В. Гутафель // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Vchtei/2010_3/NV-2010-V3_39.pdf

17. Діденко В.М. Загальна теорія фінансів: навч. посібник. / В.М. Діденко, В.Д. Попова. — Черкаси: Ратуша, 2000. — 640 с.

18. Знаменський Г.Л. Науково-практичний коментар господарського кодексу України: 2-е вид., перероб. і доп. / Г.Л. Знаменський, В.С. Щербина. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — 720 с.

19. Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України: навч. посіб. / О.В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — 320 с.

20. Кравченко Ю.Я. Рынок ценных бумаг в вопросах и ответах / Ю.Я. Кравченко. — К.: Ника — Центр Эльга, 2003. — 528 с.

21. Куракин Р.С. Правовое регулирование биржевого срочного рынка: Монография / Р.С. Куракин; вступ. слово — Е.П. Губин. — М.: Волтерс Клувер, 2010. — 192 с.

22. *Маслова С.О.* Фінансовий ринок: навч. посібник. / О.С. Маслова, О.В. Опалов. — К.: Каравела, 2002. — 304 с.
23. *Нобель П.* Швейцарское финансовое право и международные стандарты / П. Нобель; [пер. с англ.]. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — 1152 с.
24. *Панова Л.В.* Проблемы правового регулирования рынка ценных бумаг: Дис. ...канд. юрид. наук: 12.00.03 / Л.В. Панова Л.В. — Х.: Национальная юридическая академия Украины им. Ярослава Мудрого, 2002. — 211 с.
25. *Рукавишникова И.* Законодательные ограничения на совершение сделок с ценными бумагами / И. Рукавишникова // Хозяйство и право. — 1997. — № 10. — С. 47-61.
26. *Солодкий М.О.* Біржовий ринок: Навч. посібник. — 2-ге вид., випр. / М.О. Солодкий. — К.: Джерела М, 2005. — 336 с.
27. *Ходаківська В.П.* Ринок фінансових послуг: навч. посібник. / В.П. Хадаківська, В.В. Біляев. — К.: ЦУЛ, 2002. — 616 с.
28. *Шелудько В.М.* Фінансовий ринок: Навч. посібник / В.М. Шелудько. — К.: Знання-Прес, 2003. — 535 с.



Глава 7

ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ ТА САМОРЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ (РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ)



7.1. Поняття, принципи та система регулювання фондового ринку (ринку цінних паперів)

7.2 Правовий статус Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку

7.3.Правовий статус саморегулювних організацій професійних учасників фондового ринку

Опанувавши матеріали цієї глави, ви будете ЗНАТИ:

♦ систему регулювання ринку цінних паперів та її складові, правовий статус і діяльність Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, саморегулювних організацій професійних учасників фондового ринку,

а також УМІТИ:

♦ орієнтуватися в системі нормативно-правових актів, на основі яких визначається правовий статус і діяльність Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, саморегулювних організацій професійних учасників фондового ринку.

§ 7.1. Поняття, принципи та система регулювання фондового ринку (ринку цінних паперів)

Складність правовідносин, що виникають на фондовому ринку, специфіка здійснюваної на ньому діяльності потребує її впорядкування шляхом належного регулювання. До того ж, необхідність регулювання окреслених відносин пояснюється наявністю спеціального об'єкта фондового ринку — цінних паперів.

Підкреслюючи необхідність регулювання фондового ринку, варто одразу звернути увагу на саме поняття «регулювання фондового ринку». В юридичній доктрині наводяться доволі різні за змістом визначення поняття «регулювання фондового ринку». Зокрема, О.В. Кологойда вказує на те, що під регулюванням фондового ринку варто розуміти упорядкування діяльності на ньому всіх його учасників та операцій між ними з боку уповноважених на це державних органів та організацій¹. Досліджуючи фондовий ринок, Т.Г. Євдокимова пропонує вважати під регулюванням ринку цінних паперів впорядковану діяльність на ньому всіх його учасників та операцій між ними з боку організацій з боку організацій, які уповноважені суспільством на ці дії².

З огляду на основні ознаки та юридичну природу досліджуваного правового явища, слід дати наступне визначення відповідного поняття. *Регулювання фондового ринку* — це система заходів державних органів та саморегулювальних організацій з упорядкування відносин учасників фондового ринку з метою зниження системних ризиків і забезпечення справедливості, ефективності та прозорості ринку.

Варто зацентрувати на тому, що регулювання фондового ринку поширюється на всіх його учасників. Тобто регулюючому впливу підлягають усі правовідносини, що виникають на фондовому ринку.

Ключовим джерелом, що містить найяскравіші приклади міжнародного регулювання ринку цінних паперів, є документ Міжнародної організації Комісій з цінних паперів (*International Organization of Securities Commissions*) під назвою «Цілі та принципи регулювання ринку цінних паперів» («*Objectives and Principles of Securities Regulation*») 1998 р.³, який був удосконалений та частково змінений 2003 р.⁴ і містить 30 основоположних принципів регулювання ринків цінних паперів, згрупованих у вісім категорій, а саме: принципи щодо регулятора ринку цінних паперів, принципи саморегулювання, принципи щодо забезпечення засто-

¹ Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України: навч. посіб. / О.В. Кологойда — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 13.

² Євдокимова Т.Г. Теория и практика управления ценами / Т.Г. Евдокимова. — СПб.: Нева, 2004. — С. 142.

³ Objectives and Principles of Securities Regulation 1998 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82.pdf>

⁴ Objectives and Principles of Securities Regulation 2003 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>

сування законодавства про регулювання ринків цінних паперів, принципи співробітництва у сфері регулювання, принципи щодо емітентів, принципи щодо інститутів колективного інвестування, принципи щодо ринкових посередників, принципи вторинних ринків (табл. 7.1). Важливим є те, що зазначені принципи підпорядковані трьом основним цілям, якими є: 1) захист інвесторів, 2) забезпечення справедливості, ефективності та прозорості ринків, 3) зниження системних ризиків. Більше того, в розглядуваному документі зазначається, що наведені принципи мають бути імплементовані у національне законодавство кожної держави з метою досягнення вищезазначених цілей регулювання. Зокрема, Швейцарія імплементувала положення вказаного документа без будь-яких змін.

Таблиця 7.1

**ПРИНЦИПИ РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ, РОЗРОБЛЕНІ
МІЖНАРОДНОЮ ОРГАНІЗАЦІЄЮ КОМІСІЙ З ЦІННИХ ПАПЕРІВ
(INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS)**

Категорія принципів	Принципи
Принципи щодо регулятора ринку цінних паперів	<ol style="list-style-type: none">1. Обов'язки регулятора мають бути визначені у чіткій і зрозумілій формі.2. Регулюючий орган має бути операційно незалежним і підзвітним у виконанні своїх функцій.3. Регулятор повинен мати відповідний комплекс повноважень, ресурси та можливості для виконання своїх функцій та обов'язків.4. Регулюючий орган повинен використовувати зрозумілі і послідовні методи регулювання.5. Співробітники регулятора мають дотримуватися високих професійних стандартів, включаючи норми щодо конфіденційності
Принципи саморегулювання	<ol style="list-style-type: none">6. Режим регулювання має передбачати належну роботу саморегулювних організацій, які здійснюють функції з прямого нагляду у межах своєї компетенції, що залежить від обсягів і складності ринків.7. Саморегулювні організації підлягають нагляду з боку регулюючих органів та повинні дотримуватися принципів справедливості і конфіденційності, використовуючи власні повноваження та виконуючи делеговані обов'язки

Продовження табл. 7.1

Категорія принципів	Принципи
Принципи щодо забезпечення застосування законодавства про регулювання ринків цінних паперів	<p>8. Регулятор повинен бути наділений необхідним комплексом повноважень для здійснення перевірки, розслідування, нагляду.</p> <p>9. Регулятор повинен бути наділений повноваженнями щодо забезпечення примусового забезпечення відповідного законодавства.</p> <p>10. Система регулювання має забезпечувати ефективне та надійне використання повноважень щодо проведення перевірок, розслідування, нагляду і примусового забезпечення виконання відповідного законодавства, а також реалізацію ефективної програми перевірки дотримання законодавства</p>
Принципи щодо співробітництва у сфері регулювання	<p>11. Регулятор повинен бути наділений правом обміну як загальнодоступною, так і обмеженою у доступі інформацією з національними та іноземними контрагентами.</p> <p>12. Регулюючі органи зобов'язані розробляти правила та механізми обміну інформацією, які передбачали б, коли і як вони можуть здійснювати обмін інформацією зі своїми національними та іноземними контрагентами.</p> <p>13. Система регулювання повинна передбачати можливості надання допомоги іноземним регулюючим органам, що здійснюють запити в межах власної компетенції</p>
Принципи щодо емітентів	<p>14. Компанії зобов'язані забезпечити своєчасне та точне розкриття інформації щодо фінансових результатів та іншої інформації, яка є істотною для прийняття інвестиційних рішень.</p> <p>15. Держателів цінних паперів необхідно сприймати, виходячи з принципу справедливості і рівності.</p> <p>16. Компанії повинні дотримуватися високих міжнародних стандартів бухгалтерського обліку та аудиту</p>
Принципи щодо інститутів колективного інвестування	<p>17. Система регулювання має включати правила ліцензування та регулювання діяльності осіб, котрі висловили прагнення продати акції або організацію інституту колективного інвестування.</p> <p>18. Система регулювання повинна включати правила, що регламентують правову форму та організаційну структуру інститутів колективного інвестування, а також окреме зберігання і захист активів клієнта.</p> <p>19. Регулюючі органи зобов'язані вимагати розкриття інформації, передбаченої положеннями про емітентів, яка є необхідною для оцінки інвестором стабільності роботи відповідного інституту та вартості його частки участі у капіталі цього інституту.</p> <p>20. Система регулювання повинна гарантувати наявність публічної бази для оцінки активів та ціноутворення, а також викуп інвестиційних паїв у власників паїв колективного інвестування</p>

Закінчення табл. 7.1

Категорія принципів	Принципи
Принципи щодо ринкових посередників	<p>21. Система регулювання має включати мінімальні вимоги для допуску на ринок ринкових посередників.</p> <p>22. Повинні бути передбачені вимоги до капіталу ринкових посередників і інші вимоги, що знижують ризики посередників.</p> <p>23. Необхідно зобов'язати ринкових посередників дотримуватися вимог, що ставляться до національних компаній, а також норм, що передбачають захист інтересів клієнтів, забезпечення ефективного керування ризиками та у відповідності до яких керівництво компаній-посередників прийняло відповідальність.</p> <p>24. Регулюючі органи мають бути спроможними вирішити проблеми, що пов'язані з банкрутством ринкового посередника. Як наслідок має бути здійснена мінімізація збитків для інвестора, зниження системного ризику</p>
Принципи вторинних ринків	<p>25. Створення систем торгівлі, включаючи фондові біржі, вимагає попереднього дозволу регулюючого органу, а їх діяльність підпадає під нагляд такого органу.</p> <p>26. Регулюючі органи зобов'язані проводити постійний нагляд за біржами та торговими системами, що забезпечить гарантії здійснення прозорих торгів на підставі справедливих і однакових правил, що забезпечують баланс інтересів учасників ринку.</p> <p>27. Регулюючі органи повинні сприяти прозорості торгівлі.</p> <p>28. Регулювання повинно бути направлене на виявлення та стримання маніпуляцій та інших непрозорих торгових методів.</p> <p>29. Регулювання має на меті забезпечити належне управління значними ризиками, ризиком дефолту і ризиком сталої роботи ринку.</p> <p>30. Системи клірингу та розрахунків ринкових операцій з цінними паперами підпадають під нагляд з боку регулюючих органів і повинні бути прозорими, ефективними, економічними і знижувати системний ризик</p>

В основу регулювання фондового ринку покладені соціальні чинники. Саме вони і формують передумови для виокремлення різних моделей регулювання фондового ринку, які можна згрупувати у політичні, історичні, організаційні передумови, вплив яких сприяв створенню різноманітних форм регулювання фондового ринку. У зв'язку з цим слід виділити окремі моделі правово-

го регулювання фондового ринку з урахуванням тих чи інших критеріїв. Зокрема, О.Е. Гаврилов, В.А. Логінова, Ю.А. Баянова, Т.А. Смелова виділяють такі критерії моделей регулювання суб'єкт регулювання, об'єкт регулювання та ступінь жорсткості регулювання. Думається, що виокремлювати модель регулювання фондового ринку, виходячи з критерію ступеня жорсткості регулювання недоцільно, адже відносини на фондовому ринку так чи інакше підпадають під вплив правил, що встановлені нормативно-правовими актами або(та) локальними актами, формалізованими звичаями ділового обороту. У цьому контексті прибічники вказаної точки зору ведуть мову про неформальні домовленості, традиції, рекомендації як чинники жорсткості регулювання. Втім, указані елементи не можуть визнаватися елементами правового регулювання.

За об'єктом регулювання виділяються три моделі: модель регулювання за функціональною ознакою (США), модель регулювання за інституційною ознакою (ФРН), змішана модель (Франція)¹.

За критерієм суб'єкта регулювання фондового ринку поділяється на дві моделі. У першій моделі важелі регулювання фондового ринку належать державі. Приклад такого регулювання відображає правопорядок Франції. У другій моделі регулювання здійснюється на основі саморегулювання (Великобританія).

Також мають місце змішані моделі регулювання, що включають регулюючий вплив, як держави, так і саморегулювних організацій (США, Україна). За цих обставин правове регулювання фондового ринку має зовнішній і внутрішній прояв. Внутрішній аспект регулювання фондового ринку складає впорядкування відносин на рівні локальних актів відповідної організації (статутів біржі, біржових правил тощо). Зовнішній аспект регулювання фондового ринку проявляється на рівні відносин владного підпорядкування, де держава в особі своїх органів займає домінуюче становище.

Як наслідок, у змішаних моделях правового регулювання фондового ринку наявні два рівні регулювання: державне регулювання, яке здійснюється спеціально уповноваженими органами держави та саморегулювання, яке здійснюється саморегулювними

¹ Гаврилов А.Е. Рынок ценных бумаг (технический анализ): Учеб. пособие / Гаврилов А.Е., Логінова В.А. Баянова Ю.А., Смелова Т.А.. — Волгоград: Волгоград. ГТУ, 2006. — С. 89.

організаціями професійних учасників ринку цінних паперів. Наведений поділ відображений на нормативному рівні, адже відповідно до ст. 47 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»¹ регулювання фондового ринку здійснює держава та саморегулювні організації.

Незважаючи на це, окремі дослідники виділяють також суспільне регулювання або регулювання через суспільну думку, вважаючи, що передумовою регулятивних дій держави або професійних учасників є саме реакція широких верств суспільства на окремі дії на ринку цінних паперів². З правової точки зору, таке регулювання є досить сумнівним, адже нагадаємо, що саме регулювання фондового ринку слід розуміти як систему заходів державних органів та саморегулювних організацій з упорядкування відносин учасників ринку цінних паперів. А отже, суспільне регулювання у вигляді регулювання через суспільну думку як окрема категорія не проявляється у правовому регулюванні. Звичайно, воно передусь державному регулюванню та саморегулюванню, але саме по собі правових характеристик не має.

Державне регулювання фондового ринку

Державне регулювання фондового ринку у більшості держав посідає чільне місце в системі регулювання фондового ринку. Вказане пояснюється важливістю для держави суспільних відносин у даній сфері. Цього можна досягти лише шляхом державного регулювання ринку цінних паперів у тісній взаємодії з його представниками³. Втім, не всі поділяють таку точку зору. З цього приводу О.О. Калюга зазначив, що важливість державного регулювання часто підкреслюється у науковій літературі, хоча іноді зустрічається протилежна точка зору, коли автори пов'язують можливість розвитку фінансового ринку лише за умов «відсутності державного регулювання операцій з цінними паперами»⁴. Як

¹ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

² Галанов В.А. Рынок ценных бумаг: учебник / В.А. Галанов, А.И. Басов. — М.: Финансы и статистика, 2006. — С. 261.

³ Див.: Регулирование рынков ценных бумаг в США / National Association of Securities Dealers, Inc. — К.: Благотворительный фонд «ЮФИ», 1993. — С. 6.

⁴ Калюга О.О. Механізми державного регулювання фондового ринку / О.О.Калюга // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Tpdu/2010_4/doc/3/16.pdf

наслідок, доктрина містить непоодинокі твердження про те, що державне регулювання як правовий механізм обмежує розвиток фондового ринку.

Деякі автори розглядають державне регулювання як упорядкування діяльності на фондовому ринку всіх його учасників та операцій між ними з боку уповноважених на це органів виконавчої влади¹. Натомість С. Котляров визначає державне регулювання як систему заходів законодавчого, виконавчого і контролюючого характеру зі стабілізації та пристосування юридичної сфери до умов, що змінюються².

Правові системи відображають значний досвід державного регулювання фондового ринку. Тому у світовій практиці можна виокремити три основні моделі його регулювання: 1) прямим урядовим контролем (Ірландія, Нідерланди, Португалія); 2) шляхом контролю за допомогою фінансово-банківських органів (ФРН, Бельгія, Данія); 3) через спеціальні органи (США, Франція, Італія, Іспанія)³. Не можна не відмітити того факту, що з числа більш ніж 30 країн з розвинутими ринками цінних паперів понад половина мають самостійні відомства (комісії з цінних паперів — модель США)⁴. І лише приблизно у 15 % країн за фондовий ринок відповідає Міністерство фінансів⁵.

В Україні, аналізуючи організаційну та управлінську структуру фондового ринку, можна відмітити тяжіння до третьої моделі державного регулювання, адже воно здійснюється спеціально створеним органом — Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Як наслідок, в основу формування регулятивної та контролюючої систем фондового ринку покладена концепція концентрації регулювання. Втім, не можна не відмітити того

¹ Гусева Т.А. Новая система и структура органов исполнительной власти: справ.-учеб. пособие / Т.А. Гусева, Л.Е. Чапкевич. — М.: Волтерс Клувер, 2005 — С. 401.

² Котляров С. Фондові ринки країн, що розвиваються в умовах інтернаціоналізації та глобалізації / С. Котляров // Ринок цінних паперів України. — 2004. — № 12. — С. 7—18.

³ Редеева Т.О. Правовое регулирование рынка ценных бумаг: Учебное пособие / Т.О. Редеева, К.И. Карабанова — Волгоград: Изд. Волгоградского государственного университета, 2001. — С. 96—97.

⁴ Див. детальніше: Галкин И.В. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование / И.В. Галкин, А.В. Комов, Ю.С. Сизов, С.Д. Чижов. — М.: ОАО Изд-во «Экономика», 1998. — С. 122.

⁵ Дидич О.В. Адміністративно-правовий статус торгівців цінними паперами: Дис. ...канд. юрид. наук: 12.00.07 / О.В. Дидич. — К.: Одеська національна юридична академія, 2004. — С. 33.

факту, що також має місце делегування окремих функцій незалежним організаціям або державним структурам.

Основним нормативно-правовим актом, на якому базується державне регулювання фондового ринку, є Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів»¹ від 30 жовтня 1996 р., де в ст. 1 вказується, що *державним регулюванням ринку цінних паперів* є здійснення державою комплексних заходів щодо упорядкування, контролю, нагляду за ринком цінних паперів та їх похідних і запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері.

Державне регулювання фондового ринку передбачає реалізацію ним основних завдань і функцій, без яких подальше функціонування фондового ринку є неможливим. Зокрема, вони випливають з основних завдань держави, що визначені у доповіді Світового банку, де до них віднесені утвердження засад законності; підтримка збалансованої політичної обстановки, включно з забезпеченням макроекономічної стабільності; фінансування базових соціальних послуг та інфраструктури; підтримка незахищених верств населення; охорона навколишнього середовища².

Ведучи мову про завдання державного регулювання фондового ринку слід зазначити, що основними з них є запровадження системи інформаційної відкритості та доступності інформації на фондовому ринку для його учасників, забезпечення охорони та захисту прав останніх, контроль за дотриманням законодавства учасниками фондового ринку, забезпечення вільного ціноутворення на фондовому ринку. З цього приводу О. Мертенс підкреслив, що державне регулювання має охопити відповідне законодавче забезпечення, правила випуску та обігу, реєстрації, захисту прав інвесторів, контроль системи ціноутворення. При цьому основною метою держави має стати досягнення компромісу між фіскальною функцією та загальноекономічною ефективністю³.

Не можна обійти увагою і нормативний підхід до визначення мети державного регулювання фондового ринку. Так, згідно зі ст. 2 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних

¹ Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.

² Блага Н.В. Державне регулювання фондового ринку в Україні: Дис. ... канд. екон. наук: 08.02.03 / Н.В. Блага. — Львів, 2006. — С. 22.

³ Клименко В.В. Державне регулювання фондового ринку / В.В. Клименко // Фінанси України. — 2000. — № 10 (58). — С. 57–62.

паперів» державне регулювання ринку цінних паперів здійснюється з метою: реалізації єдиної державної політики у сфері випуску та обігу цінних паперів та їх похідних; створення умов для ефективної мобілізації та розміщення учасниками ринку цінних паперів фінансових ресурсів з урахуванням інтересів суспільства; одержання учасниками ринку цінних паперів інформації про умови випуску та обігу цінних паперів, результати фінансово-господарської діяльності емітентів, обсяги і характер угод з цінними паперами та іншої інформації, що впливає на формування цін на ринку цінних паперів; забезпечення рівних можливостей для доступу емітентів, інвесторів і посередників на ринок цінних паперів; гарантування прав власності на цінні папери; захисту прав учасників фондового ринку; інтеграції в європейський та світовий фондові ринки; дотримання учасниками ринку цінних паперів вимог актів законодавства; запобігання монополізації та створення умов розвитку добросовісної конкуренції на ринку цінних паперів; контролю за прозорістю та відкритістю ринку цінних паперів¹. З огляду на наведене, мета державного регулювання ринку цінних паперів законодавцем сформульована з врахуванням концепції широкого розуміння відповідного регулювання.

Принципи державного регулювання фондового ринку. Державне регулювання фондового ринку ґрунтується на додержанні основоположних принципів. Одразу варто виділити систему принципів регулювання фондового ринку — *загальні принципи*, які є характерними як для державного регулювання ринку цінних паперів, так і для саморегулювання, здійснюваного саморегулювними організаціями, та *спеціальні принципи*, які виступають базисом лише державного регулювання.

До основних загальних принципів слід віднести принципи законності, об'єктивності, соціальної справедливості, розумності, ефективності, конкурентності, захисту прав і законних інтересів тощо. Основними спеціальними принципами є незалежність органів державної влади, що регулюють діяльність фондового ринку, та спрямування регуляторної діяльності держави на підвищення ліквідності й ефективності фондового ринку, оптимізація державного регулювання фондового ринку тощо.

¹ Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.

Проте доктрині відомі й інші підходи до визначення принципів у розглядуваному сегменті. Так, О.В. Кіктенко серед принципів державного регулювання виділяє такі, як: соціальна справедливність — створення рівних можливостей і спрощення умов доступу інвесторів і позичальників на ринок фінансових ресурсів, недопущення монопольних виявів дискримінації прав і свобод суб'єктів ринку цінних паперів; надійність захисту інвесторів — створення необхідних умов (соціально-політичних, економічних, правових) для реалізації інтересів суб'єктів фондового ринку та забезпечення захисту їхніх майнових прав; регульованість — створення гнучкої й ефективної системи регулювання фондового ринку; контролюваність — створення надійного механізму обліку та контролю, запобігання і профілактики зловживань і злочинності на ринку цінних паперів; ефективність — максимальна реалізація потенційних можливостей фондового ринку щодо мобілізації та розміщення фінансових ресурсів у перспективні сфери національної економіки, що сприятиме забезпеченню її прогресу та задоволенню життєвих потреб населення; правова впорядкованість — створення розвиненої правової інфраструктури забезпечення діяльності фондового ринку, яка чітко регламентує правила поведінки і взаємовідносин його суб'єктів; прозорість, відкритість — забезпечення надання інвесторам повної та доступної інформації стосовно умов випуску та обігу на ринку цінних паперів, гласності фінансово-господарської діяльності емітентів, усунення виявів дискримінації суб'єктів фондового ринку; конкурентність — забезпечення необхідної свободи підприємницької діяльності інвесторів, емітентів і ринкових посередників, створення умов для змагання за найвигідніше залучення вільних фінансових ресурсів і встановлення немонопольних цін на послуги фінансових посередників за умов контролю за дотриманням правил чесної конкуренції учасниками фондового ринку¹.

Форми державного регулювання фондового ринку. Державне регулювання фондового ринку здійснюється у відповідних формах. Відповідно до ст. 3 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» до форм державного регулювання ринку цінних паперів, а отже, і фондового ринку

¹ Кіктенко О.В. Концептуальні засади дослідження фондового ринку як об'єкта державного управління / О.В. Кіктенко // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.kbuapa.kharkov.ua/e-book/apdu/2011-1/doc/1/07.pdf>.

віднесені: прийняття актів законодавства з питань діяльності учасників ринку цінних паперів; регулювання випуску та обігу цінних паперів, прав та обов'язків учасників ринку цінних паперів; видача ліцензій на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів і забезпечення контролю за такою діяльністю; заборона та зупинення на певний термін (до одного року) професійної діяльності на ринку цінних паперів у разі відсутності ліцензії на цю діяльність і притягнення до відповідальності за здійснення такої діяльності згідно з чинним законодавством; реєстрація випусків (емісій) цінних паперів і інформації про випуск (емісію) цінних паперів; контроль за дотриманням емітентами порядку реєстрації випуску цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів, умов продажу (розміщення) цінних паперів, передбачених такою інформацією; створення системи захисту прав інвесторів і контролю за дотриманням цих прав емітентами цінних паперів та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів; контроль за достовірністю інформації, що надається емітентами та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, контролюючим органам; встановлення правил і стандартів здійснення операцій на ринку цінних паперів та контролю за їх дотриманням; контроль за системами ціноутворення на ринку цінних паперів; контроль за діяльністю осіб, які обслуговують випуск та обіг цінних паперів; проведення інших заходів щодо державного регулювання і контролю за випуском та обігом цінних паперів¹.

З огляду на зміст ст. 3 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» можна стверджувати про відкритий перелік форм державного регулювання фондового ринку, що, безумовно, розширює сферу державного регулювання. З метою збалансування державного регулювання та саморегулювання фондового ринку думається, що перелік форм державного регулювання ринку цінних паперів має бути вичерпним.

Втім, крім уже зазначених форм державного регулювання ринку цінних паперів, доцільним виявляється виділення окремої форми регулювання, що проявляється у створенні умов впровадження кодексів правової етики для кожного виду учасників фон-

¹ Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.

дового ринку. Зазначена форма державного регулювання сприятиме підвищенню ефективності фондового ринку, підвищенню професійних і моральних якостей учасників фондового ринку, становленню транспарентності правового регулювання фондового ринку і, як наслідок, наближенню до європейських стандартів регулювання фондового ринку.

Система органів державного регулювання. Державне регулювання фондового ринку передбачає наявність системи органів, що здійснюють регулювання правовідносин у цьому сегменті фінансового ринку. У доктрині адміністративного права можна віднайти різні погляди щодо віднесення тих чи інших органів до системи органів державного регулювання. Узагальнивши їх, доцільним виявляється виокремлення системи органів державного регулювання фондового ринку у широкому та вузькому розумінні. Більше того, такому розумінню сприяє аналіз як правової доктрини, так і чинного законодавства, що дозволяє аргументувати наведений системно-структурований підхід.

Опираючись на викладене та враховуючи положення ст. 1 Закону України «Про засади регуляторної політики у сфері господарської діяльності»¹ систему органів державного регулювання фондового ринку у *широкому розумінні* складають: Верховна Рада України, Президент України, Кабінет Міністрів України, профільні міністерства, Національний банк України, Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг і Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

У *вузькому розумінні*, враховуючи положення ст. 21 Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання фінансових ринків», сфера дії якого поширюється на відносини, що виникають між учасниками ринків фінансових послуг під час здійснення операцій з надання фінансових послуг, можна стверджувати, що система органів державного регулювання фондового ринку включає сукупність органів, які здійснюють безпосереднє регулювання діяльності фінансових ринків, справляючи тим самим свій регулюючий вплив на фондовий ринок. До цих органів слід віднести Національний банк України, Національну комісію,

¹ Закон України «Про засади регуляторної політики у сфері господарської діяльності» від 11 вересня 2003 р. № 1160-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2004. — № 9. — Ст. 79.

що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, і Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку, яка є провідним органом цієї ланки, адже саме вона здійснює безпосереднє регулювання фондового ринку.

Втім, з огляду на ч. 1 ст. 5 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» *безпосереднє державне регулювання* фондового ринку здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Інші державні органи здійснюють контроль за діяльністю учасників ринку у межах своїх повноважень, визначених чинним законодавством¹. Не можна не помітити, що вказана норма занадто звужує розуміння державного регулювання фондового ринку.

Таким чином, виходячи із аналізу положень ст. 1 Закону України «Про засади регуляторної політики у сфері господарської діяльності», ч. 1 ст. 5 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», ст. 21 Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання фінансових ринків» слід констатувати, що на рівні закону відсутня узгоджена єдина нормативна позиція щодо органів, які здійснюють державне регулювання фондового ринку.

Виокремлені органи як у широкому, так і у вузькому розумінні системи органів державного регулювання мають у своєму арсеналі комплекс повноважень, характерною особливістю яких є регулювання та контроль діяльності, здійснюваної на фондовому ринку. У зв'язку з урахуванням правового досвіду іноземних держав, відсутністю уніфікованого підходу як у доктрині, так і в законодавстві, що породжує вузьке та широке розуміння системи органів державного регулювання фондового ринку та у зв'язку із уникненням гострої дискусії у цій сфері слід зупинитися на характеристиці згаданих суб'єктів.

Верховна Рада України відповідно до ст. 75 Конституції України виступає єдиним органом законодавчої влади в Україні, до повноважень якої згідно зі ст. 85 Конституції належать: прийняття законів (п.3); визначення засад внутрішньої і зовнішньої політики (п.5); затвердження загальнодержавних програм економічного розвитку (п.6); розгляд і прийняття рішення щодо схвалення

¹ Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради. України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.

Програми діяльності Кабінету Міністрів України (п.11). Виходячи з наведеного та з широкого розуміння системи органів державного регулювання фондового ринку, підкреслимо, що особливою значення для регулювання фондового ринку має саме законодавча діяльність, шляхом якої здійснюється визначення правового поля функціонування фондового ринку, статусу його учасників, встановлення обмежень щодо певних видів діяльності чи суб'єктного складу осіб, які можуть бути учасниками фондового ринку та ін. Крім цього, з огляду на ст.ст. 85, 92 Конституції України¹ визначаються нормативні засади створення і функціонування фінансового, грошового, кредитного та інвестиційного ринків, порядок випуску та обігу державних цінних паперів, їх види і типи. Тобто на основі широкого розуміння системи органів державного регулювання фондового ринку можна стверджувати, що провідною ланкою системи державного регулювання ринку цінних паперів є законодавчий орган в особі Верховної Ради України.

Однак, крім Верховної Ради України, система органів державного регулювання ринку цінних паперів включає й інші інституції. Враховуючи широке розуміння системи органів державного регулювання на ринку цінних паперів чільне місце займає регулювання, здійснюване Президентом України, який відповідно до ст. 106 Конституції України підписує закони, прийняті Верховною Радою України (п.29), та має право вето щодо прийнятих Верховною Радою України законів з наступним поверненням їх на повторний розгляд Верховної Ради України (п.30). У зв'язку з цим можна говорити про безпосередній вплив на регулювання ринку цінних паперів Президентом України, який, керуючись гарантованими Конституцією України повноваженнями до вотування прийнятих Верховною Радою України законів, створює передумови для їх подальшого правового вдосконалення. Крім цієї функції, Президент України на основі та на виконання Конституції України і законів України видає укази і розпорядження, які є обов'язковими до виконання на території України. Така діяльність сприяє більш деталізованому регулюванню відносин, що сприяє гармонізації правовідносин на ринку цінних паперів. Також у цьому контексті не можна не згадати Указ Президента

¹ Конституція України від 28 червня 1996 р. № 254к/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 30. — Ст. 141.

України «Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку» від 12 травня 1995 р. № 446/95, який заклав підвалини для утворення спеціального органу під назвою «Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку». На сьогоднішній день відповідний Указ втратив чинність окрім ч. 1 ст. 1 в частині утворення комісії на підставі Указу Президента від 14 лютого 1997 р. № 142/97.

Доктринальний підхід широкого розуміння системи органів державного регулювання ринку цінних паперів вказує на необхідність виокремлення *Кабінету Міністрів України* як центрального органу виконавчої влади, що відіграє важливу роль у регулюванні фондового ринку. Адже відповідно до ст. 113 Конституції України він є вищим органом у системі органів виконавчої влади. Відповідно до ст. 116 Конституції України Кабінет Міністрів України розробляє і здійснює загальнодержавні програми економічного розвитку України (п.4) та спрямовує і координує роботу міністерств, інших органів виконавчої влади (п.9)¹. Він відповідальний перед Президентом України та підконтрольний і підзвітний Верховній Раді України у межах, встановлених Конституцією, та у своїй діяльності керується Конституцією України і законами України, актами Президента України. Тобто можна стверджувати, що крім іншого, діяльність Кабінету міністрів України спрямована на виконання вимог чинних нормативно-правових актів у сфері розміщення, обігу та погашення цінних паперів, що і є прерогативою органів виконавчої влади. Визначальним є те, що здійснення такої діяльності забезпечується шляхом створення обов'язкових до виконання постанов і розпоряджень, видання яких передбачається ст. 117 Конституції України. Аналізуючи сучасний стан суспільних відносин, слід підкреслити, що здійснення регулюючого впливу на ринок цінних паперів Кабінетом Міністрів України сприяє впорядкуванню відносин на фондовому ринку та сприяє стабільності фінансової системи держави.

Вказуючи на значення державного регулювання ринку цінних паперів з боку Кабінету Міністрів України через призму широкого розуміння системи органів державного регулювання фондового ринку, слід зазначити, що у даному контексті, крім вищенаве-

¹ Конституція України від 28 червня 1996 р. № 254к/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 30. — Ст. 141.

дених органів, відносини на фондовому ринку безпосередньо врегульовуються з боку міністерств, де профільними міністерствами, що здійснюють регулювання фондового ринку, є Міністерство фінансів України і Міністерство економічного розвитку та торгівлі. Характеризуючи *Міністерство фінансів України*, нагадаємо, що раніше, до прийняття Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» діючий закон у цьому сегменті (Закон України «Про цінні папери та фондову біржу») відводив окреме місце Міністерству фінансів України для регулювання фондового ринку. Адже це міністерство мало досить широке коло повноважень щодо регулювання фондового ринку. Наприклад, у ст. 14-1 раніше діючого Закону України «Про цінні папери та фондову біржу» встановлювалося, що емітентом облігацій зовнішніх державних позик України є держава в особі Міністерства фінансів України, ст. 14-2 визначала, що первинне розміщення, обслуговування і погашення облігацій зовнішніх державних позик України здійснювало Міністерство фінансів України, відповідно до ст. 16 рішення про випуск короткострокових казначейських зобов'язань приймалося Міністерством фінансів України, яким і встановлювався порядок визначення продажної вартості казначейських зобов'язань виходячи з часу їх придбання. А згідно зі ст. 29 згаданого закону особливості ведення бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами визначала Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку за погодженням з Міністерством фінансів України та Національним банком України.

Наразі, повноваження Міністерства фінансів України у регулюванні фондового ринку дещо нівельовані порівняно з іншими державними органами, хоча історично встановлені особливості регулювання вказаним органом фондового ринку можуть бути використані в майбутньому з метою диверсифікації державного регулювання у розглядуваній сфері.

Крім цього, регулювання ринку цінних паперів притаманне також *Міністерству економічного розвитку та торгівлі*. Відповідно до Положення про Міністерство економічного розвитку і торгівлі України від 31 травня 2011 р. № 634/2011 воно є головним органом у системі центральних органів виконавчої влади з формування та забезпечення реалізації державної політики економічного і соціального розвитку, інвестиційної політики, а також міжвідомчої координації з питань економічного і соціального співробітництва України з Європейським Союзом.

З п. 3 Положення випливає, що основними завданнями Мінекономрозвитку та торгівлі України у контексті регулювання фондового ринку є формування та забезпечення реалізації державної політики економічного і соціального розвитку. Крім цього, воно проводить аналіз впливу фондового ринку на економічний розвиток держави; встановлює стандартні типові форми, а також порядок випуску та обігу деривативів, базовим активом яких виступають товари (крім цінних паперів) на біржовому і позабіржовому ринках матеріальних і нематеріальних активів; здійснює нагляд за додержанням органами ліцензування законодавства у сфері ліцензування та надає роз'яснення щодо його застосування; визначає форми документів у сфері ліцензування та правила їх оформлення; координує роботу, пов'язану з ініціюванням, підготовкою та реалізацією проектів економічного і соціального розвитку України, що підтримуються міжнародними фінансовими організаціями, проводить моніторинг виконання зазначених програм і проектів, здійснює методологічне забезпечення в цій сфері; організовує опрацювання проектних пропозицій і проведення їх експертизи щодо ініціювання інвестиційних проектів економічного і соціального розвитку України, що підтримуються міжнародними фінансовими організаціями, приймає рішення про доцільність підготовки інвестиційного проекту та визначення відповідального за його підготовку і реалізацію. Діяльність Міністерства економічного розвитку та торгівлі України також сприяє вдосконаленню існуючої системи функціонування інститутів спільного інвестування, створенню корпоративних і пайових інвестиційних фондів, діяльність яких має певне значення для розвитку ринку цінних паперів.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) безпосередньо формує і забезпечує реалізацію єдиної державної політики з розвитку та функціонування в Україні фондового ринку. Це підтверджується баченням законодавця, адже відповідно до ст. 5 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»¹ саме НКЦПФР здійснює безпосереднє державне регулювання фондового ринку, а інші державні органи здійснюють контроль за діяльністю учасників фондового

¹ Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.

ринку в межах своїх повноважень, визначених чинним законодавством. Варто зазначити, що у сфері моніторингу Комісія співпрацює з такими органами, як Національна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України, Фонд державного майна України, Міністерство внутрішніх справ України, Рахункова палата України, Державна податкова адміністрація України, Національний банк України, Державний комітет статистики України, Державна служба фінансового моніторингу та Антимонопольний комітет України¹.

Національний банк України є центральним банком України та водночас особливим центральним органом державного регулювання, діяльність якого врегульована Законом України «Про Національний банк України»². Вказуючи на регуляторний вплив Національного банку України на діяльність ринку цінних паперів, підкреслимо, що відповідно до ст. 6 даного Закону Національний банк України сприяє додержанню стійких темпів економічного зростання, що є неможливим без ефективного функціонування фондового ринку. Особливого значення для фондового ринку мають операції відкритого ринку Національного банку України, якими відповідно до ст. 29 Закону України «Про Національний банк України» є купівля—продаж казначейських зобов'язань, а також інших цінних паперів (крім цінних паперів, що підтверджують корпоративні права) та боргових зобов'язань, визначених Правлінням Національного банку. Не можна не зазначити про той факт, що операції відкритого ринку можуть збільшувати або зменшувати залежно від здійснення купівлі або продажу цінних паперів обсяг ресурсів банків і банківської системи загалом, чий вплив безпосередньо проявляється у встановленні вартості кредитів, результатом чого будуть зміни обсягів грошової маси, що суттєво впливатиме не лише на банківську, але й на фінансову систему держави.

Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України також належить до органів державного регулювання фондового ринку, адже відповідно до п. 1 Постанови Кабінету Міністрів України «Про затвердження Положення про Державну комісію з регулювання ринків фінансових послуг України» від

¹ Співпраця з органами державної влади та управління // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/partners/government>

² Закон України «Про Національний банк України» від 20 травня 1999 р. № 679-XIV // Відомості Верховної Ради України. — 1999. — № 29. — Ст. 238.

3 лютого 2010 р. № 157 вона є спеціально уповноваженим органом виконавчої влади у сфері регулювання ринків фінансових послуг і здійснює в межах своїх повноважень участь у формуванні та реалізації державної політики у сфері надання фінансових послуг; у державному регулюванні і нагляді за наданням фінансових послуг і дотриманням законодавства у відповідній сфері; розробці та реалізації стратегії розвитку ринків фінансових послуг і вирішення системних питань їх функціонування; у сприянні інтеграції ринків фінансових послуг у європейський і світовий ринки фінансових послуг.

Згадана Комісія наділена повноваженнями щодо здійснення реєстрації фінансових установ та саморегулювних організацій учасників ринків фінансових послуг і веде Реєстр саморегулювних організацій учасників ринків фінансових послуг. Крім того, вона затверджує умови провадження діяльності з надання фінансових послуг, для якої необхідно отримання відповідної ліцензії чи дозволу, затверджує методику формування небанківськими фінансовими установами, крім страхових компаній, недержавних пенсійних фондів і адміністраторів недержавних пенсійних фондів, резервів для відшкодування збитків за всіма видами кредитних операцій (у тому числі гарантій, поручительств, акцептів та авалів, підтверджених акредитивів, зобов'язань з кредитування, консолідованого іпотечного боргу), за придбаними цінними паперами (у тому числі іпотечними сертифікатами з фіксованою дохідністю). Комісія системно здійснює взаємодію з Національним банком України та НКЦПФР. Окреслена взаємодія проявляється, у першу чергу, у тому, що Комісія здійснює надання інформації Національному банку України та Національній комісії з цінних паперів і фондового ринку про спостереження та висновки, які слід враховувати при виконанні покладених на них обов'язків. Крім цього, Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України забезпечує доступ Національного банку України та Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку до власної інформаційної бази даних, що ведеться з метою регулювання ринків фінансових послуг і водночас на виконання власних повноважень, має можливість користуватися їх інформаційними базами даних, які ведуться з метою впорядкування регулювання ринків фінансових послуг. Крім цього, вона проводить разом з Національним банком, Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку один раз на квартал або на вимогу

одного з керівників зазначених органів оперативні наради з питань забезпечення співпраці та координації своєї діяльності.

Варто зазначити, що на сучасному етапі можна спостерігати поступовий процес вдосконалення системи регулювання фондового ринку в світовому масштабі. Суспільні відносини, що формують фондовий ринок, розширюють його межі, а тому діяльність державних органів з регулювання фондового ринку потребує більшої інтеграції у вказані відносини. Зокрема, для країн ЄС загальною тенденцією, що встановилася після 2003 р., є підвищення інтеграції та консолідації регулятивних органів, на чому наголошувалося у Доповіді європейського центрального банку «Останні тенденції в структурах нагляду ЄС та приєднаних країн»¹. Наприклад, враховуючи правові тенденції ЄС у ФРН, помітне зміщення законодавчого вектора у бік державного контролю фондового ринку, основу якого становить чотирирівнева структура. Так, С.М. Еш підкреслив, що у ФРН формується система контролю за використанням учасниками ринку цінних паперів нерозкритої інформації, яка містить попереджувальні заходи; в чотирирівневій структурі «федерація — федеральні землі — біржі — комерційні банки» налагоджено взаємодію органів контролю на кожному рівні при чіткому розмежуванні функцій; системою контролю охоплено біржовий і позабіржовий сегменти ринку; об'єктами контролю є не тільки юридичні, але й фізичні особи — інвестори. Така система підвищує ступінь відкритості ринків і довіри інвесторів до них².

Більшість держав займає законодавчу позицію, що покликана забезпечити баланс між державним регулюванням і саморегулюванням фондового ринку. До таких держав можна віднести Російську Федерацію, Україну, Японію та ін.

В Україні згідно з Концепцією функціонування і розвитку фондового ринку в Україні державне регулювання фондового ринку повинно здійснюватися у таких напрямках: забезпечення обов'язкового оприлюднення всієї суттєвої інформації про фондовий ринок (умови випуску та обігу цінних паперів, результати фінансово-господарської діяльності, стан управління діяльністю еміте-

¹ Resent developments in supervisory structures in EU and acceding countries. — European central bank, 2006 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: www.ecb.int/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structuresen.pdf

² Еш С.М. Фінансовий ринок: навчальний посібник / С.М. Еш. — К.: Центр учбової літератури, 2009. — С. 72.

нтів, обсяг, характер і тенденції в торгівлі цінних паперів тощо); ліцензування і регулювання діяльності фінансових посередників, у тому числі тих, які зайняті довірчою діяльністю на фондовому ринку; нагляд за її здійсненням, встановлення економічних нормативів щодо адекватності власних фінансових ресурсів посередників, обсягу та характеру виконуваних операцій; нагляд за діяльністю організованих систем торгівлі цінними паперами; встановлення у разі потреби обов'язкових для виконання правил торгівлі; контроль за дотриманням антимонопольного законодавства на ринку цінних паперів; притягнення до адміністративної та кримінальної відповідальності осіб, котрі використовують внутрішню інформацію, яку не було оприлюднено з метою отримання доходу чи запобігання збиткам по операціях з цінними паперами; забезпечення прав власників цінних паперів, насамперед пайових, доступ до фінансової звітності емітентів, участь в управлінні (реалізація права голосу, безперешкодне та швидке засвідчення прав власності на цінні папери тощо).

Загальна характеристика саморегулювання фондового ринку

Одним з різновидів регулювання фондового ринку є саморегулювання, що здійснюється саморегулювними організаціями, створеними у порядку та формі, визначеними чинним законодавством.

Саморегулювання фондового ринку — це система заходів саморегулювних організацій, спрямована на нагляд за фондовим ринком і на впорядкування діяльності його учасників. Концепція саморегулювання відповідає традиціям загального права і виникла на основі адміністративного права Великобританії і США. Саме в США в 1792 р., прагнучи до встановлення відповідальності та довіри на ринку цінних паперів, 24 брокери підписали угоду про єдиний рівень комісійних і надання один одному пільг під час переговорів, пов'язаних з продажем цінних паперів. Державні важелі управління і контролю за професійними учасниками ринку цінних паперів виникли значно пізніше — на початку ХХ ст.¹. У зв'язку з цим можна стверджувати, що саморегулювання стало відомим раніше за державне регулювання фондового ринку.

¹ Рекуненко І.І. Організаційно-економічний механізм саморегулювання на фінансовому ринку / І.І. Рекуненко // Інноваційна економіка: Всеукраїнський науково-виробничий журнал // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/inek/2011_1/209.pdf

У більшості держав право саморегулювання фондового ринку ґрунтується на законі. Так, відповідно до ст. 4 Федерального закону Швейцарії «Про фондові біржі та фондові операції» фондова біржа набуває право на саморегулювання. Більше того, саморегулювання поширюється не тільки на саморегулівні організації, але й на акціонерів через дію кодексів поведінки та правил (правил саморегулювання). Вказаний підхід відображений і в національному праві. Відповідно до ч. 1 ст. 47 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» регулювання фондового ринку здійснюють держава та саморегулівні організації.

Окремо слід відмітити про запровадження у деяких державах кодексів саморегулювання, що містять детальне регулювання діяльності саморегулівних організацій та санкції за порушення правил цими організаціями та їх учасниками. До таких держав можна віднести, наприклад, Австралію, де наявний кодекс приписів саморегулювання у відповідній галузі саморегулювання. Вказане означає, що у разі його порушення застосовуються санкції не лише з боку саморегулівної організації, але й з боку держави¹. У цьому контексті не можна обійти увагою законодавство Швейцарії, що передбачає наявність кодексів поведінки та правил саморегулювання (п. 281 та далі Федерального закону Швейцарії про фондові біржі та фондові операції). Саморегулівні кодекси за сферою дії поділяються на два види: 1) кодекси, що поширюють свою дію на всі саморегулівних організації та їх членів незалежно від їх згоди; 2) кодекси, що поширюють свою дію лише на учасників окремого ринку. Не можна обійти увагою і держави, де законодавець зазнав труднощів з обранням єдиної правової концепції саморегулювання та втіленням її на практиці². Отже, умовно саморегулювання виступає на противагу державному регулюванню, тобто за наявності дуалістичної системи регулювання фондового ринку підтримується баланс приватних і суспільних інтересів на фондовому ринку.

В юридичній літературі можна віднайти точку зору, відповідно до якої критикується саморегулювання фондового ринку.

¹ Талаліна Э.В. Публичное право и экономика: курс лекций / Э.В. Талаліна. — М.: Волтерс Клувер, 2011. — С. 257.

² Див. детальніше: Основы государственного регулирования финансового рынка. Зарубежный опыт. Учебное пособие для юридических и экономических вузов / А. Рот, А. Захаров, Я. Миркин, Р. Бернард, П. Баренбойм, Б. Борн. — М.: Юридический дом «Юстицинформ», 2002. — 411 с.

Противники саморегулювання фондового ринку наголошують на тому, що виникнення саморегулювних організацій не завжди має позитивний вплив на ринок цінних паперів, адже мета та завдання таких організацій далеко не завжди направлені на регулювання. Найчастіше їх діяльність має на меті здійснення зовнішнього лобіювання інтересів своїх членів, регулювання відносин усередині організації та поділ повноважень і сфер впливу¹. Подібну думку знаходимо у доповіді підкомітету Сенату з цінних паперів 1973 р. (1973 *Senate Securities Sub-Committee Report*), де виділялися наступні проблеми саморегулювання: об'єкти регулювання належать «без особливого ентузіазму» до регулювання; при саморегулюванні виникає приховане прагнення використовувати видимість регулювання галузі як щит проти серйозного регулювання; підприємці схильні використовувати колективні дії для задоволення своїх інтересів шляхом введення недостатньо жорстких з позицій регулятивних потреб антимонопольних правил; виникає опір змінам у системі регулювання, який зумовлений економічною заінтересованістю в її збереженні у незмінному вигляді². Також у прес-релізі Комітету європейських регуляторів ринків цінних паперів (*The Committee of European Securities Regulators, CERS*)³ — з 01.01.2011 р. ця назва змінена на ESMA (*European Securities and Markets Authority*), підкреслювалося, що події 2008 р. в повній мірі відобразили обмежені можливості принципу саморегулювання у сучасних умовах⁴. Як наслідок, правопорядки більшості держав підтримують позицію, за якою саморегулювання є обмеженим з огляду на неспівпадіння інтересів істинного регулятора та учасників фондового ринку.

З огляду на правопорядки держав можливо виділити кілька видів саморегулювання: делеговане саморегулювання, вільне саморегулювання, змішане саморегулювання.

¹ Редеева Т.О. Правовое регулирование рынка ценных бумаг: Учебное пособие / Т.О. Редеева, К.И. Карабанова. — Волгоград: Изд. Волгоградского государственного университета, 2001. — С. 116.

² Рекуненко І.І. Особливості діяльності саморегулювних організацій на ринку фінансових послуг / І.І. Рекуненко, Є.П. Бондаренко // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/pprbsu/2010_29/10_29_44.pdf

³ The Committee of European Securities Regulators // Press Release — 19 May 2008. — CESR 08-404. // [Електронний ресурс] — Режим доступу: www.cesr-eu.org/data/document/08_404.pdf

⁴ Мошенский С.З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы / С.З. Мошенский. — М.: Экономика, 2010. — С. 120.

Делеговане саморегулювання проявляється у тому, що держава делегує сукупність повноважень з регулювання фондового ринку саморегулювним організаціям. Делеговане саморегулювання відображене у національному законодавстві. Вказане, як мінімум, впливає із ч. 3 ст. 48 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», за якою саморегулювна організація професійних учасників фондового ринку *набуває делегованих їй* Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку повноважень з дня опублікування в офіційному друкованому виданні Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку рішення цієї Комісії про делегування відповідних повноважень саморегулювній організації.

Вільне саморегулювання характеризується відсутністю впливу з боку держави на регулювання фондового ринку саморегулювними організаціями. Яскравим прикладом добровільного саморегулювання виступає правопорядок Великобританії. У Великобританії за рахунок саморегулювання здійснюється повноцінне регулювання фондового ринку. У цій країні біржі, незважаючи на спроби встановити контроль з боку держави, залишилися самостійними та незалежними від її впливу. Підтвердженням цього є той факт, що у Великобританії відсутнє спеціальне державне законодавче регулювання діяльності фондової біржі, а тому управління біржовою діяльністю в державі здійснюється переважно саморегулювними організаціями.¹

Змішане саморегулювання передбачає об'єднання ознак делегованого і вільного саморегулювання. На думку І.І. Рекуненка, таке регулювання є характерним для країн, де держава чітко позначила в законодавчому порядку, що дотримання норм саморегулювання еквівалентне дотриманню закону².

§ 7.2. Правовий статус Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку

Правове регулювання фондового ринку є досить складним процесом, у зв'язку з чим у більшості країн світу створений та

¹ Дегтярева О.И. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / О.И. Дегтярева, Н.М. Коршунов, Е.Ф. Жуков. — М.: Юнити-Дана, 2004. — С. 293.

² Рекуненко І.І. Особливості діяльності саморегулятивних організацій на ринку фінансових послуг / І.І. Рекуненко, Є.П. Бондаренко // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/pprbsu/2010_29/10_29_44.pdf

успішно функціонує спеціальний орган виконавчої влади, діяльність якого передбачає здійснення регулятивних функцій на фондовому ринку.

Найважливішим при визначенні правових засад здійснення державного регулювання ринку цінних паперів і державного контролю за випуском і обігом цінних паперів та їх похідних став Указ Президента України «Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку» від 12 травня 1995 р. № 446/95, яким було утворено орган під назвою «Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку». На сьогодні відповідний Указ втратив чинність крім ч. 1 ст. 1 в частині утворення комісії на підставі Указу Президента від 14 лютого 1997 р. № 142/97, у зв'язку з чим правовий статус Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку ґрунтується на підставі Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»¹, яким визначено її завдання, функції, повноваження, права, відповідальність і відносини з іншими державними органами з питань регулювання та контролю на ринку цінних паперів. У відповідності до вимог, встановлених зазначеним нормативно-правовим актом, і будує свою діяльність Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

Вказуючи на оновлення повноважень Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, що здійснилося шляхом фактичної втрати чинності Указу Президента України «Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку» та оновлення повноважень Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку на рівні Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», не можна не відзначити зміни, спричинені такою трансформацією державного регулювання ринку цінних паперів, адже найбільш помітними вони стають при дослідженні порядку утворення, статусу та діяльності зазначеної комісії. Наприклад, мають місце зміни у кількісному складі комісії, тому що відповідно до п. 7 раніше чинного Указу Президента Комісія утворювалася у складі Голови Комісії, заступника Голови і трьох членів Комісії. Наразі, відповідно до ст. 6 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» комісія утворюється у складі її Голови та шести членів Комісії.

¹ Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку виступає центральним органом, що здійснює державне регулювання ринку цінних паперів в Україні. Це положення підтверджує законодавець, який у ч. 3 ст. 166 Господарського кодексу України¹ та ст. 5 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів»² зазначає, що державне регулювання ринку цінних паперів здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, а інші державні органи здійснюють контроль за діяльністю учасників ринку цінних паперів у межах своїх повноважень, визначених чинним законодавством.

Варто зазначити, що відповідно до ст. 6 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів» Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку є державним колегіальним органом, підпорядкованим Президенту України, підзвітним Верховній Раді України. Крім цього, вона наділена статусом юридичної особи, має самостійний баланс, рахунки в установах банків і печатку із зображенням Державного герба України та свого найменування.

Положення про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку затверджується Президентом України. На даний момент таке положення відсутнє, бо втратило чинність на підставі Указу Президента України «Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку» від 14 лютого 1997 р. № 142/97. Як наслідок, виникає потреба в негайному усуненні правового вакууму.

Важливим є те, що в умовах сьогодення регулятивна діяльність Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку спрямована на реалізацію заходів, визначених Програмою економічних реформ України на 2010—2014 р. «Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна влада», реалізація якої сприятиме зростанню та правовому розвитку фондового ринку і сектора фінансових послуг. Однак, одночасно з цим, у рамках реалізації даної Програми варто вказати на те, що Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку розроблено проект Програми розвитку фондового ринку України на 2011—2015 р., яка передбачає визначення стратегічних напрямів розвитку фондового ринку та суттєвої модернізації фондового

¹ Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Офіційний вісник України. — 2003. — № 11. — Ст. 462.

² Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.

ринку шляхом формування конкурентоспроможного національного фондового ринку та перетворення його на ефективний механізм забезпечення вільного та швидкого перетоку інвестиційного капіталу за рахунок створення відповідних правових, інституційних, технологічних та організаційних умов¹.

Відповідно до ст. 8 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів» Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку наділена широким комплексом прав, що підкреслює її ключове значення у здійсненні державного регулювання ринку цінних паперів. Основними правами Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку є наступні. Право давати висновки про віднесення цінних паперів до того чи іншого виду, визначеного чинним законодавством (реалізація вказаного права допомагає учасникам фондового ринку правильно застосовувати норми щодо відносин з приводу окремих видів цінних паперів). Право встановлювати обов'язкові нормативи достатності власних коштів та інші показники і вимоги, що обмежують ризики по операціях з цінними паперами в процесі провадження діяльності по випуску та обігу цінних паперів, інших видів професійної діяльності на ринку цінних паперів (за винятком банківських операцій), якщо інше не передбачено законами України (реалізація такого права направлена на мінімізацію ризиків у сфері обігу цінних паперів). Право встановлювати за погодженням з Кабінетом Міністрів України розмір плати за видачу ліцензій на провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів, їх дублікатів і копій, переоформлення зазначених ліцензій та за видачу сертифікатів на право здійснення професійної діяльності з цінними паперами в Україні і їх дублікатів, а також за реєстрацію документів та надання відповідної інформації на запит юридичних і фізичних осіб, яка зараховується до Державного бюджету України. Право створювати в разі потреби тимчасові робочі групи, залучати до участі в їх роботі працівників органів державної виконавчої влади, а також фахівців наукових установ на договірних засадах (реалізація наведеного права дає змогу розробляти належну нормативну базу з урахуванням судової практики та доктрини). Право проводити в установленому порядку конференції, семінари, симпозіуми та інші заходи, у тому числі

¹Історія Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.smsc.gov.ua/about/description/History>

міжнародні (вказане право дає змогу реалізовувати інформативну функцію). Право встановлювати обмеження щодо суміщення видів професійної діяльності на ринку цінних паперів (за рахунок можливих подібних обмежень досягається високий рівень здійснення вузькопрофільної діяльності на ринку цінних паперів). Право виносити попередження, зупиняти на термін до одного року розміщення (продаж) та обіг цінних паперів того чи іншого емітента, дію ліцензій, виданих Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку у разі порушення законодавства про цінні папери, нормативних актів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, анулювати дію таких ліцензій (вказане право направлене на реалізацію охоронюваної функції у разі наявного правопорушення на ринку цінних паперів). Право зупиняти торгівлю на фондовій біржі у разі порушення останньою законодавства про цінні папери, статуту та правил фондової біржі до усунення таких порушень (наведене право спрямовано на реалізацію охоронюваної функції у разі здійснення правопорушення фондовою біржею). Право здійснювати контроль за достовірністю і розкриттям інформації, що надається емітентами та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, і саморегулювними організаціями, та за її відповідністю встановленим вимогам (згадане право направлене на реалізацію контрольної та інформаційної функцій у сфері розкриття інформації). Право проводити самостійно чи разом з іншими відповідними органами перевірки та ревізії фінансово-господарської діяльності професійних учасників ринку цінних паперів, уповноважених рейтингових агентств та саморегулювних організацій професійних учасників ринку цінних паперів, а також перевірки та ревізії діяльності емітентів щодо стану корпоративного управління та здійснення операцій з розміщення та обігу цінних паперів; (за рахунок реалізації такого права відбувається безпосередній контроль діяльності професійних учасників ринку цінних паперів та емітентів). Право надсилати емітентам, особам, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, фондовим біржам і саморегулювним організаціям обов'язкові для виконання розпорядження про усунення порушень законодавства про цінні папери та вимагати надання необхідних документів відповідно до чинного законодавства (реалізація вказаного права надає можливість усувати наявні правопорушення у сфері обігу цінних паперів без звернення до інших юрисдикційних органів). Право надсилати

матеріали в правоохоронні органи стосовно фактів правопорушень, за які передбачена адміністративна та кримінальна відповідальність, якщо до компетенції комісії не входить накладення адміністративних стягнень за відповідні правопорушення (при цьому існує можливість здійснювати ефективну взаємодію з іншими державними органами щодо реагування на вчинені правопорушення та злочини у сфері обігу цінних паперів). Право надсилати матеріали в органи Антимонопольного комітету України у разі виявлення порушень законодавства про захист економічної конкуренції (у даному випадку наявна можливість здійснювати ефективну взаємодію з Антимонопольним комітетом України щодо реагування на вчинені правопорушення та злочини у сфері обігу цінних паперів). Право розробляти і затверджувати з питань, що належать до її компетенції, обов'язкові для виконання нормативні акти. Право накладати адміністративні стягнення, штрафні та інші санкції за порушення чинного законодавства на юридичних осіб та їх співробітників аж до анулювання ліцензій на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів (реалізація вказаного права дає можливість застосовувати міри юридичної відповідальності у сфері обігу цінних паперів. Право порушувати питання про звільнення з посад керівників фондових бірж та інших установ інфраструктури фондового ринку у випадках недодержання ними чинного законодавства України, з метою захисту інтересів інвесторів та громадян (наведене право виступає своєрідною правовою гарантією для інвесторів та інших осіб). Право призначати тимчасово (до двох місяців) керівників фондових бірж, депозитаріїв і інших установ інфраструктури фондового ринку (згадане право дозволяє забезпечити стабільність обороту ринку цінних паперів). Право зупиняти або припиняти допуск цінних паперів на фондові біржі або торгівлю ними на будь-якій фондовій біржі, зупиняти кліринг та укладення договорів купівлі—продажу цінних паперів на фондових біржах на певний термін для захисту держави, інвесторів (реалізація вказаного права обмежує права інших учасників ринку цінних паперів, проте забезпечує публічний інтерес держави). Право здійснювати разом з іншими виконавчими органами контроль за поліграфічною базою з випуску цінних паперів (за рахунок реалізації вказаного права можливе запобігання здійсненню підробки цінних паперів, що існують у документарній формі). Право здійснювати моніторинг руху інвестицій в Україну та за її межі через фондовий ри-

нок (дане право надає можливість визначати інвестиційну політику держави). Право розробляти та впроваджувати моделі інфраструктури фондового ринку (дозволяє інтегрувати найефективніші моделі фондового ринку). Право здійснювати сертифікацію програмного забезпечення та встановлювати вимоги до програмних продуктів на фондовому ринку (дозволяє контролювати належний рівень необхідного програмного забезпечення для фондового ринку). Право вилучати під час проведення перевірок на строк до трьох робочих днів документи, що підтверджують факти порушення актів законодавства про цінні папери (дозволяє забезпечити наявність доказової бази при розгляді справ про правопорушення та злочини на ринку цінних паперів). Право звернення до суду з позовами (заявами) у зв'язку з порушенням законодавства України про цінні папери, порушення в суді питання про ліквідацію корпоративного інвестиційного фонду та саморегулювних організацій, приймати рішення про ліквідацію пайового інвестиційного фонду (визначає можливість участі Комісії у судових справах у зв'язку з порушенням законодавства України про цінні папери). Право проводити перевірки незалежних оцінювачів майна інститутів спільного інвестування щодо додержання вимог законодавства у сфері спільного інвестування (направлене на реалізацію контрольної функції у сфері спільного інвестування). Право надавати та одержувати від відповідних органів інших держав інформацію стосовно діяльності окремих професійних учасників ринку цінних паперів у випадках і порядку, встановлених у відповідних міжнародних договорах України (дає можливість взаємодіяти з іноземними органами та державами щодо контролю діяльності окремих професійних учасників ринку цінних паперів). Право встановлювати граничні тарифи на послуги рейтингових агентств, які оплачуються за рахунок коштів державного та місцевих бюджетів (запобігання наявності необґрунтованих тарифів і цін на послуги рейтингових агентств). Право вживати заходи впливу відповідно до законодавства, в тому числі виключати уповноважені рейтингові агентства з Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств, анулювати Свідоцтво про включення до Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств у разі виявлення ознак порушення рейтинговим агентством вимог законів України у сфері цінних паперів та/або нормативних актів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, виключати міжнародні

рейтингові агентства з переліку визнаних (можливість застосування мір відповідальності до рейтингових агентств у разі здійснення ними відповідних правопорушень). І нарешті, право зупиняти для захисту інтересів держави та інвесторів у цінні папери внесення змін до системи реєстру власників іменних цінних паперів або до системи депозитарного обліку щодо цінних паперів певного емітента або певного власника на строк до усунення порушень.

Аналізуючи права Комісії, не можна не звернути увагу на спробу в юридичній літературі окреслити розглядувані основні права лише наступними:

1) розробляти нормативні акти, моделі інфраструктури фондового ринку і робити висновки про віднесення цінних паперів до певного виду;

2) встановлювати нормативи власних коштів, які обмежують ризик в операціях з цінними паперами, встановлювати плату за видачу ліцензій, реєстрацію документів і надання інформації, а також здійснювати сертифікацію програмного забезпечення фондового ринку;

3) встановлювати обмеження щодо суміщення видів професійної діяльності на фондовому ринку, у тому числі обмеження стосовно залучення торговельно-інформаційних систем до інших видів діяльності;

4) призначати тимчасово (строком до двох місяців) керівників фондових бірж та інших установ фондового ринку, а також обмежувати або припиняти допущення цінних паперів на фондові біржі;

5) здійснювати моніторинг руху інвестицій в Україну та за її межі, які відбуваються через фондовий ринок¹.

Структура Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку відображає цілісну структуру, яка включає Комісію як колегіальний орган та центральний апарат. До складу центрального апарату входять голова комісії, шість членів комісії та територіальні управління, які здійснюють державну політику в сфері регулювання фондового ринку на місцях, у різних регіонах України.

¹ Дидич О.В. Адміністративно-правовий статус торгівців цінними паперами: Дис. ...канд. юрид. наук: 12.00.07 / О.В. Дидич. — К: Одеська національна юридична академія, 2004. — С. 45.

Свої основні повноваження Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку здійснює саме через центральний апарат та свої територіальні органи.

Крім цього, при Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку може створюватися Консультативно-експертна рада, чий склад і положення про яку затверджується НКЦПФР, а також інші органи або установи. Відповідно до ст. 6 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» Консультативно-експертна рада розробляє рекомендації щодо політики на ринку цінних паперів і бере участь у підготовці й обговоренні проектів нормативно-правових актів, які розробляються і розглядаються Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Ведучи мову про структуру Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку слід підкреслити, що відповідно до ст. 6 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» вона затверджується Головою Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку в межах видатків, передбачених у Державному бюджеті України. При цьому законодавець окремо встановлює правило, за яким гранична чисельність працівників Комісії затверджується виключно Президентом України.

Голова та члени Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку формують її склад. Варто зазначити, що вони поруч з керівними працівниками та спеціалістами центрального апарату і відповідних територіальних органів наділені статусом державних службовців, що передбачає врахування у своїй діяльності положень Закону України «Про державну службу»¹.

Однак, варто наголосити на тому, що Голова Комісії має окремий виключний спектр повноважень порівняно зі звичайними членами НКЦПФР, адже відповідно до ст. 6 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» він не лише очолює Комісію та керує її діяльністю, але й має широке коло повноважень, а саме він затверджує Регламент Комісії; координує роботу членів Комісії, розподіляє обов'язки між членами Комісії за відповідними напрямками щодо виконання покладених на Комісію завдань; скликає і проводить засідання Комісії, вно-

¹ Закон України «Про державну службу» від 16 грудня 1993 р. № 3723-XII // Відомості Верховної Ради України. — 1993. — № 52. — Ст. 490.

силь питання до розгляду на її засіданнях, підписує протоколи засідань і рішення Комісії, затверджує порядок денний засідання Комісії; призначає на посади та звільняє з посад згідно із законодавством керівника та працівників центрального апарату Комісії; здійснює керівництво діяльністю територіальних органів Комісії, призначає на посади та звільняє з посад у встановленому законодавством порядку керівників цих органів; здійснює в установленому порядку представницькі функції щодо діяльності Комісії; має право без спеціальних дозволів представляти Комісію у суді; представляє інтереси Комісії у Кабінеті Міністрів України, має право брати участь у засіданнях Кабінету Міністрів України з правом дорадчого голосу; подає Президенту України пропозиції щодо призначення на посади та звільнення з посад членів Комісії; дає у передбачених законом випадках письмові доручення уповноваженим особам Комісії провадити розгляд справ про правопорушення на ринку цінних паперів; видає накази, розпорядження та доручення з питань, що належать до його компетенції; у встановленому законодавством порядку присвоює працівникам Комісії ранги державних службовців, вживає заходів заохочення, притягнення їх до дисциплінарної відповідальності; затверджує кадровий резерв центрального апарату та керівників територіальних органів Комісії; затверджує структуру центрального апарату та територіальних органів Комісії; затверджує положення про структурні підрозділи центрального апарату Комісії та штатний розпис НКЦПФР за погодженням з Міністерством фінансів України. Виходячи з наведеного переліку повноважень варто підкреслити те, що функції Голови НКЦПФР є досить розширеними, у зв'язку з чим потребують коригування з метою диверсифікації.

Широкий спектр розглядуваних повноважень дає підстави для встановлення високих кваліфікаційних вимог до особи Голови та членів НКЦПФР. У зв'язку з цим законодавцем були встановлені окремі кваліфікаційні вимоги до осіб, що призначаються на посади Голови та членів НКЦПФР. Вимоги до членів Комісії є аналогічними до вимог щодо Голови Комісії, адже у разі відсутності Голови Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку або неможливості здійснення ним своїх повноважень його обов'язки виконує один з членів цієї Комісії за окремим наказом Голови, а тому їх професійна відповідність займаним посадам є

важливим фактором ефективної діяльності НКЦПФР і виконання нею встановлених законодавцем завдань.

Отже, законодавець у ст. 6 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»¹ встановлює певні кваліфікаційні вимоги до голови та членів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Ними можуть бути громадяни України, які мають повну вищу (профільну, економічну або юридичну) освіту, досвід роботи на керівних посадах не менше трьох років упродовж останніх 10 років та не є власниками корпоративних прав професійних учасників фондового ринку.

Варто зазначити, що відповідно до ст. 6 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів» голова та члени Комісії протягом терміну її повноважень можуть бути звільнені від обов'язків за власним бажанням, за станом здоров'я, у разі визнання безвісно відсутнім або оголошення померлим, припинення громадянства або виїзду за межі України на постійне місце проживання, вчинення злочину, грубого порушення службових обов'язків, а також з інших підстав. Однак, варто враховувати той факт, що підставою для звільнення члена Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку не може стати набуття повноважень новообраним Президентом України, адже нагадаємо, що Голова та члени Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку призначаються на посади та звільняються з посад саме Президентом України шляхом видання відповідного указу. Тобто у такий спосіб законодавець закріпив своєрідну правову гарантію незалежності Голови та членів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. У зв'язку з окресленим баченням законодавця доцільно підкреслити, що відповідно до ст. 6 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» строк повноважень Голови та членів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку становить шість років. Вказане теж слід розглядати як закріплення законодавчої гарантії стабільності функціонування Комісії.

При цьому варто враховувати, що законодавцем установлені обмеження для повторного призначення на посаду Голови або членів Комісії, адже одна й та сама особа не може бути Головою

¹ Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.

та/або членом Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку більше двох строків підряд. У такий спосіб законодавець передбачив запобігання кадровій монополізації Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Для забезпечення функціональної стабільності Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку законодавець запровадив нормативне правило, за яким після закінчення строку повноважень Голова або член Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку продовжує виконувати свої обов'язки до призначення відповідно нового Голови або члена Комісії.

Основною формою роботи Комісії є засідання, які проводяться за рішенням Голови Комісії у разі необхідності, але не рідше одного разу на місяць. Відповідно до ст. 6 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» засідання Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку є правомочним, якщо на ньому присутні більше половини її загального кількісного складу. У результаті розгляду певних питань Комісією приймається рішення, що вважається прийнятим, якщо за нього проголосувала більшість від загального кількісного складу. Варто враховувати, що Голова та члени Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку мають по одному голосу кожен, який вони можуть використати при здійсненні голосування на засіданні Комісії.

Окремо слід зазначити, що Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку, відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»¹ надано широкі повноваження щодо державного регулювання та контролю фондового ринку.

Ведучи мову про діяльність Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку не можна не згадати, що саме вона відповідно до своїх повноважень розробляє програми розвитку фондового ринку, які затверджуються Президентом України. Останньою з таких програм став розроблений Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку проект Програми розвитку фондового ринку України на 2011—2015 рр., характерис-

¹Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.

тика якого була надана раніше. Крім цього, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку розробляє і затверджує нормативно-правові акти з питань, що належать до її компетенції, обов'язкові до виконання центральними та місцевими органами виконавчої влади, органами місцевого самоврядування, учасниками ринку цінних паперів, їх об'єднаннями, а також контролює їх виконання. Акти законодавства, які відповідно до закону є регуляторними, актами, розробляються, розглядаються, приймаються та оприлюднюються з урахуванням вимог Закону України «Про засади державної регуляторної політики у сфері господарської діяльності».

Безперечно, лише завдяки виконанню Комісією виокремлених у ст. 7 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» завдань підсумки діяльності фондового ринку за першу половину 2011 року є позитивними. За словами Голови НКЦПФР, «..у першому півріччі 2011 року ми стали свідками продовження позитивних тенденцій та динамічного розвитку фондового ринку, що мали місце у минулому році. Можна констатувати, що цьому тренду сприяло вдосконалення законодавчої і нормативної бази ринку, підвищення рівня захисту прав акціонерів, спрощення механізмів емісії цінних паперів і підвищення активності учасників фондового ринку. Таким чином, ми можемо говорити про значну позитивну динаміку розвитку фондового ринку, що стала можливою завдяки покращенню економічної ситуації в країні, сприятливій кон'юктурі ринку, ефективному регулюванню та, безумовно, реалізації Програми розвитку фондового ринку на 2011 — 2014 роки, затвердженої ДКЦПФР»¹.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку уповноважена здійснювати судові процедури шляхом звернення до суду з позовами (заявами) у зв'язку з порушенням законодавства України про цінні папери. Така діяльність Комісії сприяє припиненню скоєнню правопорушень на ринку цінних паперів і притягненню винних осіб до відповідальності, відповідно до чинного законодавства.

Інформація про діяльність Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку є публічною та доступною для всіх охочих, адже

¹ ДКЦПФР підбила підсумки роботи фондового ринку за перше півріччя 2011 року // [Електронний ресурс] — офіційний сайт КМУ — Режим доступу: http://www.kmu.gov.ua/control/uk/publish/printable_article?art_id=244405881

з 2001 р. функціонує Web-сайт Комісії (www.ssmc.gov.ua). Створення відповідної інформаційної бази має позитивний вплив на фондовий ринок, адже це створює основу для прозорого функціонування фондового ринку, інформаційної відкритості регулювання цієї сфери.

§ 7.3. Правовий статус саморегулівних організацій професійних учасників фондового ринку

Значну роль у регулюванні фондового ринку відіграють саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку. Адже створюючись за ініціативою професійних учасників фондового ринку, поруч з державним регулятором вони здійснюють нагляд за функціонуванням фондового ринку та впорядковують діяльність його учасників.

Цікавим і водночас досить прогресивним є підхід, що містить федеральне законодавство США. Зокрема, в основу федерального регулювання фондового ринку покладено принцип саморегулювання. Так, самостійні регулівні організації (СРО) відповідають за розробку особливих правил та їх застосування відповідно до Закону про цінні папери 1934 р. і надають допомогу Комісії з цінних паперів і фондових бірж (SEC) у процесі регулювання фондового ринку, включаючи регулювання бірж, механізмів електронної торгівлі, асоціацій брокерів-дилерів, розрахункових палат і банків-депозитаріїв¹.

Безумовно, національний нормативний вектор направлений на переорієнтацію правового регулювання фондового ринку та вказує на наближення до таких флагманів впровадження принципу саморегулювання фондового ринку, як США, Швейцарія. Однак, на сучасному етапі, враховуючи початковий ступінь розвитку національного фондового ринку, говорити про надання саморегулівним організаціям широкого спектра повноважень з його регулювання є дещо ризиковим, так як скоріше за все, це призведе до зловживання правами, що в свою чергу спричинить правове розбалансування регулювання фондового ринку та рух у бік не суспільних, а лише приватних інтересів.

Не можна обійти увагою основні засади діяльності саморегулівних організацій. З огляду на ст. 4 Проекту Закону України

¹ *Еш С.М.* Фінансовий ринок: навчальний посібник / С.М. Еш. — К.: Центр учбової літератури, 2009 — С. 74.

«Про саморегулівні організації» засади діяльності цих організацій відображають наступні положення. По-перше, забезпечення рівності прав усіх членів саморегулівної організації, бо її учасники є незалежними та наділені однаковим обсягом прав та обов'язків. По-друге, наявність стандартів і правил здійснення господарської або професійної діяльності, обов'язкових для виконання всіма членами саморегулівної організації, забезпечує впорядкування відповідної діяльності. По-третє, встановлення консолідованої відповідальності саморегулівної організації — забезпечення саморегулівною організацією додаткової майнової відповідальності кожного її члена перед споживачами вироблених товарів (робіт, послуг) та іншими особами. Вказане положення дозволяє підвищити рівень юридичної відповідальності за здійсненні правопорушення у сфері розміщення та обігу цінних паперів. По-четверте, наявність колективних спеціалізованих органів, що здійснюють контроль за дотриманням членами саморегулівної організації вимог стандартів і правил господарської або професійної діяльності та розгляд справ про застосування у відношенні членів саморегулівної організації заходів адміністративного впливу, передбачених у положенні про саморегулівну організацію. Наведений принцип дозволяє реалізувати контрольну та охоронну функції регулювання ринку цінних паперів на локальному рівні. По-п'яте, забезпечення саморегулівною організацією доступу до інформації організації та захист конфіденційної інформації. Згаданий принцип дозволить забезпечити прозорість функціонування саморегулівної організації та регулювання фондового ринку без порушення права на конфіденційну інформацію з урахуванням Закону України «Про інформацію», Закону України «Про доступ до публічної інформації», Закону України «Про захист персональних даних». Окремо слід наголосити на тому, що законодавець пропонує встановити принцип обов'язковості членства у саморегулівній організації, адже воно встановлюється виключно законом, що регулює відносини у відповідній сфері, де також встановлюються особливості утворення та діяльності саморегулівної організації з обов'язковим членством у відповідній сфері. Запропонований принцип слід виключити з проекту згаданого Закону, адже він порушує засади вільного волевиявлення, що проявляється через членство.

Правовий статус саморегулівної організації професійних учасників фондового ринку, крім Закону України «Про цінні папери

та фондовий ринок», визначається також Положенням про саморегульну організацію професійних учасників фондового ринку, затвердженим рішенням ДКЦПФР від 17 лютого 2009 р. № 125¹.

Відповідно до ч. 2 ст. 48 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»² об'єднання професійних учасників фондового ринку набуває статусу саморегульної організації лише з дня його реєстрації Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. З огляду на вказану норму, в Україні впроваджено реєстраційний порядок створення зазначених організацій. Для того, щоб набути відповідний правовий статус, саморегульна організація має відповідати певним вимогам, які зазначені в третьому розділі Положення про саморегульну організацію професійних учасників фондового ринку. Зокрема, такими вимогами є наступні. По-перше, наявність відокремленого приміщення від приміщень інших юридичних осіб у власності або користуванні, розмір якого повинен відповідати санітарним нормам щодо площі приміщення на одного працівника. Вимога зрозуміла, адже саморегульна організація повинна мати місце реєстрації та здійснення діяльності. По-друге, наявність комп'ютерної техніки (не менше трьох комп'ютерів) та ліцензованого програмного забезпечення. Законодавець у такий спосіб забезпечує мінімальний рівень технічного забезпечення саморегульної організації. Втім, незрозумілою залишається вимога законодавця щодо кількості комп'ютерної техніки. По-третє, потрібна наявність окремого телефонного, факсового, електронного зв'язку, у тому числі електронної пошти. Безумовно, забезпечення діяльності саморегульної організації має здійснюватися за допомогою сучасних телекомунікаційних засобів, що сприятиме поширенню інформації щодо стану фондового ринку, діяльності даної організації. По-четверте, наявність веб-сайту і забезпечення його роботи в цілодобовому режимі. Наведена вимога пов'язана з необхідністю публічного інформування невизначеного кола осіб про діяльність саморегульної організації. По-п'яте, чисельність персоналу повинна складати не менше трьох сертифікованих осіб за відповід-

¹ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про саморегульну організацію професійних учасників фондового ринку» від 17 лютого 2009 р. № 125 // Офіційний вісник України. — 2009. — № 41. — Ст. 1380.

² Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

ним видом професійної діяльності, котрі мають досвід роботи на фондовому ринку не менше одного року. У такий спосіб законодавець забезпечує мінімально можливий рівень належного функціонування саморегулівної організації. Документами, що підтверджують досвід роботи, як правило, є трудова книжка, у разі відсутності відповідних записів у трудовій книжці — копії наказів про призначення та звільнення, що підтверджують наявність стажу роботи на фондовому ринку, засвідчені в установленому законодавством порядку. Більше того, керівник виконавчого органу саморегулівної організації професійних учасників фондового ринку та його заступники, керівники структурних підрозділів указаної організації не можуть перебувати у трудових відносинах з її членами та прямо або опосередковано бути пов'язаними відносинами контролю з членами саморегулівної організації.

Саморегулівна організація професійних учасників фондового ринку набуває делегованих їй Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку повноважень лише з дня опублікування в офіційному друкованому виданні Комісії рішення про делегування відповідних повноважень саморегулівній організації. Умовами для прийняття рішення про делегування організації-претенденту професійних учасників фондового ринку повноважень Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку щодо регулювання фондового ринку є: наявність правил і стандартів професійної діяльності на фондовому ринку, що є обов'язковими для виконання всіма членами саморегулівної організації; статус непідприємницької організації; наявність у власності для забезпечення статутної діяльності активів у розмірі не менше, ніж 600 тис. грн.

Що ж до найменування саморегулівної організації, то варто підкреслити, що відповідно до ст. 7 Проекту Закону України «Про саморегулівні організації» вона має найменування, що містить інформацію про її організаційно-правову форму та характер діяльності. Слово «саморегулівна» або сполучення слів «саморегулівна організація» та похідні від них дозволяється публічно використовувати у назві лише після внесення юридичних осіб до Державного реєстру саморегулівних організацій. З цього моменту така організація має право виконувати свої функції, якими відповідно до Положення про саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку є: розроблення і затвердження правил і стандартів провадження відповідного виду професійної дія-

льності на фондовому ринку, розробка та прийняття кодексу професійної етики і здійснення контролю за його дотриманням членами організації; встановлення вимог до професійної кваліфікації працівників членів саморегулювальної організації; організація професійної підготовки та підвищення кваліфікації працівників членів саморегулювальної організації; розміщення на веб-сайті саморегулювальної організації інформації щодо законодавства України про цінні папери та змін до нього; впровадження ефективних механізмів розв'язання спорів між саморегулювальною організацією та її членами та їх клієнтами; ініціювання вдосконалення законодавства України; представлення інтересів членів саморегулювальної організації в органах державної влади, судах, інших організаціях і захист їх інтересів; сприяння захисту прав інвесторів.

На фондовому ринку України успішно функціонує низка саморегулювальних організацій професійних учасників ринку цінних паперів. Вони позиціонуються як добровільні недержавні, некомерційні організації, що засновані на засадах рівноправності, вільного волевиявлення і спільності інтересів своїх членів, а виконання повноважень саморегулювальної організації на ринку цінних паперів є пріоритетним напрямом їх діяльності. Звичайно, свою діяльність зазначені організації здійснюють у відповідності до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»¹, Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»², інших актів законодавства України, маючи власний статут, встановлені Правила та внутрішні документи, які регулюють їх діяльність.

Серед саморегулювальних організацій України варто виділити Професійну асоціацію реєстраторів та депозитаріїв (ПАРД), Українську асоціацію інвестиційного бізнесу (УАІБ) та Асоціацію «Українських фондових торговців» (АУФТ). З огляду на нормативні вимоги, зазначені організації мають некомерційний характер. Свою діяльність вони позиціонують як таку, що сприяє здійсненню діяльності професійними учасниками на ринку цінних паперів, що в їх статутах знаходить своє відображення як мета їх діяльності. Наприклад, у Статуті професійної асоціації ре-

¹ Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.

² Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

єстраторів і депозитаріїв указується, що саморегулівна організація є об'єднанням юридичних осіб, що отримали ліцензію на здійснення депозитарної діяльності на ринку цінних паперів і створена з метою забезпечення провадження діяльності професійними учасниками фондового ринку, які є членами асоціації, розроблення і затвердження правил, стандартів професійної поведінки¹. Варто відзначити, що в орбіту інтересів такого роду організацій не входить досягнення її членами будь-яких домовленостей щодо розподілу фондового ринку України чи координація господарської діяльності членів організації на цьому ринку у жодний спосіб, який порушував би чинне антимонопольне законодавство, видані на його основі правила та положення, чи одержання прибутку. Таке положення не минуло Статуту Асоціації «Українські фондові торговці» та є досить поширеним у статутах саморегулівних організацій професійних учасників ринку цінних паперів, адже воно сприяє підкріпленню тези про некомерційний характер діяльності цих організацій.

Крім цього, зазначимо, що діяльність окремих саморегулівних організацій професійних учасників на ринку цінних паперів здійснюється на основі певних принципів діяльності, що в свою чергу, мають враховувати відповідні нормативні принципи. З огляду на Статут Асоціації «Українські фондові торговці», серед основних принципів діяльності цієї організації можна виділити добровільність вступу і свободу виходу з Асоціації, рівноправність членів Асоціації, самоврядування та інформаційну відкритість². Дані принципи слід визнати базовими, адже у тому чи іншому формулюванні вони знаходять своє місце у статутах більшості саморегулівних організацій професійних учасників фондового ринку.

Цілі ж діяльності таких організацій сформовані з огляду на нормативні та статутні принципи їх діяльності. Наприклад, цілями Української асоціації інвестиційного бізнесу відповідно до статуту є виконання функцій саморегулівної організації професійних учасників фондового ринку відповідно до чинного зако-

¹ Статут професійної асоціації реєстраторів і депозитаріїв: затверджений Рішенням XXIII Загальних зборів членів Професійної асоціації реєстраторів і депозитаріїв від 27 травня 2011 року // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.pard.kiev.ua>

² Статут Асоціації «Українські фондові торговці»: затверджено Загальними зборами членів асоціації «Українські фондові торговці» від 2 липня 2009 р. // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.aust.com.ua/docs/sro/documents/stat.pdf>

нодавства України; забезпечення високого професійного рівня діяльності членів Асоціації; представництво членів Асоціації та захист їх професійних інтересів, у тому числі шляхом їх представництва в юрисдикційних органах, професійна підготовка та підвищення кваліфікації фахівців — співробітників членів Асоціації; інформування членів Асоціації стосовно законодавства, яке регулює їх професійну діяльність, та про всі зміни, що вносяться до нього; розробка та контроль за дотриманням норм і правил поведінки, регламентів, правил здійснення операцій з цінними паперами та коштами, вимог до професійної кваліфікації співробітників членів Асоціації, та інших документів, передбачених законодавством, впровадження ефективних механізмів розв'язання спорів між членами Асоціації та між членами Асоціації і їх клієнтами; розроблення та впровадження заходів щодо захисту клієнтів—членів Асоціації та інших інвесторів, а також додержання етичних норм і правил поведінки членів Асоціації в їх взаєминах з клієнтами; формування системи довіри інвесторів до інститутів спільного інвестування; сприяння в створенні належної законодавчої бази для розвитку фінансового ринку України; сприяння розвитку добросовісної конкуренції між суб'єктами фондового ринку в галузі управління активами; інформування громадськості про діяльність Асоціації та її членів¹. Слід підкреслити, що цілі саморегулювальної організації формуються нею самостійно з урахуванням сегмента діяльності. Проте такі цілі мають бути законними та у повній мірі відповідати основоположним нормативним принципам діяльності саморегулювальної організації.

Діяльність саморегулювальної організації здійснюють через свої органи. Органами саморегулювальних організацій професійних учасників фондового ринку є Загальні збори учасників, Рада організації, Ревізійна комісія чи Комітет фінансового контролю і Дисциплінарний комітет. Наприклад, органами професійної організації реєстраторів і депозитаріїв виступають Загальні збори членів ПАРД, Рада ПАРД, Президент ПАРД, Ревізійна комісія та Дисциплінарна колегія; органами Асоціації фондових торгівців — Загальні збори Членів Асоціації, Рада Асоціації, Президент

¹ Статут Української асоціації інвестиційного бізнесу: затверджений рішенням загальних зборів УАІБ від 18.02.2009 р., погоджений рішенням ДКЦПФР від 30 квітня 2009 р. № 451 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/aboutassoc/internal_docs.html

Асоціації, Комітет фінансового контролю Асоціації, Дисциплінарний комітет, інші комітети, комісії Асоціації і робочі групи, створені відповідно до правил асоціації; органами Української асоціації інвестиційного бізнесу — Загальні збори членів Асоціації, Рада Асоціації, Ревізійна комісія, Дисциплінарний комітет, Дирекція, Спеціалізовані Комісії та Комітети. Тобто структура саморегулювних організацій будується у такий спосіб, щоб диверсифіковано та максимально ефективно здійснювати покладені на них функції, мобільно взаємодіяти із зовнішніми суб'єктами у сфері регулювання фондового ринку і нагляду за його учасниками.



Терміни та поняття

Державне регулювання ринку цінних паперів — це упорядкування діяльності на фондовому ринку державою, що включає впорядкування діяльності всіх його учасників та операцій між ними і здійснюється в особі уповноважених на це органів державної влади.

Делеговане саморегулювання — це різновид саморегулювання, що проявляється в наданні державою повноважень з регулювання фондового ринку саморегулювним організаціям.

Добровільне саморегулювання — це різновид саморегулювання, що характеризується обмеженням повноважень держави до рівня невтручання у процес регулювання ринку цінних паперів саморегулювними організаціями.

Змішане саморегулювання — це різновид саморегулювання, що передбачає об'єднання делегованого та добровільного саморегулювання з перевагою першого або другого виду регулювання.

Регулювання фондового ринку — це система заходів державних органів та саморегулювних організацій щодо впорядкування відносин учасників фондового ринку з метою зниження системних ризиків і забезпечення справедливості, ефективності та прозорості ринку.

Саморегулювання фондового ринку — це система заходів саморегулювних організацій, спрямована на нагляд за фондовим ринком і на впорядкування діяльності його учасників.

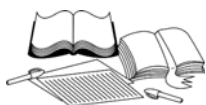
Саморегулювна організація професійних учасників фондового ринку — це неприбуткове об'єднання учасників фондового ринку

ку, що провадять професійну діяльність на фондовому ринку з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність (діяльність реєстраторів і зберігачів), утворене відповідно до критеріїв та вимог, установлених Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.



Запитання і завдання для самоконтролю

1. Дайте визначення поняття «регулювання ринку цінних паперів» і назвіть його юридичні ознаки.
2. Виділіть і охарактеризуйте складові елементи процесу регулювання ринку цінних паперів.
3. В якому міжнародному документі виокремлені основоположні принципи регулювання ринків цінних паперів?
4. Назвіть моделі регулювання ринку цінних паперів за такими критеріями, як суб'єкт, об'єкт та ступінь жорсткості.
5. Які види регулювання ринку цінних паперів Ви знаєте?
6. Яке значення має державне регулювання для ринку цінних паперів?
7. Наведіть співвідношення державного регулювання ринку цінних паперів і саморегулювання. Що на Вашу думку має бути домінуючим?
8. Розкрийте сутність саморегулювання ринку цінних паперів, опираючись на світовий досвід імплементації цього принципу у діяльність ринку цінних паперів.
9. У чому полягають переваги саморегулювання ринку цінних паперів?
10. Виокреміть органи державного регулювання ринку цінних паперів і надайте їх коротку характеристику.
11. Поясніть специфіку діяльності саморегулювних організацій на ринку цінних паперів, враховуючи положення чинного законодавства та іноземний досвід.
12. Назвіть види саморегулювних організацій за різними критеріями.
13. Які саморегулювні організації на теренах України Ви можете назвати? Здійсніть їх порівняльну характеристику.



Нормативно-правові акти та літературні джерела

1. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

2. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.
3. Постанова Верховної Ради України «Про Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України» від 22 вересня 1995 р. № 342/95-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1995. — № 33. — Ст. 257.
4. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про саморегулювні організації професійних учасників фондового ринку» від 17 лютого 2009 р. № 125 // Офіційний вісник України. — 2009. — № 41. — Ст. 39.
5. *Блага Н.В.* Державне регулювання фондового ринку в Україні: Дис. ... канд. екон. наук: 08.02.03 / Н.В. Блага — Львів, 2006. — 116 с.
6. *Гаврилов А.Е.* Рынок ценных бумаг (технический анализ): Учеб. пособие / А.Е. Гаврилов, В.А. Логинова, Ю.А. Баянова, Т.А. Смелова. — Волгоград: Волгоград. ГТУ, 2006. — 170 с.
7. *Гусева Т.А.* Новая система и структура органов исполнительной власти: справ.-учеб. пособие / Т.А. Гусева, Л.Е. Чапкевич. — М.: Волтерс Клувер, 2005. — 446 с.
8. *Галанов В.А.* Рынок ценных бумаг: учебник / В.А. Галанов, А.И. Басов. — М.: Финансы и статистика, 2006. — 448 с.
9. *Дегтярева О.И.* Рынок ценных бумаг и биржевое дело / О.И. Дегтярева, Н.М. Коршунов, Е.Ф. Жуков. — М.: Юнити-Дана, 2004. — 501 с.
10. ДКЦПФР підбила підсумки роботи фондового ринку за перше півріччя 2011 року // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.kmu.gov.ua/control/uk/publish/printable_article?art_id=24440588
11. *Еш С.М.* Фінансовий ринок: навчальний посібник / С.М. Еш. — К.: Центр учбової літератури, 2009 — 528 с.
12. *Калюга О.О.* Механізми державного регулювання фондового ринку / О.О. Калюга // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Trpdu/2010_4/doc/3/16.pdf
13. *Кіктенко О.В.* Концептуальні засади дослідження фондового ринку як об'єкта державного управління / О. В. Кіктенко // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.kbuara.kharkov.ua/e-book/apdu/2011-1/doc/1/07.pdf>
14. *Кологойда О.В.* Правове регулювання фондового ринку України: навч. посіб. / О.В. Кологойда. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — 320 с.
15. *Котляров С.* Фондові ринки країн, що розвиваються в умовах інтернаціоналізації та глобалізації / С. Котляров // Ринок цінних паперів України. — 2004. — № 1-2. — С. 7–18.
16. *Клименко В. В.* Державне регулювання фондового ринку / В. В. Клименко // Фінанси України. — 2000. — № 10 (58). — С. 57–62.
17. *Мошенский С.З.* Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы / С.З. Мошенский. — М.: Экономика, 2010. — 240 с.

18. *Рекуненко І.І.* Особливості діяльності саморегульованих організацій на ринку фінансових послуг / І.І. Рекуненко, Є.П. Бондаренко // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/pprbsu/2010_29/10_29_44.pdf
19. *Рекуненко І.І.* Організаційно-економічний механізм саморегулювання на фінансовому ринку / І.І. Рекуненко // Інноваційна економіка: Всеукр. наук.-виробничий журн. // [Електронний ресурс] — Режим доступу http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/inek/2011_1/209.pdf
20. *Редеева Т.О.* Правовое регулирование рынка ценных бумаг: Учебное пособие / Т.О. Редеева, К.И. Карабанова — Волгоград: Изд-во Волгоград. гос. ун-та, 2001. — 120 с.
21. Рынок ценных бумаг: учебник / [Под ред. Е.Ф. Жукова] — М.: Волтерс Клувер, 2010. — 656 с.
22. Статут Української асоціації інвестиційного бізнесу: затверджений рішенням загальних зборів УАІБ від 18 лютого 2009 р., погоджений рішенням ДКЦПФР від 30 квітня 2009 р. № 451 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/aboutassoc/internal_docs.html.
23. Статут професійної асоціації реєстраторів і депозитаріїв: затверджений Рішенням XXIII Загальних зборів членів Професійної асоціації реєстраторів і депозитаріїв від 27 травня 2011 р. // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.pard.kiev.ua/>
24. *Талапина Э.В.* Публичное право и экономика: курс лекций / Э.В. Талапина. — М.: Волтерс Клувер, 2011. — 520 с.
25. *Хьюїт М.* Саморегульовні організації (СРО) / М. Хьюїт // Проект ЄС «Посилення сектора фінансових послуг України». — 2009. — № 7. — С. 10.
26. Objectives and Principles of Securities Regulation 1998 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82.pdf>.
27. Objectives and Principles of Securities Regulation 2003 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>.
28. Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries — European central bank, 2006 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: www.ecb.int/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structuresen.pdf.
29. The Committee of European Securities Regulators // Press Release — 19 May 2008. — CESR 08-404. // [Електронний ресурс] — Режим доступу: www.cesr-eu.org/data/document/08_404.pdf



Глава 8

ВІДПОВІДАЛЬНІСТЬ ЗА ПРАВОПОРУШЕННЯ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ (РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ)



8.1. Поняття та види правопорушень на фондовому ринку (ринку цінних паперів)

8.2. Поняття відповідальності за правопорушення на фондовому ринку (ринку цінних паперів)

8.3. Договірна відповідальність на фондовому ринку (ринку цінних паперів)

8.4. Статусна відповідальність професійних учасників фондового ринку (ринку цінних паперів)

8.5. Адміністративна відповідальність за правопорушення на фондовому ринку (ринку цінних паперів)

8.6. Кримінальна відповідальність за вчинення злочину на фондовому ринку (ринку цінних паперів)

8.7. Порядок розгляду справ про правопорушення на фондовому ринку (ринку цінних паперів)

Опанувавши матеріали цієї глави, ви будите ЗНАТИ:

♦ поняття та види правопорушень на ринку цінних паперів, поняття, ознаки і види відповідальності, що настає за вчинення правопорушень на ринку цінних паперів і порядок розгляду справ про правопорушення на ринку цінних паперів,

а також УМІТИ:

♦ орієнтуватися у нормативно-правових актах, які встановлюють відповідальність за правопорушення на ринку цінних паперів і визначають порядок розгляду справ про правопорушення на ринку цінних паперів.

§ 8.1. Поняття та види правопорушень на фондовому ринку (ринку цінних паперів)

Правомірна поведінка на фондовому ринку окреслена нормативними, локальними приписами та має забезпечуватися шляхом встановлення юридичної відповідальності, а отже, певних санкцій за вчинене правопорушення у цій сфері. Адже, як справедливо зазначає М.М. Бринчук, відсутність санкції обрікає вимогу правової норми на її бездієвість¹. З цього приводу О.Е. Лейст указував, що в юридичному обов'язку відображено вимогу належної поведінки, а санкція — це спосіб державного примусу до виконання даної вимоги². І дійсно, виокремлення правопорушень на фондовому ринку та встановлення юридичної відповідальності покликане забезпечити відновлення порушених прав і законних інтересів, а також забезпечити реалізацію превентивної функції юридичної відповідальності на фондовому ринку.

Причиною правопорушень на фондовому ринку є сукупність явищ суб'єктивного й (або) об'єктивного характеру, що зумовлюють склад правопорушення. Категорія правопорушення була й залишається дискусійною. Так, А.Б. Венгеров розглядає правопорушення як не стільки юридичне, скільки соціальне явище, адже об'єктом усіх правопорушень є соціальні сутності, передусім правопорядок³. Деякі правники стверджують, що правопорушення як певний різновид юридичних фактів складає юридично-фактичний базис відповідальності, тобто те, за що суб'єкт несе юридичну відповідальність⁴.

Правопорушення на фондовому ринку — це протиправне, винне, суспільно небезпечне або шкідливе діяння учасника фондового ринку, яке спричиняє несприятливі наслідки для інших учасників фондового ринку або осіб, котрі не є такими учасниками, для суспільства, держави. Ознаки правопорушень на фондовому ринку деталізуються у складі конкретних правопорушень.

¹ Бринчук М.М. Экологическое право: учебник / М.М. Бринчук. — М., 2005. — С. 354.

² Лейст О.Э. Санкции и ответственность по советскому праву (теоретические проблемы) / О.Э. Лейст. — М., 1981. — С. 23.

³ Венгеров А.Б. Теория государства и права: учебник / А.Б. Венгеров — М.: Юриспруденция, 2000. — С. 283.

⁴ Курис П.М. Международные правонарушения и ответственность государства / П.М. Курис. — Вильнюс: Минтис, 1973. — С. 102.

Правопорушення на фондовому ринку поділяються на кілька видів. Так, О.І. Дегтярьова, О.І. Жуков та М.М. Коршунов правопорушення на ринку цінних паперів класифікують за їх суспільною небезпечністю та юридичною природою як наслідок поділяють на 3 групи: 1) дисциплінарні проступки керівників і співробітників компаній, котрі працюють на фондовому ринку; 2) адміністративні правопорушення, в тому числі порушення емітентом порядку емісії, порушення правил здійснення та реєстрації біржових угод, порушення правил ведення реєстру, відсутність кваліфікаційних атестатів у спеціалістів, невиконання правил випуску та обігу цінних паперів, ухилення від обов'язкової звітності, ухилення від розкриття інформації чи публікації інформації, відсутність ліцензії і здійснення інвестиційної діяльності, надання ліцензуючому органу недостовірних відомостей; 3) злочини, які виявляються та припиняються безпосередньо працівниками правоохоронних органів¹.

Не можна не відмітити того факту, що наведена класифікація правопорушень не відображає порушення договірних зобов'язань у сфері обігу цінних паперів. Адже деякі відносини між учасниками фондового ринку виникають саме на підставі укладених договорів, які опосередковують обіг цінних паперів. Також не можна обійти увагою необхідність виокремлення не дисциплінарних проступків, а статусного порушення на фондовому ринку. Перелік статусних порушень встановлюється локальними актами фондових бірж або саморегулювних організацій.

Безумовно, широка палітра актів протиправної поведінки на фондовому ринку дозволяє виділити різноманітні класифікації відповідних правопорушень. Однак, доцільним в основу класифікації правопорушень на фондовому ринку закласти критерій ступеня соціальної небезпеки. Як наслідок, слід виділити наступні види правопорушень на фондовому ринку: 1) порушення договірних зобов'язань у сфері обігу цінних паперів (цивільні правопорушення на фондовому ринку); 2) статусні правопорушення на фондовому ринку; 3) адміністративні правопорушення на фондовому ринку; 4) злочини на фондовому ринку.

Порушення договірних зобов'язань у сфері обігу цінних паперів. Ознаки вказаного правопорушення зумовлюють необхідність

¹ Дегтярева О.И. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / О.И. Дегтярева, Н.М. Коршунов, Е.Ф. Жуков. — М.: Юнити-Дана, 2004. — С. 188—189.

виокремити його склад. В юридичній літературі існує обґрунтована позиція, відповідно до якої необхідною підставою цивільно-правової відповідальності, а отже, і договірної відповідальності є склад цивільного правопорушення¹. Відомо, що підстави договірної відповідальності, яка витікає з порушення договору, включають такі умови: 1) наявність договору; 2) протиправну поведінку контрагента за договором; 3) шкоду або збитки, які заподіяні невиконанням або неналежним виконанням договору; 4) причинний зв'язок між протиправною поведінкою правопорушника та шкодою, завданою через невиконання або неналежне виконання договору; 5) вину правопорушника. Іноді деякі умови можуть бути відсутніми за наявності вказівки у нормі закону. У цьому випадку слід говорити про усічений склад цивільного правопорушення.

Відповідно до ст. 610 Цивільного кодексу України порушенням зобов'язання є його невиконання або виконання з порушенням умов, визначених змістом зобов'язання (неналежне виконання)². Таким чином, правопорушення, яке випливає з порушення умов договору, завжди пов'язане з невиконанням або неналежним виконанням умов відповідного договору. Договірна відповідальність настає у разі порушення прав та обов'язків сторін, які випливають з договору. Як наслідок, необхідна наявність цих прав та обов'язків, тобто самого договору. При наявності факту порушення таких прав і обов'язків має місце договірна відповідальність. Якщо ж відповідного договірного зобов'язання немає, то не може бути й мови про його порушення.

Наявність договірного зобов'язання передбачає правомірну поведінку його контрагентів. Але договірне зобов'язання може бути порушене одним з контрагентів шляхом здійснення ним дій, які заборонені договором або навпаки, нездійснення дій, передбачених договором. Так, відповідно до положень відплатного до-

¹ *Иоффе О.С.* Ответственность по советскому гражданскому праву / О.С. Иоффе. — Л.: Изд-во Ленинград. ун-та, 1955. — С. 94.; *Малеин Н.С.* Имущественная ответственность в хозяйственных отношениях / Н.С. Малеин. — М.: Наука, 1968. — С. 22; *Матвеев Г.К.* Вина в советском гражданском праве / Г.К. Матвеев — К.: Изд-во КГУ, 1955. — С. 7; *Зобов'язальне право: теорія і практика: навч. посіб.* / О.В. Дзера, Н.С. Кузнецова, В.В. Луць та ін. [За ред. О.В. Дзери]. — К.: Юрінком Інтер, 1998. — С. 112; *Канзафарова И.С.* Договорная ответственность юридических лиц в коммерческом обороте: Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / И.С. Канзафарова; Одесский гос. ун-т им. И.И. Мечникова. — О., 1998. — С. 40.

² Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 44. — Ст. 356.

говору купівлі—продажу цінних паперів покупець зобов'язаний здійснити дії направлені на оплату вартості цінних паперів, але цього він не зробив. Отже, така бездіяльність буде порушенням умов договору, а отже матиме всі ознаки правопорушення. Якщо, відповідно до договору купівлі—продажу цінних паперів покупець зобов'язаний утримуватися від вчинення певних дій, як от: не розголошувати окреслену договором інформацію, але він вчинив відповідні дії базуючись на вільному волевиявленні, ми маємо теж протиправну поведінку покупця і, як наслідок, ознаки правопорушення.

Під протиправною поведінкою контрагента слід розуміти таку поведінку, яка порушує як істотні умови договору, так і звичайні або випадкові, тому що у разі укладення відповідного договору у належній формі та належними сторонами всі ці умови стають обов'язковими для них. Не слід також забувати і про те, що такі умови договору не повинні суперечити чинному законодавству.

Не вважаються неправомірними наступні дії контрагентів договору. По-перше, якщо дії однієї сторони спричинили порушення умов договору через вину іншої сторони. По-друге, у разі, якщо сторони погодили між собою припинення договірних зобов'язань.

Статусне правопорушення на фондовому ринку. Професійна діяльність на фондовому ринку не може провадитися без належного її регулювання та охорони, що має місце як з боку держави, так і недержавних організацій. Як наслідок, реалізація регулятивної та охоронної функції у сфері обігу цінних паперів здійснюється через складну взаємодію локальних і законодавчих актів. У зв'язку з цим можна погодитися з тезою про те, що нормативні акти організаторів торгівлі та саморегулювальних організацій професійних учасників фондового ринку не тільки встановлюють положення щодо регулювання своєї внутрішньої діяльності, але й створюють правила поведінки, що досить часто є більш жорсткими, ніж встановлені державою¹.

Характерними рисами локальних актів, правил і стандартів організатора торгівлі та саморегулювальної організації професійних учасників фондового ринку є те, що їх прийняття передбачено законом, вони обмежені у своїй дії за колом осіб, Тобто вони по-

¹ Кувакина Т.В. Ответственность профессиональных участников рынка ценных бумаг : Автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03 / Т.В. Кувакина. — М., 2006 — С. 25—26.

ширюють свою дію виключно на своїх учасників та стосуються лише їх прав, обов'язків та законних інтересів у зв'язку з тим, що їх члени мають дотримуватися зазначених правил та стандартів у власній професійній діяльності. Порушення ж зазначених локальних актів і правил дає підстави для виникнення статусного правопорушення на фондовому ринку та встановлення розумної міри відповідальності за його вчинення з боку самого організатора торгівлі чи саморегулювальної організації. При цьому слід враховувати тяжкість правопорушення і рівень його негативного впливу на функціонування фондового ринку, діяльність організатора торгівлі або саморегулювальної організації професійних учасників фондового ринку.

Важливим при виокремленні терміна «статусне порушення» є те, що етимологічно слово «статус» походить від латинського слова «status» та означає положення, стан, а у сучасних умовах — правовий стан фізичної чи юридичної особи¹. Як наслідок, статусне порушення щільно пов'язане із суб'єктним складом правопорушника. Тобто таке правопорушення може вчинити лише особа з наявним відповідним правовим статусом, що окреслюється участю у саморегулювальній організації професійних учасників фондового ринку або участю у біржових торгах. На думку Т.В. Кувалкіної, здійснювати статусне порушення може виключно особа, яка має певний професійний та правовий статус, а саме: є учасником саморегулювальної організації професійних учасників ринку цінних паперів чи учасником біржових торгів². Таким чином, Т.В. Кувалкіна дотримується тієї точки зору, що у статусному порушенні слід вирізняти порушника, який наділений окрім правового, ще й професійним статусом. Думається, що таке розмежування статусів правопорушника є недоцільним для юридичної кваліфікації статусного правопорушення, адже у даному випадку визначальним буде саме правовий статус, який і включатиме не всі, а необхідні для кваліфікації ознаки професійності.

Здійснюючи аналіз статусного порушення, не можна не зупинитися на особливостях його правової характеристики. Звісно, протиправні діяння, що характеризують статусні правопорушен-

¹ Юридический энциклопедический словарь [за ред. А.Я. Сухарева] — М.: Сов. энциклопедия, 1984. — С. 235.

² Кувакина Т.В. Статусная ответственность профессиональных участников рынка ценных бумаг: понятие и признаки / Т.В. Кувакина // Рынок ценных бумаг. — 2005. — № 20 (299). — С. 76—79.

ня, вчиняються обмеженим колом суб'єктів — професійними учасниками фондового ринку, що включені до складу учасників фондової біржі чи саморегулювальної організації, які відповідно і встановлюють відповідальність за їх вчинення та накладають певні санкції. Як уже зазначалося, дії професійних учасників на фондовому ринку мають ґрунтуватися на певних установлених правилах — біржових правилах, стандартах, дисциплінарних кодексах біржі або саморегулювальної організації, до складу якої вони і входять. Тому доцільним виявляється визначення основних характерних ознак статусного порушення, які дають можливість виділити їх в окремий вид правопорушень на фондовому ринку та відмежувати від інших правопорушень.

По-перше, правопорушником статусного порушення виступає виключно юридична особа, а саме: професійний учасник фондового ринку — член біржі чи саморегулювальної організації. Вказана ознака є визначальною при розмежуванні статусного порушення та дисциплінарного проступку. Так, В.М. Смирнов визначав дисциплінарний проступок як винне, протиправне здійснення повноважень або невиконання трудових обов'язків особою, яка перебуває у трудових правовідносинах з конкретним підприємством (установою)¹. Тобто суб'єктом вчинення дисциплінарного проступку є фізична особа — працівник юридичної особи, а суб'єктом статусного порушення є юридична особа. Вказане дає підстави для усунення у правових колах гострої дискусії з приводу можливого застосування терміна «дисциплінарний проступок» до розглядуваного порушення.

По-друге, перелік статусних порушень, так само як і мір відповідальності, що застосовуються до порушників, встановлені локальними актами: правилами, дисциплінарним кодексом організатора торгівлі або саморегулювальної організації. Наприклад, у організатора торгівлі — Франкфуртської фондової біржі перелік статусних порушень і мір відповідальності окреслено у правилах біржової діяльності,² а у саморегулювальній організації професійних учасників ринку цінних паперів — Асоціації «Українські Фондові

¹ Смирнов В.Н. Дисциплина труда в СССР / В.Н. Смирнов. — Л.: Высшая школа, 1972. — С. 54.

² Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse stand 11.07.2011 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_navigation/info_center/25_FWB_Information/20_FWB_Rules_Regulations?object_id=84XHGGZ360NSGDDE

Торговці» — відповідні положення містяться у спеціальному акті — Дисциплінарному кодексі асоціації¹.

По-третє, об'єктом статусних порушень є суспільні відносини, що забезпечують належний порядок здійснення професійної діяльності на фондовому ринку.

По-четверте, за вчинення статусного порушення настає виключно статусна відповідальність, міри якої встановлені у локальних актах організатора торгівлі чи саморегулювальної організації професійних учасників фондового ринку.

Як наслідок, характерні особливості статусного правопорушення вказують на необхідність виокремлення його як окремої правової категорії.

Адміністративні правопорушення на фондовому ринку. Досить поширеними на ринку цінних паперів є адміністративні правопорушення. Відповідно до ст. 9 Кодексу України про адміністративні правопорушення ними визнаються протиправні, винні (умисні або необережні) дії чи бездіяльність, що посягають на громадський порядок, власність, права і свободи громадян, на встановлений порядок управління і за які законом передбачено настання адміністративної відповідальності. Зокрема, А.Б. Венгеров наголосив на тому, що адміністративне правопорушення направлене проти державного та суспільного порядку. Воно перешкоджає організації суспільного життя у різних його сферах². Тобто можна підтримати точку зору, за якою адміністративним правопорушенням, а отже, й адміністративним правопорушенням на фондовому ринку, притаманна саме суспільна небезпечність як матеріальна ознака будь-якого правопорушення³, адже розмежування злочинів та інших правопорушень в правовій доктрині здійснюється відповідно до ступеня їх суспільної небезпечності, а не за наявністю чи відсутністю суспільної небезпечності⁴.

¹ Дисциплінарний кодекс Асоціації «Українські фондові торговці» // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.aust.com.ua/docs/sro/documents/%D0%94%D0%B8%D1%81%D1%86%D0%B8%D0%BF%D0%BB%D1%96%D0%BD%D0%B0%D1%80%D0%BD%D0%B8%D0%B9%20%D0%9A%D0%BE%D0%B4%D0%B5%D0%BA%D1%81.pdf>

² Венгеров А.Б. Теория государства и права: учебник / А.Б. Венгеров. — М.: Юриспруденция, 2000. — С. 284.

³ Зенькович Е.В. Рынок ценных бумаг: административно-правовое регулирование / Е.В. Зенькович. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 186

⁴ Попов Л.Л. Управление. Гражданин. Ответственность (Сущность, применение и эффективность административных взысканий) / Л.Л. Попов, А.П. Шергин. — Л.: Наука, 1975. — С. 35.

Як наслідок, слід розмежовувати адміністративні правопорушення та кримінально карані діяння — злочини на фондовому ринку. Можливо помітити, що у порівнянні із злочинами адміністративним правопорушенням на фондовому ринку притаманний інший рівень суспільної небезпечності, адже суспільна небезпечність відповідних адміністративних правопорушень є значно нижчою, ніж суспільна небезпечність злочинів.

Однак у деяких країнах історично устоялася подвійна юридичної природи адміністративного правопорушення на фондовому ринку. У деяких випадках має місце тяжіння адміністративного правопорушення до злочину. Науковцями Німеччини виділяються кілька концепцій щодо розуміння юридичної природи понять «адміністративне правопорушення» та «злочин». Найбільш цікавою є концепція Д. Гольдшмідта, який у своїй праці встановив подвійність змісту деяких складів злочинів і довів можливість існування адміністративного правопорушення в кримінальному праві. Він розкрив зміст адміністративного правопорушення як частини кримінального права в широкому сенсі та одночасно як інституту адміністративного права¹.

Втім, на рівні національного законодавства та правової доктрини впроваджена концепція повного розмежування адміністративного правопорушення та злочину на фондовому ринку.

Склад адміністративного правопорушення на фондовому ринку відзначається специфічним суб'єктом, об'єктом, суб'єктивною й об'єктивною сторонами (табл.). Лише сукупність цих елементів дає можливість стверджувати про наявність адміністративної відповідальності на фондовому ринку.

Виокремивши склад адміністративного правопорушення на фондовому ринку, варто виділити види адміністративних правопорушень, які мають місце на фондовому ринку. Відповідно до ст. 163, 163-5, 163-6, 163-7, 163-8, 163-9, 163-10, 163-11, 188-30 Кодексу України про адміністративні правопорушення це: 1) розміщення цінних паперів без реєстрації їх випуску в установленому законом порядку; 2) порушення порядку здійснення емісії цінних паперів уповноваженою особою; 3) ненадання посадовою особою емітента інвестору в цінні папери (в тому числі акціонеру) на його письмовий запит інформації про діяльність емітента в

¹ Naas S. Die Entstehung des Preußischen Polizeiverwaltungsgesetzes von 1931 / Naas S. — Mohr Siebeck, 2003 — S. 107—110.

Таблиця 8.1

**ОРІЄНТОВНА СУКУПНІСТЬ ЕЛЕМЕНТІВ СКЛАДУ АДМІНІСТРАТИВНОГО
ПРАВОПОРУШЕННЯ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

Елемент юридичного складу адміністративного правопорушення на фондовому ринку	Загальна характеристика
Об'єкт	Суспільні відносини у сфері розміщення, обігу, погашення цінних паперів, які охороняються адміністративним законодавством та за вчинення яких передбачено настання адміністративної відповідальності
Об'єктивна сторона	Суспільно небезпечні винні діяння (дія або бездіяльність) учасників фондового ринку, за вчинення яких передбачено настання адміністративної відповідальності
Суб'єкт	Учасники фондового ринку — емітенти, інвестори, саморегулювні організації та професійні учасники фондового ринку, їх посадові особи
Суб'єктивна сторона	Психічне ставлення особи-порушника до вчиненого ним діяння і його наслідків (характеризується наявністю вини)

межах, передбачених законом, або надання йому недостовірної інформації; 4) вимагання посадовою особою емітента від акціонера, в тому числі який є працівником цього ж підприємства, інформації про те, як він голосував на загальних зборах, або інформації про відчуження такою особою своїх акцій; 5) порушення посадовою особою емітента порядку скликання або проведення загальних зборів акціонерного товариства, порядку обрання членів органів управління товариства, порядку або строку виплати дивідендів за наявності відповідного рішення загальних зборів; 6) ненадання посадовою особою емітента чи професійного учасника фондового ринку, який веде облік прав власності на цінні папери, інвестору в цінні папери документів, що підтверджують його право власності на цінні папери; 7) здійснення посадовою особою суб'єкта господарювання операції з цінними паперами, яка належить до професійної діяльності на фондовому ринку, без спеціального дозволу (ліцензії), якщо законом передбачено одержання спеціального дозволу (ліцензії) для здійснення такої операції; 8) умисні дії посадової особи учасника фондового

ринку, що мають ознаки маніпулювання на фондовій біржі, встановлені відповідно до закону щодо державного регулювання ринку цінних паперів; 9) незаконне використання інсайдерської інформації особою, яка нею володіє; 10) порушення порядку прийняття рішення про передачу ведення реєстру власників іменних цінних паперів або порядку передачі ведення реєстру власників іменних цінних паперів, вчинене посадовою особою емітента; 11) порушення порядку розкриття інформації на фондовому ринку; 12) ухилення від виконання або несвочасне виконання посадовою особою учасника фондового ринку рішень Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку або розпоряджень, постанов чи рішення уповноважених осіб Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку щодо усунення порушень законодавства на ринку цінних паперів.

Окреслений законодавцем перелік адміністративних правопорушень є досить широким. Якщо ж звернути увагу на різновиди адміністративних правопорушень на фондовому ринку сусідніх країн, то слід відмітити дещо інший законодавчий підхід. Наприклад, ст.ст.15-17 — 15-22 Кодексу Російської Федерації про адміністративні правопорушення¹ виділяє такі адміністративні правопорушення: недобросовісна емісія цінних паперів, незаконні операції з емісійними цінними паперами, порушення вимог законодавства, які стосуються надання та розкриття інформації на ринку цінних паперів, перешкоджання здійсненню прав, засвідчених цінними паперами, неправомірне використання інсайдерської інформації, порушення правил реєстрації володільців цінних паперів. Тобто, у порівнянні з національним законодавством російський законодавець дещо звужує перелік видів адміністративних правопорушень на фондовому ринку. Відповідний висновок ґрунтується на тому, що Кодекс Російської Федерації про адміністративні правопорушення прямо не виділяє в якості окремих адміністративних правопорушень ухилення від виконання або несвочасне виконання посадовою особою учасника фондового ринку рішень органу—регулятора ринку цінних паперів та здійснення посадовою особою суб'єкта господарювання операції з цінними паперами, яка належить до професійної діяльності на фондовому ринку, без спеціального дозволу (ліцензії).

¹ Кодекс РФ об административных правонарушениях от 30 декабря 2001 г. № 195-ФЗ // Российская газета. — 2001. — № 256.

Кодекс Республіки Казахстан про адміністративні правопорушення також містить дещо інший перелік різновидів адміністративних правопорушень на фондовому ринку¹. Так, ст.ст. 190—201 Кодексу Республіки Казахстан про адміністративні правопорушення передбачають наступні адміністративні правопорушення на ринку цінних паперів, а саме: незаконне використання інсайдерської інформації, порушення строку пред'явлення документів для реєстрації змін і доповнень до проспекту випуску об'явлених акцій, недобросовісна реклама діяльності на ринку цінних паперів, надання недостовірних відомостей уповноваженому органу на ринку цінних паперів, порушення прав держателів цінних паперів, порушення порядку викупу акцій, порушення порядку здійснення угод з цінними паперами, порушення порядку реєстрації угод з цінними паперами, обліку та підтвердження прав за ними, укладення угод з метою маніпулювання цінами на цінні папери, порушення строку надання звіту про результати розміщення чи погашення цінних паперів, порушення професійним учасником ринку цінних паперів та організатором торгів з цінними паперами вимог, встановлених законодавством до їх діяльності, порушення професійним учасником ринку цінних паперів строку надання звітності, опублікування емітентом неповної чи недостовірної інформації про свою діяльність на ринку цінних паперів, яка підлягає публікації у встановленому законодавством Республіки Казахстан порядку; порушення зобов'язання з розкриття інформації на ринку цінних паперів. Особливу увагу у цьому переліку слід звернути на такий вид адміністративного правопорушення, як недобросовісна реклама діяльності на ринку цінних паперів. Одразу відмітимо, що, на жаль, Кодекс України про адміністративні правопорушення не містить такого різновиду правопорушення, що призводить до можливості викривлення достовірної інформації.

Злочини на фондовому ринку. Підвищений інтерес до фондового ринку спонукає до вчинення не тільки правомірних діянь, але й злочинів у цій сфері.

Беручи до уваги аналіз сучасної практики встановлення відповідальності на фондовому ринку особливої уваги заслуговує сві-

¹ Кодекс Республики Казахстан об административных правонарушениях // [Электронный ресурс] — Режим доступа: <http://www.zakon.kz/211955-administrativnyjj-kodeks-rk-2011.html>

това тенденція до криміналізації порушень на фондовому ринку. Тобто, надання порушенню ознак злочину та встановлення за його вчинення кримінальної відповідальності. Дійсно, слідуючи світовим тенденціям, можна помітити кваліфікацію зловживань на ринку цінних паперів як кримінально караних діянь, за вчинення яких передбачається застосування мір кримінальної відповідальності. Відповідна тенденція виникла та проявляється на законодавчому рівні більшості європейських держав і підкріплюється Директивою 2003/6/ ЄС¹, а також ґрунтується на певних передумовах, де провідного значення має досягнення розуміння того, що ринок цінних паперів на сучасному етапі знаходиться в такому стані, де необхідним виявляється встановлення ефективних механізмів нагляду за ринком шляхом виділення нових складів злочинів на ринку цінних паперів або трансформація адміністративних чи інших правопорушень на ринку цінних паперів у злочини та встановлення за їх вчинення мір кримінальної відповідальності.

Втім, можна констатувати, що окреслені світові тенденції у повній мірі не досягли правового поля України, адже в даний момент на національному рівні йдеться, навпаки, про декриміналізацію відповідальності за правопорушення у сфері господарської діяльності. Вказане проявляється через прийняття Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо гуманізації відповідальності за правопорушення у сфері господарської діяльності». Як наслідок, має місце трансформація кримінального законодавства за вектором гуманізації відповідальності за правопорушення на фондовому ринку. Як наслідок, можна помітити деяку нерозважливість українського законодавця у цьому питанні, адже неврахування ним світових тенденцій законодавчого регулювання ринку цінних паперів держав-флагманів у подальшому може призвести до збільшення кількості діянь, що у світовій практиці віднесені до категорії злочинів і тягнуть за собою настання кримінальної відповідальності. Кваліфікація ж цих діянь як адміністративних правопорушень, як це передбачено згаданим Законом, не відповідає характеру та суспільній небезпечності скоєного діяння.

Склад злочину є підставою кримінальної відповідальності на фондовому ринку (табл. 8.2).

¹ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) of 28 January 2003 // Official Journal. — 2003. — P. 1.

Таблиця 8.2

**ОРІЄНТОВНА СУКУПНІСТЬ ЕЛЕМЕНТІВ СКЛАДУ ЗЛОЧИНУ
НА ФОНДОВОМУ РИНКУ**

Елемент складу злочину	Загальна характеристика
Об'єкт	Суспільні відносини у сфері випуску, обігу, погашення цінних паперів, що охороняються кримінальним законодавством і за вчинення яких передбачено настання кримінальної відповідальності
Об'єктивна сторона	Суспільно небезпечні винні діяння (дія або бездіяльність), за вчинення яких передбачено настання кримінальної відповідальності. До об'єктивної сторони слід також віднести наслідки, спосіб, час, місце, обстановку вчинення злочину знаряддя та засоби вчинення, злочину на фондовому ринку
Суб'єкт	Слід врахувати, крім віку та осудності, також можливість існування спеціального суб'єкта (посадової особи учасника фондового ринку — емітента, інвестора, саморегулювальної організації, професійного учасника фондового ринку)
Суб'єктивна сторона	Психічна діяльність особи, що відображає ставлення злочинця до суспільно небезпечного діяння та наслідків, які ним спричинені. Вона характеризується юридичними ознаками, а саме виною, мотивом і метою вчинення злочину та емоційним станом. У ряді випадків мотив і мета можуть не впливати на кваліфікацію, але можуть враховуватися при призначенні покарання

Враховуючи перелік злочинів, виокремлених українським законодавцем у Кримінальному кодексі України, та беручи до уваги іноземний досвід визнання протиправних діянь на фондовому ринку в якості злочинів, їх можна поділити на окремі групи, а саме: 1) злочини, пов'язані з випуском цінних паперів; 2) злочини, пов'язані з введенням в обіг цінних паперів; 3) незаконна діяльність на фондовому ринку; 4) незаконна інсайдерська діяльність; 5) посадові злочини на ринку цінних паперів.

Злочини, пов'язані з випуском цінних паперів. До цієї категорії злочинів належить підроблення документів, які подаються для реєстрації випуску цінних паперів, і виготовлення підроблених цінних паперів. Підробка документів або цінних паперів може бути повною, частковою та комбінованою. При повній підробці виготовляється новий цінних паперів з використанням високоякісного паперу споживчого призначення (або спеціально виготовле-

ного) з підрубкою поліграфічного оформлення та імітацією інших засобів захисту¹ на відміну від часткової підробки, при здійсненні якої відбувається переробка справжньої банкноти на банкноту більшого номіналу шляхом внесення відповідних змін у її реквізити і позначення². Комбінована ж підробка цінного паперу має у собі ознаки як повної, так і часткової підробки. Адже у цьому випадку одна сторона цінного паперу є частиною справжнього цінного паперу, а інша сторона виготовлена способом копіювання. Однак, у більшості випадків не мають значення вид і спосіб створення підробки цінного паперу, бо важливим є саме злочинний результат — створення підробленого цінного паперу зі злочинним умислом його подальшої реалізації.

Виділення злочинів, пов'язаних з випуском цінних паперів, можна віднайти у багатьох кримінальних законодавствах світу, наприклад, у ст. 309 Кримінального кодексу Республіки Болгарія³ або у ст. 214 Кримінального кодексу Республіки Корея⁴. У Кримінальному кодексі Японії навіть виокремлена окрема глава — Глава 18⁵, що присвячена встановленню відповідальності за злочини, сутність яких проявляється у підробці цінних паперів. В Україні злочини, пов'язані з випуском цінних паперів, знайшли своє відображення у ст. 223-1 Кримінального кодексу України (підроблення документів, які подаються для реєстрації випуску цінних паперів) та у ст. 224 Кодексу (виготовлення, збут і використання підроблених недержавних цінних паперів).

Злочини, пов'язані з введенням в обіг цінних паперів. До них належать, як правило, розміщення цінних паперів без реєстрації їх випуску і збуту та використання підроблених цінних паперів. Останній склад злочину можна віднайти не лише у ст.ст. 224 Кримінального кодексу України, але й у кримінальному законо-

¹ Матченко С. Г. Способи повної підробки банкнот та цінних паперів / С. Г. Матченко // Форум права. — 2008. — № 3. — С. 352—356. // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nbuv.gov.ua/e-journals/FP/2008-3/08megtzp.pdf>

² Петряев С. Ю. Осторожно — фальшивка! (пособие кассиров обмена валюты и экспертов валютно-кассовых операций банков) / С.Ю. Петряев. — К.: ООО «Аналитические системы НПФ», 2005. — С. 31—33.

³ Criminal Code of the Republic of Bulgaria / Publication State Gazette No. 26/02.04.1968, in force as of 01.05.1968, Last amendment SG No. 32/27.04.2010, in force as of 28.05.2010 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://legislationline.org/documents/action/popup/id/8881/preview/>

⁴ 대한민국 법률: 법률 제5454호 형법 1997년 12월 13일 개정

⁵ Уголовный кодекс Японии [за ред. А.И. Коробеева]. — СПб.: Изд-во «Юридический центр Пресс», 2002. — С. 105.

давстві більшості держав, наприклад, у § 169 Кримінального кодексу Данії¹.

Незаконна діяльність на фондовому ринку як окрема група злочинів на фондовому ринку проявляється, як правило, у здійсненні професійної діяльності на фондовому ринку без спеціального дозволу (ліцензії), а також здійснення маніпулювання на фондовому ринку. Останній злочин можна віднайти у ст. 222-1 (Маніпулювання на фондовому ринку) КК України. З прийняттям Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо гуманізації відповідальності за правопорушення у сфері господарської діяльності» від 15 листопада 2011 р. № 4025-VI ст. 202 (порушення порядку зайняття господарською діяльністю та діяльністю з надання фінансових послуг) було виключено з Кримінального Кодексу України.

Незаконна інсайдерська діяльність на сучасному етапі розвитку суспільних відносин є одним з поширених злочинів на фондовому ринку, сутність якого проявляється у незаконному використанні інсайдерської інформації особою, що нею володіє. Такий склад злочину розкрито у ст. 161 Кримінального кодексу Швейцарії², в кримінальному законодавстві Великобританії, у ст. 232-1 Кримінального кодексу України, причому у Великобританії виокремлюється первинна інсайдерська діяльність та вторинна інсайдерська діяльність. Зокрема, такий висновок можна зробити із аналізу п. 2 ст. 57 Акта про кримінальне правосуддя 1993 р. Первинна інсайдерська діяльність здійснюється особою, яка володіє інформацією компанії, де вона є її учасником (засновником) або працівником. Вторинна інсайдерська діяльність здійснюється особою, яка володіє інформацією про компанію та не має правового зв'язку з нею. Так, Т Трідмас відносить до осіб, що володіють інсайдерською інформацією «з інших рук», людей, що не є працівниками компаній. Вказане розуміння ґрунтується на директивах ЄС, де замість словосполучення «при виконанні службових обов'язків», впроваджено словосполучення «за допомогою службових обов'язків», що розширює коло осіб, які можуть бути визнані інсайдерами³.

¹ Criminal Code of Denmark // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=121398>

² Criminal Code of the Swiss Confederation of 21 December 1937 (Status as of 1 October 2011) // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.admin.ch/ch/e/rs/311_0/index.html

³ Tridmas T. Insider Trading: Law Reform // International Comparative Law Quarterly. — 1991. — Vol. 40. — P. 926.

Службові злочини на ринку цінних паперів. На фондовому ринку мають місце дії службових осіб, що мають характер кримінально-караних діянь. До них відносяться порушення порядку ведення реєстру власників іменних цінних паперів і службове підроблення, тобто складання, видача службовою особою завідома неправдивих офіційних документів. Можна помітити, що виділення цієї групи злочинів на фондовому ринку окреслено ознакою суб'єктного складу, адже у цих злочинах суб'єктом вчинення злочину є спеціальний суб'єкт — службова особа. Службові злочини на фондовому ринку України визначені у ст. 223-2 (Порушення порядку ведення реєстру власників іменних цінних паперів) і ст. 366 (Службове підроблення) Кримінального кодексу України.

Підкреслимо, що поняття «службова особа», застосовуване у вказаних статтях, на даний момент законодавцем не розкрито і не розтлумачено. Адже визначення службової особи, що надане приміткою до ст. 364 Кримінального кодексу України, поширюється виключно на ст. 364, 365, 368, 368-2, 369 цього Кодексу. У зв'язку з цим питання про поширення дії даної норми на склади злочинів, передбачене в інших розділах Кримінального кодексу України, залишається дискусійним¹.

§ 8.2. Поняття відповідальності за правопорушення на фондовому ринку (ринку цінних паперів)

Правовідносини, що мають місце на фондовому ринку, є надзвичайно важливою складовою правовідносин у сфері фінансового ринку. Саме тому держава забезпечує реалізацію функції охорони фондового ринку, що крім інших заходів, виражається також у юридичній відповідальності, яка застосовується до порушників законодавства про цінні папери та фондовий ринок. Варто зазначити, що на сьогодні загальноприйнятим на рівні як теорії права, так і галузевих юридичних дисциплін є твердження про те, що юридична відповідальність завжди є наслідком право-

¹ Гушесова Т. Г. Актуальні проблеми кваліфікації окремих злочинів у сфері господарської діяльності / Т.Г. Гушесова, О.В. Заруцький // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://biblio.ukma.kiev.ua/e-lib/NZ/NZV53_2006_law/38_hushchesova_th.pdf

порушення¹, у зв'язку з чим доцільним виявляється надання характеристики відповідальності за правопорушення на фондовому ринку.

Нормативний масив, який формує базис відповідальності за порушення законодавства про цінні папери та фондовий ринок, окреслений наступними основними нормативно-правовими актами: Цивільним кодексом України, Господарським кодексом України, Кодексом України про адміністративні правопорушення, Кримінальним кодексом України, Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок», Законом України «Про акціонерні товариства», Законом України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», Рішенням ДКЦПФР «Про затвердження Порядку зупинення дії та анулювання ліцензії на окремі види професійної діяльності на фондовому ринку», Рішенням ДКЦПФР «Про порядок та умови видачі ліцензії на провадження діяльності з управління іпотечним покриттям та її анулювання» тощо. В цих і інших нормативно-правових актах можна віднайти окремі основоположні засади та міри відповідальності, що встановлені за відповідні правопорушення на фондовому ринку, строк і порядок їх застосування.

На рівні юридичної доктрини відсутній уніфікований підхід до розуміння такого складного і багатогранного правового явища, як юридична відповідальність, а отже, і такого поняття, як відповідальність за правопорушення на фондовому ринку. Вказане підтверджується й окремими науковцями. Зокрема, А.Й. Іванський зазначив, що у вітчизняній і зарубіжній юридичній науці немає єдності поглядів на поняття та зміст юридичної відповідальності та поділ її на види².

У найбільш загальному розумінні під юридичною відповідальністю розуміються передбачені нормами права і реалізовані щодо особи, яка здійснила правопорушення, заходи державного примусу, що накладаються уповноваженими на те публічними органами, які пов'язані із засудженням правопорушника та здійсненням ним діяння з боку держави й суспільства, що призводить до

¹ Байтин М.И. Сущность права / М.И. Байтин. — Саратов: СГАП, 2001. — С. 197.

² Іванський А.Й. Фінансово-правова відповідальність: теоретичний аналіз: монографія / А.Й. Іванський. — Одеса : Юрид. літ-ра, 2008. — С. 15.

настання для правопорушника негативних наслідків особистого, майнового чи організаційного характеру¹. В.П. Грібанов визначає юридичну відповідальність як одну з форм державно-примусового впливу на порушників норм права, що полягає у застосуванні до них передбачених законом санкцій — мір відповідальності, що призводять до додаткових негативних наслідків для них². О.Ф. Скакун визначає юридичну відповідальність як передбачені законом вид і міру державно-владного (примусового) зазнання особою втрат благ особистого, організаційного і майнового характеру за вчинене правопорушення³. В.М. Шудріко визначає юридичну відповідальність як державний і локальний примус до виконання вимог, які передбачені нормами права⁴. Н.М. Оніщенко трактує юридичну відповідальність як передбачений законом негативний вплив на правопорушника з боку конкретних державних органів, на які покладено обов'язок засобів державного примусу⁵. Натомість О.Є. Лейст та Д.М. Бахрах вбачали сутність юридичної відповідальності в її зв'язку з реалізацією санкцій правових норм⁶.

Як наслідок, обрання того чи іншого підходу до розуміння юридичної відповідальності зумовлює розуміння відповідальності за правопорушення на фондовому ринку. Наперед розуміючи окреслену проблему та неможливість уникнення гострої дискусії з цього приводу, все ж таки слід навести ознаки відповідальності за правопорушення на фондовому ринку.

¹ Адміністративне право України в сучасних умовах (виклики початку XXI століття) : монографія / В.В. Галуцько, В.І. Олефір, М.П. Пихтін, О.О. Онищук, Ю.В. Гридасов : [за ред. В.В. Галуцька] — Херсон: ВАТ «Херсонська міська друкарня», 2010. — С. 231.

² Грібанов В.П. Осуществление и защита гражданских прав / В.П. Грібанов. — М.: Статут, 2001. — С. 309—312.

³ Скакун О.Ф. Теорія держави і права: підручник : пер. з рос. / О.Ф. Скакун. — Х.: Консум, 2001. — С. 431.

⁴ Шудріков В.М. Юридична відповідальність осіб, які порушують правила огляду транспортних засобів / В.М. Шудріков // Держава і право : зб. наук. праць. Юридичні і політичні науки. — К.: Ін-т держави і права ім. В.М. Корецького НАН України, 2007. — Вип. 35. — С. 288.

⁵ Оніщенко М.Н. Юридична відповідальність: теоретичний аналіз та практичні виміри / Н.М. Оніщенко // Держава і право : зб. наук. праць. Юридичні і політичні науки. — К.: Ін-т держави і права ім. В.М. Корецького НАН України, 2008. — Вип. 42. — С. 10.

⁶ Лейст О.Э. Санкции и ответственность по советскому праву (теоретические проблемы) / О. Э. Лейст М.: Изд-во Моск. ун-та, 1981. — С. 25; Бахрах Д.Н. Советское законодательство об административной ответственности / Д.Н. Бахрах. — Пермь, 1969. — С. 64.

Відповідальність за правопорушення на фондовому ринку наділена характерними *ознаками*. По-перше, вона ґрунтується на примусі держави. Залежно від виду відповідальності за правопорушення на фондовому ринку відповідний примус можливий з боку суду, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, прокуратури тощо. По-друге, настання відповідальності ставиться у залежність від наявності правопорушення на фондовому ринку. По-третє, проявляється у додаткових негативних наслідках для правопорушника (майнового або немайнового характеру). Наприклад, до негативних наслідків майнового характеру можна віднести стягнення у неустойки у разі порушення договору купівлі-продажу цінних паперів, стягнення штрафу торговцем цінними паперами за порушення правил біржової торгівлі. До негативних наслідків немайнового (особистого) характеру можна віднести позбавлення волі за вчинення злочину на фондовому ринку, позбавлення статусу торговця цінними паперами тощо. По-четверте, така відповідальність реалізується, як правило, у процесуальній формі. Через судові процедури, арбітражні процедури фондової біржі, адміністративні процедури. По-п'яте, відповідальність за правопорушення на фондовому ринку передбачена нормами права про цінні папери та фондовий ринок. Також відповідальність може бути передбачена умовами договору (наприклад, договором купівлі-продажу цінних паперів або посередницьким договором), локальними актами (наприклад, правилами біржової торгівлі).

Наведені ознаки дають підстави для наведення визначення поняття відповідальності за правопорушення на фондовому ринку.

Відповідальність за правопорушення на фондовому ринку характеризується негативною реакцією держави на правопорушення у сфері фондового ринку, яке вчинив спеціальний суб'єкт, на якого покладається додатковий обов'язок або позбавлення права, що призводить до певного обмеження майнового, організаційного чи особистого характеру.

Відповідальність за правопорушення на фондовому ринку обумовлена юридичною та фактичною підставами. *Юридичною підставою* відповідальності за правопорушення на фондовому ринку є норма права про цінні папери та фондовий ринок, а *фактичною підставою* для відповідальності за правопорушення на фондовому ринку є правопорушення на фондовому ринку, ознаки якого характеризують його склад.

Відповідальність за правопорушення на фондовому ринку в динаміці окреслена наступними *стадіями*. По-перше, виникнення відповідальності за правопорушення на фондовому ринку. По-друге, виявлення та з'ясування правопорушення на фондовому ринку. По-третє, офіційна оцінка компетентними органами правопорушення на фондовому ринку (наприклад, рішення суду, акт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку тощо). По-четверте, реалізація відповідальності за правопорушення на фондовому ринку (наприклад, безпосереднє стягнення неустойки, адміністративних штрафів з учасника фондового ринку, що вчинив відповідне протиправне діяння на фондовому ринку, тощо).

Залежно від видів правопорушення на фондовому ринку відповідальність за правопорушення на фондовому ринку класифікується як: 1) статусна відповідальність за правопорушення на фондовому ринку; 2) цивільна відповідальність за правопорушення на фондовому ринку (у цьому контексті особливий інтерес складає договірна відповідальність); 3) адміністративна відповідальність за правопорушення на фондовому ринку; 4) кримінальна відповідальність за правопорушення на фондовому ринку.

Як наслідок, можна стверджувати про міжгалузевий характер відповідальності за правопорушення на фондовому ринку, що ускладнює її розуміння та правозастосування.

§ 8.3. Договірна відповідальність на фондовому ринку (ринку цінних паперів)

Договірна відповідальність вважається одним з центральних способів захисту у цивільному праві. Так як цінні папери є об'єктом цивільного права та виступають предметом низки договорів, то безумовно, договірна відповідальність є способом захисту належного обігу цінних паперів. Від тлумачення цієї складної категорії залежить правозастосування значної частини приватного права в будь-якій державі, формування та непохитність суспільних правовідносин договірного права. Навіть виходячи з цього, існує необхідність у з'ясуванні правової природи договірної відповідальності у зазначеній сфері.

Положення договірної відповідальності тісно пов'язані з положеннями цивільно-правової, а отже, і юридичної відповідаль-

ності. Зазначене спричинене тим, що за підставою виникнення договірної відповідальності вважається різновидом цивільно-правової відповідальності.

Метою договірної відповідальності є не стільки підтримка *status quo*, скільки забезпечення правильного здійснення процесу обміну благами й послугами, задоволення виробничих і споживчих потреб¹. Таким чином, відповідальність за порушення договірних зобов'язання у сфері обігу цінних паперів забезпечує захист, передусім, приватних інтересів визначених контрагентів договірних правовідносин.

Цивілістична доктрина сформувала кілька підходів до розуміння цивільно-правової, а отже, і договірної відповідальності через призму міри державного примусу, санкції, поєднання категорій державного примусу та санкції, особливого роду обов'язку. Теорія відповідальності — державного примусу та відповідальності — санкції висвітлювалася в роботах О.С. Іоффе, О.Е. Лейста, О.О. Красавчікова, О.В. Дзери, Н.С. Кузнецової, В.В. Луця, В.А. Плотнікова й ін.² Теорія відповідальності — обов'язку знайшла відображення у наукових доробках І.С. Казанфарової, Є.О. Крашаниннікова та ін.³.

Договірна відповідальність у сфері обігу цінних паперів ґрунтується на правопорушенні. Правопорушення, в свою чергу, проявляється у порушенні відносного суб'єктивного права або обов'язку. Тобто договірна відповідальність у сфері обігу цінних паперів базується на порушенні чітко окреслених договірних відносин, що існували між конкретним кредитором і боржником. Як

¹ Варкалло В. Ответственность по гражданскому праву (возмещение вреда — функции, виды, границы): пер. с пол. / В. Варкалло. — М.: Прогресс, 1978. — С. 234—235.

² Иоффе О.С. Обязательственное право / О.С. Иоффе — М.: Юрид. лит., 1975. — С. 97; Лейст О.Э. Санкции и ответственность по советскому праву (теоретические проблемы) / О. Э. Лейст. — М.: Изд-во Моск. ун-та, 1981. — С. 23; Красавчиков О.А. Ответственность, меры защиты и санкции в советском гражданском праве / О.А. Красавчиков // Проблемы гражданско-правовой ответственности и защиты гражданских прав. — Свердловск, 1973. — С. 13; Договірне право. Загальна частина: навч. посіб / Т.В. Боднар, О.В. Дзера, Н.С. Кузнецова та ін.[за ред. О.В. Дзери] — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 778-782; Плотников В.А. Неосторожность как форма вины в гражданском праве: Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / В.А. Плотников. — М., 1993. — С. 36.

³ Казанфарова І.С. Договірна відповідальність юридичних осіб у комерційному обігу: Автореф. дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / І.С. Казанфарова; Ін-т держави і права ім. В.М. Корецького НАН України. — К., 1999. — С. 10; Крашенинников Е.А. Понятие гражданско-правовой ответственности / Е.А. Крашенинников // Юридическая ответственность: проблемы и перспективы: Тр. по правоведению — Тарту: Изд-во ТГУ, 1989. — С. 70-75.

наслідок, договірна відповідальність у сфері обігу цінних паперів за своєю юридичною природою належить до ретроспективної відповідальності (відповідальність за правопорушення, що здійснене в минулому). Тому однією з умов застосування санкції є саме факт порушення умов договору контрагентом. В іншому випадку застосування санкцій буде неможливим через те, що контрагент не порушив умов відповідного договору і його поведінка вважається правомірною.

В юридичній літературі висловлювалися й інші точки зору з цього приводу. Зокрема, М.С. Строгович указував на односторонність вивчення юридичної відповідальності, а отже, і цивільно-правової відповідальності в ретроспективному розрізі. На його думку, вивчення юридичної відповідальності в одному ретроспективному аспекті, незважаючи на його значущість, буде одностороннім. Такий підхід принижує значення юридичної відповідальності¹ і визначає її як відповідальне ставлення людини до своїх обов'язків, відповідальність за правильне виконання особою покладених на неї законом обов'язків. У випадку, якщо обов'язок не виконується, настає відповідальність у негативному значенні — примус, стягнення, покарання і т. п.² П.Є. Недбайло вбачав правову природу юридичної відповідальності в самостійній та ініціативній діяльності в рамках правових норм. Вона у всіх випадках включає у себе досягнення позитивних цілей — це відповідальність за успіх у роботі і в людини відповідальність виникає вже тоді, коли вона приступає до виконання своїх обов'язків, і не лише коли вона їх не виконує або буде діяти всупереч їм³. С.М. Братусь підтримував необхідність згаданого поділу юридичної відповідальності. До проспективної він відносив цивільно-правову відповідальність, а до ретроспективної — адміністративну відповідальність в кримінально-правову відповідальність⁴. Під відповідальністю він розумів міри державного або суспільного примушення. Сюди ж він включав і примушення боржника до виконання прийнятого на себе зобов'язання в на-

¹ *Строгович М.С.* Сущность юридической ответственности / М.С. Строгович // Советское государство и право. — 1979. — № 5. — С. 78.

² *Там само.*

³ *Недбайло П.Е.* Система юридических гарантий применения правовых норм / П.Е. Недбайло // Правоведение. — 1971. — № 3. — С. 50-51.

⁴ *Братусь С.Н.* Юридическая ответственность и законность / С.Н. Братусь. — М.: Юрид. лит., 1976. — С. 95.

турі¹. Наведений підхід до розуміння відповідальності не враховує те, що на примусову силу держави спирається будь-яка санкція, виражена у формі нормативного акта. Саме такий підхід приводить до злиття двох нетотожних понять «відповідальність» і «санкція».

Позитивну відповідальність прийнято визначати і як певний внутрішній стан особи, її ставлення до дорученої справи, суспільства, держави, колективу, до своєї поведінки (у теперішньому та майбутньому). Так, С.С. Алексєєв під позитивною відповідальністю розуміє неухильне, суворе, гранично ініціативне здійснення всіх обов'язків розуміння смислу та значення своїх вчинків, відповідну кореляцію своєї діяльності у взаємостосунках, що опосередковані соціальними зв'язками людини². Але ж така позитивна відповідальність за порушення договірних зобов'язань у сфері обігу цінних паперів за змістом збігається з належним виконанням договірної зобов'язальної правовідносини, що є неприпустимим. Тому наявність належного виконання зобов'язання, що впливає з договору, який опосередковує рух цінних паперів, виключає договірну відповідальність у сфері обігу цінних паперів, і навпаки, наявність відповідальності при порушенні договору виключає належне виконання договірної зобов'язання.

Разом з тим, М.С. Малєїн досить влучно підкреслив, що чіткого та однозначного визначення поняття позитивної відповідальності не існує, а в наявних визначеннях застосовується підміна термінів та об'єднання різноманітних категорій³. За даних обставин необхідно визнати, що юридичну відповідальність, а отже, договірну відповідальність у сфері обігу цінних паперів слід відносити до ретроспективної відповідальності, адже вона настає за порушення договірної зобов'язання. Якщо ж умови договору, що опосередковує рух цінних паперів, не зазнали порушення з боку сторін, то поведінка контрагентів вважатиметься правомірною, що позбавляє можливості застосувати передбачені договором або законом санкції.

¹ Братусь С.Н. Юридическая ответственность и законность / С.Н. Братусь. — М.: Юрид. Лит., 1976. — С.83.

² Алексєєв С.С. Проблемы теории права. Курс лекций в двух томах. Т. 1 / С.С. Алексєєв. — Свердловск: СвЮрИнститут, 1972. — С. 371.

³ Малєїн Н.С. Правонарушение: понятие, причины, ответственность / Н.С. Малєїн. — М.: Юрид. лит., 1985. — С. 131.

Функції відповідальності у разі порушення договірних зобов'язань у сфері обігу цінних паперів відіграють важливу роль, адже являють собою її зовнішній прояв. У літературі немає уніфікованого підходу до розуміння функцій, які виконує договірна відповідальність у сфері обігу цінних паперів. Відсутнє також єдине розуміння серед науковців щодо співвідношення цих функцій. Основними функціями договірної відповідальності у сфері обігу цінних паперів є компенсаційна, стимулююча, виховна, запобіжна, інформаційна. Так, В. Варкалло, Ю.Е. Райдла головною вважають виховно-превентивну функцію¹. С.М. Братусь, А.О. Собчак, В.О. Тархов виокремлювали як пріоритетну компенсаційну функцію, при цьому не заперечуючи її превентивної ролі². Р.Й. Халфіна, Є.О. Суханов, Я.М. Шевченко значну увагу приділяли стимулюючій функції³. Також деякі автори виокремлюють побічні або супутні функції. Зокрема, А.Л. Ткачук указує, що такими є стимулююча, запобіжна, репресивна функції⁴.

Суть договірної відповідальності у сфері обігу цінних паперів проявляється аж ніяк не у покаранні винного при невиконанні або неналежному виконанні ним договірного зобов'язання, як це має місце у кримінальному праві (мається на увазі покарання), а у компенсації (відновленні) порушеного права або законного інтересу на користь сторони договору чиї майнові інтереси або суб'єктивні права були порушені. Свого часу Є. Годеме зазначав, що мета цивільної відповідальності полягає у тому, щоб винагородити приватну особу за шкodu, заподіяну їй іншою особою. Він наголосив, що цивільна відповідальність хилиться до сплати ви-

¹ Варкалло В. Ответственность по гражданскому праву (возмещение вреда — функции, виды, границы): пер. с пол. / В. Варкалло. — М.: Прогресс, 1978. — С. 51; Райдла Ю.Э. Вопросы гражданско-правовой ответственности в условиях перестройки / Ю.Э. Райдла // Юридическая ответственность: проблемы и перспективы: тр. по правоведению. — Тарту: Изд-во ТГУ, 1989. — Вып. 852. — С. 48-60.

² Канзафарова И.С. Договорная ответственность юридических лиц в коммерческом обороте: Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / И.С. Канзафарова; Одесский гос. ун-т им. И.И. Мечникова. — О., 1998. — С. 58.

³ Халфина Р.О. Воспитательная роль гражданско-правовой ответственности в период развернутого строительства коммунизма / Р.О. Халфина // Сов. Гос и право. — 1963. — № 6. — С. 73; Боброва Д.В. Повышение роли гражданско-правовой ответственности в охране прав и интересов граждан и организаций / Д.В. Боброва, В.В. Луць, А.А. Собчак, Я.Н. Шевченко. — К.: Наук. думка, 1988. — С. 22.

⁴ Ткачук А.Л. Значення вини у відносинах відповідальності за порушення договірних зобов'язань: Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / А.Л. Ткачук; Одеська національна юридична академія. — Одеса., 2002. — С. 134.

нагороди, еквівалентної заподіяній шкоді¹. Тобто цивільно-правовій відповідальності за порушення договірних зобов'язань у сфері обігу цінних паперів притаманний компенсаторно-еквівалентний характер. Слід підкреслити, що ч. 3 ст. 22 Цивільного кодексу України вказує, що збитки відшкодовуються у повному обсязі, якщо договором або законом не передбачено відшкодування у меншому або більшому розмірі². Таким чином, законодавець дає можливість договором, що опосередковує рух цінних паперів, або законом зменшити або збільшити рівень відповідальності. Тобто потерпілий, право якого було порушено, внаслідок порушення договірного зобов'язання може повністю не відновити свою майнову сферу, або навпаки отримати додатковий дохід у наслідок вказівки закону або договору. На перший погляд здається, що такий принцип відповідальності, як відновлення майнової сфери потерпілої особи при порушенні договору у сфері обігу цінних паперів не дотримується внаслідок дії ч. 3 ст. 22 Цивільного кодексу України, але це не так. Особливістю договірної відповідальності є саме те, що вона може встановлюватись в межах укладеного договору, тобто її розмір може зменшуватися або збільшуватися сторонами договору.

Звичайно, не слід забувати, що договірна відповідальність у сфері обігу цінних паперів є центральним засобом захисту порушених прав потерпілого, яка характеризується суворим впливом на правопорушника. Але необхідно підкреслити, що цивільно-правова відповідальність, а отже, і договірна відповідальність у сфері обігу цінних паперів для цивільного права є швидше виключенням, ніж правилом, так як цивільне право завдяки різноманітності способів і методів правового регулювання цивільних прав та обов'язків, характеру взаємовідносин суб'єктів цивільного обороту має досить різноманітний арсенал впливу на суб'єкта (крім відповідальності), який не виконує або виконує неналежним чином своє зобов'язання. Такими способами впливу можуть бути регулятивні або попереджувальні способи.

Договірна відповідальність у сфері обігу цінних паперів характеризується тим, що потерпілий при порушенні його суб'єктивного права як приватна особа сам вирішує питання притяг-

¹ Годэмэ Е. Общая теория обязательств: пер. с франц. / Е. Годэмэ. — М.: Юрид. изд-во МЮ СССР, 1948. — С. 309.

² Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 44. — Ст. 356.

нення до цивільно-правової відповідальності. Тобто саме йому притаманний вольовий момент, який визначає відновлення його порушеного права (потерпілий самостійно вирішує, чи застосовувати міри відповідальності до порушника чи ні). Так, наприклад, за договором купівлі-продажу цінних паперів продавець зобов'язується передати цінні папери, а покупець — їх отримати, але останній сплатив за них продавцю визначену таким договором суму грошей (ціну) з пропуском встановленого договором строку розрахунку. Відповідно до умов договору за порушення строків розрахунку встановлювався штраф. Отже, суб'єктивне право продавця цінних паперів порушено. Але лише продавець, або у добровільному порядку покупець може ініціювати інструментарій договірної відповідальності. Держава у даному випадку дає тільки потенційну можливість захистити таке порушене право і не є суб'єктом, на користь якого здійснюється стягнення санкцій, передбачених законом або договором.

§ 8.4. Статусна відповідальність професійних учасників фондового ринку (ринку цінних паперів)

Статусна відповідальність професійних учасників фондового ринку є одним з найпоширеніших різновидів відповідальності на ринку цінних паперів. Адже з виникненням організаторів торгівлі — перших фондових бірж — були встановлені певні правила для учасників торгів на них, дотримання яких забезпечувалося можливістю застосування певних санкцій з боку біржі до учасників торгів за їх порушення. У зв'язку з цим деякі дослідники визначають поняття фондової біржі через систему встановлюваних нею правил, а саме фондова біржа — це кодекс правил, за яким здійснюються транзакції, причому встановлені біржові правила дотримуються всіма учасниками біржі за формальними та неформальними передумовами¹. З виникненням саморегулівних організацій професійних учасників фондового ринку відбулося розширення сфери дії статусної відповідальності на ринку цінних паперів, адже вона, крім торгівців, поширюється також на учасників саморегулівних організацій, які у своїй діяльності порушують їх правила та положення дисциплінарних кодексів.

¹ Петрова В.А. Эволюция взглядов на природу фондового рынка / В.А. Петрова // Вісник ОНУ. — 2008. — Вип. 15. — Т. 13. — С. 99.

Вказуючи на динамічний розвиток статусної відповідальності помітною виявляється недосконалість юридичної термінології у цьому питанні, адже акти, які передбачають відповідальність за статусні порушення, найчастіше пов'язані спільною ознакою — «дисциплінарний»: дисциплінарний кодекс, дисциплінарне порушення, дисциплінарна відповідальність, тобто по суті відбувається отождолення дисциплінарної та статусної відповідальності на фондовому ринку. Однак, аналізуючи дисциплінарну відповідальність за трудовим правом можна дійти висновку, що дисциплінарна і статусна відповідальність є різнорідними поняттями. Так, суб'єктами статусної відповідальності є професійні учасники фондового ринку — юридичні особи, а дисциплінарної відповідальності — фізичні особи. Підставу статусної відповідальності становить склад правопорушення, де протиправну дію вчинив професійний учасник фондового ринку. Відповідальність за вчинення статусного правопорушення передбачена правилами, що містяться у внутрішніх документах саморегулювальної організації чи організатора торгівлі — фондової біржі. На відміну від цього підставою для дисциплінарної відповідальності є склад дисциплінарного правопорушення, де протиправну дію вчинила фізична особа—працівник. Відповідальність за вчинення дисциплінарного правопорушення передбачена Кодексом законів про працю України. З наведеного логічно випливає, що статусна відповідальність на фондовому ринку є самостійним правовим явищем.

На основі наведеного можна виділити два види реалізації статусної відповідальності на фондовому ринку. В основу такого розподілу покладений критерій суб'єкта. Так, залежно від суб'єкта накладення стягнень слід виділити статусну відповідальність, що реалізується організатором торгівлі та статусну відповідальність, яка здійснюється саморегулювальною організацією.

Що ж до мір статусної відповідальності, то вони можуть бути застосовані як організатором торгівлі, так і саморегулювальною організацією та передбачаються за порушення правил, вимог внутрішніх документів згаданих осіб. Крім цього, варто вказати, що найчастіше до мір статусної відповідальності у світовій практиці відносять попередження, штраф, тимчасове зупинення права на торгівлю на фондовому ринку та анулювання права на торгівлю на фондовій біржі чи виключення зі складу саморегулювальної організації.

Статусна відповідальність, що реалізується організатором торгівлі

Організаторами торгівлі на фондовому ринку виступають фондові біржі, які свою діяльність здійснюють відповідно до чинного законодавства і локальних актів (установлених нею біржових правил).

Варто зазначити, що у структурі більшості фондових бірж світу успішно функціонують дисциплінарні комісії, до компетенції яких, якраз таки і належить накладення зазначених стягнень. Так, наприклад, § 11 Біржових правил Франкфуртської фондової біржі передбачає діяльність такого роду дисциплінарних комісій¹. Також біржові правила передбачають широкий арсенал мір відповідальності у вигляді спеціальних санкцій за порушення правил біржі², зокрема до них відносяться наступні: попередження, штраф у розмірі до 250,000 €, тимчасове призупинення торгівлі чи анулювання права на торгівлю на біржі³.

Однак, не лише дисциплінарні комісії можуть застосовувати санкції як міру статусної відповідальності. Відповідно до Розділу 34 Правил Української фондової біржі рішення про накладення санкцій за порушення таких правил можуть бути накладені окрім дисциплінарної комісії Української фондової біржі, правлінням УФБ і біржовим наглядачем на торгах «з голосу», який призначається наказом голови правління УФБ⁴.

Статусна відповідальність, що реалізується саморегулятивною організацією. Крім статусної відповідальності, що реалізується організаторами торгівлі у законодавстві ряду країн можна помітити надання саморегулювним організаціям професійних учасників фондового ринку достатніх повноважень для накладення санкцій за вчинення статусного правопорушення. З точки зору ефективності реалізації охоронюваної функції на ринку цінних

¹Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse stand 11.07.2011[Електронний ресурс] — Режим доступу: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_navigation/info_center/25_FWB_Information/20_FWB_Rules_Regulations?object_id=84XHGGZ360NSGDDE

²Regelwerke der Frankfurter Wertpapierbörse — [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/info_center/25_FWB_Information/20_FWB_Rules_Regulations

³Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse stand 11.07.2011[Електронний ресурс] — Режим доступу: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_navigation/info_center/25_FWB_Information/20_FWB_Rules_Regulations?object_id=84XHGGZ360NSGDDE

⁴Правила Української фондової біржі // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.ukrse.kiev.ua/docs/>

паперів, така діяльність цих організацій є досить доцільною. У зв'язку з цим більшість науковців вважають притягнення до відповідальності саморегулювними організаціями своїх учасників найуспішнішим видом функцій, що виконуються ними на ринку цінних паперів¹. Цікавими у цьому контексті є п.п. 8, 11, 13 ст. 50 Федерального закону Російської Федерації «Про ринок цінних паперів», якими встановлено, що при створенні саморегулювних організацій професійних учасників ринку цінних паперів обов'язковим є надання федеральному органу виконавчої влади по ринку цінних паперів правил і положень, серед яких виділяється порядок розгляду претензій і скарг членів організації, а також санкції стосовно членів організації, її посадових осіб чи персоналу і порядку їх застосування². Тобто, федеральний законодавець заінтересований у наявності статусної відповідальності та її реалізації через саморегулювні організації.

Варто зазначити, що окреслена законодавча позиція була поглиблена у ч. 2 ст. 10 Федерального Закону РФ «Про саморегулювні організації», де вказується, що процедура розгляду справ про дисциплінарні правопорушення на ринку цінних паперів членів саморегулювних організацій визначається внутрішніми документами саморегулювної організації³. Виходячи із аналізу змісту п. 8 розділу 6 «Вимоги до правил функціонування СРО» Рішення ДКЦПФР «Про затвердження Положення про саморегулювні організації професійних учасників фондового ринку» від 17 лютого 2009 р. № 125 можна прийти до висновку, що Правила саморегулювної організації повинні містити заходи впливу, що застосовуються такою організацією до своїх членів у разі порушення ними вимог відповідних правил⁴. Разом з тим, указане положення містить перелік мір статусної відповідальності, що накладається саморегулювною організацією. Зокрема, ними є попередження, тимчасове припинення членства в саморегулювній організації, ви-

¹ Аболонин Г.О. Дисциплинарное производство саморегулируемых организаций — на острие конфликта / Г.О. Аболонин. — М.: Волтерс Клувер, 2010. — С. 229.

² Федеральный Закон РФ «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ // Собрание законодательства РФ. — 1996. — № 17. — Ст. 1918.

³ Федеральный Закон РФ «О саморегулируемых организациях» от 1 декабря 2007 г. № 315-ФЗ // Российская газета. — 2007. — № 4536 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.rg.ru/2007/12/06/samoreg-dok.html>

⁴ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про саморегулювні організації професійних учасників фондового ринку» від 17 лютого 2009 р. № 125 // Офіційний вісник України. — 2009. — № 41. — Ст. 1380.

ключення з її складу. Проте п. 9 розглядуваного Рішення містить імперативне правило, за яким Правилами саморегулювальної організації повинно обов'язково бути передбачено, що перед застосуванням будь-якого заходу впливу саморегулювальна організація має інформувати про свій намір. Не можна не помітити, що на законодавчому рівні не прописана форма та порядок інформування про намір саморегулювальної організації застосувати заходи впливу. Думається, що порядок, строки та форма такого інформування мають бути чітко прописані у правилах саморегулювальної організації.

Аналіз локальних актів саморегулятивних організацій України показав, що у більшості випадків мають місце дисциплінарні кодекси, в яких передбачено міри статусної відповідальності. Наприклад, п.п. 1.6 Дисциплінарного кодексу Асоціації «Українські Фондові Торговці» передбачено, що до суб'єкта можуть вживатися такі заходи, як письмове попередження, грошовий штраф, тимчасове призупинення статусу члена Асоціації і виключення з Асоціації¹.

§ 8.5. Адміністративна відповідальність за правопорушення на фондовому ринку (ринку цінних паперів)

Адміністративна відповідальність за правопорушення на фондовому ринку є особливо вагомим складовим адміністративно-правових засобів захисту прав і законних інтересів, запобігання та протидії правопорушенням у фінансовій сфері. Більше того, в юридичній літературі висловлювалася точка зору, за якою адміністративна відповідальність, а отже, й адміністративна відповідальність за правопорушення на фондовому ринку є важливим інструментом державного управління, що, насамперед, пов'язано з широкою сферою її застосовування².

¹ Дисциплінарний кодекс Асоціації «Українські фондові торговці»/ Затверджено Загальними зборами членів Асоціації «Українські фондові торговці» Протокол № 02/07/09 від 02 липня 2009 р. // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.aust.com.ua/docs/sro/documents/%D0%94%D0%B8%D1%81%D1%86%D0%B8%D0%BF%D0%BB%D1%96%D0%BD%D0%B0%D1%80%D0%BD%D0%B8%D0%B9%20%D0%9A%D0%BE%D0%B4%D0%B5%D0%BA%D1%81.pdf>

² Стукаленко В.А. Співвідношення понять «адміністративна відповідальність» та «система адміністративних стягнень» / В.А. Стукаленко // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Ptdu/2011_1/files/PD111_16.pdf

В юридичній доктрині наводяться й інші підходи до визначення адміністративної відповідальності, що впливають на розуміння юридичної природи адміністративної відповідальності за правопорушення на фондовому ринку. Так, В.К. Колпаков визначає її як специфічне реагування держави на адміністративне правопорушення, що полягає в застосуванні уповноваженим органом або посадовою особою передбаченого законом стягнення до суб'єкта правопорушення¹. О.М. Якуба наголошує, що це — відповідальність громадян і посадових осіб перед органами державного управління, а у випадках, визначених законом, — перед судом (суддями), а також перед громадськими організаціями за порушення загальнообов'язкових адміністративно-правових норм, що виражається в застосуванні до порушників установлених адміністративних санкцій². В.Т. Комзюк указує, що це — застосування до фізичних і юридичних осіб, котрі вчинили адміністративні проступки, адміністративних стягнень, які тягнуть для них різні за характером обтяжливі наслідки та накладаються уповноваженими на те органами чи посадовими особами на підставах і в порядку, передбачених нормами адміністративного права³.

Інші вчені визначають адміністративну відповідальність як різновид юридичної відповідальності, що являє собою сукупність адміністративних правовідносин, які виникають у зв'язку із застосуванням уповноваженими органами (посадовими особами) до осіб, що вчинили адміністративний проступок, передбачених нормами адміністративного права особливих санкцій — адміністративних стягнень⁴ або застосування до осіб, які вчинили адміністративні проступки, адміністративних стягнень, що тягнуть для цих осіб обтяжливі наслідки майнового, морального, особистісного чи іншого характеру і накладаються уповноваженими на те органами чи посадовими особами на підставах і у порядку,

¹ Колпаков В.К. Адміністративне право України : підручник / В.К. Колпаков, О.В. Кузьменко. — К.: Юрінком Інтер, 2003. — С. 289.

² Якуба О.М. Административная ответственность / О.М. Якуба. — М.: Юрид. лит., 1972. — С. 71.

³ Комзюк В.Т. Адміністративно-правові засоби здійснення митної справи : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.07 / В.Т. Комзюк. — Х., 2003. — С. 151.

⁴ Адміністративне право України. Академічний курс : підруч. : у 2 т. / [ред. колегія: В.Б. Авер'янов (голова)]. — К.: Юридична думка, 2004. — Т. 1: Загальна частина. — С. 430-431.

встановлених нормами адміністративного права¹. Окрема група правників визначає адміністративну відповідальність як вид юридичної відповідальності фізичних та юридичних осіб, який виражається у застосуванні уповноваженими державою публічними органами (їх посадовими особами) певного виду адміністративного примусу — адміністративного стягнення (адміністративні санкції)².

Під *адміністративною відповідальністю за правопорушення на фондовому ринку* розуміється особливий вид адміністративної відповідальності, який характеризується настанням негативних наслідків для правопорушника у сфері розміщення, обігу, погашення цінних паперів, а саме: обмежень матеріального, організаційного характеру, які встановлюються на підставі закону та забезпечуються спеціально уповноваженими суб'єктами.

Оскільки адміністративна відповідальність за правопорушення на фондовому ринку є різновидом адміністративної відповідальності, їй притаманні не тільки загальні, але й специфічні ознаки, що якісно окреслюють її адміністративну природу. По-перше, адміністративна відповідальність за правопорушення на фондовому ринку зумовлена наявністю адміністративного правопорушення на фондовому ринку. По-друге, адміністративна відповідальність за правопорушення на фондовому ринку виникає лише для спеціального суб'єкта (наприклад, суб'єктів фондового ринку). По-третє, основними мірами адміністративної відповідальності за правопорушення на фондовому ринку є штрафи, тобто несприятливі наслідки для правопорушника носять, як правило, матеріальний характер. По-четверте, вона накладається спеціальними органами, які мають відповідні повноваження у розглядуваній сфері (зокрема, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку). По-п'яте розглядувана відповідальність настає незалежно від становища суб'єкта.

Аналіз ознак адміністративної відповідальності за правопорушення на фондовому ринку дає змогу виділити її підстави. По-перше, слід вказати на *нормативну підставу* адміністративної від-

¹ Макушев П.В. Адміністративна відповідальність як правовий інститут / П.В. Макушев // Науковий вісник Дніпропетровського державного університету внутрішніх справ. — Донецьк, 2009. — № 4. — С. 96.

² Адміністративне право України в сучасних умовах (виклики початку XXI століття) : монографія / В.В. Галуцько, В.І. Олефір, М.П. Пихтін, О.О. Онишук, Ю.В. Гридасов : [за ред. В.В. Галуцька]. — Херсон: ВАТ «Херсонська міська друкарня», 2010. — С. 234.

повідальності за правопорушення на фондовому ринку, тобто на адміністративну норму або сукупність таких норм, що встановлюють розглядувану відповідальність. По-друге, варто виділити *фактичну підставу* адміністративної відповідальності за правопорушення на фондовому ринку. Фактичною підставою адміністративної відповідальності за правопорушення на фондовому ринку вважається склад адміністративного правопорушення на фондовому ринку.

В юридичних колах обговорюється необхідність виділяти процесуальну підставу адміністративної відповідальності за правопорушення на фондовому ринку. У цьому контексті вважається, що процесуальна підстава адміністративної відповідальності на фондовому ринку виражається у наявності акта спеціального уповноваженого державою органу про застосування адміністративної санкції за правопорушення на фондовому ринку. Втім, така думка видається сумнівною через наступне. Нагадаємо, що відповідальність за правопорушення на фондовому ринку в динаміці окреслена чотирма стадіями. Акт спеціального уповноваженого органу про застосування адміністративної санкції за правопорушення на фондовому ринку слід розглядати лише як відображення однієї стадії відповідальності за правопорушення на фондовому ринку (третьої стадії — офіційна оцінка компетентними органами правопорушення на фондовому ринку).

Визначивши підстави адміністративної відповідальності за правопорушення на фондовому ринку, варто звернути увагу саме на нормативне підґрунтя у цій сфері. Основні правові норми, що окреслюють санкції розглядуваної відповідальності, передбачені в Особливій частині Кодексу України про адміністративні правопорушення та безпосередньо встановлені у ст. 163, 163-5—163-11, 188-30 цього Кодексу. Мірами адміністративної відповідальності за правопорушення на фондовому ринку є, як правило, штрафи. Розмір штрафу передбачений відповідною адміністративно-правовою нормою.

Найпоширенішим видом адміністративної відповідальності за правопорушення на фондовому ринку є відповідальність за розміщення цінних паперів без реєстрації їх випуску або за порушення порядку здійснення емісії цінних паперів. Вказане передбачено ст. 163 Кодексу України про адміністративні правопорушення, де встановлено, що уповноважені особи, які розміщують цінні папери без реєстрації їх випуску або порушують

порядок проведення емісії цінних паперів, несуть адміністративну відповідальність. За вчинення зазначених діянь накладається стягнення штрафу від 200 до 500 неоподаткованих мінімумів доходів громадян. Але відповідно до проекту Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо гуманізації відповідальності за правопорушення у сфері господарської діяльності)»¹ (далі — Проект) сферу дії вказаної статті розширено та передбачено створення ч. 2 ст. 163, яка передбачає, що розміщення цінних паперів у значних розмірах без реєстрації їх випуску в установленому законом порядку, вчинене уповноваженою особою, тягне за собою накладення штрафу від 1 тис. до 2 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян. Цікавим є і те, що у примітці до цієї статті законопроекту вказується, що розміщення цінних паперів вважається у значних розмірах, якщо номінальна вартість таких цінних паперів у 500 і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян. З огляду на Проект установлення законодавцем нормативної формули через призму терміна «значний розмір» має позитивний характер, адже розміщення цінних паперів без реєстрації їх випуску у значних розмірах повинно передбачати підвищений рівень адміністративної відповідальності порівняно з простим відповідним розміщенням цінних паперів, визначеним у ст. 163 Кодексу України про адміністративні правопорушення.

Взагалі з урахуванням Пояснювальної записки² зазначений проект Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо гуманізації відповідальності за правопорушення у сфері господарської діяльності)» спрямований на усунення необґрунтовано завищеного рівня криміналізації правопорушень у господарській діяльності, що виступає причиною недоотримання Державним бюджетом України належного відшкодування шкоди, завданої протиправними діями у зазначеній сфері. У зв'язку з цим передбачається внесення змін до Кодексу України про адміністративні правопорушення, розширюючи

¹ Проект Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо гуманізації відповідальності за правопорушення у сфері господарської діяльності)» від 27 вересня 2011 р. №9221 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc4_1?pf3511=41271

² Пояснювальна записка до проекту Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо гуманізації відповідальності за правопорушення у сфері господарської діяльності)» від 27 вересня 2011 р. № 9221 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc4_1?pf3511=41271

сферу дії статей, що встановлюють відповідальність на фондовому ринку та підвищуючи межі розмірів штрафів. Наприклад, у ст. 163-7 КУпАП вказується на адміністративну відповідальність за діяльність на фондовому ринку без ліцензії, тобто здійснення посадовою особою суб'єкта господарювання операції з цінними паперами, яка належить до професійної діяльності на фондовому ринку, без спеціального дозволу (ліцензії), якщо законом передбачено одержання спеціального дозволу (ліцензії) для здійснення такої операції. Положення Проекту Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо гуманізації відповідальності за правопорушення у сфері господарської діяльності)» дану норму статті розширюють і передбачають наявність частини другої, яка вказуватиме, що дії, передбачені частиною першою цієї статті, пов'язані з отриманням доходу у великих розмірах, тягнуть за собою накладення штрафу від 1 тис. до 2 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян, а також примітку, в якій зазначається, що отримання доходу у великих розмірах має місце, коли його сума у 1000 і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян.

Крім цього, не можна не згадати про те, що у Проекті передбачається впровадження нової ст. 166-15, що встановлюватиме відповідальність за незаконні дії з приводу приватизаційних паперів, де продаж або інша незаконна передача приватизаційних паперів особою, яка не є власником цих документів, їх купівля або розміщення та інші операції з приватизаційними документами без належного дозволу тягне за собою накладення штрафу від 100 до 500 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян. Крім цього, дії, передбачені ч. 1 цієї статті, вчинені особою, яку протягом року було піддано адміністративному стягненню за таке саме правопорушення, або вчинені з використанням службового становища, тягнуть за собою накладення штрафу від 1 тис. до 2 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян. Вказане дає підстави стверджувати про підвищений інтерес держави до обігу приватизаційних цінних паперів і до охорони розглядуваних суспільних відносин, що спричинило виокремлення самостійної міри відповідальності за відповідне правопорушення.

Окремо слід звернути увагу на ст. 163-5 КУпАП. Вона встановлює адміністративну відповідальність за приховування інформації про діяльність емітента. Дана стаття передбачає адміністративну відповідальність в тому випадку, коли посадова особа

емітент не подає інвестору в цінні папери на його письмовий запит інформації про діяльність емітента або надає йому недостовірну інформацію. Відповідно до вказаної норми на правопорушника накладається санкція у вигляді штрафу від 200 до 500 неоподаткованих мінімумів доходів громадян. Варто зазначити, що встановлення адміністративної відповідальності за приховування інформації про діяльність емітента є досить поширеною практикою у різних державах. Так, наприклад, ст. 15-19 Кодексу Російської Федерації про адміністративні правопорушення¹ встановлює адміністративну відповідальність за порушення вимог законодавства, що стосуються надання і розкриття інформації на ринку цінних паперів.

Крім цього, на фондовому ринку можна виділити адміністративні правопорушення, суб'єктом здійснення протиправних дій, за якими є посадова особа учасника фондового ринку. Відповідальність за вчинення таких правопорушень передбачена ст.ст. 163-6, 163-8 Кодексу України про адміністративні правопорушення. Норми ст. 163-6 КУпАП передбачають відповідальність за ненадання документів, що підтверджують право власності на цінні папери, тобто ненадання посадовою особою емітента чи професійного учасника фондового ринку, який веде облік прав власності на цінні папери, інвестору в цінні папери документів, що підтверджують його право власності на цінні папери. Положення ст. 163-8 КУпАП встановлюють відповідальність за неправомірний вплив посадової особи учасника фондового ринку на ринкову вартість цінних паперів на організаційно оформленому фондовому ринку в інтересах такого учасника або третіх осіб, у результаті чого придбання або продаж цих цінних паперів відбувається за іншими цінами, ніж ті, які існували б за відсутності такого неправомірного впливу.

Досить поширеним у кодексах про адміністративні правопорушення деяких країн є встановлення відповідальності за незаконне використання інсайдерської інформації особою, яка нею володіє. В Україні вказане положення знайшло своє відображення у ст. 163-9 Кодексу України про адміністративні правопорушення. Подібна нормативна позиція відображена також в адміністративних кодексах сусідніх країн. Наприклад, подібне правило

¹ Кодекс РФ об административных правонарушениях от 30 декабря 2001 г. № 195-ФЗ // Российская газета. — 2001. — № 256.

закріплене у ст. 15-21 Кодексу Російської Федерації про адміністративні правопорушення¹ та ст. 190 Кодексу Республіки Казахстан про адміністративні правопорушення².

Не можна обійти увагою й адміністративну відповідальність посадових осіб учасників фондового ринку. Відповідно до ст. 163-10 КУпАП встановлюється відповідальність за порушення порядку прийняття рішення про передачу ведення реєстру власників іменних цінних паперів або порядку передачі ведення реєстру власників іменних цінних паперів, вчинене посадовою особою емітента. Положення ст. 163-11 КУпАП передбачають адміністративну відповідальність за несвоєчасне розкриття інформації на фондовому ринку, вчинене посадовою особою емітента чи професійного учасника фондового ринку; ст. 188-30 КУпАП — за ухилення від виконання або несвоєчасне виконання посадовою особою учасника фондового ринку рішень НКЦПФР або розпоряджень, постанов чи рішень уповноважених осіб НКЦПФР щодо усунення порушень законодавства на ринку цінних паперів.

При цьому, крім окреслених видів адміністративної відповідальності на фондовому ринку України, в окремих державах виділяються й інші види. Так, ст. 192 Кодексу Республіки Казахстан про адміністративні правопорушення³ передбачає адміністративну відповідальність за недобросовісну рекламу діяльності на ринку цінних паперів шляхом надання чи поширення суб'єктами ринку цінних паперів недостовірних на момент публікації реклами даних. У разі вчинення такого роду протиправних дій та за наявності відповідного складу адміністративного правопорушення передбачається адміністративне стягнення у вигляді накладення штрафу на рекламодавця.

Окремо слід підкреслити той факт, що згідно зі ст. 244-17 Кодексу України про адміністративні правопорушення Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку розглядає справи про адміністративні правопорушення, пов'язані з порушенням законодавства на фондовому ринку (ст.ст. 163, 163-5, 163-11, 188-30). Вказане підтверджується листом Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, де наголошується на тому, що дана

¹ Кодекс РФ об административных правонарушениях от 30 декабря 2001 г. № 195-ФЗ // Российская газета. — 2001. — № 256.

² Кодекс Республики Казахстан об административных правонарушениях // Ведомости Парламента Республики Казахстан. — 2001. — № 5-6. — Ст. 24.

³ Там само.

Комісія у відповідності до її повноважень має право розглядати справи про адміністративні правопорушення виключно в межах ст. 244-17 КУАП¹. Однак, у силу нормативних неточностей і прогалин численні постанови НКЦПФР про накладення санкцій за правопорушення на фондовому ринку підлягають оскарженню у судовому порядку.

Розглянемо приклад.

Запорізький окружний адміністративний суд, розглянувши адміністративну справу за позовом ВАТ «Запорожжкокс» до Запорізького територіального управління Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі — ЗТУ ДКЦПФР) про визнання протиправною та скасування постанови №211-ЗП від 24.09.2010 р., встановив:

Позивач звернувся до суду з позовом, зазначивши в заяві, що ЗТУ ДКЦПФР 24.09.2010 р. у відношенні ВАТ «Запорожжкокс» була винесена постанова №211-ЗП про накладення санкції за правопорушення на ринку цінних паперів, відповідно до якої за несвоєчасне розкриття інформації на фондовому ринку на підприємство був накладений штраф у розмірі 50 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян — 850 грн.

Позовні вимоги обґрунтовані тим, що оскаржувана постанова прийнята з порушенням законодавства, оскільки позивач вважає, що дотримав порядок розміщення особливої інформації щодо змін у складі посадових осіб емітента, які відбулися 30.07.2010 р. (звільнення з посади члена наглядової ради ОСОБА 1 та призначення на цю посаду ОСОБА 2), в стрічці новин загальнодоступної інформаційної бази даних ДКЦПФР про ринок цінних паперів у встановлений законом строк.

Суд вважає, що позов підлягає задоволенню, виходячи з наступних підстав.

30.08.2010 р. ЗТУ ДКЦПФР у відношенні ВАТ «Запорожжкокс» була винесена постанова про порушення справи про правопорушення на ринку цінних паперів, відповідно до якої було встановлено, що ВАТ «Запорожжкокс» не розмістило у

¹ Лист Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 25 травня 2011 р. № 12/03/9340 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://cct.com.ua/2011/25.05.2011_12_03_9340.htm

встановлений строк в стрічці новин загальнодоступної інформаційної бази даних ДКЦПФР про ринок цінних паперів особливу інформацію про зміни у складі посадових осіб емітента — звільнення з посади члена наглядової ради ОСОБА 1 та призначення на цю посаду ОСОБА 2, що відбулись 30.07.2010 р. Зазначену інформацію було розміщено у стрічці новин 03.08.2010 р., о 19.00 год.

15.09.2010 р. ЗТУ ДКЦПФР був складений акт №220-ЗП (далі — Акт) про правопорушення ВАТ «Запоріжжкокс» на ринку цінних паперів, а саме було встановлено, що позивач не розмістив у встановлений строк у стрічці новин загальнодоступної інформаційної бази даних ДКЦПФР про ринок цінних паперів особливу інформацію щодо змін у складі посадових осіб емітента, які відбулись 30.07.2010 р. звільнення з посади члена наглядової ради ОСОБА 1 та призначення на цю посаду ОСОБА 2. — розміщено у стрічці новин 03.08.2010, о 19.00 год., що є порушенням ст. 41 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» №3480-IV та п.1 глави 3 розділу II Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів, затвердженого рішенням ДКЦПФР №1591 від 19.12.2006 р.

24.09.2010 р. ЗТУ ДКЦПФР була винесена постанова №211-ЗП про накладення санкції за правопорушення на ринку цінних паперів, якою на підставі п.6 ч.1 ст.11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» №448/96-ВР від 30.10.1996 р. (далі — Закон №448/96-ВР) на ВАТ «Запоріжжкокс» було накладено штраф у розмірі 50 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян на суму 850 грн за нерозміщення інформації у стрічці новин загальнодоступної бази даних ДКЦПФР.

Відповідно до ст. 41 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» відомості про зміну складу посадових осіб емітента належать до особливої інформації про емітента, яка, відповідно до п.п. 2-4 ст. 41 зазначеного Закону є відкритою й оприлюднюється шляхом опублікування її в одному з офіційних друкованих видань Верховної Ради України, Кабінету міністрів України або Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку і розміщення у загальнодоступній інформаційній базі даних Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів.

Строки, порядок і форми подання особливої інформації про емітента встановлюються Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

П. 1 Глави 3 «Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів», затвердженого рішенням ДКЦПФР № 1591 від 19.12.2006 р., встановлено, що розкриття особливої інформації має здійснюватися шляхом оприлюднення у стрічці новин, опублікування в офіційному друкованому виданні та подання до Комісії.

Як вбачається зі змісту оскаржуваної постанови від 24.09.2010 р., якою визначено обставини справи, 03.08.2010 р., о 19 год. 01 хв., ВАТ «Запорожжкокс» розмістило особливу інформацію про зміну у складі посадових осіб емітента, які відбулися 30.07.2010 р., що, на думку відповідача, свідчить про нерозміщення особливої інформації у термін, визначений чинним законодавством. Тому відповідач вважає, що ВАТ «Запорожжкокс» порушило вимоги ст.41 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», у зв'язку з чим його й було притягнуто до відповідальності за п.6 ч.1 ст.11 Закону №448/96-ВР. На думку суду, це є не нерозміщенням, а розміщенням з порушенням строку. Проте Законом не передбачено відповідальності юридичних осіб за факт несвоєчасного (з порушенням строків, установлених підзаконними нормативно-правовими актами) розміщення відповідної інформації.

Враховуючи вищевикладене, суд вбачає оскаржувану постанову необґрунтованою та безпідставною, а тому постанову підлягає скасуванню.

Керуючись ст.ст. 17, 158-167 КАС України, суд постановив: адміністративний позов задовольнити. Визнати протиправною та скасувати постанову №211-ЗП від 24.09.2010 р., винесену Запорізьким територіальним управлінням ДКЦПФР про накладення на ВАТ «Запорожжкокс» штрафу у розмірі 50 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян на суму 850 (вісімсот п'ятдесят) грн за нерозміщення інформації у стрічці новин загальнодоступної бази даних ДКЦПФР¹.

¹ Постанова Запорізького окружного адміністративного суду по справі № 2а-7713/10/0870 від 22 лютого 2011 р. // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/14099996>

Окремо слід звернути увагу на те, що відповідно до ст. 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку уповноважена застосовувати до юридичних осіб фінансові санкції за правопорушення на фондовому ринку (табл. 8.3).

Таблиця 8.3

**ФІНАНСОВІ САНКЦІЇ, ЩО НАКЛАДАЮТЬСЯ НКЦПФР
ЗА ПРАВОПОРУШЕННЯ, ВЧИНЕНІ ЮРИДИЧНИМИ ОСОБАМИ
НА ФОНДОВОМУ РИНКУ**

Правопорушення	Розмір фінансової санкції
Розміщення цінних паперів без реєстрації їх випуску в установленому законом порядку	У розмірі від 10 до 50 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або в розмірі до 150 % прибутку (надходжень), одержаних у результаті цих дій
Здійснення діяльності на ринку цінних паперів без спеціального дозволу (ліцензії), якщо законом передбачено одержання спеціального дозволу (ліцензії) для здійснення такої діяльності	У розмірі від 5 до 10 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян
Ненадання інвестору в цінні папери (у тому числі акціонеру) на його письмовий запит інформації про діяльність емітента в межах, передбачених законом, або надання йому недостовірної інформації	У розмірі до 1 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян
Ті самі дії, вчинені повторно протягом року	У розмірі від 1 тис. до 5 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян
Несвоєчасне надання інформації інвесторам в цінні папери на їх письмовий запит	У розмірі до 100 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян
Ті самі дії, вчинені повторно протягом року	У розмірі від 100 до 500 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян
Неопублікування, опублікування не в повному обсязі інформації та/або опублікування недостовірної інформації	У розмірі до 1 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян
Ті самі дії, вчинені повторно протягом року	У розмірі від 1 тис. до 5 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян

Продовження табл. 8.3

Правопорушення	Розмір фінансової санкції
Нерозміщення, розміщення не в повному обсязі інформації та/або розміщення недостовірної інформації у загальнодоступній інформаційній базі даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів	У розмірі до 1 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян
Ті самі дії, вчинені повторно протягом року	У розмірі від 1 тис. до 5 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян
Неподання, подання не в повному обсязі інформації та/або подання недостовірної інформації до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.	У розмірі до 1 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян
Ті самі дії, вчинені повторно протягом року	У розмірі від 1 тис. до 5 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян
Невиконання або несвоєчасне виконання рішень Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку або розпоряджень, постанов або рішень уповноважених осіб Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку щодо усунення порушень законодавства на ринку цінних паперів	У розмірі від 1 тис. до 5 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян
Ті самі дії, вчинені повторно протягом року	У розмірі від 5 тис. до 10 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян
Порушення емітентом чи професійним учасником ринку цінних паперів порядку ведення системи реєстру власників іменних цінних паперів, що призвело до втрати системи реєстру (її частини), а також ухилення від внесення змін або внесення завідомо недостовірних змін до системи реєстру або до системи депозитарного обліку	У розмірі від 5 тис. до 10 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян
Порушення емітентом порядку прийняття рішення про передачу ведення реєстру власників іменних цінних паперів та/або порядку передачі ведення реєстру власників іменних цінних паперів	У розмірі від 5 тис. до 10 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян із зупиненням перереєстрації прав власності на цінні папери такого емітента

Закінчення табл. 8.3

Правопорушення	Розмір фінансової санкції
Умисні дії, що мають ознаки маніпулювання на фондовому ринку	У розмірі від 10 тис. до 50 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або в розмірі до 150 % прибутку (надходжень), одержаних в результаті цих дій
Умисне незаконне розголошення, передача або надання доступу до інсайдерської інформації (крім розкриття інсайдерської інформації в межах виконання професійних, трудових або службових обов'язків та в інших випадках, передбачених законом), а так само надання з використанням такої інформації рекомендацій стосовно придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), вчинення з використанням інсайдерської інформації на власну користь або на користь інших осіб правочинів, спрямованих на придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), яких стосується інсайдерська інформація	У розмірі від 10 тис. до 50 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або в розмірі до 150 % прибутку (надходжень), одержаних в результаті цих дій
Ті самі дії, вчинені повторно протягом року	У розмірі від 50 тис. до 100 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або в розмірі від 150 % до 300 % прибутку (надходжень), одержаних в результаті цих дій
Невиконання умов проспекту емісії цінних паперів, зареєстрованого у встановленому порядку	У розмірі до 1 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян
Ті самі дії, вчинені повторно протягом року	У розмірі від 1 тис. до 5 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян

Крім застосування відповідних санкцій за правопорушення, зазначені в ст. 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку наділена правом зупиняти або анулювати ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку, яку було видано такому професійному учас-

нику фондового ринку, анулювати свідоцтво про реєстрацію об'єднання як саморегулювальної організації фондового ринку, яке було видано такому об'єднанню.

Втім, рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку оспоруються у судовому порядку, підтвердженням чого є наступне.

Колегія суддів Вищого адміністративного суду України, розглянувши касаційну скаргу Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку на рішення господарського суду м. Києва від 22 квітня 2005 р. та постанову Київського апеляційного господарського суду від 21 червня 2005 р. у справі за позовом ВАТ «Фінансова компанія „Укрнафтогаз”» до ДКЦПФР про визнання недійсним рішення від 16 березня 2005 року, встановила:

ВАТ «Фінансова компанія „Укрнафтогаз”» звернулася в суд з позовом до ДКЦПФР про визнання недійсним рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 16 березня 2005 р. «Про анулювання ліцензії ВАТ «ФК „Укрнафтогаз”» на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів».

Позовні вимоги мотивовані тим, що відповідач не проводив жодної перевірки, в якості контролю за дотриманням позивачем Ліцензійних умов. Оскаржуване рішення прийнято безпідставно, зокрема законодавством України не передбачено анулювання ліцензії у зв'язку з неможливістю забезпечити виконання Ліцензійних умов. Крім того, ухвалою Головіївського районного суду м. Києва від 24 січня 2005 р. заборонено Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку та всім її структурним підрозділам проводити перевірки ВАТ «ФК „Укрнафтогаз”» та застосовувати санкції, а також видавати відносно ВАТ «ФК „Укрнафтогаз”» розпорядження та інші документи.

Рішенням господарського суду м. Києва від 22 квітня 2005 р., залишеним без змін ухвалою Київського апеляційного господарського суду від 21 червня 2005 року, позов задоволено повністю. Визнано рішення ДКЦПФР від 16 березня 2005 р. «Про анулювання ліцензії ВАТ «ФК „Укрнафтогаз”» на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів» недійсним повністю.

Судові рішення мотивовані наступним. Прийняте відповідачем рішення від 16 березня 2005 р. є безпідставним, таким, що суперечить Закону України «Про ліцензування певних видів господарської діяльності». Не погоджуючись, ДКЦПФР звернулася з касаційною скаргою, в якій просить судові рішення скасувати та прийняти нове рішення про відмову в задоволенні позовних вимог.

Колегія суддів вважає, що касаційна скарга не підлягає задоволенню з наступних підстав.

Судами попередніх інстанцій встановлено, що 16 березня 2005 р. Державною комісією з цінних паперів і фондового ринку було прийнято рішення № 94, яким анульовано ліцензію ВАТ «Фінансова компанія „Укрнафтогаз”» на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів, у зв'язку з неможливістю ліцензіата забезпечити дотримання ліцензійних умов, установлених для професійної діяльності на ринку цінних паперів, а саме: складати та передавати будь-яким фізичним та юридичним особам, у тому числі емітентам, документи й інформацію із системи реєстру і перелік власників простих іменних акцій.

Як вбачається зі змісту ст. 20 Закону України «Про ліцензування певних видів господарської діяльності», контроль за дотриманням ліцензіатами ліцензійних умов здійснюють органи ліцензування та спеціально уповноважений орган з питань ліцензування в межах своїх повноважень шляхом проведення планових і позапланових перевірок. Позапланові перевірки здійснюють органи ліцензування або спеціально уповноважений орган з питань ліцензування лише на підставі надходження до них у письмовій формі заяви (повідомлення) про порушення ліцензіатом ліцензійних умов або з метою перевірки виконання розпоряджень про усунення порушень ліцензійних умов. Ліцензіат під час перевірки дотримання ним ліцензійних умов надає всі необхідні для проведення перевірки документи та забезпечує умови для цього. Орган, що здійснює перевірку, за результатами перевірки складає акт у двох примірниках. Один примірник акта видається керівникові суб'єкта, який перевірявся, другий — зберігається органом, який здійснив перевірку. Орган ліцензування або спеціально уповноважений орган з питань ліцензування не пізніше 10 робочих днів

з дати складання акта перевірки порушень ліцензійних умов видає розпорядження про усунення порушень ліцензійних умов або орган ліцензування приймає рішення про анулювання ліцензії.

Ст. 21 зазначеного Закону містить вичерпний перелік підстав для анулювання ліцензії, зокрема таку, як неможливість ліцензіата забезпечити виконання ліцензійних умов, встановлених для певного виду господарської діяльності.

Судами також встановлено, що перевірка позивача щодо неможливості скласти та передавати будь-яким фізичним та юридичним особам, у тому числі емітенту, документи та інформацію із системи реєстру і перелік власників простих іменних акцій проводилася відповідачем шляхом витребування документів для підтвердження чи спростування фактів, викладених у зверненнях, заявах, зокрема, витребування від позивача витягів із журналу вхідної кореспонденції. При цьому суди зазначили, що як вбачається з матеріалів справи, відповідач не надав доказів складення акта щодо проведеної перевірки за отриманими заявами, зокрема за зверненням АТ «Укртатнафта».

Таким чином, обґрунтованими є висновки судів попередніх інстанцій про те, що приймати будь-які рішення відносно ліцензіата у зв'язку з порушенням ним ліцензійних умов ДКЦПФР вправі лише після здійснення перевірки його діяльності на предмет дотримання ліцензіатом Ліцензійних умов. Обов'язковість проведення таких перевірок та процедура їх здійснення встановлені Порядком контролю за дотриманням Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів, затвердженим наказом Державного комітету України з питань регуляторної політики та підприємництва від 21 квітня 2003 р. № 52 та рішенням Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку від 17 квітня 2003 р. № 162 і зареєстрованого в Міністерстві юстиції України 12 травня 2003 р. за № 358/7679.

Ухвалою Голосіївського районного суду від 24 січня 2005 р. у справі за позовом ОСОБА 1 до ДКЦПФР про визнання незаконними дій та постанов про накладення санкцій в якості заходу забезпечення позову, зокрема, забороро-

нено ДКЦПФР та всім її структурним підрозділам проводити перевірки ВАТ «ФК „Укрнафтогаз”» і застосовувати санкції, а також видавати відносно ВАТ «ФК «Укрнафтогаз» розпорядження та інші документи.

Ч. 1 ст. 14 ЦПК України встановлено, що рішення, ухвали і постанови суду або судді, що набрали законної сили, є обов'язковими для всіх органів, підприємств, установ, організацій, службових осіб і громадян та підлягають виконанню на всій території України.

Колегія суддів, погоджується з висновками судів першої та апеляційної інстанцій відносно того, що позивачем правомірно відмовлено у наданні відповідачу будь-якої інформації на його запити, з посиланням на зазначену ухвалу. За таких обставин рішення судів першої та апеляційної інстанцій прийняті з дотриманням норм матеріального та процесуального права, висновки, викладені у судових рішеннях, доводами касаційної скарги не спростовуються, підстави для скасування судових рішень відсутні.

Керуючись ст.ст. 221, 223, 224, 230, 231 КАС України, колегія суддів Вищого адміністративного суду України, — ухвалила:

Касаційну скаргу Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку залишити без задоволення, а Рішення господарського суду м. Києва від 22 квітня 2005 р. та постанову Київського апеляційного господарського суду від 21 червня 2005 р. залишити без змін.

Ухвала набирає законної сили з моменту її проголошення.¹

§ 8.6. Кримінальна відповідальність за вчинення злочину на фондовому ринку (ринку цінних паперів)

Кримінальним кодексом України (далі — КК України) передбачено кримінальну відповідальність за злочини, що вчиняються на фондовому ринку.

¹ Ухвала Вищого адміністративного суду України від 20 червня 2006 року // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/418290>

Однією з основних функцій кримінальної відповідальності за вчинення злочину на фондовому ринку є превентивна функція, адже завдяки їй відбувається попередження вчинення нових кримінально каранних діянь і створюються умови для утримання іншими суб'єктами від вчинення злочинів на фондовому ринку. Так, А. Фонтбланк у свій час вказував на те, що метою встановлення покарань є не помста особі, котра вчинила злочин, а створення умов, за яких приклад встановлення покарання правопорушнику сприяв відверненню від вчинення подібних дій іншими¹. Втім, існують і інші погляди на основоположні функції кримінальної відповідальності за вчинення злочину, а отже, на функції кримінальної відповідальності за вчинення злочину на фондовому ринку. Зокрема, англійські вчені відмічає підкреслюють, у першу чергу, каральний характер покарання, враховуючи в якості основної його мети відшкодування моральної шкоди суспільству та індивіду, що була завдана злочинною поведінкою². Перевагу каральній функції в кримінальному праві надавали радянські правники.

Отже, держава, реалізуючи охоронну, захисну і каральну функції права, притягує до відповідальності винних у злочинних діяннях на фондовому ринку осіб з метою забезпечення стабільності його функціонування, а також запобігання вчиненню інших злочинів, які можуть негативно відобразитися на відносинах у сфері фондового ринку. Гарантування суб'єктам фондового ринку безпеки їхнього функціонування та безпеки розміщення, обігу та погашення цінних паперів є запорукою успішного розвитку фондового ринку та, як наслідок, гарантуванням фінансової безпеки держави в цілому.

В юридичній літературі відповідальність за вчинення злочинів на фондовому ринку розглядають у контексті «відповідальності білих комірів»³, адже відповідні злочини мають фінансово-

¹ *De Fonblanque A.* How we are governed & a handbook of the constitution, government, law, and power of Great Britain / A. De Fonblanque. — London: F. Warne and Co, 1865 — P. 175.

² *Ashworth A.* Principles of Criminal Law. 3d ed. / A. Ashworth — Oxford: Oxford University Press Inc., 1999. — P. 27-31; Duff R.A. Intention, agency and criminal liability: philosophy of action and the criminal law / R.A. Duff. — Oxford, 1990. — P. 102.

³ Див. детальніше: *Briggs J.* Crime and Punishment in England. An Introductory History / J. Briggs, C. Harrison, A. McInnes & D. Vincent. — L., 1996. — P. 186; *Никифоров Б.С.* Современное американское уголовное право / Б.С. Никифоров, Ф.М. Решетников. — М., 1990. — С. 150-192; *Чупрова Е.В.* Ответственность за экономические преступления по уголовному праву Англии / Е.В. Чупрова. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 37-38.

економічний характер, вчиняються особами з належним соціальним статусом і відповідною освітою. На думку М. Леві, «білокомірцеву злочинність» слід розглядати як злочини, що здійснюються бізнесом і проти нього¹. Досліджуючи «відповідальність білих комірців», Д. Вайтман поділяє її на два види. До першого виду він відносить відповідальність за злочини, що здійснюються в основній сфері функціонування злочинця (наприклад, шахрайство тощо). До другого виду Д. Вайтман відносить відповідальність за злочини з ознаками організаційного характеру (наприклад, маніпулювання на фондовому ринку, територіальні обмеження, що здійснюються компаніями та їх менеджерами в інтересах компанії)².

Термін «відповідальність білих комірців» можна віднайти у статистичному звіті Міністерства внутрішніх справ Англії та Уельсу³. На рівні законодавства України він не знайшов свого відображення. Втім зрозуміло, що розглядувана відповідальність стосується сфери здійснення господарської діяльності. Як наслідок, відповідальність за вчинення злочинів на фондовому ринку відноситься національним законодавцем до кримінальної відповідальності у сфері господарської діяльності (Розділ 7 КК України).

Кримінальна відповідальність за вчинення злочину на фондовому ринку — це різновид кримінальної відповідальності, що полягає у реальному покладенні на особу, котра вчинила злочин на фондовому ринку, передбачених кримінальним законом і вироком суду заходів державного осуду або державного осуду і примусу.

Кримінальна відповідальність за вчинення злочину на фондовому ринку настає за наявності складу злочину. Відповідні злочини, з точки зору юридичної природи їх кваліфікації, характеризуються особливим колом суб'єктів та об'єктом. Сфера, де відповідні злочини можуть бути вчинені, є саме сфера фондового ринку. Склад кожного з таких злочинів є особливим, та містить окремий предмет, суб'єкт, об'єкт, суб'єктивну та об'єктивну сторони.

¹ Levi M. Regulating Fraud: White-Collar Crime and the Criminal Process / M. Levi. — London, N.Y., 1987. — P. 18.

² Whitman D. Reading in in Business Law and the Legal Environment of Business / D. Whitman. 2nd ed. N.Y., St. Souirs. — P. 153.

³ Criminal statistics England and Wales 2001. Statistics relating to Criminal Proceedings for the year 2001. TSO. — L., 2002. — P. 182.

Нормами ст. 199 КК України передбачена кримінальна відповідальність за дії, пов'язані з виготовленням, зберіганням, придбанням, перевезенням, пересиланням, ввезенням в Україну з метою збуту або збут підроблених грошей, державних цінних паперів чи білетів державної лотереї. Відповідно до ч. 1 наведеної статті виготовлення, зберігання, придбання, перевезення, пересилання, ввезення в Україну з метою збуту, а також збут державних цінних паперів караються позбавленням волі на строк від трьох до семи років. Ключовим елементом, який впливає на правильну кваліфікацію та застосування даної норми, є діяння у формі збуту підроблених цінних паперів або ж наявність особливої мети — збуту підроблених державних цінних паперів¹. Об'єктом злочину, передбаченого ст. 199 КК України є суспільні відносини у сфері кредитно-фінансової системи України та за її межами. Втім, у юридичній літературі можна віднайти точку зору за якою об'єктом такого злочину виступають відносини у сфері кредитно-грошової системи України, а також інших країн у випадку підробки їх валюти². Думається, що кредитно-грошова система не повністю відображає обіг цінних паперів. Адже під злочинами у кредитно-фінансовій сфері зазвичай розуміються злочини, що посягають, передусім, на економічні відносини, що пов'язані з грошовим і фінансовим обігом, а також банківською діяльністю³. У цьому контексті слід підкреслити, що об'єктом розглядуваного злочину є саме суспільні відносини у сфері кредитно-фінансової системи. Об'єктивна сторона злочину за ст. 199 КК України характеризується альтернативними діяннями: 1) виготовлення предметів злочину; 2) зберігання предметів злочину; 3) придбання предметів злочину; 4) перевезення предметів злочину; 5) пересилання предметів злочину; 6) ввезення в Україну з метою збуту предметів злочину; 7) збут предметів злочину. Суб'єктивна сторона характеризується прямим умислом. Суб'єктом злочину мо-

¹ Сингаївська І.В. Щодо визначення безпосереднього об'єкта виготовлення та інших незаконних дій з підробленою валютою, державними цінними паперами, державними білетами лотереї / І.В. Сингаївська // Вісник Луцького державного університету внутрішніх справ імені Е.О.Дідоренка. — № 3-2010. / [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Vlduvs/2010_3/v3_10_1_9.pdf

Кримінальний кодекс України: Науково-практичний коментар / Ю.В. Баулін, В.І. Борисов, С.Б. Гавриш та ін. [За заг. ред. В.Т. Маляренка, В.В. Сташиса, В.Я. Тація]. Видання друге, перероблене та доповнене. — Х.: ТОВ «Одісей», 2004. — С. 512.

³ Чупрова Е.В. Ответственность за экономические преступления по уголовному праву Англии / Е.В. Чупрова. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 119.

же бути фізична особа, якій до вчинення злочину виповнилося 16 років.

Наведені висновки впливають також з Постанови Пленуму Верховного Суду України від 12 квітня 1994 р. № 6 «Про практику розгляду судами кримінальних справ про виготовлення або збут підроблених грошей або державних цінних паперів», де підкреслюється, що відповідними нормами визначається відмежування даного складу злочину від складу злочину шахрайства, а також визначено деякі елементи доказовості при розгляді судами даної категорії справ¹.

В контексті характеристики даної відповідальності наведемо приклад кримінального законодавства за здійснення підробки або збуту державних цінних паперів у Республіці Корея, Швейцарії та Польщі. Так, ст. 214 Кримінального Кодексу Республіки Корея передбачена кримінальна відповідальність за підробку державних цінних паперів Республіки Корея або цінних паперів іноземних держав з метою збуту². Слід констатувати, що Кримінальний кодекс Швейцарії містить загальну норму, що відображена у ст. 251 «Виготовлення документів» Кримінального кодексу Швейцарії. Вказана стаття встановлює кримінальну відповідальність за підробку або фальсифікацію будь-яких документів³. Тобто законодавець Швейцарії у такий спосіб уник необхідності виокремити спеціальну норму, яка включала б відповідальність за підробку цінних паперів і внесення завідомо недостовірних відомостей у реєстраційні документи емісії цінних паперів. Натомість Кримінальний кодекс Республіки Польща містить розділ 37 «Злочини проти обігу грошей і цінних паперів», що охоплює норми, які встановлюють кримінальну відповідальність за виготовлення і переробку польських грошових знаків, іноземної валюти, інших платіжних засобів або документів, які дають право на отримання грошової суми або містять зобов'язання по виплаті капіталу, відсотків, на участь в отриманні прибутку або засвідчують участь в організації або в операціях з грошима, іншими

¹ Постанова Пленуму Верховного Суду України «Про практику розгляду судами кримінальних справ про виготовлення або збут підроблених грошей чи цінних паперів» від 12 квітня 1996р. № 6 // Бюлетень законодавства і юридичної практики України. — 2004. — № 12.

² 대한민국 법률: 법률 제5454호 형법 1997년 12월 13일 개정

³ Criminal Code of the Swiss Confederation / of 21 December 1937 (Status as of 1 October 2011) // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.admin.ch/ch/e/rs/311_0/index.html

платіжними засобами або з такого документа видаляється позначка про його анулювання, використовує або пускає в обіг вищезгадані предмети¹.

Законом України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо запобігання легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом» від 21 квітня 2011 р. № 3267-VI² було доповнено Кримінальний кодекс України ст. 222-1. У такий спосіб здійснено криміналізацію маніпулювання на фондовому ринку. Зокрема, відповідно до ч.1 ст. 222-1 КК України умисні дії службової особи учасника фондового ринку, що мають ознаки маніпулювання на фондовій біржі, встановлені відповідно до закону щодо державного регулювання ринку цінних паперів, що привели до отримання професійним учасником фондового ринку або фізичною особою чи третіми особами прибутку у значних розмірах, або уникнення такими особами збитків у значних розмірах, або якщо це заподіяло значну шкоду охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб. Такі дії караються штрафом від 3 тис. до 5 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років. Норми ч. 2 ст. 222-1 КК України передбачають, що ті самі дії, вчинені повторно або за попередньою змовою групою осіб, або якщо вони спричинили тяжкі наслідки, караються штрафом від 5 тис. до 10 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років.

На думку Д. Вайтмана, маніпулювання на фондовому ринку слід віднести до злочинів організаційного характеру, адже воно включає маніпулювання цінами та територіальні обмеження, що здійснюються корпораціями, їх менеджерами або їх службовцями в інтересах корпорації³.

¹ Уголовный кодекс Республики Польша / Пер. с польского Д. А. Барилевич. — СПб.: Изд-во «Юридический центр Пресс», 2001. — С. 204, 205.

² Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо запобігання легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом» від 21 квітня 2011 р. № 3267-VI // Відомості Верховної Ради України. — 2011. — № 44. — Ст. 456.

³ Whitman D. Readings in Business Law and the Legal Environment of Business. 2nd ed. N.Y., St. Souirs. — P. 153.

Кримінальна відповідальність за підроблення документів, які подаються для реєстрації випуску цінних паперів встановлюється ст. 223-1 КК України. Відповідно до цієї статті внесення уповноваженою особою в документи, які подаються для реєстрації випуску цінних паперів, завідомо неправдивих відомостей, якщо це заподіяло значну матеріальну шкоду інвесторові в цінні папери, карається штрафом від 1 тис. до 2 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років.

Об'єктом розглядуваного злочину є встановлений чинним законодавством про цінні папери та фондовий ринок порядок випуску і реєстрації цінних паперів. В юридичній літературі деякі автори виділяють додатковий об'єкт, яким виступають відносини власності¹. Втім, якщо цінний папір посвідчує немайнові права, то відносини власності не виникають. Предметом злочину, окресленого ст. 223-1 КК України, є документ або сукупність документів, що необхідно подати до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку для реєстрації випуску цінних паперів. Об'єктивну сторону коментованого злочину характеризують: 1) дії, направлені на внесення в документи, які подаються для реєстрації випуску цінних паперів, завідомо неправдивих відомостей; 2) наслідок — значна матеріальна шкоди інвесторові в цінні папери; 3) причинний зв'язок між протиправною дією та наслідком.

Позитивним є те, що законодавець у примітці до розглядуваної статті визначив, що слід вважати значною шкодою. Так, згідно з приміткою шкода, передбачена цією статтею, вважається значною, якщо вона в 20 і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян. Суб'єкт злочину ст. 223-1 КК України — це уповноважена особа, тобто особа, котра наділена достатнім обсягом правосуб'єктності і, як наслідок, наділена правом вчиняти юридичнозначимі дії від імені емітента (наприклад, наділена правом підпису, правом представлення емітента в органах державної влади щодо реєстрації випуску цінних паперів). Повноваження суб'єкта злочину ґрунтуються на представництві. Як правило, воно здійснюється на підставі адміністративного акта,

¹ Науково-практичний коментар Кримінального кодексу України. НЗ4 / За ред. М. І. Мельника, М. І. Хавронюка — 7-е вид., перероб. та доп. — К.: Юридична думка, 2010. — С. 669.

договору, довіреності. Суб'єктивна сторона злочину за ст. 223-1 КК України — прямий умисел.

Положення ст. 223-2 КК України передбачають кримінальну відповідальність за порушення порядку ведення реєстру власників іменних цінних паперів. Відповідно до ч. 1 ст. 223-2 КК України невнесення службовою особою емітента чи професійного учасника фондового ринку змін або внесення завідомо недостовірних змін до системи реєстру власників іменних цінних паперів або до системи депозитарного обліку, а так само інше порушення порядку ведення реєстру власників іменних цінних паперів, якщо воно призвело до втрати системи реєстру (її частини), караються штрафом від 3 тис. до 5 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років.

Об'єктом злочину, окресленого у ст. 223-2 КК України, є облік цінних паперів у встановленому законодавством про цінні папери та фондовий ринок порядку. Об'єктивну сторону характеризують: 1) альтернативні діяння — невнесення службовою особою емітента чи професійного учасника фондового ринку змін до системи реєстру власників іменних цінних паперів або до системи депозитарного обліку; внесення службовою особою емітента чи професійного учасника фондового ринку завідомо недостовірних змін до системи реєстру власників іменних цінних паперів або до системи депозитарного обліку; інше порушення порядку ведення реєстру власників іменних цінних паперів; 2) наслідок — втрати системи реєстру або її частини. 3) причинний зв'язок між відповідним діянням та наслідком. Суб'єктом злочину за ст. 223-2 КК України може бути: працівник емітента цінних паперів і працівник професійного учасника фондового ринку. Вказані особи відповідно до трудового законодавства та законодавства про цінні папери та фондовий ринок повинні бути наділені правом внесення змін до системи реєстру власників іменних цінних паперів або до системи депозитарного обліку. Суб'єктивна сторона даного злочину полягає як в умислі (вказівка законодавця на внесення завідомо недостовірних змін або у випадку іншого порушення порядку ведення реєстру) так і в необережності (невнесення змін або у випадку іншого порушення порядку ведення реєстру).

Кримінальна відповідальність передбачається за виготовлення з метою збуту, збут чи використання іншим чином підроблених

недержавних цінних паперів (ч. 1 ст. 224 КК України). Характеризуючи склад даного злочину, необхідно підкреслити, що його об'єктом виступають суспільні відносини, що склалися у сфері обігу недержавних цінних паперів. Предметом — підроблені недержавні документарні цінні папери. Суб'єкт даного злочину — загальний. Суб'єктивна сторона злочину — прямий умисел. При цьому виготовлення цінних паперів характеризується також метою їх збуту¹. Об'єктивна сторона характеризується: 1) виготовленням з метою збуту підроблених недержавних цінних паперів; 2) збут підроблених недержавних цінних паперів; 3) використання іншим чином підроблених недержавних цінних паперів.

Достатньо збалансованим вважається законодавство, що встановлює кримінальну відповідальність за злочини в сфері підробки та збуту цінних паперів у Голландії. Кримінальний кодекс Голландії включає розділ 12 «Виготовлення документів», де міститься ч. 1 ст. 226 КК Голландії. За вказаною нормою особа, котра винна в підробці документів, підлягає тюремному ув'язненню на строк не більше ніж сім років або штрафу п'ятої категорії, якщо злочин вчинено щодо: 1) документів, що посвідчують; 2) облігацій або сертифікатів заборгованості будь-якого штату, будь-якої провінції, муніципалітету або державної влади; 2) акцій або облігацій або депозитних свідоцтв або сертифікатів заборгованості будь-якої асоціації, організації або товариства; 3) талонів, купонів на отримання дивідендів і купонів на оплату відсотків, що відносяться до будь-якого з документів, визначених в п. 2, 3 або відносно документарних доказів, виданих замість них; 4) кредитного зобов'язання або комерційного документа, призначеного для обігу².

У кримінальному законодавстві більшості держав встановлюється відповідальність за виготовлення підроблених цінних паперів з метою збуту із встановленням санкції, як правило, позбавлення волі на певний строк. Наприклад, кримінальну відповідальність за підробку цінних паперів передбачено главою 14 «Про злочини, пов'язані з фальсифікацією» КК Швеції³. Кримінальний Кодекс Ре-

¹ Кримінальний кодекс України: Науково-практичний коментар / Ю.В. Баулін, В.І. Борисов, С.Б. Гавриш та ін. [За заг. ред. В.Т. Маляренка, В.В. Сташиса, В.Я. Тація]. Вид. 2-е, перероб. та доп. — Х.: ТОВ «Одісей», 2004. — С. 600.

² Уголовный кодекс Голландии / Пер. с англ. И.В. Мироновой. — 2-е изд. — СПб.: Изд-во «Юридический центр Пресс», 2001. — С. 344, 345.

³ Уголовный кодекс Швеции / [Научные редакторы проф. Н.Ф. Кузнецова и к. ю. н. С.С. Беляев. Перевод на русский язык С.С. Беляев]. — СПб.: Издательство «Юридический центр Пресс», 2001. — 320 с.

спубліки Болгарія теж встановлює відповідальність за виготовлення фальшивих цінних паперів чи фальсифікації їх змісту із санкцією позбавлення волі до трьох років (ст. 309 КК Республіки Болгарія)¹.

Не можна обійти увагою кримінальну відповідальність за незаконне використання інсайдерської інформації. Згідно з перехідними положеннями Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV Кримінальний кодекс України був доповнений ст. 232-1 (Незаконне використання інсайдерської інформації). Вказане здійснено законодавцем з метою виконання Україною взятих на себе міжнародних зобов'язань у сфері належного забезпечення розміщення, обігу та погашення цінних паперів і адаптації національного законодавства про цінні папери та фондовий ринок до відповідного законодавства ЄС. Зокрема, у такий спосіб було частково дотримано положення Директиви ЄС № 89/592/ЄЕС від 13 листопада 1989 р. «Щодо узгодження регулювання внутрішніх (інсайдерських) операцій». Положеннями даної директиви передбачається необхідність впровадження норм з метою перешкоджання будь-якій особі, яка володіє інсайдерською інформацією, використовувати цю інформацію, купуючи чи продаючи або намагаючись купити чи продати за свій власний рахунок або за рахунок третьої особи, безпосередньо або опосередковано цінні папери, яких стосується дана інформація².

В юридичній літературі не раз висловлювалася думка про те, що незаконна інсайдерська діяльність набула міжнародного значення і потребує реагування міжнародної спільноти. Так, О.В. Чупрова зазначила, що незаконна інсайдерська діяльність має міжнародний характер, втім процеси протистояння цим діям відрізняються в залежності від кримінальної політики різних держав³. У порядку компаративістики варто зауважити, що англійська юридична доктрина відображає кілька підходів щодо ро-

¹ Criminal Code of the Republic of Bulgaria / Publication State Gazette No. 26/02.04.1968, in force as of 01.05.1968, Last amendment SG No. 32/27.04.2010, in force as of 28.05.2010 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://legislationline.org/documents/action/popup/id/8881/preview/>

² Сахнацька О. Правове регулювання інсайдерської інформації в Україні / О. Сахнацька // Відомості Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку / О. Сохнацька. — 2011. — №156 (1161) / [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.vidomosti.com.ua/ukr/vidomosti-dkcpfr.html>

³ Чупрова Е.В. Ответственность за экономические преступления по уголовному праву Англии / Е.В. Чупрова — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 157.

зуміння незаконної інсайдерської діяльності. Так, на думку П. Девіс до незаконної інсайдерської діяльності слід включати: 1) вчинення правочинів з цінними паперами інсайдерами; 2) забезпечення інсайдером набуття або відчуження цінних паперів іншою особою¹. Натомість Б. Райдер, М. Аші, П. Саммі, К. Мак-Кой дотримуються точки зору, за якою незаконна інсайдерська діяльність охоплює: 1) здійснення інсайдером, що володіє внутрішньою інформацією, правочинів з цінними паперами; 2) допомога інсайдером іншій особі у вчиненні правочинів з цінними паперами; 3) розкриття інсайдерської інформації².

Відповідно до ч. 1 ст. 232-1 КК України вказана відповідальність встановлюється за умисне незаконне розголошення, передачу або надання доступу до інсайдерської інформації, а також за надання з використанням такої інформації рекомендацій стосовно придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), якщо це призвело до отримання особою, яка вчинила зазначені дії, чи третьою особами необґрунтованого прибутку в значному розмірі, або уникнення учасником фондового ринку чи третіми особами значних збитків, або якщо це заподіяло значну шкоду охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб.

Об'єктом злочину, передбаченого ст. 232-1 КК України, є суспільні відносини з приводу охорони інсайдерської інформації. Об'єктивна сторона характеризується наступним. По-перше, альтернативними діями: розголошення інсайдерської інформації; передача або надання доступу до інсайдерської інформації; надання з використанням такої інформації рекомендацій стосовно придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів). По-друге, наслідком — необґрунтований прибуток в значному розмірі або уникнення учасником фондового ринку чи третіми особами значних збитків, або значна шкода охоронюваним законом правам, свободам та інтересам осіб. При цьому слід мати на увазі, що розголошення інсайдерської інформації та передача або надання доступу до неї не передбачають безпосереднє вико-

¹ *Devies P.L. Grower's Principles of Modern Company Law / P.L.Devies. 6th ed. — L., 1997. — P. 468-469.*

² *Dr Rider B. Insider Crime / B. Dr Rider, M. Ashe — the New Law. L., Jordans, 1993. P. 48—53; Summe P., McCoy K.A. Insider Trading Regulation: a Developing State's Perspective / P. Summe, K.A. McCoy // Journal of Financial Crime. — Vol. 5, No.4. — P. 324-325.*

ристання такої інформації. По-третє, причинним зв'язком між відповідним діянням та наслідком. Враховуючи положення примітки до розглядуваної норми слід зазначити, що під значним розміром (значним збитком, значною шкодою) у цій статті розуміється розмір (збиток, шкода), який у 500 і більше разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян. Законодавець наводить також детальний перелік осіб, які є суб'єктами цього злочину. Так, під особами, які вчинили діяння, передбачені даною статтею, розуміються: посадові особи емітента, у тому числі ті, які були посадовими особами емітента на момент ознайомлення з інсайдерською інформацією; особи, які мають доступ до інсайдерської інформації у зв'язку з виконанням ними трудових (службових) обов'язків або договірних зобов'язань незалежно від відносин з емітентом, у тому числі співробітники професійних учасників фондового ринку; державні службовці, яким відома інсайдерська інформація внаслідок виконання ними посадових (службових) обов'язків; особи, які ознайомилися з інсайдерською інформацією неправомірним шляхом; аудитори, нотаріуси, експерти, оцінювачі, арбітражні керуючі або інші особи, які виконують надані законом публічні повноваження. Суб'єктивна сторона злочину характеризується умислом.

Відповідно до ст. 232-2 КК України кримінальна відповідальність встановлюється за приховування інформації про діяльність емітента. Приховування інформації про діяльність емітента полягає у ненаданні службовою особою емітента інвестору в цінні папери (у тому числі акціонеру) на його письмовий запит інформації про діяльність емітента в межах, передбачених законом, або наданні йому недостовірної інформації, якщо це заподіяло інвестору в цінні папери (у тому числі акціонеру) матеріальну шкоду в значному розмірі.

Об'єктом злочину виступають інформаційні суспільні відносини. Об'єктивна сторона злочину характеризується наступним:

- альтернативним діянням: ненадання інформації про діяльність емітента в межах, передбачених законом або надання недостовірної інформації;

- наслідком: матеріальна шкода інвестору в значному розмірі;

- причинним зв'язком між відповідним діянням та наслідком. Суб'єктом злочину за ст. 232-2 КК України є службова особа (працівник емітента). Суб'єктивна сторона розглядуваного злочину — умисел або необережність.

§ 8.7. Порядок розгляду справ про правопорушення на фондовому ринку (ринку цінних паперів)

За умови дотримання порядку розгляду справ про правопорушення на фондовому ринку досягається стабільність функціонування фондового ринку. Аналізуючи стан правопорушень на фондовому ринку з боку юридичних осіб у 2011 р., варто зазначити, що за результатами розгляду справ про правопорушення було: накладено 190 штрафів на загальну суму 3 510 430 грн, винесено 241 попередження, анульовано 52 ліцензії на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів, зупинено дію 1 ліцензії, закрито 83 справи. Крім цього, уповноваженими особами Комісії винесено 213 розпоряджень про усунення порушень законодавства про цінні папери¹. Як наслідок, ефективність функціонування фондового ринку, швидкість реагування на правопорушення, крім іншого, залежать від закріпленого на нормативному рівні збалансованого порядку розгляду справ про правопорушення на фондовому ринку.

З урахуванням ст. 255 КУпАП та ст. 7—9, 11—13 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» порядок розгляду справ про правопорушення на фондовому ринку встановлений Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил розгляду справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів та застосування санкцій» від 11 грудня 2007 р. № 2272², що були впроваджені з метою детальної регламентації процедури розгляду справ про порушення вимог законодавства на фондовому ринку. Прийняття згаданого Рішення призвело до втрати чинності Наказу Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил розгляду справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів і застосування санкцій» від 09 січня 1997 р. № 2, що регулював процес розгляду справ про порушення вимог законодавства на фондовому ринку та застосування санкцій.

¹ Правозастосування на ринку цінних паперів // [Електронний ресурс] — Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/activities/enforcement>

² Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил розгляду справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів та застосування санкцій» від 11 грудня 2007 р. № 2272 // Офіційний вісник України. — 2008. — № 12. — Ст. 74.

Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил розгляду справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів і застосування санкцій» від 11 грудня 2007 р. покликане визначити порядок і строки розгляду Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку справ про порушення громадянами, посадовими особами та юридичними особами вимог законодавства на ринку цінних паперів.

Розгляд справ про правопорушення на фондовому ринку має ґрунтуватися на своєчасному, повному й об'єктивному з'ясуванні обставин кожної справи, вирішенні цих справ у точній відповідності із законодавством, на забезпеченні виконання винесеного рішення, а також виявленні причин та умов, що сприяють учиненню правопорушень, і запобіганні правопорушенням.

Слід підкреслити, що в деяких державах існують спеціальні органи, які здійснюють розгляд справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів у чіткій відповідності до затверджених правил та встановлюють певні санкції, як це, наприклад, здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку в Україні. Зокрема, у Російській Федерації діяльність зі складання протоколів про адміністративні правопорушення на ринку цінних паперів та накладення штрафів здійснює Федеральна служба по фінансових ринках Росії (далі — ФСФР)¹. Крім цього, існує практика, коли з метою виявлення та припинення правопорушень на ринку цінних паперів, уповноважують спеціальний державний орган, здійснювати окремі перевірки товариств.

У відповідності до Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил розгляду справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів та застосування санкцій»² від 11 грудня 2007 р. № 2272 справи про правопорушення розглядаються відповідно до повноважень уповноважених осіб центрального апарату Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку або територіальних органів Комісії, на підвідомчій території яких було виявлено по-

¹ Блек Б. Правовое регулирование ответственности членов органов управления: анализ мировой практики / Б. Блек. — М.: Альпина Паблишерз, 2010. — С. 288.

² Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил розгляду справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів та застосування санкцій» від 11 грудня 2007 р. № 2272 // Офіційний вісник України. — 2008. — № 12. — Ст. 74.

рушення або перебуває особа, щодо якої порушено справу про правопорушення, а справи про адміністративні правопорушення розглядаються центральним апаратом Комісії або територіальними органами Комісії відповідно до законодавства (рис. 8.1).

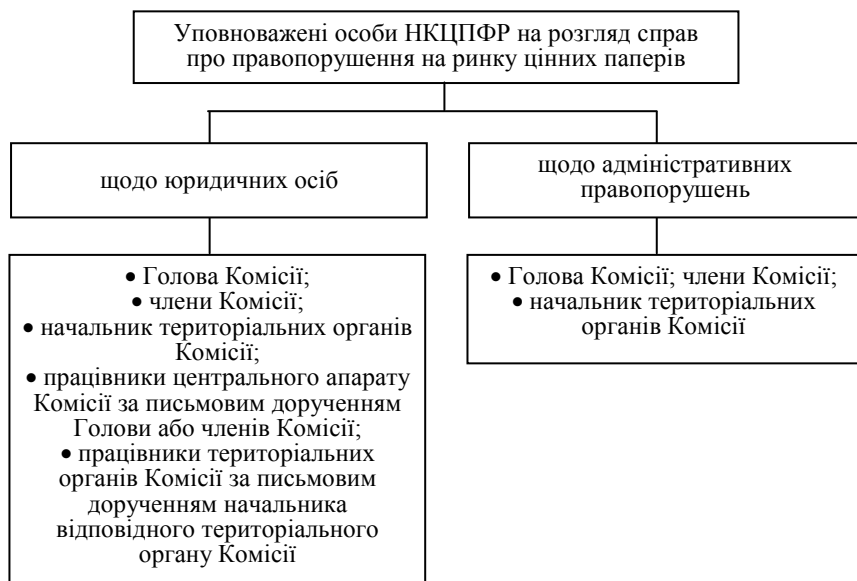


Рис. 8.1. Уповноважені особи НКЦПФР на розгляд справ про правопорушення на ринку цінних паперів

Уповноважені особи Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку в межах своїх повноважень зобов'язані в кожному випадку виявлення правопорушення вжити всіх необхідних заходів для документального закріплення факту правопорушення, всебічно, повно та об'єктивно дослідити обставини справи, а також своєчасно застосувати передбачені законодавством санкції. У разі виявлення порушень законодавства, розгляд яких не належить до компетенції Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, у п. 9 Правил¹ встановлено положення, за яким

¹ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил розгляду справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів та застосування санкцій» від 11 грудня 2007 р. № 2272 // Офіційний вісник України. — 2008. — № 12. — Ст. 74.

уповноважена особа надсилає відповідні матеріали до державних органів, до компетенції яких належить вирішення даної справи. Тобто НКЦПФР як провідний орган, що здійснює регулювання ринку цінних паперів, реагує на правопорушення у системі із іншими державними органами, що здійснюють контроль і нагляд за правовідносинами у сфері розміщення, обігу та погашення цінних паперів.

Провадження у справах про правопорушення на ринку цінних паперів щодо юридичних осіб та провадження у справах про адміністративні правопорушення мають свої характерні особливості.

Провадження у справах про правопорушення на ринку цінних паперів щодо юридичних осіб є одним з видів провадження, що має місце при розгляді справ про правопорушення на ринку цінних паперів. З огляду на Правила розгляду справ про правопорушення на ринку цінних паперів¹ можна констатувати виділення основних етапів провадження у справах про правопорушення на ринку цінних паперів щодо юридичних осіб.

Етап 1 — наявність правопорушення, що підтверджується наявністю достатніх даних. Втім, думається, що наявність правопорушення окреслює статистику, а не динаміку відповідних правовідносин.

Етап 2 — винесення уповноваженою особою постанови про порушення справи про правопорушення на ринку цінних паперів. Така справа порушується з дати винесення постанови про порушення справи про правопорушення на ринку цінних паперів.

Правилами також встановлені випадки закриття та зупинення справи про правопорушення на ринку цінних паперів (рис. 8.2). Якщо мало місце порушення вимог законодавства щодо провадження у справі про правопорушення, то це є підставою для прийняття рішення Комісією про направлення справи на новий розгляд.

Етап 3 — складення акта про правопорушення уповноваженою особою. Відповідний акт складається та підписується у строк не пізніше 15 робочих днів з дати винесення постанови про порушення справи про правопорушення на ринку цінних паперів. Якщо має місце декілька правопорушень, то акти про правопо-

¹ Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил розгляду справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів та застосування санкцій» від 11 грудня 2007 р. № 2272 // Офіційний вісник України. — 2008 — № 12. — Ст. 74.

рушення на ринку цінних паперів складаються уповноваженою особою окремо по кожному учаснику ринку цінних паперів, виду його діяльності на ринку цінних паперів та/або виду санкції, яка передбачена за кожне правопорушення. Акт повинен містити реквізити, передбачені п. 5 розділу 4 Правил. Більше того, до акта про правопорушення має бути приєднаний додаток у вигляді письмового пояснення особи, щодо дій якої складено такий акт. НКЦПРФ розглядає згадане пояснення як складову частину акта.

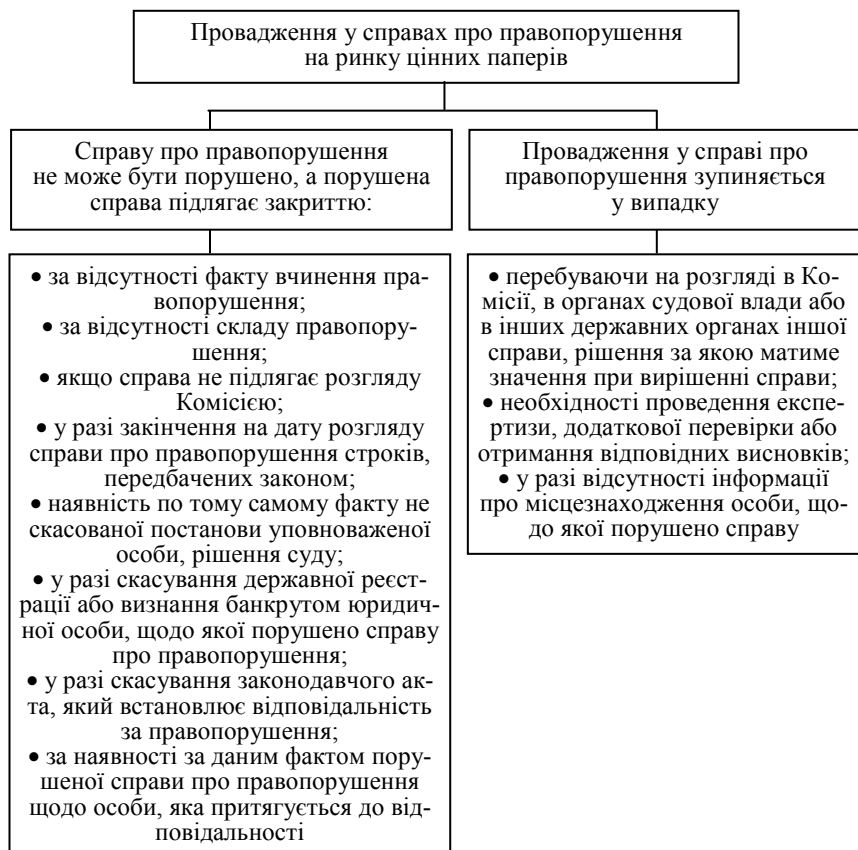


Рис. 8.2. Випадки закриття та зупинення справи про правопорушення на ринку цінних паперів

Етап 4 — підготовка справи про правопорушення на ринку цінних паперів до розгляду. На цьому етапі уповноважена особа здійснює наступні дії.

— вирішує питання: 1) чи належить до її компетенції розгляд даної справи; 2) чи затребувані необхідні додаткові матеріали; 3) чи наявні підстави, передбачені в п. 2 розділу III Правил; 4) чи підлягають задоволенню клопотання осіб, які беруть участь у розгляді справ;

— визначає дату розгляду справи про правопорушення;

— виносить постанову, про це, яку надсилає юридичній особі, щодо якої порушено справу, не менше ніж за п'ять робочих днів до дати розгляду справи.

Етап 5 — розгляд справи про правопорушення на ринку цінних паперів. Такий розгляд здійснюється у присутності керівника та/або представника юридичної особи, яка притягується до відповідальності. Він можливий і без присутності керівника або представника юридичної особи. Такий розгляд справи можливий за умови, коли юридичну особу своєчасно повідомили про місце та час розгляду справи з дотриманням вимог п. 4 розділу 5 Правил.

Етап 6 — прийняття рішення за справою. Уповноважена особа приймає рішення за справою або про накладення санкції за правопорушення на ринку цінних паперів, або про закриття справи. Рішення має форму постанови. Наприклад, постанова про накладення стягнення за правопорушення на ринку цінних паперів має наступний зміст.

Постанова ДКЦПФР про накладення стягнення за правопорушення на ринку цінних паперів від 24 листопада 2006 № 639-КУ.

Ми, уповноважені особи Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, встановили:

На підставі акта проведення позапланової перевірки дотримання ліцензійних умов провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів від 20.10.2006 р. у відношенні ВАТ Банк «Біг Енергія» було складено акт про правопорушення на ринку цінних паперів від 30.10.2006 р. № 350-КУ, відповідно до якого встановлено, що ВАТ Банк «Біг Енергія» порушило серед іншого вимоги п. 4.2.1 Правил здійснення торговцями цінними паперами комерційної та комісійної діяльності по цінних паперах, затверджених наказом Державної комісії з

цінних паперів та фондового ринку від 23.12.1996 р. № 331 (далі — Правила).

Постановою про виділення справи про правопорушення на ринку цінних паперів в окреме провадження виділено порушення п. 4.2.1 Правил.

Необхідно зазначити, що за порушення п. 4.2.1 Правил товариство притягувалося до відповідальності (постанова про накладення санкції за правопорушення на ринку цінних паперів від 22.05.2006 р. № 102-KY), що є повторним порушенням законодавства про цінні папери.

Відповідно до п. 1 глави 4 Порядку зупинення дії та анулювання ліцензії на окремі види професійної діяльності на фондовому ринку, затвердженого рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 23.06.2006 р. № 432, підставою для анулювання ліцензії (копії ліцензії) є акт про повторне порушення ліцензіатом законодавства про цінні папери.

Обтяжуючою обставиною є те, що товариство притягувалося до відповідальності, а також ухилялося від виконання розпорядження Комісії № 116-3 від 18.08.2006 р. про зупинення обігу акцій.

Враховуючи вищевикладене, на підставі п. 5 ст. 8 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», п. 1 глави 4 Порядку зупинення дії та анулювання ліцензії на окремі види професійної діяльності на фондовому ринку, затвердженого рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 23.06.2006 р. № 432, та п. 18.8 Правил розгляду справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів та застосування санкцій, затверджених наказом Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 09.01.1997 р. № 2 у редакції рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку від 13.02.2001 р. № 27, постановили:

1. За повторне порушення законодавства про цінні папери анулювати ВАТ Банк «Біг Енергія» ліцензію на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів: діяльність по випуску та обігу цінних паперів, депозитарна діяльність зберігача цінних паперів серії АБ № 113123 від 18.10.2004 р., видану Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

2. Дану постанову направити особі, до якої застосовано санкцію. Постанову може бути оскаржено протягом 10 днів до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку або до суду у встановленому чинним законодавством порядку¹.

Разом з тим, якщо на момент розгляду справи порушення не усунуто, уповноважена особа Комісії за наслідками розгляду справи про правопорушення вносить, крім постанови про накладення санкцій, розпорядження про усунення порушень законодавства про цінні папери. Тобто відповідне розпорядження вноситься за умови наявності триваючого правопорушення на ринку цінних паперів з метою його припинення.

З огляду на імперативне правило п. 2 розділу 14 Правил винесення розпорядження як форми реагування на правопорушення на ринку цінних паперів не ставиться у залежність від порушення справи про правопорушення на ринку цінних паперів.

Юридична особа наділена правом оскаржити постанову про накладення санкцій за правопорушення на ринку цінних паперів. Таке оскарження здійснюється до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку протягом 10 днів з дати винесення постанови на підставі п. 2 розділу 15 Правил. Строк оскарження може бути продовжений у випадку його пропуску з поважних причин. Підставою розгляду питання про продовження строку оскарження є клопотання особи, щодо якої винесено постанову про накладення санкції. Слід звернути увагу на те, що розглядуваний строк є аналогічним строку, встановленому у нечинному на сьогодні п. 15.1 Наказу ДКЦПФР «Про затвердження Правил розгляду справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів та застосування санкцій» від 9 січня 1997 р. № 2. Тобто, можна спостерігати відсутність тенденції до збільшення строку оскарження відповідних постанов, що звужує право на захист скаржника.

Розгляд скарги на постанову, винесену щодо юридичної особи, обмежений строком у три місяці, який обліковується з дати надходження постанови. Після розгляду скарги має бути прийняте одне з таких рішень: 1) залишити постанову без змін, а скар-

¹ Постанова Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про накладення стягнення за правопорушення на ринку цінних паперів від 24.11.2006 р. № 639-КУ- [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?uid=1007.5346.0>.

гу — без задоволення; 2) скасувати постанову і надіслати справу на новий розгляд; 3) скасувати постанову і закрити справу; 4) змінити постанову повністю або частково, але таким чином, щоб санкція не була посилена¹.

Особливості провадження у справах про адміністративні правопорушення. Регламентація порядку розгляду справ про адміністративні правопорушення на рівні Правил окреслена окремим розділом 12. Втім, при аналізі відповідного розділу Правил не можна не помітити ряд подібних рис із провадженням у справах про правопорушення на ринку цінних паперів щодо юридичних осіб. Як мінімум, прикладом спільного нормативного підходу при розгляді справ про адміністративні правопорушення з провадженням у справах про правопорушення на ринку цінних паперів щодо юридичних осіб є те, що справа про правопорушення у присутності особи, яка притягується до відповідальності. Також передбачений порядок розгляду справи за відсутності особи, яка притягується до відповідальності.

Накладення стягнення (санкцій) ставиться у залежність від характеру вчиненого правопорушення, особи порушника, ступеня його вини, майнового стану.

Окремо у п. 4 розділу 12 Правил виокремлено перелік обставин, що пом'якшують або обтяжують відповідальність. Так, обставинами, що пом'якшують відповідальність, визнаються щире розкаяння винного; учинення правопорушення за збігу тяжких особистих чи сімейних обставин; учинення правопорушення вагітною жінкою або жінкою, яка має дитину віком до одного року. Окреслений перелік є невичерпним, адже уповноважена особа, яка вирішує справу, наділена правом визначення інших пом'якшувальних обставин у конкретному випадку. Обставинами, що обтяжують відповідальність, визнаються наступні: продовження протиправної поведінки; повторне протягом року вчинення однорідного правопорушення, за яке посадову особу вже було піддано адміністративному стягненню; вчинення правопорушення особою, яка раніше вчинила злочин. Наведений перелік обтяжуючих обставин слід розглядати як вичерпний.

¹ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил розгляду справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів та застосування санкцій» від 11 грудня 2007 р. № 2272 // Офіційний вісник України. — 2008. — № 12. — Ст. 74.

Розглянувши справу про правопорушення, уповноважена особа приймає рішення за справою (рішення про накладення адміністративного стягнення або про закриття справи про адміністративне правопорушення). Рішення за справою приймається у формі постанови. У разі вчинення однією особою двох або більше адміністративних правопорушень адміністративне стягнення має бути накладене за кожне правопорушення окремо.

Якщо має місце правопорушення, вчинене громадянином або посадовою особою, то посадова особа Комісії наділена правом складення протоколу про адміністративне правопорушення на підставі п. 1 розділу 10 Правил. Відповідний протокол має бути підписаний двома особами: уповноваженою особою Комісії та особою, яка притягається до адміністративної відповідальності. Якщо остання здійснила відмову від підпису протоколу, про це обов'язково робиться у ньому відповідний запис. Положення п. 3 розділу 10 Правил наділяють правом підпису протоколу також осіб, які виступають у статусі свідка або потерпілого.

Відповідно до п. 4 розділу 10 Правил справа з протоколом і поясненням особи направляється протягом трьох робочих днів уповноваженій особі для розгляду справи про правопорушення. Вказане положення містить вказівку на строк у вигляді трьох робочих днів, що не дає чіткого розуміння про реальні строки направлення справи. Як наслідок, слід передбачити облік відповідного строку календарними днями. Окремо слід зауважити, що при підготовці до розгляду справи уповноважена особа не має права вийти за межі норм ст. 278 КУпАП.

Постанова про накладення адміністративного стягнення підлягає оскарженню у порядку, передбаченому главою 24 Кодексу України про адміністративні правопорушення. Варто зауважити, що подібне нормативне правило діє у деяких сусідніх державах. Наприклад, у Російській Федерації встановлений порядок оскарження постанови про накладення адміністративного стягнення у статтях 30.1—30.19 Кодексу РФ про адміністративні правопорушення, де після розгляду скарги приймається одне з рішень, передбачених ст. 30.7 Кодексу.

Перегляд постанови про накладення санкції за правопорушення на ринку цінних паперів щодо юридичних осіб за нововиявленими обставинами. Порядок перегляду постанови про накладення санкції за правопорушення на ринку цінних паперів щодо юридичних осіб за нововиявленими обставинами передбачений

окремим розділом 16 Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил розгляду справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів і застосування санкцій». Зокрема, уповноважена особа, яка винесла постанову за справою, наділена правом її перегляду за умови наявності нововиявлених обставин. Враховуючи п. 1 розділу 16 указанного Рішення *нововиявлені обставини* — це істотні обставини, що не були і не могли бути відомі уповноваженій особі на час розгляду справи про правопорушення на ринку цінних паперів.

Ініціювати перегляд постанови за нововиявленими обставинами мають право наступні особи. По-перше, право ініціювання перегляду постанови за нововиявленими обставинами належить особі, яка зазнала впливу санкцій. Вона здійснює ініціювання перегляду такої постанови у формі заяви. По-друге, право ініціювання перегляду відповідної постанови має уповноважена особа Комісії, яка винесла таку постанову. По-третє, правом ініціювання перегляду згаданої постанови наділені структурний підрозділ центрального апарату Комісії або структурний підрозділ територіального органу. Вказані особи ініціювання перегляду постанови здійснюють у формі подання.

Одразу варто відмітити, що перегляд постанови за нововиявленими обставинами не здійснюється у двох випадках. По-перше, у разі коли у провадженні суду знаходиться відповідна справа. По-друге, коли вже наявне рішення суду по відповідній справі. З огляду на п. 5 розділу 16 Рішення законодавець не бере до уваги факт вступу такого рішення суду у законну силу. Буквальне тлумачення свідчить про те, що перегляд постанови за нововиявленими обставинами не може бути здійснений навіть у випадку наявного рішення суду, що не вступило в законну силу.

На уповноважену особу покладається обов'язок перевірити обґрунтованість поданої заяви або подання. Як наслідок, виноситься одна з постанов або про перегляд справи за нововиявленими обставинами, або про відхилення перегляду за нововиявленими обставинами. Якщо має місце постанова про перегляд справи за ново виявленими обставинами, то порядок такого перегляду здійснюватиметься відповідно до розділу 6 «Розгляд справи про правопорушення на ринку цінних паперів щодо юридичних осіб» згадуваного Рішення.



Терміни та поняття

Адміністративна відповідальність за правопорушення на фондовому ринку — це особливий вид адміністративної відповідальності, який характеризується настанням негативних наслідків для правопорушника у сфері розміщення, обігу, погашення цінних паперів, а саме: обмежень матеріального, організаційного характеру, які встановлюються на підставі закону та забезпечуються спеціально уповноваженими суб'єктами.

Відповідальність за правопорушення на фондовому ринку — це негативна реакція держави на правопорушення у сфері фондового ринку, яке вчинив спеціальний суб'єкт, на якого покладається додатковий обов'язок або позбавлення права, що призводить до певного обмеження майнового, організаційного чи особистого характеру.

Кримінальна відповідальність за вчинення злочину на фондовому ринку — це різновид кримінальної відповідальності, що полягає у реальному покладенні на особу, що вчинила злочин на фондовому ринку, передбачених кримінальним законом і вироком суду заходів державного осуду або державного осуду і примусу.

Нововиявлені обставини — це істотні обставини, що не були і не могли бути відомі уповноваженій особі на час розгляду справи про правопорушення на ринку цінних паперів.

Правопорушення на фондовому ринку — протиправне, винне, суспільно небезпечне або шкідливе діяння учасника фондового ринку, яке спричиняє несприятливі наслідки для інших учасників фондового ринку або осіб, що не є такими учасниками, суспільства, держави.



Запитання і завдання для самоконтролю

1. Розкрийте поняття «правопорушення на ринку цінних паперів» і виокреміть його основні ознаки.
2. Назвіть види правопорушень, що мають місце на ринку цінних паперів.
3. Визначте поняття відповідальності на ринку цінних паперів і виокреміть її види.

4. Охарактеризуйте основні нормативні тенденції встановлення кримінальної відповідальності за злочини на ринку цінних паперів.

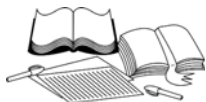
5. У чому полягає особливість договірної, статусної, адміністративної і кримінальної відповідальності на ринку цінних паперів?

6. Визначте особливості порядку розгляду справ про правопорушення на ринку цінних паперів.

7. Який орган на підставі якого нормативно-правового акту наділений повноваженнями щодо розгляду справ про правопорушення на ринку цінних паперів?

8. Виокреміть етапи розгляду справ про правопорушення на ринку цінних паперів.

9. У яких випадках можливим є перегляд постанови про накладення санкції за правопорушення на ринку цінних паперів щодо юридичних осіб за нововиявленими обставинами?



Нормативно-правові акти та літературні джерела

1. Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 44. — Ст. 356.

2. Кодекс України про адміністративні правопорушення від 7 грудня 1984 р. № 8073-X // Відомості Верховної Ради УРСР. — 1984. — Додаток до № 51. — Ст. 1122.

3. Кримінальний кодекс України від 5 квітня 2001 р. № 2341-III // Відомості Верховної Ради України. — 2001. — № 25-26. — Ст. 131.

4. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

5. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.

6. Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо запобігання легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом» від 21 квітня 2011 р. № 3267-VI // Відомості Верховної Ради України. — 2011. — № 44. — Ст. 456.

7. Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо гуманізації відповідальності за правопорушення у сфері господарської діяльності» від 15 грудня 2011 р. № 4025-VI // Офіційний вісник України. — 2011. — № 98. — Ст. 3570.

8. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил розгляду справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів та застосування санкцій» від 11 груд-

ня 2007 р. № 2272 // Офіційний вісник України. — 2008. — № 12. — Ст. 74.

9. Постанова Пленуму Верховного суду України «Про практику розгляду судами кримінальних справ про виготовлення або збут підроблених грошей чи цінних паперів» від 12 квітня 1996 р. № 6 // Вісник Верховного Суду України. — 1996. — № 2.

10. Ухвала Вищого адміністративного суду України від 20 червня 2006 р. // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/418290>

11. Ухвала Київського апеляційного адміністративного суду від 9 грудня 2010 р. // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/13328250>

12. Рішення колегії суддів судової палати в цивільних справах Апеляційного суду м. Києва від 30 вересня 2008 р. // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/9115939>

13. Лист Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 25 травня 2011 р. № 12/03/9340 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://cct.com.ua/2011/25.05.2011_12_03_9340.htm

14. Проект Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо гуманізації відповідальності за правопорушення у сфері господарської діяльності)» від 27 вересня 2011 р. № 9221 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc4_1?pf3511=41271

15. Пояснювальна записка до проекту Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо гуманізації відповідальності за правопорушення у сфері господарської діяльності)» від 27 вересня 2011 р. № 9221 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc4_1?pf3511=41271

16. Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях от 30 декабря 2001 г. № 195-ФЗ // Российская газета. — 2001. — № 256.

17. Кодекс Республики Казахстан об административных правонарушениях // Ведомости Парламента Республики Казахстан. — 2001. — № 5-6. — Ст. 24.

18. Уголовный кодекс Швеции от 21 декабря 1962 г., SFS nr: 1962:700 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.sweden4rus.ru/rus/info/juridisk/ugolovnyj_kodeks_shvecii.asp#2:9

19. Уголовный кодекс Республики Польша / Пер. с польского Д. А. Барилевич. — СПб.: Изд-во «Юридический центр Пресс», 2001. — 234 с.

20. Уголовный кодекс Голландии / Пер. с англ. И.В. Мироновой. — 2е изд. — СПб.: Издво «Юридический центр Пресс», 2001. — 510 с.

21. Федеральный закон Российской Федерации «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ // Собрание законодательства РФ. — 1996. — № 17. — Ст. 1918.

22. Федеральный закон Российской Федерации «О саморегулируемых организациях» от 1 декабря 2007 г. № 315-ФЗ // Российская газета — 2007. — № 4536 // [Электронный ресурс] — Режим доступа: <http://www.rg.ru/2007/12/06/samoreg-dok.html>
23. *Аболонин Г.О.* Дисциплинарное производство саморегулируемых организаций — на острие конфликта / Г.О. Аболонин. — М.: Волтерс Клувер, 2010. — 288 с.
24. Адміністративне право України. Академічний курс: підруч.: у 2 т. / [ред. колегія: В.Б. Авер'янов (голова)]. — К.: Юридична думка, 2004. — Т. 1: Загальна частина. — 584 с.
25. Адміністративне право України в сучасних умовах (виклики початку XXI століття) : монографія / В.В. Галуцько, В.І. Олефір, М.П. Пихтін, О.О. Онищук, Ю.В. Гридасов / [за ред. В.В. Галуцька]. — Херсон: ВАТ «Херсонська міська друкарня», 2010. — 376 с.
26. *Алексеев С.С.* Проблемы теории права. Курс лекций в двух томах. Т. 1 / С.С. Алексеев. — Свердловск: СвЮрИнститут, 1972. — 396 с.
27. *Байтин М.И.* Сущность права / М.И. Байтин. — Саратов: СГАП, 2001. — 416 с.
28. *Бахрах Д.Н.* Советское законодательство об административной ответственности / Д.Н. Бахрах. — Пермь: Изд-во Перм. ун-та, 1969. — 344 с.
29. *Блек Б.* Правовое регулирование ответственности членов органов управления: аналіз мировой практики / Б. Блек. — М.: Альпина Паблишерз, 2010. — 334 с.
30. *Боброва Д.В.* Повышение роли гражданско-правовой ответственности в охране прав и интересов граждан и организаций / Д.В. Боброва, В.В. Луць, А.А. Собчак, Я.Н. Шевченко. — К.: Наук. думка, 1988. — 262 с.
31. *Братусь С.Н.* Юридическая ответственность и законность / С.Н. Братусь. — М.: Юрид. лит-ра, 1976. — 208 с.
32. *Варкалло В.* Ответственность по гражданскому праву (возмещение вреда — функции, виды, границы): пер. с пол. / В. Варкалло. — М.: Прогресс, 1978. — 328 с.
33. *Венгеров А.Б.* Теория государства и права: Учебник / А.Б. Венгеров. — М.: Юриспруденция, 2000. — 528 с.
34. *Грибанов В.П.* Осуществление и защита гражданских прав / В.П. Грибанов. — М.: Статут, 2001. — 411 с.
35. *Годэмэ Е.* Общая теория обязательств: пер. с фр. / Е. Годэмэ. — М.: Юрид. изд-во МЮ СССР, 1948. — 511 с.
36. *Гущесова Т.Г.* Актуальні проблеми кваліфікації окремих злочинів у сфері господарської діяльності / Т.Г. Гущесова, О.В. Заруцький // [Електронний ресурс] — Режим доступа: http://biblio.ukma.kiev.ua/e-lib/NZ/NZV53_2006_law/38_hushchesova_th.pdf

37. Договірне право. Загальна частина: навч. посіб / Т.В. Боднар, О.В. Дзера, Н.С. Кузнєцова та ін. / [за ред. О.В.Дзери] — К. : Юрінком Інтер, 2008. — 891 с.

38. *Дегтярева О.И.* Рынок ценных бумаг и биржевое дело / О.И. Дегтярева, Н.М. Коршунов, Е.Ф. Жуков. — М.: Юнити-Дана, 2004. — 501 с.

39. *Іванський А.Й.* Фінансова-правова відповідальність: теоретичний аналіз: монографія / А.Й. Іванський. — Одеса : Юрид. літ-ра, 2008. — 504 с.

40. *Иоффе О.С.* Обязательственное право / О.С. Иоффе. — М.: Юрид. лит., 1975. — 880 с.

41. *Иоффе О.С.* Ответственность по советскому гражданскому праву / О.С. Иоффе. — Л.: Изд-во Ленингр. ун-та, 1955. — 310 с.

42. *Канзафарова І.С.* Договірна відповідальність юридичних осіб у комерційному обігу: Автореф. дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / І.С. Канзафарова; Ін-т держави і права ім. В.М. Корецького НАН України. — К., 1999. — 16 с.

43. *Канзафарова И.С.* Договорная ответственность юридических лиц в коммерческом обороте: Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / И.С. Канзафарова; Одесский гос. ун-т им. И.И.Мечникова. — О., 1998. — 168 с.

44. *Кашкаров О.О.* Аналіз кримінального законодавства деяких країн Європи, що встановлює кримінальну відповідальність у сфері обігу цінних паперів / О.О. Кашкаров. [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/UZTNU_law/2008_2/032_kashkarov.pdf

45. *Колпаков В.К.* Адміністративне право України : підручник / В.К. Колпаков, О.В. Кузьменко. — К.: Юрінком Інтер, 2003. — 544 с.

46. *Комзюк В.Т.* Адміністративно-правові засоби здійснення митної справи: Дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.07 / В.Т. Комзюк; Нац. ун-т внутр. справ. — Харків, 2003. — 191 с.

47. *Красавчиков О.А.* Ответственность, меры защиты и санкции в советском гражданском праве / О.А. Красавчиков // Проблемы гражданско-правовой ответственности и защиты гражданских прав. — Свердловск, 1973. — С. 9—38.

48. *Крашенинников Е.А.* Понятие гражданско-правовой ответственности / Е.А. Крашенинников // Юридическая ответственность: проблемы и перспективы: Труды по правоведению — Тарту: Изд-во ТГУ, 1989. — 315 с.

49. Кримінальний кодекс України: Науково-практичний коментар / Ю.В. Баулін, В.І. Борисов, С.Б. Гавриш та ін. [За заг. ред. В.Т. Малярєнка, В.В. Сташиса, В.Я. Тація]. Видання 2-е, перероб. та доп. — Х.: ТОВ «Одісей», 2004. — 1152 с.

50. *Кувакина Т.В.* Ответственность профессиональных участников рынка ценных бумаг: Автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03 / Т.В. Кувакина. — М., 2006 — 26 с.

51. Кувакина Т.В. Статусная ответственность профессиональных участников рынка ценных бумаг: понятие и признаки / Т.В. Кувакина // Рынок ценных бумаг. — 2005. — № 20 (299). — С. 76—79.

52. Курис П.М. Международные правонарушения и ответственность государства / П.М. Курис. — Вильнюс: Минтис, 1973. — 280 с.

53. Лейст О.Э. Санкции и ответственность по советскому праву (теоретические проблемы) / О. Э Лейст. — М.: Изд-во Моск. ун-та, 1981. — 240 с.

54. Лифшиц И.М. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в Европейском праве: автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.10 / И.М. Лифшиц, — М., 2011. — 25 с.

55. Лук'янець Д.М. Інститут адміністративної відповідальності: проблеми розвитку : монографія / Д.М. Лук'янець. — К.: Ін-т держави і права ім. В.М. Корецького НАН України, 2001. — 220 с.

56. Макушев П.В. Адміністративна відповідальність як правовий інститут / П.В. Макушев // Наук. вісник Дніпропетров. держ. ун-ту внутрішніх справ. — Донецьк, 2009. — № 4. — С. 89—97.

57. Матченко Є.Г. Способи повної підробки банкнот і цінних паперів / Є.Г. Матченко // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.nbuv.gov.ua/e-journals/FP/2008-3/08megtzip.pdf>

58. Малейн Н.С. Имущественная ответственность в хозяйственных отношениях / Н.С. Малейн — М.: Наука, 1968. — 207 с.

59. Малейн Н.С. Правонарушение: понятие, причины, ответственность / Н.С. Малейн. — М.: Юрид. лит-ра, 1985. — 192 с.

60. Матвеев Г.К. Вина в советском гражданском праве / Г.К. Матвеев. — К.: Изд-во КГУ, 1955. — 307 с.

61. Науково-практичний коментар Кримінального кодексу України / За ред. М. І. Мельника, М. І. Хавронюка — 7-е вид., перероб. та доп. — К.: Юридична думка, 2010 — 1288 с.

62. Недбайло П.Е. Система юридических гарантий применения правовых норм / П.Е. Недбайло // Правоведение. — 1971. — № 3. — С. 45-48.

63. Оніщенко М.Н. Юридична відповідальність: теоретичний аналіз та практичні виміри / Н.М. Оніщенко // Держава і право: зб. наук. пр. Юридичні і політичні науки. — К.: Ін-т держави і права ім. В.М. Корецького НАН України, 2008. — Вип. 42. — С. 3-10.

64. Петрова В.А. Эволюция взглядов на природу фондового рынка / В.А. Петрова // Вісник ОНУ. — 2008. — Випуск 15, Том 13. — С. 93—103.

65. Попова А.В. Господарсько-правова відповідальність професійних учасників ринку цінних паперів / А.В. Попова. // Університетські наукові записки. — 2005. — №3. — С. 159-164.

66. Попов Л.Л. П. Управление. Гражданин. Ответственность. (Сущность, применение и эффективность административных взысканий) / Л.Л. Попов, А.П. Шергин. — Ленинград: Наука, 1975. — 251 с.

67. *Плотников В.А.* Неосторожность как форма вины в гражданском праве: Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / В.А. Плотников. — М., 1993. — 163 с.
68. Правила Української фондової біржі // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.ukrse.kiev.ua/docs/>
69. *Райдла Ю.Э.* Вопросы гражданско-правовой ответственности в условиях перестройки / Ю.Э. Райдла // Юридическая ответственность: проблемы и перспективы: тр. по правоведению — Тарту: Изд-во ТГУ, 1989. — Вып. 852. — С. 48-60.
70. *Зенькович Е.В.* Рынок ценных бумаг: административно-правовое регулирование / Е.В. Зенькович. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — 312 с.
71. *Зобов'язальне право: теорія і практика: навч. посіб.* / О.В. Дзера, Н.С. Кузнєцова, В.В. Луць та ін. / [за ред. О.В. Дзери] — К.: Юрінком Інтер, 1998. — 912 с.
72. *Скакун О.Ф.* Теорія держави і права: підручник : пер. з рос. / О.Ф. Скакун. — Х.: Консум, 2001. — 656 с.
73. *Смирнов В.Н.* Дисциплина труда в СССР / В.Н. Смирнов. — Л.: Высшая школа, 1972. — 119 с.
74. *Стукаленко В.А.* Співвідношення понять «адміністративна відповідальність» та «система адміністративних стягнень» / В.А. Стукаленко // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Ptdu/2011_1/files/PD111_16.pdf
75. *Строгович М.С.* Сущность юридической ответственности / М.С. Строгович // Советское государство и право. — 1979. — № 5. — С. 72-78.
76. *Теорія держави і права. Академічний курс: підручник* / [За ред. О.В. Зайчука, Н.М. Оніщенко] — 2-е вид., перероб. і допов. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — 688 с.
77. *Ткачук А.Л.* Значення вини у відносинах відповідальності за порушення договірних зобов'язань: Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / А.Л. Ткачук; Одеська національна юридична академія — Одеса., 2002. — 236 с.
78. *Трубников В.М.* Новый взгляд на объект преступления // Право і безпека. — 2002. — № 1. — С. 81—87.
79. *Усенко Р.А.* Фінансові санкції за адміністративним законодавством України: Автореф. дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.07 / Р.А. Усенко. — К.: Ін-т держави і права ім. В.М.Корецького НАН України, 2007. — 23 с.
80. Уголовный кодекс Японии / [за ред. А.И. Коробеева] — СПб.: Издательство «Юридический центр Пресс», 2002. — 226 с.
81. *Халфина Р.О.* Воспитательная роль гражданско-правовой ответственности в период развернутого строительства коммунизма / Р.О. Халфина // Сов. гос. и право. — 1963. — № 6. — С. 73—83.
82. *Чупрова Е.В.* Ответственность за экономические преступления по уголовному праву Англии / Е.В. Чупрова. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — 208 с.

83. Шудріков В.М. Юридична відповідальність осіб, які порушують правила огляду транспортних засобів / В.М. Шудріков // Держава і право : зб. наук. праць. Юридичні і політичні науки. — К. : Ін-т держави і права ім. В.М. Корещького НАН України, 2007. — Вип. 35. — С. 288–294.
84. Юридический энциклопедический словарь / [за ред. А.Я. Сухарева]. — М.: Сов. энциклопедия, 1984. — 355 с.
85. Якуба О.М. Административная ответственность / О.М. Якуба. — М. : Юрид. лит., 1972. — 152 с.
86. Attorney Generals Reference №1 of 1988 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: [http://sixthformlaw.info/02_cases/mod2/cas_s_stat_interp.htm#Black-Clawson International Ltd v Papierwerke Waldhof-Aschaffenberg AG \[1975\] HL](http://sixthformlaw.info/02_cases/mod2/cas_s_stat_interp.htm#Black-Clawson International Ltd v Papierwerke Waldhof-Aschaffenberg AG [1975] HL)
87. Ashworth A. Principles of Criminal Law. 3d ed. / A. Ashworth — Oxford: Oxford University Press Inc., 1999. — 534 p.
88. Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse stand 11.07.2011 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_navigation/info_center/25_FWB_Information/20_FWB_Rules_Regulations?object_id=84XHGZ360NSGDDE
89. Criminal Code of Denmark // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=121398>
90. Criminal Code of the Kingdom of Sweden // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://wings.buffalo.edu/law/bclc/sweden.pdf>.
91. Criminal Code of the Swiss Confederation // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.admin.ch/ch/e/rs/311_0/index.html
92. Criminal Code of the Republic of Bulgaria // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://legislationline.org/documents/action/popup/id/8881/preview>
93. Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) of 28 January 2003// Official Journal. — 2003 — P. 1.
94. Duff R.A. Intention, agency and criminal liability : philosophy of a tion and the criminal law / R.A. Duff. — Oxford, 1990. — 219 p.
95. Fonblanque A. How we are governed: a handbook of the constitution, government, law, and power of Great Britain / A. Fonblanque. — London: F. Warne and Co, 1865 — 214 p.
96. Naas S. Die Entstehung des Preußischen Polizeiverwaltungsgesetzes von 1931 / Naas S. — Mohr Siebeck, 2003 — 395 s.
97. Proceeds of Crime Act 2002 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2002/29/section/329>
98. Regelwerke der Frankfurter Wertpapierbörse // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/info_center/25_FWB_Information/20_FWB_Rules_Regulations
99. 대한민국 법률 : 법률 제5454호 형법 1997년 12월 13일 개정

Глава 9

ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ ЗАКОНОДАВСТВА УКРАЇНИ ПРО ЦІННІ ПАПЕРИ ТА ФОНДОВИЙ РИНОК



9.1. Проблеми законодавства про цінні папери та фондовий ринок.

9.2. Стан і перспективи адаптації законодавства України про цінні папери та фондовий ринок до законодавства ЄС.

Опанувавши матеріали цієї глави, ви будите ЗНАТИ:

- ♦ проблеми чинного законодавства про цінні папери та фондовий ринок та шляхи їх подолання, сучасний стан та перспективи адаптації законодавства України про цінні папери до законодавства ЄС,

а також УМІТИ:

- ♦ орієнтуватися в особливостях нормативно-правового регулювання відносин, що виникають на ринку цінних паперів.

§ 9.1. Проблеми законодавства про цінні папери та фондовий ринок

Потужні реформаційні процеси правового поля та правові проблеми регламентації розміщення, обігу та погашення цінних паперів концентрують увагу на необхідності якісно нового та ґрунтовного дослідження фондового ринку як фундаментальної та необхідної для суспільства правової конструкції. Макрорельєфне відображення проблеми нормативно-правової регламентації фондового ринку окреслюється контурами високої динаміки економічних відносин, які вимагають того, щоб правові форми, в яких

відображені окремі грані суспільних відносин, були максимально релевантні сучасному економічному змісту.

Законодавство про цінні папери та фондовий ринок є складним і багатогранним та включає багаторівневу систему нормативно-правових актів, основним завданням якої є забезпечення регулювання та охорона відносин у сфері розміщення, обігу та погашення цінних паперів. З цього приводу цікавим видається твердження С. Бірюка, який підкреслює, що крім засад творення та функціонування ринку цінних паперів, нормативно-правове регулювання включає конкретне нормативне регулювання найважливіших сегментів і взаємовідносин учасників фондового ринку і здійснюється шляхом: 1) прийняття законодавчих і нормативних (підзаконних) актів з питань діяльності на ринку цінних паперів; 2) створення ефективної системи захисту прав та інтересів інвесторів; 3) встановлення єдиних правил і стандартів здійснення операцій з цінними паперами, чіткої регламентації відносин між усіма учасниками ринку; 4) координації нормотворчої діяльності державних органів з питань функціонування ринку цінних паперів та управління інвестиційною діяльністю в Україні¹.

Варто зазначити, що фондовий ринок України порівняно із закордонними аналогами є доволі «молодим», що пов'язано з незначним проміжком часу існування нашої держави, а отже, і з функціонуванням фондового ринку. На думку А.О. Приступко, правове регулювання суспільних відносин, що здійснюються на ньому, формується самою практикою, тобто відносинами, які склалися стихійно між учасниками фондового ринку². Враховуючи наведені чинники, можна помітити наявність прогалин у регулюванні відносин на фондовому ринку та недосконалість законодавства про цінні папери та фондовий ринок, що, безперечно, сприяє його розбалансуванню та виникненню латентних правових проблем у сфері розміщення, обігу та погашення цінних паперів. Саме тому окреслений стан наявного блоку суспільних відносин є потужним поштовхом для виокремлення основних проблем законодавства про цінні папери та фондовий ринок.

¹ Бірюк С. Державне регулювання ринку цінних паперів України в посткризовий період / С. Бірюк // Фінансовий ринок України. — 2009. — № 10 (72). — С. 14

² Приступко А.О. Стан та перспективи законодавчого регулювання фондового ринку / А.О. Приступко // Наукові записки Інституту законодавства Верховної ради України. — 2010. — № 2. — С. 38-43.

По-перше, варто звернути увагу на *ототожнення законодавцем понять «фондовий ринок» та «ринок цінних паперів»* у Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок». Раціональне пізнання, як указував І. Кант, це пізнання шляхом понять¹. У зв'язку з цим, у першу чергу, аналіз проблематики чинного законодавства про цінні папери та фондовий ринок має здійснюватися через призму основних понять у цій сфері. Незважаючи на те, що поняття «фондовий ринок» і «ринок цінних паперів» є законодавчими термінами, вони виступають логічними атомами інтелектуальної діяльності людини, що повинні визначати основні властивості досліджуваних юридичних явища у їх конкретній якості.

Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» у ст. 2 надає визначення поняття фондового ринку (ринку цінних паперів). Це — сукупність учасників фондового ринку і правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів)². У зазначеному визначенні на себе звертає увагу, передусім законодавче ототожнення термінів «фондовий ринок» і «ринок цінних паперів». На перший погляд вказані терміни є подібними, однак вони мають ряд характерних відмінностей та особливостей, які фактично ототожнюються законодавцем, що призводить до ускладнення праворозуміння окреслених категорій.

Поняття «фондовий ринок» і «ринок цінних паперів» не є тотожними за своїм змістом і, як наслідок, не можуть окреслювати одні суспільні відносини. Виходячи із юридичної природи розглядуваних правових явищ поняття «ринок цінних паперів» є значно ширшим за поняття «фондовий ринок». Вказане пояснюється тим, що з юридичної точки зору, структурно ринок цінних паперів складається з двох частин. До першої частини входять правовідносини, що опосередковують розміщення, обіг, погашення цінних паперів на фондовому ринку. До другої частини входять правовідносини, що опосередковують розміщення, обіг, погашення грошових і товаророзпорядчих цінних паперів. Як наслідок, фондовий ринок не охоплює випуск, обіг та погашення товаророзпорядчих цінних паперів.

¹ Кант І. Трактати и письма / И. Кант. — М.: Наука, 1980. — С. 331.

² Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31 (04.08.2006). — Ст. 268.

По-друге, слід наголосити на *відсутності повнофункціонального центрального депозитарію та центральної клірингової установи*. У світовій практиці функціонування ринків капіталу ключовим інститутом депозитарної системи є центральний депозитарій країни. Не можна не згадати про той факт, що за рекомендаціями «Групи 30» центральні депозитарії цінних паперів (CSD) необхідно було створити ще в 1992 р. в усіх країнах¹. Однак, аналізуючи сучасний стан нормативно-правового регулювання, слід відзначити відсутність в Україні належної системи центрального депозитарію та клірингу в контексті розуміння міжнародного досвіду. Не можна не відзначити того факту, що в Україні законодавство (зокрема, ст. 6 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні») передбачає здійснення клірингу депозитаріями, а не центральними кліринговими установами, як це прийнято у країнах ЄС. Більшість правників погоджується з тезою про те, що даний Закон визначає правові основи обігу цінних паперів у Національній депозитарній системі і ним було закладено нормативні підвалини централізованої депозитарної системи, яка є характерною рисою європейської моделі фондового ринку².

Однак, слід констатувати той факт, що в умовах сьогодення в Україні функціонує дворівнева розгалужена структура Національної депозитарної системи з відсутністю належного центрального депозитарію та центральної клірингової установи. Не можна обійти увагою й те, що свою діяльність на фондовому ринку здійснюють три депозитарія, які мають ліцензію на розрахунково-клірингову діяльність. До них відносять Національний депозитарій України (НДУ), Міжрегіональний фондовий союз (МФС) та Всеукраїнський депозитарій цінних паперів (ВДЦП)³. Таким чином, можна констатувати відсутність в Україні повнофункціонального центрального депозитарію.

¹ Желіхівська А.М. Проблеми Національної депозитарної системи та напрями їх вирішення / А.М. Желіхівська // Вісник університету банківської справи Національного банку України. — 2010. — № 3(9). — С. 65.

² Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / [за ред. О.І. Кірієва, М.М. Шаповалової, Н.І. Гребеник]. — К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. — С. 76.

³ Ніколаєва А.М. Місце і роль депозитаріїв в інфраструктурі ринку цінних паперів / А.М. Ніколаєва // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/portal/Soc_Gum/Ekfor/2011_1/29.pdf

У нормативному масиві, що окреслює депозитарну діяльність, наявні сфери правового вакууму, різноманітність законодавчих підходів у регулюванні відносин у сфері депозитарної діяльності, що призводить до конфлікту у сегменті реалізації повноважень професійними учасниками фондового ринку, державними органами. Зокрема, з цього приводу А.М. Желіхівська відзначила, що суперечності в чинних нормативних актах, неможливість врегулювання ними питань, пов'язаних з функціонуванням Національної депозитарної системи, обмеження функцій Національного депозитарію України та конфлікт повноважень Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України щодо державного регулювання в цій сфері перешкоджають цілісності Національної депозитарної системи України¹. Відповідний стан нормативного регулювання депозитарної діяльності сприяє розпорошеності функціонування депозитарної системи та негативно відбивається на регулюванні фондового ринку.

Втім, не тільки у нашій державі наявні такого роду законодавчі проблеми. Зокрема, у Російській Федерації існує подібна проблема щодо відсутності центрального депозитарію. Втім, Російська Федерація здійснює кроки щодо усунення розглядуваної проблеми. Такого висновку можна дійти проаналізувавши підписану Прем'єр-міністром Російської Федерації «Стратегію розвитку фінансового ринку Росії на період до 2020 року», де передбачається впровадження міжнародного фінансового центру, що буде ґрунтуватися на консолідації російської біржової і розрахункової інфраструктур. У цьому випадку мова йде вже про створення як центрального депозитарію, так і центральної фондової біржі. Такі перетворення у вигляді консолідації та централізації фондових бірж наших найближчих сусідів матимуть вплив на національний фондовий ринок. Адже відомо, що контрольний пакет акцій фондової біржі ПФТС (найбільшої фондової біржі України) належить Московській міжбанківській валютній біржі (ММВБ), а майже 49 % капіталу Української фондової біржі — фондовій біржі російської торгівельної системи (РТС)². Тобто у

¹ Желіхівська А.М. Проблеми Національної депозитарної системи та напрями їх вирішення / А.М. Желіхівська // Вісник університету банківської справи Національного банку України. — 2010. — № 3(9). — С. 65.

² Ковальова В. На фондовому ринку України дужчає конкуренція / В. Ковальова // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/markets/2009/04/27/191265/>

випадку централізації в Російській Федерації фондових бірж в Україні буде окреслений шлях до монополізації ринку.

По-третє, потрібно звернути увагу на те, що сформований нормативний масив створює підстави для *розширення неорганізованого ринку цінних паперів по відношенню до організованого ринку цінних паперів*. За оцінками Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, понад 98 % операцій ринку здійснюються поза межами бірж і торгівельних систем на так званому «телефонному ринку», де домінують «угоди за домовленістю»¹. Законодавство, спрямоване на розширення неорганізованого ринку цінних паперів, перешкоджає можливості реально оцінити вартість цінних паперів і призводить до викривлення цін на цінні папери, що, як наслідок, відображається у відповідних укладених правочинах. Безумовно, нормативний масив повинен передбачати можливість функціонування неорганізованого ринку цінних паперів. Однак не можна схвалювати нормативне стимулювання його збільшення щодо організованого ринку цінних паперів, адже це може спричинити формування непрозорого ринку цінних паперів.

По-четверте, слід констатувати *нормативно встановлені галузеві обмеження для інститутів спільного інвестування*. Законом України «Про внесення змін до деяких законів України щодо регулювання діяльності банків» № 3024-VI від 15 лютого 2011 р.² були внесені зміни до ст. 14 Закону України «Про банки та банківську діяльність»³, де встановлено, що інститути спільного інвестування не можуть бути учасниками банку (його акціонерами). Однак вимоги щодо активів інститутів спільного інвестування та перелік активів, які не можуть входити до складу активів ІСІ, визначені у ст. 34 Закону «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»⁴, куди зміни не були внесені. Таким чином, згаданий закон не передбачає внесення

¹ Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / [за ред. О.І. Кіресва, М.М. Шаповалової, Н.І. Гребенік] — К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. — С. 78.

² Закон України «Про внесення змін до деяких законів України щодо регулювання діяльності банків» від 15 лютого 2011 р. № 3024-VI // Відомості Верховної Ради України. — 2011. — № 36. — Ст. 362.

³ Закон України «Про банки та банківську діяльність» від 7 грудня 2000 р. № 2121-III // Відомості Верховної Ради України. — 2001. — № 5-6. — Ст. 30.

⁴ Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 р. № 2299-III // Відомості Верховної Ради України. — 2001. — № 21. — Ст. 103.

змін до Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», в якому саме ст. 34 визначає, що саме не може входити в активи інститутів спільного інвестування.

В результаті такого непослідовного підходу законодавця виникла низка дискусійних питань, які торкаються можливості інститутів спільного інвестування виступати акціонерами банків. Враховуючи наявність спеціального нормативного правового акта, а саме: Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», можна дійти висновку про те, що до моменту внесення змін у ст. 34 вищезазначеного Закону активи ІСІ у вигляді акцій банків знаходяться у межах правового поля.

У Пояснювальній записці до проекту Закону України «Про внесення змін до деяких законів України (щодо регулювання діяльності банків)»¹ серед іншого вказувалося, що метою такого створення є вдосконалення банківського нагляду шляхом виявлення реальних власників банків і встановлення до них спеціальних вимог і забезпечення внутрішнього фінансового моніторингу з метою недопущення використання банків для відмивання доходів, одержаних злочинним шляхом. З огляду на міжнародний досвід, незрозумілим є встановлення розглядуваних нормативних обмежень для інститутів спільного інвестування щодо наявності в їх власності акцій банків, адже за допомогою ІСІ існує можливість залучати нові інвестиції до банківської системи, що здешевлює вартість кредитів.

За даних обставин не можна не згадати позицію Української асоціації інвестиційного бізнесу, яка вважає за необхідне ініціювати внесення змін до ст. 14 Закону України «Про банки та банківську діяльність» у контексті зняття заборони для інститутів спільного інвестування бути учасниками банків, спираючись на те, що таке законодавче обмеження інвестицій інституційних інвесторів не має об'єктивного підґрунтя і порушує права інвесторів інститутів спільного інвестування, в тому числі фізичних осіб².

¹ Пояснювальна записка до проекту Закону України «Про внесення змін до деяких законів України (щодо регулювання діяльності банків)» від 31 жовтня 2007 р. // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc4_1?pf3511=30776

² УАІБ просить ДКЦПФР ініціювати внесення змін щодо зняття заборони для ІСІ бути учасниками банків // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.epravda.com.ua/press/2011/06/29/290344/view_print/

Дійсно, підвищення прозорості капіталу банків, яке окреслене метою внесення змін до закону, не повинно обмежувати, ні права акціонерів, ні коло акціонерів банків за рахунок ІСІ. Більше того, ІСІ, як правило, є міноритарними акціонерами банків, що автоматично виключає їх із числа осіб, що мають юридичні можливості здійснювати вплив на їх діяльність. Така норма Закону України «Про внесення змін до деяких законів України щодо регулювання діяльності банків» суперечить і світовим правовим тенденціям, відповідно до яких інвестиційні фонди не мають жодних галузевих обмежень при формуванні своїх портфелів¹.

По-п'яте, національне законодавство передбачає наявність жорстких нормативних обмежень і заборон щодо публічної пропозиції цінних паперів за межами України. Слід констатувати, що розміщення першої емісії цінних паперів національних емітентів на іноземних фондових ринках заборонено. У разі здійснення обігу цінних паперів українських емітентів за межами України вони в обов'язковому порядку повинні отримати відповідний дозвіл на це у НКЦПФР. Такий емітент відповідно до п. 4 Рішення ДКЦПФР «Про затвердження Положення про порядок надання дозволу на обіг акцій або облігацій підприємств українських емітентів за межами України» повинен обов'язково мати лістинг по попередніх випусках цінних паперів на фондовій біржі на території України або на торговельно-інформаційній системі (ТІС). Не можна обійти увагою й те, що відповідно до п. 6 Рішення ДКЦПФР «Про затвердження Положення про порядок надання дозволу на обіг акцій або облігацій підприємств українських емітентів за межами України» емітент може розміщувати цінні папери за межами України на загальну суму, що не перевищує 25 % статутного капіталу емітента. Зазначене обмеження позбавляє сенсу міжнародного ІРО, адже витрати на нього є значними, а результат через таке обмеження незначний.

Законодавчі обмеження та заборони щодо повноцінного міжнародного ІРО позбавляють компанії не тільки інвестицій, але й можливості бути максимально відкритими, так би мовити, «публічними» щодо роду своєї діяльності, можливості встановлення міжнародних стандартів дотримання прав міноритарних акціоне-

¹ УАІБ просить ДКЦПФР ініціювати внесення змін щодо зняття заборони для ІСІ бути учасниками банків // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.epravda.com.ua/press/2011/06/29/290344/view_print/

рів тощо. Адже компанія, яка здійснила IPO, зобов'язана регулярно подавати звітність та розкривати інформацію про свою діяльність на міжнародному рівні.

Як наслідок, вимоги, наведені у Рішенні ДКЦПФР «Про затвердження Положення про порядок надання дозволу на обіг акцій або облігацій підприємств українських емітентів за межами України»¹ та в інших нормативно-правових актах, що стосуються регулювання розглядуваної сфери суспільних відносин, установлюють обмеження й заборони щодо публічної пропозиції цінних паперів за межами України. Вказане призводить до суттєвих труднощів у здійсненні IPO через призму національного законодавства. Процедура міжнародного IPO висуває нові вимоги до національного законодавства. Так, відповідне національне законодавство слід переорієнтувати на можливість здійснення швидкого розміщення та обігу цінних паперів, на рівні можливості інвесторів, спрощення процедури публічного розміщення акцій, на встановлення більш високих стандартів розкриття інформації про емітента (як це, зокрема, передбачено законодавством США). Паралельно слід вдосконалити акціонерне законодавство щодо запобігання захопленню товариства через корпоративні інструменти та трудове законодавство у сфері регулювання трудового договору. Відповідне вдосконалення законодавства має відбуватися, у першу чергу, через призму вдосконалення процедури здійснення додаткових емісій акцій, запровадження належного правового механізму компенсацій топ-менеджерам компаній при їх звільненні. Нормативна побудова чіткої правової моделі захисту корпоративних прав зменшить ризики національних компаній та їх акціонерів при реалізації IPO.

По-шосте, *відсутність на рівні закону імперативного правила щодо застосування принципу «поставка проти оплати» при укладенні правочинів з цінними паперами*. Принцип «поставка проти платежу» був впроваджений на підзаконному рівні лише в 2010 р. шляхом внесення Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Змін до Положення про функціонування фондових бірж» від 21 травня 2010 р.

¹ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про порядок надання дозволу на обіг акцій або облігацій підприємств українських емітентів за межами України» від 17 жовтня 1997 р. № 36 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?nobreak=1&uid=1007.1102.1>

№ 619¹ до розділу I Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» пункту 7. Законодавець відобразив указаний принцип терміном «поставка цінних паперів проти платежу». Втім, у Положенні визначення такого терміна не наведено. Згідно із згаданим п. 7 виконання біржових контрактів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, укладених на фондовій біржі, має здійснюватися виключно за принципом «поставка цінних паперів проти оплати».² При цьому варто зазначити, що із вказаного правила законодавець зробив три виключення. Так, наведений принцип «поставка цінних паперів проти оплати» не застосовується до: 1) виконання біржових контрактів, укладених під час розміщення цінних паперів або інших фінансових інструментів; 2) виконання біржових контрактів, укладених при проведенні торгів з продажу акцій, що належать державі; 3) виконання біржових контрактів, предметом яких є купівля-продаж державних облігацій, інших фінансових інструментів.

За загальним правилом принцип «поставки проти платежу» означає, що в день розрахунків продавець повинен надати цінні папери покупцю, а покупець — сплатити вартість придбаних цінних паперів, що виправдовує його назву, адже платіж виконується одночасно з поставкою цінних паперів. Повне дотримання цього принципу має забезпечувати депозитарій, який відіграє головну роль при захисті інтересів інвесторів і торгівців у зв'язку з можливим невиконанням угоди однією зі сторін³. Належне впровадження та реалізація відповідного нормативного принципу на рівні закону сприяла б поліпшенню прозорості здійснюваних операцій на фондовому ринку, зменшенню фіктивних правочинів. Через недосконалість механізму реалізації вказаного правила вбачається складним визначити реальну вартість правочинів з цінними паперами. У зв'язку з такою ситуацією у рекомендаціях міжнародних організацій нерідко вказується на необхідність фор-

¹ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Змін до Положення про функціонування фондових бірж» від 21 травня 2010 р. № 619 // Офіційний вісник України. — 2010. — № 59. — Ст. 2068.

² Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» від 19 грудня 2006 р. № 1542 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 5. — Ст. 186.

³ Облікові операції, пов'язані з розрахунками по угодах з цінними паперами // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.mfs.kiev.ua/page.php?id=38>

мування такого правила та правових механізмів його впровадження. Наприклад, у Рекомендації ISSA №5 встановлена необхідність введення «реальної» поставки проти платежу, що забезпечить одночасну передачу безумовного права на цінні папери в обмін на проведений платіж.

У даному контексті не можна обійти увагою наступне. Враховуючи положення п.3.2 Регламенту ПАТ «Всеукраїнський депозитарій цінних паперів», грошові кошти для здійснення поставки проти оплати до початку торгів повинні бути перераховані зберігачем—одержувачем цінних паперів на грошовий рахунок депозитарію в розрахунковому банку. Однак, проаналізувавши функції зберігача (Закон України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про депозитарну діяльність» від 17 жовтня 2006 р. № 999), можна дійти висновку, що операції з грошовими коштами не входять до переліку таких функцій. Крім того, не зрозуміло, на якій підставі торговець (комісіонер), повинен перерахувати грошові кошти зберігачу—одержувачу цінних паперів до початку торгів. Адже за у цьому випадку між торговцем, який здійснює купівлю цінних паперів і зберігачем — одержувачем цінних паперів відсутні договірні відносини. За цих обставин слід констатувати, що низка положень Регламенту ПАТ «Всеукраїнський депозитарій цінних паперів» не відповідають чинному законодавству.

Вказана проблема може бути вирішена шляхом застосування договірних конструкцій. Зокрема, слід укласти відповідний договір (договір про відкриття та обслуговування банківського рахунку) між торговцем і розрахунковим банком, а також розрахунковим банком і депозитарієм для здійснення операцій з грошовими коштами. При здійсненні клірингу операції з цінними паперами повинні здійснюватись зберігачем на рахунку у цінних паперах депонента, а операції з грошовими коштами — розрахунковим банком на рахунку торговця (який, до речі, може і не мати статусу зберігача), відкритий у розрахунковому банку. Запропонований порядок розрахунків не суперечить Рішенню Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про розрахунково-клірингову діяльність за договорами щодо цінних паперів» від 17 жовтня 2006 р. № 1001.

Таблиця 9.1.

Грошові кошти	Цінні папери
Підготовка до торгів на біржі	
Клієнт-1 за договором комісії перераховує торговцю-1 грошові кошти для купівлі цінних паперів	На підставі договору комісії клієнт-2 надає торговцю-2 повноваження керуючого рахунком щодо певної кількості цінних паперів певного випуску
Торговець-1 перераховує отримані грошові кошти на власний рахунок у розрахунковому банку та блокує їх для здійснення операцій на біржі (окремо по кожному клієнту).	Торговець-2 надає зберігачу розпорядження на блокування певної кількості цінних паперів певного випуску на рахунку в цінних паперах клієнта-2, відкритого у зберігача; Зберігач блокує також зазначені цінні папери на рахунку у цінних паперах зберігача у депозитарії (для здійснення торгів на певному організаторі торгівлі)
Розрахунки	
Розрахунковий банк отримує від депозитарію розпорядження на виконання безумовної операції на перерахування грошових коштів з рахунку торговця-1 на рахунок торговця-2	Зберігач-2 отримує розпорядження від депозитарію на виконання безумовної операції по списанню цінних паперів з рахунку клієнта-2 на рахунок клієнта-1
	Зберігач-1 отримує розпорядження від депозитарію на виконання безумовної операції по зарахуванню цінних паперів з рахунку клієнта-2 на рахунок клієнта-1

По-сьоме, слід визнати, що на рівні законодавства *відсутні норми, що стимулюють обіг державних цінних паперів на фондовому ринку*. Як показує іноземний досвід, державні боргові зобов'язання завжди відігравали суттєву роль у становленні фондових ринків, виступаючи основним джерелом фінансування (наприклад, у США)¹. Проте, враховуючи законодавчий правовий вектор у розглядуваному сегменті, державні цінні папери не мо-

¹ Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / [за ред. О.І. Кирєєва, М.М. Шаповалової, Н.І. Гребеник] — К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. — С. 79.

жуть виступати базисом національного фондового ринку. Зокрема, в наукових колах неодноразово зверталася увага на те, що в Україні можна помітити відсутність розвиненого вторинного ринку державних цінних паперів, що позбавляє інституційних інвесторів надійного напрямку вкладення накопичених ресурсів, адже саме державні облігації як найменш ризиковані фінансові інструменти становлять основу фондових ринків більшості країн¹.

По-восьме, на зниження обігу цінних паперів впливають випадки протиправних дій чи бездіяльності регулятора на фондовому ринку. Існуюча судова практика вказує на непоодинокі оспорування дії чи бездіяльності Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Численними є випадки, коли дана Комісія не виконує або неналежно виконує ряд функціональних обов'язків і не вживає заходів для усунення правопорушень на ринку цінних паперів, що дає підстави стверджувати про необхідність модернізації правової моделі функціонування НКЦПФР з огляду на міжнародне законодавство у цій сфері.

Підтвердженням вищенаведеного слугує судова практика.

Колегія суддів ВАС України, розглянувши справу за касаційними скаргами ДКЦПФР, ВАТ «Домобудівний комбінат № 3», АТХК «Київміськбуд» на постанову Окружного адміністративного суду м. Києва від 20 грудня 2007 р. й ухвалу Київського апеляційного адміністративного суду від 30 березня 2009 р. у справі за позовом закритого акціонерного товариства «Сучасне будівництво» до ДКЦПФР, територіального управління ДКЦПФР у м. Києві, треті особи — ВАТ «Домобудівний комбінат № 3», ТОВ «Тур де Франс», про визнання неправомірною бездіяльності та зобов'язання вчинити дії, встановила:

У вересні 2007 р. ЗАТ «Сучасне будівництво» звернулося до суду з позовом до ДКЦПФР, територіального управління ДКЦПФР у м. Києві, треті особи — ВАТ «Домобудівний комбінат № 3», ТОВ «Тур де Франс» про визнання неправомірною бездіяльності та зобов'язання вчинити дії.

Постановою Окружного адміністративного суду м. Києва від 20 грудня 2007 р., залишеною без змін ухвалою Київського

¹ Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / [за ред. О.І. Кирєєва, М.М. Шаповалової, Н.І. Гребеник] — К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. — С. 79.

апеляційного адміністративного суду від 30 березня 2009 р. позовні вимоги ЗАТ «Сучасне будівництво» задоволено частково.

Не погоджуючись з рішеннями судів першої та апеляційної інстанцій ДКЦПФР, ВАТ «Домобудівний комбінат № 3», АТХК «Київміськбуд» в касаційних скаргах просять їх скасувати та направити справу на новий розгляд до суду першої інстанції.

Колегія суддів вважає, що касаційні скарги ДКЦПФР, АТХК «Київміськбуд» не підлягають задоволенню з наступних підстав. Судами першої та апеляційної інстанції встановлено, що позивач — ЗАТ «Сучасне будівництво» — є акціонером ВАТ «Домобудівний комбінат №3» і володіє 1938207 простих іменних акцій товариства. 22.03.2007 р. ВАТ «ДБК №3» було проведено загальні збори акціонерів, на яких було прийнято рішення про збільшення розміру статутного фонду (капіталу) шляхом додаткового випуску акцій. Згідно затвердженого на зборах проспекту емісії акцій перший етап (черга) відкритого розміщення проводився з 10 травня по 24 травня 2007 р., другий етап — з 25 травня 2007 р. При підписці на акції емітент користувався послугами торговця цінними паперами (андеррайтера) ЗАТ ІК «Полтавщина». 24.04.2007 р. територіальним управлінням ДКЦПФР у м. Києві на підставі рішення ДКЦПФР від 19.04.2007 р. №814 здійснено реєстрацію випуску акцій та проспекту емісії акцій ВАТ «ДБК №3». 10.07.2007 р. територіальним управлінням ДКЦПФР у м. Києві на підставі рішення ДКЦПФР від 03.07.2007 р. №1460 здійснено реєстрацію звіту про результати розміщення акцій ВАТ «ДБК №3», а також видано свідоцтво реєстрації випуску акцій за №69/10/1/07.

Під час проведення емісії акцій ВАТ «ДБК №3» позивачем як акціонером неодноразово подавалися до ДКЦПФР і Територіального управління ДКЦПФР у м. Києві заяви (скарги) про системні порушення на ринку цінних паперів прав інвесторів з боку ВАТ «ДБК №3» та ЗАТ ІК «Полтавщина». В зазначених заявах позивачем ставилося питання про здійснення негайної перевірки фактів наявності у діях посадових осіб ВАТ «ДБК №3» і ЗАТ ІК «Полтавщина» порушень порядку проведення відкритого (публічного) розміщення акцій ВАТ «ДБК №3» та

у разі виявлення порушень визнання емісії недобросовісною та зупинення відкритого (публічного) розміщення акцій.

Зокрема, позивачем вказувалося на порушення, допущене під час проведення емісії, а саме: відмова андеррайтера в укладенні з позивачем як акціонером договору купівлі—продажу акцій додаткової емісії ВАТ «ДБК №3», про що свідчить зміст вищевказаних скарг і заяв. Зазначений факт порушення наведено позивачем з метою визнання емісії недобросовісною та прийняття рішення про відмову в реєстрації проспекту емісії та випуску цінних паперів, зупинення відкритого (публічного) розміщення цінних паперів у порядку ст. 36 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

За результатом вищевказаних скарг та заяв позивачу надана відповідь №02/3792/09-18 від 09.07.2007 р., в якій фактично повідомлено про відсутність підстав для реагування з боку територіального управління ДКЦПФР у м. Києві, а також вказано на можливість судового захисту порушеного права позивача.

Відповідно до ст. 7 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» завданнями ДКЦПФР є здійснення державного контролю за випуском цінних паперів, захист прав інвесторів шляхом застосування заходів щодо запобігання і припинення порушень законодавства на ринку цінних паперів. Для здійснення покладених на неї функцій ДКЦПФР наділена певними повноваженнями. Зокрема, щодо встановлення і реагування на порушення, що допускаються при відкритому (публічному) розміщенні цінних паперів, ДКЦПФР має можливість здійснювати перевірку документів, що подаються емітентами на реєстрацію емісії та проспекту емісії, звіту про проведення емісії, на дотримання вимог чинного законодавства, в тому числі перевіряти факти порушення прав акціонерів та інвесторів, про які надійшла інформація.

Згідно з відповіддю від 09.07.2007 р. дії територіального управління ДКЦПФР у м. Києві при підготовці відповіді зводилися виключно до отримання відповідей емітента й андеррайтера щодо звернення позивача, тоді як перевірка інформації щодо фактів, викладених позивачем, не проводилася. Зокрема, не перевірено той факт, чи була фактично подана

заява позивача до ЗАТ ІК «Полтавицина» на придбання акцій додаткового випуску 15.05.2007 р.

Пояснень емітента та андеррайтера в даному випадку було недостатньо, адже зазначені особи є зацікавленими у ненаданні інформації у випадку наявності порушення прав акціонера. Зокрема, на підтвердження чи спростування фактів, викладених позивачем у скаргах, територіальним управлінням ДКЦПФР у м. Києві могли бути затребувані первинні документи, такі як журнал обліку заяв акціонерів щодо придбання акцій ВАТ «Домобудівний комбінат №3» додаткового випуску (що вимагався судом при розгляді справи), чого здійснено не було.

Суди дійшли висновку про те, що позивачем вживалися всі можливі заходи для використання свого переважного права як акціонера на придбання акцій додаткового випуску пропорційно пакету акцій, що знаходився у його власності, проте емітентом та андеррайтером свідомо вчинено дії, спрямовані на позбавлення позивача зазначеного права. При цьому суд першої інстанції врахував той факт, що ЗАТ «ІК «Полтавицина» не спростовано факт прийняття 15.05.2007 р. заяви від позивача щодо придбання акцій, а саме: вказаним товариством не виконано неодноразову вимогу суду щодо надання журналу обліку заяв акціонерів щодо придбання акцій ВАТ «ДБК №3» додаткового випуску, що міг би спростувати чи підтвердити даний факт.

Переважне право акціонерів на придбання акцій додаткової емісії передбачено законодавством, а також проспектом емісії. Журнал обліку заяв акціонерів щодо придбання акцій ВАТ «Домобудівний комбінат №3» додаткового випуску містить перелік акціонерів, котрі заявили про своє прагнення скористатися зазначеним правом. Зазначена інформація жодним чином не може вплинути на вартість цінних паперів емітента.

Також факт навмисного позбавлення позивача (й інших акціонерів) переважного права на придбання акцій додаткової емісії суд вважав підтвердженням іншими наявними у справі матеріалами, а саме: фактом укладення з позивачем договору купівлі—продажу акцій 18.05.2007 р. продавцем, за яким виступав не андеррайтер, а безпосередньо емітент в особі заступника генерального директора, пізніше — невраху-

вання зазначеного договору при реєстрації звіту про відкрите (публічне) розміщення акцій додаткової емісії ВАТ «ДБК №3».

Зазначені порушення могли бути встановлені ДКЦПФР і територіальним управлінням ДКЦПФР у м. Києві під час перевірки документів, поданих для реєстрації емісії, проспекту емісії та звіту про відкрите (публічне) розміщення акцій за умови здійснення належної перевірки фактів, викладених у скаргах і зверненнях позивача.

В свою чергу, законодавство передбачає, яким чином ДКЦПФР має реагувати на виявлені порушення прав акціонерів та інвесторів під час відкритого (публічного) розміщення цінних паперів. Зокрема, ст. 36 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» надає право ДКЦПФР визнавати емісію недобросовісною, в тому числі у разі виявлення систематичного або грубого порушення емітентом прав інвесторів. Така дія, як визнання емісії недобросовісною допускається як до реєстрації випуску акцій, випуску та проспекту емісії акцій, так і на стадії після проведення відкритого (публічного) розміщення акцій до реєстрації звіту про результати відкритого (публічного) розміщення акцій згідно з п. 15, 16 розділу I Положення про порядок реєстрації випуску акцій, затвердженого рішенням ДКЦПФР від 26.04.2007 р. №942. Також ст. 36 Закону надає ДКЦПФР право зупиняти відкрите (публічне) розміщення цінних паперів у разі недобросовісної емісії, а у випадку неусунення протягом 15 днів після прийняття ДКЦПФР відповідного рішення або ненадіслання документів, що підтверджують таке усунення, — визнавати емісію цінних паперів недійсною.

Проте ДКЦПФР у даному випадку не проведено перевірку фактів порушень прав позивача, наведених у вищевказаних скаргах, і відповідно не вжито заходів щодо їх усунення, що дає підстави визнати бездіяльність ДКЦПФР протиправною.

Водночас суди попередніх інстанцій дійшли правильного висновку щодо відмови в задоволенні позовних вимог у частині зобов'язання визнати емісію недобросовісною, так як згідно Положення про порядок реєстрації випуску акцій, затвердженого рішенням ДКЦПФР від 26.04.2007 р. №942 (п. 15, 16), визнання емісії недобросовісною можливе до реєстрації звіту про результати розміщення акцій, що, в свою чергу, є

підставою для відмови в реєстрації емісії та проспекту емісії, а також звіту про відкрите (публічне) розміщення акцій.

Після реєстрації звіту про відкрите (публічне) розміщення акцій вчинення зазначеної дії є неможливим, і позивач може захистити свої порушені права виключно шляхом скасування реєстрації емісії, проспекту емісії та звіту про відкрите (публічне) розміщення акцій.

Згідно матеріалів справи звіт про результати розміщення акцій ВАТ «ДБК №3» здійснено 10.07.2007 р.

Щодо визнання незаконними дій з реєстрації емісії акцій та проспекта емісії акцій суди зазначили наступне:

При реєстрації додаткової емісії акцій ВАТ «ДБК №3» порушені вимоги ст. 28 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», що є підставою для визнання незаконною реєстрації емісії та проспекту емісії акцій додаткової емісії ВАТ «ДБК №3». Відповідно до ст. 28 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» у разі відкритого (публічного) розміщення цінних паперів серед заздалегідь не визначеного кола осіб емісія здійснюється з врахуванням такої послідовності дій емітента: відкрите (публічне) розміщення цінних паперів, затвердження результатів розміщення цінних паперів органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення, затвердження змін до статуту, пов'язаних зі збільшенням статутного капіталу акціонерного товариства з урахуванням результатів розміщення акцій; реєстрація змін до статуту в органах державної реєстрації. Тобто етап затвердження змін до статуту, пов'язаних зі збільшенням статутного капіталу, відбувається після відкритого (публічного) розміщення цінних паперів і затвердження результатів розміщення цінних паперів органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення.

В даному випадку рішення про збільшення статутного фонду та про зміни до статуту були прийняті емітентом одночасно на загальних зборах від 22.03.2007 р., тобто, до відкритого розміщення акцій та затвердження результатів розміщення. В даному випадку у ДКЦПФР як реєструючого органу були підстави для відмови у реєстрації емісії акцій та проспекту емісії, так як Положення про порядок реєстрації емісії акцій відкритого акціонерного товариства, затверджене рішенням ДКЦПФР від 09.02.2001 р. №18, мало засто-

совуватися ДКЦПФР у частині, що не суперечить Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» згідно роз'яснення ДКЦПФР від 23.06.2006 р. №5 «Про порядок реєстрації випуску цінних паперів у зв'язку з набранням чинності Закону України „Про цінні папери та фондовий ринок”».

У зв'язку з недотриманням послідовності дій емітента при проведенні емісії мала місце невідповідність поданих документів вимогам законодавства і порушення встановленого законодавством порядку проведення випуску цінних паперів, що є підставою для відмови у проведенні реєстрації випуску цінних паперів згідно п. 1.8 зазначеного Положення.

Законом емісія визначена саме як послідовність певних дій, тобто не можна погодитися з висновком відповідача-2 щодо можливості паралельного здійснення окремих етапів емісії. За таких обставин суди першої та апеляційної інстанцій визнали протиправним та скасували рішення ДКЦПФР від 19.04.2007 р. №814 щодо реєстрації випуску акцій та проспекту емісії акцій ВАТ «ДБК №3» та скасували реєстрацію випуску акцій та проспекту емісії акцій ВАТ «ДБК №3», здійснену 24.04.2007 р. територіальним управлінням ДКЦПФР у м. Києві на підставі рішення ДКЦПФР від 19.04.2007 р. №814, що слід визнати таким, що відповідає вимогам.

Щодо визнання незаконними дій з реєстрації випуску акцій та звіту про результат розміщення акцій суд зважаючи на те, що реєстрація емісії акцій і проспекту емісії здійснені ДКЦПФР з порушенням вимог законодавства, наступний етап проведення емісії — реєстрація звіту про реєстрацію емісії також вважав таким, що не може бути визнаний відповідальним вимогам законодавства.

Емітентом та андеррайтером після реєстрації емісії та проспекту емісії на стадії відкритого (публічного) розміщення акцій допущено свідомі дії щодо позбавлення позивача як акціонера переважного права на придбання акцій ВАТ «ДБК №3» додаткового випуску, що свідчить про недобросовісність емісії акцій та, відповідно, про наявність у ДКЦПФР підстав для відмови в реєстрації звіт про проведення емісії відповідно до п. 16 Положення про порядок реєстрації випуску акцій, затвердженого рішенням ДКЦПФР від 26.04.2007 р. №942. Між тим, ДКЦПФР цього зроблено не було і рішенням ДКЦПФР від 03.07.2007 р. №1460 зареєстровано випуск акцій

та звіт про результати розміщення акцій ВАТ «ДБК №3», а також територіальним управлінням ДКЦПФР у м. Києві здійснено реєстрацію звіту про результати розміщення акцій ВАТ «ДБК №3» 10.07.2007 р. Таким чином, рішення ДКЦПФР та реєстрацію звіту, здійснену територіальним управлінням ДКЦПФР у м. Києві, визнано протиправним і скасовано.

В якості способу здійснення повороту виконання рішення в порядку ст.162 КАС України суд зобов'язав ДКЦПФР виключити із загального реєстру випуску акцій запис №69/10/1/07 від 10.07.2007 р. із загального реєстру випуску цінних паперів.

За таких обставин, колегія суддів вважає, що суди першої та апеляційної інстанцій прийняли законне та обґрунтоване рішення. Судові рішення відповідають вимогам матеріального та процесуального права.

Як наслідок, Колегія суддів ухвалила:

Касаційні скарги ДКЦПФР, АТХК «Київміськбуд» залишити без задоволення, а постанову Окружного адміністративного суду м. Києва від 20 грудня 2007 р. та ухвалу Київського апеляційного адміністративного суду від 30 березня 2009 р. — без змін¹.

По-девяте, однією з проблем нормативного регулювання є проблема забезпечення торгівця цінними паперами у разі виконання договору комісії. Відповідно до п. 3 Розділу 7 «Вимоги до договору комісії, договору субкомісії» Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами» договір комісії, субкомісії, крім вимог, визначених розділом III наведених Правил повинен містити обсяг повноважень та обов'язків торговця як керуючого рахунком у цінних паперах клієнта (клієнта торговця, який за договором субкомісії виступає комітентом, — для договорів субкомісії)

¹ Ухвала Вищого адміністративного суду України від 22 грудня 2010 р. № К-32105/09 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/13331702>

та/або як особи, відповідальної за внесення змін до системи реєстру власників іменних цінних паперів¹.

Указане положення ґрунтується на нормі ч. 1 ст. 1016 ЦК України, за якою комітент зобов'язаний забезпечити комісіонера всім необхідним для виконання обов'язку перед третьою особою. Виходячи з наведеного комітент — клієнт торговця повинен забезпечити торговця цінними паперами. Але при цьому слід мати на увазі, що право власності на цінні папери до торговця не переходить. Адже цінні папери повинні обліковуватися на рахунку у цінних паперах клієнта, щоб він міг отримувати дивіденди або реалізувати корпоративні права, посвідчені цінними паперами (наприклад, брати участь в управлінні акціонерним товариством тощо). За даних умов таке забезпечення торговця цінними паперами можливе лише у випадку, коли останнього буде призначено керуючим рахунком у цінних паперах. Відповідно до п.1 розділу 1 Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про депозитарну діяльність» від 17 жовтня 2006 р. № 999 керуючий рахунком у цінних паперах (далі — керуючий рахунком) — це статус, який у зберігача набуває особа, якій депонентом надані повноваження щодо управління його рахунком у цінних паперах, або в депозитарії — юридична особа, якій емітентом надані повноваження щодо управління його рахунком у цінних паперах, або суб'єкт управління об'єктами державної власності, який відповідно до законодавства виконує функції з управління цінними паперами, що є об'єктами державної власності, обсяг повноважень керуючого рахунком встановлюється відповідним правочином або відповідно до актів цивільного законодавства.² Проте, Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про депозитарну діяльність» від 17 жовтня 2006 року № 999 не містить положення, яке б передбачало можливість призначення керуючого рахунком щодо певної кількості цінних паперів окремого випуску. Тобто відповідно до наведеного Рішення

¹ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами» від 12 грудня 2006 р. № 1449 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 6. — Ст. 235.

² Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про депозитарну діяльність» від 17 жовтня 2006 року № 999 // Офіційний вісник України. — 2006. — № 49. — Ст. 3269.

торговець може бути призначений керуючим рахунком лише щодо певного випуску цінних паперів без визначення їх кількості. Як наслідок, дане Рішення потребує відповідних змін.

По-десяте, вектор нормативного регулювання має бути направлений на зменшення кількості *спекулятивних біржових операцій на фондовому ринку*. Вказане заважає реальним покупцям та продавцям вчиняти біржові правочини за реальними ринковими цінами. З указаною проблемою мають справу не лише українські фондові біржі. Подібного роду проблеми спекулятивного безчинства існують і на фондових біржах Німеччини та Австрії навіть незважаючи на проведені біржові реформи¹. Значно краща ситуація спостерігається на англійських біржах, адже вони, знаходячись у незалежному від держави статусі, мають право встановлювати власні вимоги до учасників біржової торгівлі. З огляду на англійський досвід і з поправкою на національну концепцію розвитку фондового ринку, єдиним важелем, що вплине на зменшення кількості спекулятивних біржових операцій, є впровадження на нормативному рівні *збалансованого* реально діючого механізму правового регулювання через вплив держави і саморегулювання, зі зміщенням акцента в бік останнього.

По-одинадцять, розглядаючи як інвестиційну діяльність резидентів за межами України, так і інвестиційну діяльність нерезидентів в Україні, не можна обійти увагою ризики, пов'язані з *відсутністю уніфікованого підходу на рівні законодавства різних держав* щодо визначення поняття «цінний папір», місця цінних паперів у системі об'єктів цивільних прав, порядку їх передачі від одного власника до іншої особи, порядку їх передачі у заставу. Вказані особливості можуть залежати й від форми існування цінних паперів (документарної або бездокументарної).

Думається, що для вирішення наведених проблем слід здійснити наступне. У першу чергу, на рівні законодавства слід підтримати наукову концепцію, за якою пропонується відпрацювати єдине міжнародне визначення терміна «цінні папери»². Також

¹ *Винер Фритц А.* Биржа / Ф.А. Винер; предисл Д.М. Шекина; предисл. от пер., с нем. и общ. ред. Р.С. Куракин, К.В. Мротцек; прилож. — П.С. Зиноватий, Р.С. Куракин. — М.: Волтерс Клувер, 2010. — С. 176.

² *Zobl Dieter Internationale Übertragung und Verwahrung von Wertpapieren [aus schweizerischer Sicht], SZW/ RDSA 3/2001.* — P. 120, 121; Нобель П. Швейцарское финансовое право и международные стандарты / П. Нобель; [пер. с англ.]. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 304.

необхідно уніфікувати (з огляду на міжнародний досвід) правила передачі цінних паперів від власника до іншої особи (у випадку зміни правового режиму цінних паперів), а також правила передачі цінних паперів у заставу. У цьому контексті слід приділити увагу праву про внесення записів на рахунках в цінних паперах. Однак указане буде неможливим через відсутність уніфікації положень про колізії правових норм. Прийняття на міжнародному рівні конвенції про колізії правових норм значно полегшило б, вирішення наведених питань, адже вона визначала б законодавство якої держави потрібно брати до уваги у розглядуваних вище випадках. Не можна не враховувати і той факт, що на міжнародному рівні ведеться робота у розглядуваних напрямках. На це вказують, хоча б, результати Гаагської конференції з міжнародного приватного права, адже в рамках конференції була затверджена відповідна концепція¹. До наведених мір Зобл Дітер пропонує віднести також уніфікацію положень законодавства окремих держав про платоспроможність. Адже у разі неплатоспроможності одного з посередників (банка-депозитарія, центрального депозитарія цінних паперів або банка кореспондента) інвестори повинні мати право відокремити власні цінні папери незалежно від того, чи є їх право на ці папери абсолютним (*in rem*) або достатнім для пред'явлення позову².

Останньою серед основних проблем законодавства про цінні папери та фондовий ринок варто виділити *недосконалість регламентації щодо забезпечення інформування з питань функціонування фондового ринку*. На законодавчому рівні, в межах спеціальних законів необхідна детальна регламентація щодо забезпечення належного інформування фізичних та юридичних осіб з основних питань функціонування фондового ринку, адже саме такі особи є потенційними інвесторами. Окреслена проблема неодноразово піднімалася на рівні доктрини. Так, науковці вказують, що в Україні можна констатувати наявність низького, майже нульового рівня поінформованості населення з питань функціонування фондового ринку. Така тенденція не дає можливості залучати на

¹ Гаагская конференция по международному частному праву. Выводы специальной комиссии (май 2000 г.) по общим делам и политике конференции / Предварительный документ № 10, июнь 2000 г., представленный на рассмотрение Девятнадцатой сессии. — С. 25—27.

² Zobl Dieter Internationale Übertragung und Verwahrung von Wertpapieren [aus schweizerischer Sicht], SZW/ RDSA 3/2001. — P. 120, 121.

ринок нових інвесторів, призводить до низької активності на ринку цінних паперів фізичних осіб, які у розвинутих країнах є одними з головних інвесторів¹.

Таким чином, на фондовому ринку України можна спостерігати наявність значної кількості проблем нормативно-правового характеру, незважаючи на суттєву кількість нормативно-правових актів, що регулюють відносини на фондовому ринку. Як наслідок, законодавство про цінні папери та фондовий ринок не відповідає вимогам сьогодення, а стихійність створення нормативно-правового базису і його розпорошеність ускладнюють подальший правовий розвиток цього сегмента фінансового ринку.

§ 9.2. Стан і перспективи адаптації законодавства України про цінні папери та фондовий ринок до законодавства ЄС

Необхідною складовою розвитку правового регулювання національного ринку цінних паперів є вдосконалення законодавства України про цінні папери і фондовий ринок з огляду на міжнародні правові стандарти. Адже, вдосконалюючи законодавство України у сфері розміщення, обігу та погашення цінних паперів, необхідно узгоджувати даний процес з відповідною правовою базою тих країн, з якими наша держава має намір тісно співпрацювати в інвестиційній діяльності². У зв'язку з цим і враховуючи курс на інтеграцію до ЄС, можна стверджувати про необхідність аналізу відповідного законодавства Європейського Союзу, що дозволить імплементувати основні принципи та методи правового регулювання ринку цінних паперів у національну правову систему. З цього приводу влучною видається теза відомого європейського правника в галузі порівняльного права Рене Давида, який зазначає, що саме порівняльне право дає можливість повніше ро-

¹ Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / [за ред. О.І. Кіресєва, М.М. Шаповалової, Н.І. Гребеник] — К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. — С. 81.

² Приступко А.О. Стан та перспективи законодавчого регулювання фондового ринку / А.О. Приступко // Наукові записки Інституту законодавства Верховної ради України. — 2010. — № 2. — С. 38—43.

зуміти національне право і вдосконалювати його¹. Як наслідок, одними з провідних факторів впливу на розвиток та трансформацію національного законодавства про цінні папери та фондовий ринок виступають прогресивні європейські правові тенденції.

Не можна обійти увагою і той факт, що фондові ринки держав ЄС виникли значно раніше за національний фондовий ринок. Це означає, що у цих державах наявний належний досвід правового регулювання фондового ринку та нормотворення у вказаному сегменті. У зв'язку з цим актуальним є запозичення такого досвіду, враховуючи проблеми правового регулювання, що виникла на тому чи іншому етапі розвитку фондових ринків держав ЄС.

Досліджуючи дану проблематику, А.О. Приступко зазначає, що провідними тенденціями на міжнародних фондових ринках, що визначатимуть подальший розвиток фондового ринку України, є глобалізація світового ринку капіталу, створення глобальних торгівельних і розрахунково-клірингових систем для обслуговування міжнародних ринків капіталу; технологізація ринків капіталу через зростаюче використання новітніх інформаційних і фінансових технологій; універсалізація діяльності фінансових інститутів, які спроможні надавати своїм клієнтам повний спектр фінансових послуг, включаючи послуги на ринках цінних паперів; інституціоналізація, або зростання ролі інституційних інвесторів (інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній) у здійсненні фінансових інвестицій; інтернаціоналізація та регіоналізація регулювання фондових ринків і дерегуляція фінансових ринків як засіб протидії їх переміщенню в офшорні зони². Тому врахування досвіду та правових тенденцій розвитку законодавства провідних європейських країн, які забезпечили стабільний правовий розвиток ринків цінних паперів, є важливим чинником для подальшої розбудови фондового ринку в Україні. Як підкреслив С.Г. Хоружий, саме цей шлях має забезпечити реальну можливість інтеграції українського ринку цінних паперів у міжнародні ринки³.

¹ Давид Р., Жоффре-Спинози К. Основные правовые системы современности / Пер. с франц. В.А. Туманова. — М.: Международные отношения, 1999. — С. 11.

² Приступко А.О. Стан та перспективи законодавчого регулювання фондового ринку / А.О. Приступко // Наукові записки Інституту законодавства Верховної ради України. — 2010. — № 2. — С. 38-43.

³ Хоружий С.Г. Міжнародні норми обслуговування обігу цінних паперів / С.Г. Хоружий // Фінансові ризики. — 2001. — № 1. — С. 57—61.

Слід наголосити на тому, що останнім часом здійснюються конкретні кроки до інтеграції України в Європейське співтовариство у сегменті правового регулювання ринку цінних паперів. Відповідно до ч. 1 ст. 51 Угоди про партнерство та співробітництво між Україною та ЄС¹ сторони визнали, що важливою умовою для зміцнення економічних зв'язків між Україною і Співтовариством є зближення існуючого і майбутнього законодавства України із законодавством Співтовариства. У зв'язку з цим наша держава повинна вжити всіх необхідних заходів щодо забезпечення поступового приведення національного законодавства у відповідність до законодавства ЄС. Водночас варто зауважити, що в угоді не визначено, якого ступеня відповідності та інтеграції належить досягти в процесі адаптації законодавства України. Думається, що йдеться не про повну адаптацію національного законодавства та законодавства ЄС у сфері розміщення, обігу і погашення цінних паперів, а про врахування на рівні законодавства України основоположних засад, моделей правового регулювання фондового ринку ЄС. У цьому контексті С.Г. Хоружий зазначив, що на сьогодні адаптація має ґрунтуватися на принципі доцільності, тобто в процесі адаптації слід враховувати, перш за все, наслідки впровадження вимог, передбачених нормами *acquis communautaire*, з огляду їх впливу на економічну, соціальну та політичну ситуацію в Україні².

Згаданий підхід повністю відповідає положенням Закону України «Про Загальнодержавну програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу»³, де з огляду на загальні положення розділу першого метою адаптації законодавства України щодо регулювання ринку цінних паперів до законодавства Європейського Союзу є досягнення відповідності правової системи України *acquis communautaire* з урахуванням критеріїв у сфері правового регулювання ринку цінних паперів, що висуваються Європейським Союзом (ЄС) до держав, які

¹ Угода про партнерство і співробітництво між Україною і Європейськими Співтовариствами та їх державами-членами від 14 червня 1994 р. // Офіційний вісник України. — 2006 — № 24. — Ст. 203.

² Хоружий С.Г. Складові системи регулювання ринків цінних паперів в ЄС // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.securities.org.ua/securities_journal/review.php?num=46&pub=443

³ Закон України «Про Загальнодержавну програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу» від 18 березня 2004 р. № 1629-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2004. — № 29. — Ст. 367.

мають намір вступити до нього. За цих обставин ключовим виступає «*acquis communautaire*», під яким відповідно до розділу 2 вищезазначеного Закону слід розуміти правову систему Європейського Союзу, яка включає акти законодавства Європейського Союзу (але не обмежується ними), прийняті в рамках Європейського співтовариства, спільної зовнішньої політики та політики безпеки і співпраці у сфері юстиції та внутрішніх справ, джерелами якого є первинне, вторинне законодавство та офіційні видання ЄС: Офіційний вісник Європейських співтовариств (*Official Journal of European Communities*) і Вісник Європейського Суду (*European Court Reports*).

З огляду на наведене визначення, можна дійти висновку, що *acquis communautaire* включає три складові законодавства про цінні папери та фондовий ринок. Першою складовою є нормативно-правові акти ЄС. Другою складовою слід вважати міжнародно-правові акти. Третьою складовою слід вважати нормативно-правові акти держав, що є членами ЄС. На думку С.Г. Хоружого, до *acquis communautaire* слід відносити, крім нормативно-правової бази ЄС, також певні норми (принципи, правила, стандарти тощо)¹. Однак учений не пояснює, чому потрібно виділяти саме «певні норми». Наведена думка видається сумнівною через наступне. Не викликає заперечення теза про те, що нормативно-правові акти ЄС містять норми і принципи, правила, що формуються на базі норм права. Саме тому немає сенсу виділяти їх в окрему складову *acquis communautaire*. До того ж С.Г. Хоружий не пояснює, чому слід виділяти саме «певні норми».

Окремо слід підкреслити, що право ЄС про цінні папери та фондовий ринок базується на чотирьох свободах, що відображені у Договорі про заснування Європейської економічної спільноти (ЄЕСп) від 7 лютого 1992 р., а саме: свобода руху капіталів, свобода послуг, свобода заснування, свобода платежів.

Відповідно до розділу 2 Закону України «Про Загальнодержавну програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу» можна визначити джерела *acquis communautaire* у сфері регулювання фондового ринку. По-перше, необхідно згадати про первинне законодавство: Договір про за-

¹ Хоружий С.Г. Складові системи регулювання ринків цінних паперів в ЄС // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.securities.org.ua/securities_journal/review.php?num=46&pub=443

снування Європейського економічного співтовариства 1957 р. (з 1993 р. — Договір про заснування Європейського співтовариства), Договір про заснування Європейського співтовариства з атомної енергії 1957 р. (далі — установчі договори) з наступними змінами, внесеними Маастрихтським договором (Договір про утворення Європейського Союзу 1992 р.), Амстердамським договором 1997 р. і Ніщцьким договором 2001 р., а також актами про приєднання; Договір про Європейський Союз 1992 р. зі змінами, внесеними Амстердамським договором 1997 р. і Ніщцьким договором 2001 р., а також договорами про приєднання; Договір про злиття 1965 р.; акти про приєднання нових держав-членів. По-друге, слід виділити вторинне законодавство: директиву; регламент; рішення; рекомендацію або висновок; джерело права у формі міжнародної угоди; загальний принцип права Європейського співтовариства; рішення Європейського суду; спільну стратегію у сфері спільної зовнішньої політики та політики безпеки, як це визначено ст. 13 Договору про Європейський Союз; спільні дії в рамках спільної зовнішньої політики і політики безпеки; спільну позицію у сфері спільної зовнішньої політики та політики безпеки; граничне рішення щодо гармонізації законодавства в контексті положень Договору про Європейський Союз про співробітництво правоохоронних і судових органів у кримінальних справах (ст. 34 Договору про Європейський Союз); спільну позицію в контексті положень Договору про Європейський Союз про співробітництво правоохоронних і судових органів у кримінальних справах (ст. 34 Договору про Європейський Союз); рішення в контексті положень Договору про Європейський Союз про співробітництво правоохоронних та судових органів у кримінальних справах (ст. 34 Договору про Європейський Союз); загальне положення або принцип у сфері спільної зовнішньої політики та політики безпеки.

З урахуванням ст. 1 Указу Президента України «Питання організації виконання Закону України „Про Загальнодержавну програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу”»¹ можна дійти висновку, що виконання функцій уповноваженого центрального органу виконавчої влади

¹ Указ Президента України «Питання організації виконання Закону України «Про Загальнодержавну програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу» від 21 серпня 2004 р. № 965/2004 // Офіційний вісник України. — 2004. — № 35. — Ст. 2331.

у сфері адаптації законодавства про цінні папери та фондовий ринок України до законодавства Європейського Союзу покладається на Міністерство юстиції України.

Окремої уваги заслуговують спеціальні міжнародні стандарти та рекомендації, що впливають на регулювання фондових ринків, які функціонують у державах—членах ЄС. Вони розробляються відповідними організаціями (табл. 9.2).

Таблиця 9.2

**ОСНОВНІ РОЗРОБНИКИ МІЖНАРОДНИХ СТАНДАРТІВ
ДЛЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

Організації, що здійснюють розробку рекомендацій та стандартів для належного функціонування ринку цінних паперів
Базельський Комітет з питань банківського нагляду Банку міжнародних розрахунків (<i>BIS — Bank for International Settlements</i>).
Міжнародна Асоціація з ринку цінних паперів (<i>ISMA — International Securities Market Association</i>)
Європейська асоціація центральних депозитаріїв цінних паперів (<i>ECSDA — European Central Securities Depositories Association</i>).
Рада з міжнародних стандартів фінансової звітності (<i>IASB — International Accounting Standards Board</i>).
Міжнародний валютний фонд (IMF — International Monetary Fund) і Всесвітній банк (<i>WB — The World Bank</i>).
Форум фінансової стабільності (<i>FSB — Financial Stability Board</i>).
Організація економічного співробітництва та розвитку (<i>OECP</i>)
Міжнародна організація комісій з цінних паперів (<i>IOSCO — International Organization of Securities Commissions</i>).
Співтовариство всесвітньої міжбанківської фінансової телекомунікації (<i>S.W.I.F.T. — Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication</i>).
Група розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей (<i>FATF — Financial Action Task Force</i>).
Міжнародна організація зі стандартизації (<i>ISO — International Organization for Standardization</i>).
Міжнародна асоціація щодо обслуговування цінних паперів (<i>ISSA — International Securities Services Association</i>).
Група тридцяти (<i>G30 — Group of 30</i>).

Особливу увагу слід звернути на наступні організації.

Банк міжнародних розрахунків (BIS). BIS був створений як акціонерне товариство, однак наділений статусом міжнародної організації. Саме останнє і стало вирішальним для здійснення його основної діяльності, яка полягає у веденні банківських рахунків центральних банків держав і міжнародних організацій, а також у створенні стандартів і рекомендацій для державних і приватних фінансових організацій. Прикладом результату BIS є Базельська угода про стандарти банківської звітності.

Міжнародна Асоціація з ринку цінних паперів (ISMA). ISMA є недержавною міжнародною організацією. Її членами є представники професійних учасників фондового ринку. ISMA розробляє стандарти та рекомендації у сфері обігу цінних паперів. У цьому контексті слід згадати Глобальну угоду щодо операцій репо (*GMRA*). На практиці *GMRA* використовується в якості звичаю ділового обороту в разі виникнення спорів стосовно купівлі—продажу цінних паперів. Заради справедливості слід підкреслити, що стандарти та рекомендації *ISMA* не завжди відповідають національному законодавству.

Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO). Важливого значення для міжнародного регулювання ринку цінних паперів мають рекомендації, розроблені Комітетом з платіжних і розрахункових систем (*Committee on Payment and Settlement Systems — CPSS*), Комітетом щодо ринків, що розвиваються Міжнародної організації комісій з цінних паперів (*IOSCO*). Вказані рекомендації розробляються переважно для регуляторів фондових ринків. Однак рекомендації *IOSCO* є настільки вдалими та деталізованими, що вони беруться до уваги учасниками фондового ринку.

Не можна обійти увагою той факт, що *CPSS — IOSCO* здійснив узагальнення звичаїв ділового обороту, стандартів, рекомендацій, що були розроблені організаціями *ISSA*, «Група Тридцяти», Банком з міжнародних розрахунків. Результатом такого узагальнення стало видання оціночної методології «Рекомендації для розрахункових систем». Незважаючи на те, що зазначені рекомендації дещо подібні до рекомендацій інших міжнародних організацій, саме дана методологія як найефективніша взята за основу при оцінюванні фінансового сектора (*FSAP*) та інших форм технічної підтримки МВФ і Світовим

Банком¹. Ще одним прикладом документа *IOSCO* є відома доповідь Комітету щодо ринків, що розвиваються, «Причини, наслідки та міри щодо запобігання фінансовій, економічній нестабільності на ринках, що розвиваються». Як наслідок, рекомендації *IOSCO* можуть виступати одним з базових елементів формування правових підходів до адаптації українського законодавства про цінні папери та фондовий ринок до законодавства ЄС.

Група 30-ти і Міжнародна асоціація щодо обслуговування цінних паперів (*ISSA*). Крім згаданих рекомендацій і стандартів у сфері фондового ринку, важливим є досвід правового регулювання ринку цінних паперів, відображений у доповіді міжнародної групи експертів ринків цінних паперів — «Групи 30-ти». До G30 входить група експертів, що створила рекомендації щодо систем клірингу та розрахунків з цінними паперами та рекомендації щодо діяльності центральних депозитаріїв. Зазначені рекомендації з часом були доповнені організацією *International Securities Services Association* з метою встановлення відповідної до сучасних умов системи регулювання ринку цінних паперів і постали у сучасній формі — Рекомендаціях *ISSA 2000*. Їх імплементація у національне законодавство матиме результатом побудову ефективного правового регулювання ринку цінних паперів із всебічним захистом інвесторів.

Основними рекомендаціями *ISSA 2000* є наступні². По-перше, системи обслуговування цінних паперів повинні нести відповідальність, передусім, перед своїми споживачами та іншими особами, чих інтересів торкається діяльність систем. Вони також повинні забезпечити ефективну та недорогу обробку транзакцій. Водночас ціни за надані послуги мають бути встановленими на справедливому підґрунті. Тобто вказана рекомендація направлена на встановлення мір відповідальності професійних учасників за правопорушення на ринку цінних паперів і запобігання завищенню вартості послуг, що є предметом договорів про надання послуг, які укладаються на ринку цінних паперів. По-друге, системи

¹ Головка А.Т. Законодавчі передумови впровадження міжнародних правил торгівлі цінними паперами в Україні / А.Т. Головка // Фінансовий ринок України. — 2009. — № 12 (74). — С. 9-10.

² *ISSA Recommendation 2000* // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.aecsd.com/common/img/uploaded/files/analytics/publications/ISSA/ISSA_Recommendation_2000.pdf

обслуговування цінних паперів повинні мати можливості інтерактивного доступу до мережі, а також витримувати максимальні навантаження та перевантаження без погіршення якості обслуговування та мати достатні резерви для відновлення роботи протягом кожного операційного дня у випадку збою за розумно короткий строк. Тобто йдеться про вимоги до рівня інформаційно-технічного забезпечення системи обслуговування цінних паперів. По-третє, рекомендується, щоб на ринку було забезпечене ефективне та швидке здійснення розрахунків при чіткому дотриманні міжнародної системи нумерації випусків цінних паперів на підставі стандарту ISO 6166 і використовувалися стандарти ISO 15022 для обміну повідомленнями по правочинах з цінними паперами. До того ж рекомендується щоб учасники ринку ввели єдину систему ідентифікації клієнтів і контрагентів на підставі стандарту ISO 9362 з метою сприяння створення системи наскрізної обробки правочинів (*STP*). Акцентується увага на необхідності формування механізму здійснення ефективних розрахунків і клірингу. По-четверте, кожен ринок має бути окреслений чіткими правилами, які забезпечують захист інвестора шляхом застосування заходів, що відмежовують учасників від фінансових ризиків і невиконання правочинів. До того ж, указані правила повинні гарантувати можливість здійснення компаніями, цінні папери яких включені в лістинг, обґрунтованої політики в сфері корпоративного управління, розподілу економічних вигод і здійснення прав акціонерів. Вказана рекомендація концентрує увагу на правових гарантіях інвестора у разі невиконання укладених правочинів. Крім цього, акцентується увага на зваженому корпоративному управлінні за умови придбання контрольних пакетів акцій. По-п'яте, рекомендується досягти зниження основних ризиків у системах обслуговування цінних паперів за допомогою реалізації п'яти етапів: 1) введення «реальної» поставки проти платежу; 2) прийняття розрахункового циклу «Т+1» (здійснення розрахунків на наступний день після укладення правочину) у формі, що не приведе до збільшення операційних ризиків; 3) зменшення до мінімуму впливу факторів, що перешкоджають підтриманню належного рівня забезпечення правочинів і ліквідності за допомогою кредитування цінними паперами, широкого застосування перехресного забезпечення, правочинів РЕПО, а також неттінгу (процедура здійснення заліку зустрічних однорідних вимог і визначення об'єму зобов'язань учасників клірингу по

правочинам з цінними паперами) залежно від конкретних умов; 4) здійснення розрахунків без використання паперового документообігу; 5) введення обов'язкових заходів контролю за здійсненням квитовки (перевірки) правочинів і розрахунків. По-шосте, рекомендується підтримувати взаємодію та зближення систем обслуговування цінних паперів як на національному, так і на транснаціональному рівні у випадку, якщо це сприяє усуненню операційних ризиків, зниженню витрат та підвищенню ефективності функціонування ринку. Тобто мається на увазі необхідність створення правових норм, що дозволяли б уніфікувати систему обслуговування цінних паперів різних держав (стосовно зберігання, депозитарної діяльності тощо). По-сьоме, підкреслюється, що відповідні регулюючі органи кожної країни зобов'язані перевіряти дотримання інвесторами, що зареєстровані у цій країні, національного законодавства і дотримання ними нормативно-правових актів країн, на території яких вони здійснюють інвестування. При цьому необхідно створити рівні умови як для національних, так і для іноземних інвесторів, передусім, з приводу реалізації прав акціонерів. За даних обставин акцентується увага на забезпеченні національним регулятором контролю за інвестиційною діяльністю та на правовому захисті іноземних інвестицій. По-восьме, вбачається необхідним щоб національне законодавство передбачало розмежування власних та клієнтських активів кастодіанів, а також неможливість звернення стягнення на клієнтські активи у випадку банкрутства чи неплатоспроможності кастодіана. За даних обставин підкреслюється важливість упровадження правових гарантій щодо захисту активів інвесторів у разі банкрутства або тимчасової неплатоспроможності кастодіанів. По-дев'яте, з метою подальшого здійснення захисту прав інвесторів регулюючі органи та ринкові організації повинні намагатися забезпечити чіткість законодавства, що регулює здійснення транснаціональних правочинів, досягти згоди між країнами щодо юридичного встановлення кінцевих розрахунків по правочинах з цінними паперами, забезпечити гарантії захисту прав власників цінних паперів за національним законодавством, удосконалювати законодавство про ринок цінних паперів з метою забезпечення прав заставодержателя, а також захисту клієнтських активів, що знаходяться на обслуговуванні в системах обслуговування цінних паперів. Як наслідок, основним важелем у вдосконаленні правового регулювання ринку цінних паперів виступає необхідність трансформації

законодавства, що буде відображати правові гарантії учасників правовідносин на ринку цінних паперів, міжнародну практику корпоративного управління, обігу цінних паперів, у тому числі обслуговування такого обігу, розрахунків за біржовими правочинами тощо.

Ступінь адаптації законодавства про цінні папери та фондовий ринок до відповідного законодавства ЄС. З метою адаптації національного законодавства до законодавства ЄС щодо регулювання фондового ринку необхідним виявляється здійснення заходів, які є важливими кроками до досягнення мети — інтеграції України в Європейське співтовариство.

У першу чергу, на нормативному рівні необхідним виявляється остаточне визначення чіткої правової моделі фондового ринку. Національна змішана модель фондового ринку включає не найкращі елементи правового регулювання, а іноді включає елементи, які не сприяють цілісності його правового регулювання. На думку О.В. Кіктенко, різноманітність підходів у цій сфері визначається, здебільшого, рівнем розвитку ринку цінних паперів; особливостями законодавства, яке в різних країнах відрізняється за рівнем жорсткості; соціальною та правовою культурою суспільства; рівнем організації професійних об'єднань учасників фондового ринку, здатних взяти на себе значну частину роботи з регулювання діяльності на ньому, тощо¹. Незважаючи на те, що в останні роки спостерігається уніфікація елементів як європейської, так і американської моделей фондового ринку², національний законодавець має орієнтуватися на європейську модель фондового ринку.

Не можна забувати і про те, що необхідним є формування детальної системної нормативно-правової бази для створення централізованої депозитарної системи з наявністю центрального депозитарію. Згаданий нормативний масив має формуватися окремими блоками та відображати ступеневий підхід до трансформації правової регламентації національної депозитарної системи.

¹ Кіктенко О.В. Державний вплив на процеси формування та розвитку фондового ринку в Україні / О.В. Кіктенко // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Dtr_du/2011_1/files/DU111_08.pdf

² Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / [за ред. О.І. Кіреєва, М.М. Шаповалової, Н.І. Гребеник] — К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. — С. 83—94.

Більше того, на нормативному рівні варто адаптувати нормативну термінологію, що використовується на фондовому ринку України, до термінології, що запроваджена у законодавстві ЄС, а також функції учасників ринку цінних паперів з функціями таких учасників у державах ЄС. Відповідна адаптація прискорить обіг цінних паперів і сприятиме міжнародному обігу цінних паперів. У цьому контексті не можна не згадати і те, що на основі трансформації правового поля необхідно підвищити рівень дії охоронюваних норм, що забезпечують захист прав і законних інтересів інвесторів, професійних учасників фондового ринку.

Безумовно, на окрему увагу заслуговує і те, що за рахунок послаблення нормативних вимог на внутрішньому ринку державних боргових зобов'язань варто стимулювати на нормативному рівні вчинення правочинів, предметом яких виступають державні цінні папери. Адже останні наділені мінімальними ризиками, а тому є привабливими для інвесторів. Через вказані причини центральні банки держав найбільший інтерес проявляють саме до купівлі-продажу державних цінних паперів. Як наслідок, серед боргових цінних паперів у активах центральних банків державні боргові цінні папери складають основну частку¹.

Лише після реалізації окреслених заходів можна стверджувати позитивну динаміку адаптації національного законодавства про цінні папери до законодавства ЄС. Не дарма С.Г. Хоружий з цього приводу відмітив, що в Україні має бути виконана досить суттєва робота для досягнення того рівня, що розуміється під поняттям *acquis* ЄС стосовно індустрії цінних паперів².

Шлях України до гармонізації українського законодавства із законодавством ЄС передбачає врахування положень нормативних актів ЄС, які регулюють фондовий ринок. Зокрема, до основних нормативних актів ЄС у даній сфері слід віднести такі, як Рекомендація Комісії 1977 р. щодо Європейського кодексу здійснення транзакцій з переказними цінними паперами; Директива Ради 93/22/ЄЕС 1993 р. щодо інвестиційних послуг у сфері цінних паперів; Директива 94/19/ЄС Європейського Парламенту та Ради 1994 р. щодо схем депозитного гарантування; Директива

¹ Zelmer M. Monetary Operation and Central Bank Balance Sheet in a World Limited Government Securities. IMF Policy Discussion Paper / M. Zelmer. — 2001. — № 7. — Р. 6.

² Хоружий С.Г. Складові системи регулювання ринків цінних паперів в ЄС / С.Г. Хоружий // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.securities.org.ua/securities_journal/review.php?num=46&pub=443

98/26/ЄС від 19 травня 1998 р. про остаточний розрахунок у платіжних системах і системах розрахунків за цінними паперами; Директива 2000/12/ЄС Європейського Парламенту і Ради 2000 р. щодо започаткування та здійснення поточного нагляду над функціонуванням інститутів електронних грошей; Директива 2002/47/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 6 червня 2002 р. про фінансові гарантійні угоди; Директива Європейського Парламенту та Ради 2003/6/ЄС від 28 січня 2003 р. про інсайдерську діяльність і маніпулювання ринком; Директива Європейського Парламенту та Ради 2003/71/ЄС від 4 листопада 2003 р. про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритті пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж, що вносить зміни до Директиви 2001/34/ЄС, Директива Комісії 2003/124/ЄС від 22 грудня 2003 р. про виконання Директиви 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради про інсайдерські операції та маніпуляції на ринку (зловживання на ринку); Регламент Комісії № 809/2004 від 29 квітня 2004 р. про інформацію, яка міститься у проспектах, їх формат та інкорпорацію за допомогою посилання, публікацію таких проспектів, а також розповсюдження реклами тощо.

Передбачені вищезазначеними та іншими нормативно-правовими актами Європейського Союзу нормативні вимоги, що спрямовані на здійснення регулювання фондових ринків держав — членів Європейського Союзу, мають стати орієнтиром правового регулювання національного фондового ринку. Підтвердженням цього є стан адаптації законодавства України. Проте уніфікація законодавства про цінні папери має складний та триваючий характер.

В умовах сьогодення існують як враховані, так і не враховані положення законодавства ЄС про цінні папери та фондовий ринок у законодавстві України. У ряді випадків рішення національного законодавця щодо неврахування або часткового врахування деяких нормативних положень ЄС вбачається правильним. Адже беручи до уваги початкову стадію правового розвитку ринку цінних паперів України, нагромадження нормативного масиву з регулювання відносин, що наразі не мають місця на фондовому ринку України або не відповідають засадам його функціонування, є передчасним, а отже, недоцільним. Однак, у законодавстві ЄС про цінні папери та фондовий ринок наявними є й такі положення, неврахування яких гальмує діяльність учасників ринку цінних паперів, розширення його кордонів і наближення до рівня право-

вого регулювання ринків цінних паперів країн ЄС. Наприклад, до таких положень можна віднести норми, що регулюють кліринг, розрахунки за цінними паперами, депозитарну діяльність, визначають засади саморегулювання. У зв'язку з цим варто зупинитися на детальнішому аналізі співвідношення національних і європейських підходів до розуміння юридичної природи окремих юридичних категорій, що дасть можливість визначити ступінь проникнення законодавства ЄС у законодавство України, а також дозволить окреслити майбутні тенденції та подальші перспективи даного процесу.

Досить позитивною тенденцією сучасного регулювання фондового ринку України є часткове врахування у чинному законодавстві положень основних директив ЄС щодо цінних паперів і фондового ринку. Серед них слід виокремити Директиву Європейського Парламенту та Ради 2003/71/ЄС від 4 листопада 2003 р. «Про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж»¹, що вносить зміни до Директиви 2001/34/ЄС, і Директиву Європейського Парламенту та Ради 2003/6/ЄС від 28 січня 2003 р. «Про інсайдерську діяльність та маніпулювання ринком»². Таке рішення законодавця сприяє вдосконаленню правового регулювання розміщення цінних паперів, професійної діяльності на фондовому ринку та юридичної відповідальності за використання інсайдерської інформації на ринку цінних паперів.

Серед кроків інтеграції законодавства ЄС у законодавство України слід відзначити наступні.

По-перше, враховуючи результати аналізу згаданих директив і національного законодавства про цінні папери та фондовий ринок, слід констатувати, що у чинному законодавстві України були частково враховані положення законодавства ЄС, що стосуються зобов'язання емітента розкрити інформацію, яка міститься в проспекті емісії цінних паперів, що пропонуються для відкритого продажу до відкритого (публічного) розміщення цінних паперів. Так, відповідно до п. 7 ст. 30 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» після реєстрації проспекту емісії

¹ Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC of 4 November 2003 // Official Journal. — 2003. — P. 64—65.

² Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) of 28 January 2003// Official Journal. — 2003. — P. 1.

цінних паперів емітент не менш як за 10 днів до початку відкритого (публічного) розміщення цінних паперів публікує проспект в офіційному друкованому виданні Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку *в установленому нею обсязі*. Це положення за змістом частково відповідає ст. 3, 14 Директиви 2003/71/ЄС «Про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж». Адже у відповідній Директиві висувається вимога до публікації проспекту емісії лише *у повному обсязі* в офіційному друкованому виданні. Більше того, реєстрація проспектів емісії на відміну від іноземних держав в Україні залишається надто складною.

По-друге, позитивним є те, що з огляду на Директиву Європейського Парламенту та Ради 2003/71/ЄС «Про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж»¹ на рівні чинного законодавства України сформована вимога щодо змісту проспекту емісії. Так, відповідно до ч. 1 ст. 30 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» у проспекті емісії цінних паперів повинна міститися інформація про емітента, його фінансово-господарський стан, цінні папери, щодо яких прийнято рішення про розміщення. Тобто, по суті, наведене положення ґрунтується на змісті ст. 5 вказаної Директиви.

По-третє, національний законодавець взяв до уваги положення Директиви Європейського Парламенту та Ради 2003/71/ЄС від 4 листопада 2003 р. «Про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж», що встановлюють юридичну відповідальність осіб, які підписали проспект емісії, за подання недостовірних відомостей у проспекті емісії цінних паперів. До таких осіб належать керівник емітента, голова виконавчого органу. Засновники можуть бути віднесені до таких осіб лише при здійсненні першої емісії цінних паперів. Вказане підтверджується відображенням подібної нормативної вимоги у ч. 5 ст. 30 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». Відповідно до вказаної відсильної норми особи, винні в поданні недостовірних відомостей у проспекті емісії цінних паперів, несуть відповідальність згідно із

¹ Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC of 4 November 2003 // Official Journal. — 2003. — P. 64.

законами України. При цьому національний законодавець до таких осіб відносить керівника емітента (голову виконавчого органу), аудитора.

По-четверте, не можна не відмітити того, що положення Директиви Європейського Парламенту та Ради 2003/6/ЄС від 28 січня 2003 р. «Про інсайдерську діяльність та маніпулювання ринком» були частково враховані національним законодавством у сфері встановлення заборони використання інсайдерської інформації. Адже відповідно до ст. 2 зазначеної Директиви особі, яка володіє інсайдерською інформацією, забороняється використовувати її, купуючи чи продаючи або намагаючись купити чи продати за власний рахунок або за рахунок третьої особи, безпосередньо або опосередковано фінансові інструменти, що пов'язані з такою інформацією¹. Подібного роду норму можна віднайти й у національному законодавстві про цінні папери та фондовий ринок. Так, відповідно до ч. 1 ст. 45 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» особі, яка володіє інсайдерською інформацією, забороняється: 1) вчиняти з використанням інсайдерської інформації на власну користь чи на користь інших осіб правочини, спрямовані на придбання або відчуження цінних паперів і похідних (деривативів), яких стосується інсайдерська інформація, до моменту оприлюднення такої інформації; 2) передавати інсайдерську інформацію або надавати доступ до неї іншим особам, крім розкриття інформації в межах виконання професійних, трудових або службових обов'язків та в інших випадках, передбачених законодавством; 3) давати будь-якій особі рекомендації стосовно придбання або відчуження цінних паперів та похідних (деривативів), щодо яких він володіє інсайдерською інформацією, до моменту оприлюднення такої інформації.

Однак, незважаючи на наявні показники рівня адаптації законодавства України про цінні папери та фондовий ринок до відповідного законодавства ЄС, все ж таки він є недостатнім. На це вказує, хоча б, наступне.

У першу чергу, у цьому ключі звертає на себе увагу відсутність на рівні закону положень, які дозволяли б створювати клірингово-розрахункові установи. Адже відповідно до ст. 4 Директиви ЄС 2004/39/ЄС від 21.04.2004 р. «Про ринки фінансових

¹ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) of 28 January 2003// Official Journal. — 2003. — P. 1.

послуг» відповідні клірингово-розрахункові установи повинні бути створені.

Слід констатувати деяку невідповідність розкриття змісту поняття «маніпуляції на фондовому ринку» у положеннях ст. 10-1 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та ст. 2 Директиви 2003/6/ЄС. Відповідно до ст. 10-1 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» маніпулюванням цінами на фондовому ринку визнаються вісім видів дій. Зокрема до них належать: 1) здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів, які дають або можуть давати уявлення щодо поставки, придбання або ціни фінансового інструменту, що не відповідають дійсності, та вчиняються одноосібно або за попередньою змовою групою осіб і призводять до встановлення інших цін, ніж ті, що існували б за відсутності таких операцій або заявок; 2) здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів шляхом вчинення умисних протиправних дій, у тому числі шахрайства чи використання інсайдерської інформації; 3) поширення інформації через засоби масової інформації, у тому числі електронні засоби масової інформації або будь-якими іншими способами, яке призводить або може призвести до введення в оману учасників ринку щодо ціни, попиту, пропозиції або обсягів торгів фінансових інструментів на фондовій біржі, що не відповідають дійсності, зокрема поширення недостовірної інформації у разі, коли особа, яка поширила таку інформацію, знала або повинна була знати, що ця інформація була недостовірною; 4) купівля або продаж фінансових інструментів перед закриттям торговельної сесії фондової біржі з метою введення в оману учасників ринку щодо цін, які склалися наприкінці торговельної сесії; 5) неодноразове протягом торговельного дня укладення двома або більше учасниками торгів угод купівлі—продажу фінансових інструментів у власних інтересах чи за рахунок одного і того ж клієнта, за якими кожен з учасників торгів виступає як продавець і покупець одного і того ж фінансового інструменту за однаковою ціною в однаковій кількості або які не мають очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети хоча б для одного з учасників торгів (або їх клієнтів), а також надання клієнтом кільком учасникам біржових торгів доручення на укладення в його інтересах однієї або більше угод з одним і тим самим фінансо-

вим інструментом, під час яких покупець і продавець діють в інтересах клієнта; 6) неодноразове протягом торговельного дня здійснення або намагання здійснити операції чи надання заявки на купівлю або продаж фінансових інструментів, що не мають очевидного економічного сенсу або очевидної законної мети, якщо за результатами таких торгів власник таких фінансових інструментів не змінюється; 7) неодноразове невиконання учасником біржових торгів зобов'язань за біржовими контрактами, укладеними протягом торговельного дня у власних інтересах або за рахунок клієнтів, якщо укладення зазначених контрактів спричинило значне збільшення або зниження ціни фінансового інструменту, за умови, що такі контракти мали суттєвий вплив на ціну такого інструменту; 8) укладення на фондовій біржі угод з фінансовим інструментом за ціною, що має суттєве відхилення від ціни відповідного фінансового інструменту, яка склалася на фондовій біржі тієї ж торговельної сесії (поточна ціна) шляхом подання безадресних заявок, за умови, що угоди укладені від імені та/або за рахунок осіб, між якими (працівниками яких) існувала попередня домовленість про придбання або продаж фінансового інструменту за ціною, що має суттєве відхилення від поточної ціни¹.

Натомість, відповідно до ст. 2 Директиви 2003/6/ЄС маніпуляцію на фондовому ринку розглядає через призму трьох видів дій: а) здійснення операцій або виконання розпоряджень купівлі-продажу фінансових інструментів, які створюють або можуть створити неправдиві або оманливі уявлення щодо попиту, пропозиції або ціни на фінансові інструменти; або які забезпечують встановлення однією особою чи кількома особами, які діють спільно, штучної або надзвичайно високої ціни на один чи кілька фінансових інструментів, крім випадків, коли особа, яка здійснила відповідну операцію або видала розпорядження на купівлю—продаж фінансових інструментів, доведе, що підстави до таких дій є законними та що такі дії або розпорядження щодо купівлі—продажу відповідають усталеній ринковій практиці, діє на відповідному організованому ринку; б) здійснення операцій або виконання розпоряджень на купівлю—продаж фінансових інструмен-

¹ Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.

тів, щодо яких застосовуються фіктивні схеми або будь-який інший вид шахрайства; в) поширення інформації через засоби масової інформації, включаючи Інтернет, або будь-яким іншим шляхом, яке створює або може створити неправдиві чи оманливі уявлення щодо фінансових інструментів, включаючи поширення чуток або неправдивих чи оманливих новин у випадку, коли особа, яка поширила таку інформацію, знала або повинна була знати, що ця інформація була неправдивою або оманливою¹.

Звертає на себе увагу й різnorodність нормативних підходів щодо дійсності договорів застави цінних паперів. Відповідно до ст. 577 ЦК України договір застави цінних паперів може бути складений у складній письмовій формі (нотаріально посвідчений). Відповідно до ст. 16 Закону України «Про заставу» право застави виникає з моменту укладення договору застави, а в разі, коли договір підлягає нотаріальному посвідченню, — з моменту нотаріального посвідчення цього договору. Вказані положення йдуть у розріз із положеннями п.п. 10, 11 Преамбули Директиви 2002/47/ЄС, де в імперативній формі міститься заборона ставити дійсність правочину, виконання чи визнання договору застави цінних паперів у пряму залежність від вчинення будь-якого формального акта. Під формальним актом слід розуміти як нотаріальне посвідчення, так і державну реєстрацію правочину щодо цінних паперів.

Не можна не вказати на відмінності у законодавчих підходах України та ЄС щодо форми та формату проспекту емісії цінних паперів. Так, відповідно до ч. 1 ст. 30 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» законодавець вказує на традиційну форму проспекту емісії у вигляді єдиного документа, який складається з трьох частин: інформація про емітента, його фінансово-господарський стан, цінні папери, щодо яких прийнято рішення про розміщення. Однак, аналізуючи п. 3 ст. 5 Директиви 2003/71/ЄС та ст. 25 Регламенту Комісії № 809/2004 від 29 квітня 2004 р., можна помітити, що у цих нормативно-правових актах передбачено диспозитивне правило, за яким існує можливість обирати одну з двох форм проспекту емісії цінних паперів. Першою слід вважати форму у вигляді єдиного документа. У цьому разі проспект повинен складатися з таких частин у наступному

¹ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) of 28 January 2003// Official Journal. — 2003. — P. 1-8.

порядку: (а) зрозумілий і докладний зміст; (b) резюме, що окреслене у п. 2 ст. 5 Директиви 2003/71/ЄС, (с) фактори ризику, пов'язані з емісією та типом цінного паперу, що становить предмет емісії, (d) інші інформаційні пункти, включені до реєстрів і стандартних блоків, відповідно до яких складався проспект¹.

Другою слід вважати форму проспекту емісії цінних паперів, виражену у кількох документах. За цих обставин бланк цінних паперів і реєстраційний документ окремо складатимуться з таких частин у такому порядку: (а) зрозумілий і докладний зміст; (b) за можливості фактори ризику, пов'язані з емітентом або типом цінного паперу, що становить предмет емісії, (с) інші інформаційні пункти, включені до реєстрів і стандартних блоків, відповідно до яких складався проспект².

При детальному аналізі законодавства України та ЄС стають явними невідповідності, що стосуються визначення поняття інсайдерської інформації. Так, у ч. 1 ст. 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» указано, що під нею слід розуміти неоприлюднену інформацію про емітента, його цінні папери та похідні (деривативи), що перебувають в обігу на фондовій біржі, або правочини щодо них у разі, якщо оприлюднення такої інформації може істотно вплинути на вартість цінних паперів і похідних (деривативів) і яка підлягає оприлюдненню відповідно до вимог, встановлених цим Законом³. Як наслідок, національне законодавство звужує розуміння інсайдерської інформації шляхом вказівки лише на оприлюднення інформації по трьох категоріях, а саме: *суб'єктний склад* (вказівка на інформацію саме про емітента); *об'єктний склад* (вказівка лише на цінні папери та похідні); укладені *правочини*, що стосуються таких емітентів або предметом яких виступають цінні папери та похідні.

Наведене підкреслюється і в оглядах стану адаптації законодавства України до *acquis communautaire*. Зокрема, наголошується, що за вітчизняним законодавством виділяються лише три підвиди інсайдерської інформації (інформація про емітента, його

¹ Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC of 4 November 2003 // Official Journal. — 2003. — P. 64—67.

² Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC of 4 November 2003 // Official Journal. — 2003. — P. 64.

³ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

цінні папери та правочини)¹. Як наслідок, розглядувана норма ч. 1 ст. 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» не відповідає ст. 1 Директиви 2003/6/ЄС, де зазначається, що до інсайдерської інформації належить інформація, яка має точне вираження, не була оприлюднена, яка прямо або опосередковано стосується одного чи кількох емітентів фінансових інструментів та яка у випадку її оприлюднення мала б значний вплив на ціну цих фінансових інструментів або пов'язаних з ними похідних фінансових інструментів².

Більше того, Директива 2003/6/ЄС та Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» по-різному окреслюють предмет зловживання у розглядуваних визначеннях інсайдерської інформації. Так, предметом зловживань відповідно до Директиви 2003/6/ЄС є будь-який фінансовий інструмент, тоді як відповідно до ст. 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» — лише цінний папір³ і дериватив. За даних обставин думається, що правильно вживати термін «фінансовий інструмент», який запропонований Директивою 2003/6/ЄС, адже він є ширшим за своїм значенням.

Втім, окреслені основні проблеми адаптації законодавства України до законодавства ЄС не повинні перешкоджати динамічному процесу уніфікації та гармонізації законодавства про цінні папери. На основі вищезазначеного ще раз слід наголосити, що процес адаптації законодавства України до законодавства ЄС має складний та поступово-триваючий характер. Проте він є необхідним, тому що наближає законодавство України до високих європейських нормативно-правових стандартів і сприяє становленню власної довершеної системи правового регулювання ринку цінних паперів.



Терміни та поняття

Acquis communautaire — це правова система Європейського Союзу, яка включає акти законодавства Європейського Союзу

¹ Огляд стану адаптації законодавства України до *acquis communautaire*. — К.: ВД «Професіонал», 2007. — С.195—202.

² Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) of 28 January 2003// Official Journal. — 2003 — P. 1.

³ Огляд стану адаптації законодавства України до *acquis communautaire*. — К.: ВД «Професіонал», 2007. — С.195—202.

(але не обмежується ними), прийняті в межах Європейського співтовариства, Спільної зовнішньої політики та політики безпеки і Співпраці у сфері юстиції та внутрішніх справ, джерелами якого є первинне, вторинне законодавство та офіційні видання ЄС.

Керуючий рахунком у цінних паперах (далі — *керуючий рахунком*) — це статус, який у зберігача набуває особа, якій депонентом надані повноваження щодо управління його рахунком у цінних паперах, або в депозитарії — юридична особа, якій емітентом надані повноваження щодо управління його рахунком у цінних паперах, або суб'єкт управління об'єктами державної власності, який відповідно до законодавства виконує функції з управління цінними паперами, що є об'єктами державної власності, обсяг повноважень керуючого рахунком встановлюється відповідним правочином або відповідно до актів цивільного законодавства.

Неттинг — процедура здійснення заліку зустрічних однорідних вимог і визначення обсягу зобов'язань учасників клірингу по правочинах з цінними паперами.

Первинна публічна пропозиція (Initial Public Offering) — це публічне розміщення емісійних цінних паперів на біржовому або позабіржовому ринку емітентом, що адресоване невизначеному колу інвесторів, сутність якого проявляється у здійсненні додаткової емісії емісійних цінних паперів на зовнішньому ринку.

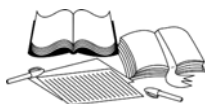
Поставка проти оплати цінних паперів — це принцип, що визначає основоположні засади здійснення правочину купівлі-продажу цінних паперів за яким у день розрахунків продавець повинен поставити цінні папери покупцю, а покупець — сплатити вартість придбаних цінних паперів.



Запитання і завдання для самоконтролю

1. Які основні проблеми правового регулювання ринку цінних паперів вам відомі?
2. Які основні тенденції правового розвитку ринків цінних паперів ви можете назвати?
3. Назвіть основних розробників міжнародних стандартів для ринку цінних паперів.
4. Назвіть джерела права Європейського Союзу у контексті регулювання ринку цінних паперів.

5. Охарактеризуйте Рекомендації CPSS — IOSCO.
6. Яке значення у світовій практиці мають рекомендації Групи 30-ти?
7. Назвіть нормативні акти ЄС, які регулюють обіг цінних паперів, положення яких на вашу думку доцільно імплементувати в національне законодавство.
8. Охарактеризуйте можливі заходи щодо наближення правового регулювання ринку цінних паперів України до правового регулювання ринку цінних паперів держав — членів ЄС.
9. Охарактеризуйте сучасний стан адаптації законодавства України про цінні папери до законодавства ЄС.
10. Виокреміть фабулу з наведеного судового рішення.



Нормативно-правові акти та літературні джерела

1. Угода про партнерство і співробітництво між Україною і Європейськими Співтовариствами та їх державами-членами від 14 червня 1994 р. // Офіційний вісник України. — 2006 р. — № 24. — Ст. 203.
2. Закон України «Про ратифікацію Угоди про партнерство і співробітництво між Україною і Європейськими Співтовариствами та їх державами-членами» від 10 листопада 1994 р. № 237/94-ВР // Відомості Верховної Ради України. — 1994. — № 46. — Ст. 415.
3. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 31. — Ст. 268.
4. Закон України «Про внесення змін до деяких законів України щодо регулювання діяльності банків» від 15 лютого 2011 р. №3024-VI // Відомості Верховної Ради України. — 2011. — № 36. — Ст. 362.
5. Закон України «Про банки та банківську діяльність» від 7 грудня 2000 р. № 2121-III // Відомості Верховної Ради України. — 2001. — № 5-6. — Ст. 30.
6. Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 р. № 2299-III // Відомості Верховної Ради України. — 2001. — № 21. — Ст. 103.
7. Закон України «Про Загальнодержавну програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу» від 18 березня 2004 р. № 1629-IV // Відомості Верховної Ради України. — 2004. — № 29. — Ст. 367.
8. Указ Президента України «Питання організації виконання Закону України „Про Загальнодержавну програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу”» від 21 серпня 2004 р. № 965/2004 // Офіційний вісник України. — 2004. — № 35. — Ст. 41.

9. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про порядок надання дозволу на обіг акцій або облігацій підприємств українських емітентів за межами України» від 17 жовтня 1997 р. № 36 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?nobreak=1&uid=1007.1102.1>

10. Ухвала Вищого адміністративного суду України № К-32105/09 від 22 грудня 2010 р. // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/13331702>

11. Ухвала Київського апеляційного адміністративного суду № 2а-11030/10/2670 від 26 січня 2011 р. // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/13636719>

12. Пояснювальна записка до проекту Закону України «Про внесення змін до деяких законів України (щодо регулювання діяльності банків)» 31 жовтня 2007 р. // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc4_1?pf3511=30776

13. Бірюк С. Державне регулювання ринку цінних паперів України в посткризовий період / С. Бірюк. — Фінансовий ринок України. — 2009. — № 10 (72). — С. 14.

14. Выход на Франкфуртскую фондовую биржу для международных компаний // [Электронный ресурс] — Режим доступа:

http://www.amr.ru/storage/committee/BB_Newsletter_Frankfurt.pdf

15. Головка А.Т. Законодавчі передумови впровадження міжнародних правил торгівлі цінними паперами в Україні / А.Т. Головка // Фінансовий ринок України. — 2009. — № 12 (74). — С. 9-10.

16. Грозний І.С. Аналіз соціально-економічних проблем проведення ІРО в Україні / І.С. Грозний, С.В. Коверга // Наукові праці. Економіка. — Т. 64. — Вип. 51. — С. 101-106.

17. Давид Р., Жоффре-Спиноза К. Основные правовые системы современности / Пер. с франц. В.А. Туманова. — М.: Междунар. отношения, 1999. — 400 с.

18. Долгальова М.О. Аналіз досвіду первинного публічного розміщення акцій українських компаній / М.О. Долгальова, Я.Я. Гавриш // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/pprbsu/2010_30/10_30_13.pdf

19. Деєва Н.Е. Депозитарний облік цінних паперів в умовах їх дематеріалізації / Н.Е. Деєва // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/Portal/Soc_Gum/Tiru/2010_30_1/Deeva.pdf

20. Желіхівська А.М. Проблеми Національної депозитарної системи та напрямки їх вирішення / А.М. Желіхівська // Вісник університету банківської справи Національного банку України. — 2010. — № 3(9). — С. 65-68.

21. Кант И. Трактаты и письма / И. Кант. — М.: Наука, 1980. — 712 с.

22. Кіктенко О.В. Державний вплив на процеси формування та розвитку фондового ринку в Україні // [Електронний ресурс] — Режим

доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Dtr_du/2011_1/files/DU111_08.pdf

23. *Костенко Н.* Первинна публічна пропозиція акцій (ІРО) як спосіб виходу компанії на світові фондові ринки / Н. Костенко, Н. Євтушенко // Схід. — 2006. — №4 (76). — С. 35-38.

24. *Ковальова В.* На фондовому ринку України дужчає конкуренція // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/markets/2009/04/27/191265/>

25. *Миколишин М.М.* Публічне розміщення акцій (ІРО) як інструмент залучення додаткових ресурсів банківською установою / М.М. Миколишин // [Електронний ресурс] — Режим доступа: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Ekfor/2011_2/55.pdf

26. МНР S.A. — карточка емітента // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.cbonds.info/rus/organisations/organisation.phtml/params/id/13407>

27. *Ніколаєва А.М.* Місце і роль депозитаріїв в інфраструктурі ринку цінних паперів // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Ekfor/2011_1/29.pdf

28. *Нобель П.* Швейцарское финансовое право и международные стандарты / П. Нобель; [пер. с англ.]. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — 1152 с.

29. Огляд стану адаптації законодавства України до *acquis communautaire*. — К.: ВД «Професіонал», 2007. — 544 с.

30. *Олійник А.В.* Інформаційні системи і технології у фінансових установах : навч. посібник / А.В. Олійник, В.М. Шацька — Львів: Новий Світ-2000, 2006 — 436 с.

31. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / [за ред. О.І. Кіреєва, М.М. Шаповалової, Н.І. Гребеник] — К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. — 131 с.

32. *Приступко А.О.* Стан та перспективи законодавчого регулювання фондового ринку / А.О. Приступко. — Наукові записки Інституту законодавства Верховної Ради України. — 2010. — № 2. — С. 38-43.

33. Руководство по листингу на Лондонской фондовой бирже // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.russianipo.com/publications/2_guide-to-listing_rus.pdf

34. Статут дочірнього підприємства «Фондова біржа ПФТС» (нова редакція) // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?uid=1041.27182.0>

35. *Сорока М.В.* ІРО як механізм залучення інвестицій / М.В. Сорока // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/natural/Vnulp/Logistyka/2007_594/50.pdf

36. *Сидоров В.И.* Преимущества интеграции Украины в фондовый рынок Лондона / В.И. Сидоров, Н.В. Непрядкина // [Електронний ре-

сурс] — Режим доступу: <http://dspace.univer.kharkov.ua/bitstream/123456789/4545/2/Sidorov.pdf>

37. УАІБ просить ДКЦПФР ініціювати внесення змін щодо зняття заборони для ІСІ бути учасниками банків // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.epravda.com.ua/press/2011/06/29/290344/view_print/

38. Установчий договір та статут XXI Century investments public limited // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://21.com.ua/files/5/Company%20charter.pdf>

39. Хоружий С.Г. Міжнародні норми обслуговування обігу цінних паперів / С.Г. Хоружий. — «Фінансові ризики». — 2001. — № 1. — С. 57-61.

40. Хоружий С.Г. Складові системи регулювання ринків цінних паперів в ЄС // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.securities.org.ua/securities_journal/review.php?num=46&pub=443

41. Шлык П.В. Экономическая сущность первичного публичного размещения акций / П.В. Шлык. — «Представительная власть — XXI век: законодательство, комментарии, проблемы» — 2007. — Вып. 1 (74). — С. 29-32.

42. Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_navigation/info_center/INTEGRATE/zpd/object_id=84XHGGZ360NSGDDE

43. Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz — WpHG) vom 9. September 1998 № 4110-4 // BGBl. I. — 1998. — S. 2708.

44. Deutscher Corporate Governance Kodex // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/kodex_2010/D_CorGov_Endfassung_Mai_2010.pdf

45. Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC of 4 November 2003 // Official Journal. — 2003. — P. 64.

46. Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) of 28 January 2003 // Official Journal. — 2003. — P. 1.

47. Dembosky A. Facebook puts off IPO until late 2012 / A. Dembosky. — Financial Times // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.ft.com/cms/s/2/2b842146-dec3-11e0-a228-00144feabdc0.html#axzz1Xzpn0NkD>

48. Ferrexpo AG // [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.ferrexpo.com/history.aspx>

49. ISSA Recommendation 2000 // [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.aecsd.com/common/img/uploaded/files/analytics/publications/ISSA/ISSA_Recommendation_2000.pdf

50. Ritter J.R., Welch I. A. Review Of IPO Activity, Pricing and Allocations / J.R. Ritter, I.A. Welch. — The Journal of Finance. — 2002. — Vol. 57. — №4. — P. 1795-1828

ПРЕДМЕТНИЙ ПОКАЖЧИК



А

Абстрактність цінного папері 62, 69, 70, 80, 82

Адміністративні правопорушення 30, 434, 455, 460

Адміністративна відповідальність за правопорушення на фондовому ринку -поняття 460

Акції

-ознаки 55, 94

Андеррайтинг 295, 296

Б

Бездокументарна концепція цінних паперів 46

Бездокументарний цінний папір 49, 63, 64

Безстрокові цінні папери 88

Біржовий ринок 220

Боргові цінні папери 77, 86

-ознаки 117

Брокерська діяльність 292

В

Вексель

-поняття векселя 139, 141

-ознаки векселя 142

Внутрішні емісійні цінні папери 90

Властивості цінного паперу 71

Вторинний ринок цінних паперів 207, 218

Види пайових цінних паперів 93

Види боргових цінних паперів 118

Г

Грошове право 66

Групи цінних паперів 77, 79

Д

Державне регулювання фондового ринку

-поняття 411, 413

-принципи 414

-форми 415

Депозитарна діяльність 306

Депозитарій 307, 308

Державні облігації (інскрипції) 130

Джобберська діяльність 293

Діяльність з управління активами інституційних інвесторів 301, 302

Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку 280

Діяльність з управління цінними паперами 298

Договірна відповідальність на фондовому ринку 456, 473

Документарна концепція цінних паперів 42

Документ 42, 57

Документарний цінний папір 85

Доручення

-поняття 328

-сторони 331

Дисконтні облігації 124

Дилерська діяльність 291

Е

Емісійні цінні папери

-поняття 89

Емітент 250

З

Заставні 160

Земельний бон 173

Злочини на фондовому ринку 464

Зміст договору комісії 354

Зобов'язально-правові цінні папери 80

Зовнішні емісійні цінні папери 90

І

Іменний цінний папір 83, 84

Іменні облігації 124

Інвестиційні сертифікати

-поняття 110

Інструментальна концепція цінних паперів 53

Інвестор 261

Інвестори у цінні папери 261

-види 263

Індивідуальні інвестори 265

Інституційний інвестор 264

Інсайдерська інформація 258

Іпотечні цінні папери 150

-ознаки 150

-види 151

Іпотечні облігації

-ознаки 151, 152

-види 153

Іпотечні сертифікати

-поняття 155

-ознаки 156

Інформація про емітента 255

К

Казначейські зобов'язання 134

Кастодіальна діяльність 313

Класифікація цінних паперів 75

Класифікація акцій 104

Класифікація біржових систем

-поняття 383

Кліринг 316

Комісія 341

Конвертація 73

Коносамент 174

Консенсуальний 344, 329

Концепції цінних паперів 87

Корпоративні облігації 126

Кримінальна відповідальність 500

Купіля—продаж цінних паперів 320

-елементи договору 322

Л

Ліквідність 72

Ліцензії на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку 285

М

Майнове право 95, 97, 118

Муніципальні цінні папери 87

Н

Непрофесійні учасники фондового ринку 245

Неринкові цінні папери 87

Неемісійні цінні папери 90

О

Облігації

-види облігацій 123

Облігації підприємств 125

Облігації місцевих позик 128

Облігації зовнішніх державних позик 133

Оборотоздатність 72

Обов'язки повіреного 335

Обов'язки довірителя 337

Ознаки цінних паперів 62

Опціонний сертифікат 167

Ордерний цінний папір 85

Ощадні (депозитні) сертифікати 136

П

Пайові цінні папери

-поняття 92

-види 93

Первинна публічна пропозиція 229

Передача суб'єктивних прав 319

Переказний вексель (тратта) 147

Подвійне складське свідоцтво 181

Позабіржовий ринок 223

Позабіржовий ринок дилерів 224

Поняття цінних паперів 38

Порушення договірних зобов'язань 304

Порядок створення фондової біржі 385

Похідні цінні папери 79, 166

Правила біржової торгівлі 398

Правопорушення на фондовому ринку 454

Предмет договору доручення 332

Предмет договору комісії 346

Проблеми законодавства про цінні папери 531

Просте складське свідоцтво 182

Професійні учасники фондового ринку -визначення 243

Професійна діяльність на фондовому ринку 288

Професійна діяльність з торгівлі цінними паперами 288

Приватизаційні цінні папери 169

Приватизаційний майновий сертифікат 172

Принципи побудови фондового ринку 200

Припинення діяльності фондової біржі 385, 389, 396

Публічна достовірність цінного паперу 46, 69, 70, 85

Р

Регулювання фондового ринку

-поняття 198, 406

-принципи 200, 202, 207, 208, 217, 220

Речово-правові цінні папери 80, 81

Ринок цінних паперів 200

Ринкові цінні папери 87

Розвиток цінних паперів 38

Розробники міжнародних стандартів 559

С

Саморегулювання фондового ринку 426

-делеговане 428, 429

-вільне 429

-змішане 429

Саморегулівна організація

-ознаки 442

-завдання 444

Сертифікат 109, 110, 112, 93, 104

Сертифікати фондів операцій із нерухомістю 78, 112

Сертифікати з фіксованою дохідністю 158, 159, 160

Сертифікати участі 158

Серійність 62, 71, 72

Складські свідоцтва 180

Статусне правопорушення 457

Статусна відповідальність професійних учасників фондового ринку 481

Сторони договору комісії 345

Строк договору комісії 350

Строкові цінні папери 88

Структура фондового ринку 206

Структура НКЦПФР 436

Сурогати цінних паперів 66

Система органів державного регулювання 417

Т

Товаророзпорядчі цінні папери 173

-види 174

У

Учасники фондового ринку 240

-класифікація 243

Ф

Фондовий ринок

-становлення 17

Фондові цінні папери 14, 88

Фондовий варіант 167

Фондова біржа

-мета створення 376

-функції 377

Форма цінного паперу 65, 74

Форма договору комісії 350

Функції фондового ринку 203

Ц

Цільові облігації 128

Цільові облігації підприємств 128, 133

Цільові облігації внутрішніх державних позик України 133

Ціна договору комісії 348

Цінні папери як об'єкти цивільних прав 38

Цінний папір на пред'явника 87

Навчальне видання

БАВЖЕНЧУК Сергій Ярославович

ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ

Навчальний посібник

Редактор *Л. Кучеренко*
Художник обкладинки *Є. Мироненко*
Коректор *Л. Гримальська*
Верстка *Т. Мальчевська*

Підп. до друку 30.05.13. Формат 60×84/16. Папір офсет. № 1.
Гарнітура Тип Таймс. Друк офсет. Ум. друк. арк. 34,87.
Обл.-вид. арк. 39,69. Наклад 505 пр. Зам. № 12-4478

Державний вищий навчальний заклад
«Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»
03680, м. Київ, проспект Перемоги, 54/1

Свідоцтво про внесення до Державного реєстру
суб'єктів видавничої справи (серія ДК, № 235 від 07.11.2000)

Тел./факс (044) 537-61-41; тел. (044) 537-61-44

E-mail: publish@kneu.kiev.ua

Для нотаток