

**Київський національний торговельно-економічний університет**  
**Кафедра міжнародного приватного, комерційного та цивільного права**

**ВИПУСКНА КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА**

на тему:

**ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ ЕМІСІЇ ТА ОБІГУ АКЦІЙ В УКРАЇНІ**

Студентки 2 курсу 9 м групи  
спеціальності 081 «Право»  
спеціалізації

«Цивільне право і процес» \_\_\_\_\_ Борисенка Владислава  
Олександровича

Науковий керівник

к.ю.н, доц. \_\_\_\_\_

Регурецька Олександра Вадимівна

Гарант освітньої програми,

д.ю.н. \_\_\_\_\_

Примак Володимир Дмитрович

**Київ-2018**

## ЗМІСТ

### ВСТУП

### РОЗДІЛ 1. Теоретичні основи функціонування ринку цінних паперів та ринку акцій

1.1. Поняття «фінансовий ринок», «фондовий ринок» та «ринок цінних паперів»: теоретико-правові особливості.....	7
1.2. Поняття та класифікація цінних паперів.....	16
1.3. Акція як вид цінного паперу: правова природа та загальна характеристика.....	25

### РОЗДІЛ 2. Правова характеристика емісії акцій в Україні

2.1. Правові засади та порядок здійснення емісії акцій.....	30
2.2. Правове регулювання додаткової емісії та зупинення обігу акцій.....	40
2.3. Проблеми та шляхи вдосконалення правового регулювання порядку визнання емісії акцій недобросовісною та недійсною.....	52

### РОЗДІЛ 3. Правові засади обігу акцій

3.1. Поняття та правові особливості обігу акцій за законодавством України...58	58
3.2. Правові особливості реалізації переважного права акціонера на викуп акцій.....	64
3.3. Узагальнення судової практики з питань визнання недійсними договорів з продажу акцій.....	71
3.4. Правові проблеми розміщення акцій за межами України.....	80

### ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ

### СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

## ВСТУП

**Актуальність теми.** При аналізі економічного стану будь-якої держави, важливим показником, який свідчить про рівень її розвитку, є стан ринку цінних паперів. Роль та значення ринку цінних паперів полягає у тому, що при належному рівні його розвитку, він акумулює значні фінансові ресурси, перерозподіляє фінансові джерела та інвестиції між окремими виробництвами, галузями, а у випадку участі іноземних суб'єктів - і економіками різних країн.

Важливе значення для належного розвитку ринку цінних паперів має законодавство, що визначає статус учасників на ринку цінних паперів, порядок виконання окремих операцій та інші питання щодо ринку цінних паперів. Якісне та досконале законодавство є запорукою найбільш ефективного функціонування ринку цінних паперів в будь-якій державі. У разі, якщо законодавство належним чином регулює питання функціонування ринку цінних паперів в цілому, закріплює та гарантує права на цінні папери, забезпечує прозорість та зрозумілість фіксації цих прав, впорядковує діяльність професійних учасників, впроваджує світові стандарти та досягнення – ринок цінних паперів досягає вищого ступеня розвитку. При цьому, для України актуальним залишається питання вдосконалення правового регулювання відносин у цій сфері та усунення колізій та прогалин законодавства, що підтверджується численною кількістю судових спорів. Саме тому обрана тема роботи є актуальною.

Найпоширенішим видом цінних паперів є акція – це потужний фінансовий інструмент для залучення в підприємницьку діяльність грошових та інших ресурсів багатьох суб'єктів. Незважаючи на те, що правовому регулюванню акції, як виду цінних паперів, присвячена значна кількість монографій, підручників та окремих наукових статей, поза увагою залишаються комплексні дослідження сучасного стану ринку акцій, процедури емісії акцій, окремих правових проблем, таких як правове регулювання реалізації



переважного права акціонера на викуп акцій, проблеми розміщення акцій за межами України.

Окремі аспекти досліджуваної теми розглядали у своїх працях такі дослідники, як: В.А. Васильєва, О.К. Вишняков, О.М. Вінник, О.В. Дзера, І.С. Канзафарова, О.Р. Кібенко, В.М. Коссак, В.М. Кравчук, Н.С. Кузнецова, В.В. Луць, Р.А. Майданик, О.І. Онуфрієнко, В.І. Павлов, А.Я. Пилипенко, В.В. Посполітак, І.В. Спасибо-Фатєєва, В.І. Труба, Є.О. Харитонов, О.С. Швиденко, Я.М. Шевченко, О.В. Щербина, В.Л. Яроцький, О.І. Харитонova, І.В. Спасибо-Фатєєва та інші. При цьому, обрана тема потребує комплексного дослідження.

**Мета роботи** полягає в тому, щоб на основі аналізу чинного законодавства України та узагальнень практики його реалізації визначити теоретичні основи функціонування ринку акцій в Україні, а також дослідити проблему емісії акцій.

Відповідно до обраної мети визначені такі основні **завдання** дослідження:

- проаналізувати поняття «фінансовий ринок», «фондовий ринок» та «ринок цінних паперів»;
- дослідити поняття та основні критерії класифікації цінних паперів;
- з'ясувати правову природу акції як виду цінного паперу;
- визначити правові засади та порядок здійснення емісії акцій;
- охарактеризувати додаткову емісію акцій як механізм управління фінансовими ресурсами акціонерних товариств;
- окреслити проблеми законодавчого забезпечення зупинення обігу акцій;
- дослідити проблеми та шляхи вдосконалення правового регулювання порядку визнання емісії акцій недобросовісною та недійсною;
- проаналізувати поняття та правові особливості обігу акцій за законодавством України;

- відзначити проблеми правового регулювання реалізації переважного права акціонера на викуп акцій;
- узагальнити судову практику з питань визнання недійсними договорів з продажу акцій;
- проаналізувати правові проблеми розміщення акцій за межами України.

**Об'єктом** є суспільні відносини, що виникають у сфері емісії та обігу акцій.

**Предметом випускної кваліфікаційної роботи** є правове регулювання емісії та обігу акцій за законодавством України.

**Методи дослідження.** Методологію даної роботи склали загальнонаукові та спеціальні методи пізнання, що ґрунтуються на діалектиці та системно-функціональному підході.

За допомогою системного методу здійснювався аналіз механізму розвитку фінансового ринку у взаємозв'язку всіх його елементів; методу наукового абстрагування – здійснювалось узагальнення термінологічного апарату; методів аналізу й синтезу, індукції та дедукції – досліджувались окремі дослідженні особливості розвитку ринку цінних паперів, процедури емісії акцій; статистичний - оцінювалась динаміка розвитку ринку цінних паперів; узагальнення - формулювались пропозиції щодо ефективного розвитку ринку цінних паперів, внесення змін до законодавства.

Під час аналізу проблемних аспектів використовувались такі методи як спостереження, теоретичне і практичне моделювання, формально-логічне узагальнення правових явищ. Під час врахування окремих аспектів іноземного досвіду використовувався порівняльно-правовий метод. Під час виокремлення проблем та недоліків чинного законодавства та перспективних напрямків удосконалення застосовувався метод структурно-системного аналізу.

**Наукова новизна** даної роботи полягає у тому, що питання правового регулювання емісії та обігу акцій за законодавством України досліджено комплексно та систематизовано, з урахуванням усіх останніх змін в

законодавстві та суспільних відносинах. Внесено окремі пропозиції щодо вдосконалення вітчизняного законодавства.

**Практичне значення** одержаних результатів дослідження полягає в тому, що вони можуть бути використані у науково-дослідній сфері – положення та висновки дипломної роботи можуть бути основою для подальшої розробки проблем правового регулювання емісії та обігу акцій за законодавством України; правотворчості – в результаті дослідження сформульовано ряд пропозицій щодо внесення змін і доповнень до чинного національного законодавства.

**Публікація.** Окремі положення випускної кваліфікаційної роботи викладено у науковій статті «Правовий статус емітента на ринку цінних паперів», що опублікована у збірнику «Правове забезпечення підприємницької діяльності» Частина 2. – К.: Київ. нац. торг-економ. ун-т. – 2018. – с. 148 – 154.

**Структура роботи** Робота складається із вступу, трьох розділів, які містять одинадцять підрозділів, висновків, пропозицій та списку використаних джерел. Повний обсяг роботи становить 103 сторінки, із яких основна частина роботи займає 91 сторінки. Список використаних джерел складається із 100 найменувань.



## РОЗДІЛ 1

### ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА РИНКУ АКЦІЙ В УКРАЇНІ

#### 1.1. Поняття «фінансовий ринок», «фондовий ринок» та «ринок цінних паперів»: теоретико-правові особливості

Ринок цінних паперів будь-якої розвиненої держави є вагомим і необхідним елементом її економіки, зважаючи не лише на обсяги операцій, що на ньому здійснюються, а першочергово – на його значення для розвитку держави та її суб'єктів. Через ринок цінних паперів акумулюються грошові нагромадження кредитно-фінансових інститутів, корпорацій, підприємств, держав, приватних осіб і спрямовуються на виробниче та невиробниче вкладення капіталів. З огляду на це, Україна, як і будь-яка інша країна, зацікавлена у функціонуванні ефективного ринку цінних паперів – завданням ринку цінних паперів є створення умов та забезпечення повного та швидкого переливання заощаджень в інвестиції [92, с. 88].

Ринок цінних паперів як явище широко досліджується як представниками економічної, так і юридичної науки. Економічною наукою ринок цінних паперів переважно розглядається як складова частина ринку фінансових ресурсів, іншими частинами якого вважаються ринок банківських кредитів та валютний ринок. Найбільш тісно ринок цінних паперів межує саме з ринком банківських кредитів, їх інколи разом іменують ринком позичкових капіталів, де акумулюються вільні засоби виробництва підприємств і корпорацій у грошовій формі [41].

Щодо правової сутності ринку цінних паперів, то перш за все, проаналізуємо законодавчу базу його функціонування. Правовою базою функціонування вищевказаних ринків є кодекси і закони України, укази

Президента України, постанови Кабінету Міністрів України, нормативні акти Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР), міністерств і відомств, які в межах своїх повноважень, визначених чинним законодавством, здійснюють регулювання, контроль і підтримують правопорядок на фондовому ринку країни. Зокрема, слід відзначити Цивільний кодекс України [7], Кодекс України про адміністративні правопорушення [4], Кримінальний кодекс України [5], Закон України «Про депозитарну систему України» [12], Указ Президента України «Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку» від 23 грудня 2011 р. [18], розпорядження Президента України від 19 червня 1998 р. «Про заходи щодо прискорення розвитку фондового ринку України» [17].

Також в Україні є Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року, затверджена постановою Правління Національного банку України від 18.06.2015 № 391. Розробка та реалізація вищевказаної Програми має на меті створення фінансової системи такого рівня, яка буде спроможна забезпечувати стабільний економічний розвиток за рахунок ефективного перерозподілу фінансових ресурсів в економіці на основі розбудови повноцінного ринкового конкурентоспроможного середовища згідно зі стандартами Європейського Союзу.

Програма передбачає виконання комплексу заходів різноманітного характеру, таких як гармонізація вимог до учасників фондового ринку з директивами ЄС, стимулювання розвитку діяльності з управління цінними паперами, розширення лінійки корпоративних боргових цінних паперів та ін. [19].

Відповідно до положень Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» від 12 липня 2001 р. до ринків фінансових послуг належать професійні послуги на ринках банківських та інвестиційних послуг, операції з цінними паперами та інші види ринків, що забезпечують обіг фінансових активів [15].



З правової точки зору, законодавча дефініція закріплена, насамперед, у ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», за якою - фондовий ринок (ринок цінних паперів) - сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів) [16]. Бачимо, що законодавець не надає окремі визначення понять «фондовий ринок» та «ринок цінних паперів», а ототожнює ці два терміни, не наголошуючи на жодних відмінностях у їх змісті.

Яворська О.С., аналізуючи юридичне визначення вказує, що вищенаведена законодавча дефініція невірно поєднує під поняттям «ринок цінних паперів» як його учасників, так і правовідносини між ними. Адже ринок цінних паперів - це насамперед сукупність правовідносин щодо розміщення та обігу його інструментів, якими є цінні папери. Фактично у вищенаведеному Законі теж ототожнюються поняття «ринок цінних паперів» та «фондовий ринок». Таке ототожнення понять лише на перший погляд може видатися припустимим, але, по суті, аналізовані поняття охоплюють різні за змістом правовідносини між учасниками цих ринків.

Поняття «ринок цінних паперів» є ширшим за своєю суттю, оскільки охоплює сукупність правовідносин щодо розміщення та обігу цінних паперів між різними його учасниками як професійними, наприклад, торговці цінними паперами, зберігачі, депозитарії, інституційні інвестори тощо та індивідуальними інвесторами, що лише бажають зробити вдале розміщення належних їм вільних коштів у цінні папери з метою отримання прибутку. Фондовий ринок у буквальному його значенні - це сукупність правовідносин, що складаються між його учасниками щодо обігу цінних паперів на фондових біржах. Саме тут присутнє специфічне коло суб'єктів, відносини між ними формуються та розвиваються у рамках фондової біржі як організатора торгів за правилами, що цим організатором встановлені у межах, визначених законом. Адже для формування біржового ринку вагоме значення поряд із законодавчим регулюванням посідає локальне нормотворення та урегулювання відносин між

учасниками фондової біржі локальними актами біржі. Тому, лише на перший погляд, застосування термінології не має принципового значення. По-суті, ототожнюючи зазначені поняття, припускаються суттєвої помилки, оскільки йдеться про різні правовідносини між різними учасниками та про різний рівень їх правового регулювання. На думку дослідників ринку цінних паперів, однією з проблем при формуванні національного ринку цінних паперів було безсистемне використання основних термінів у цій сфері, зокрема, ототожнення понять «ринок цінних паперів» та «фондовий ринок» [98, с.22].

Необхідно зазначити, що з початку 90-х рр. ХХ ст. у науковій думці існувало поняття «ринок цінних паперів» як частина ринку позикових капіталів, де здійснювалася емісія і купівля-продаж цінних паперів. Це тлумачення частково відображало сутність цього соціально-економічного явища і було базою для первинного формування відносин ринку. Але економічні, правові й соціальні дослідження дозволили уточнити сутність терміна й розкрити його зміст як інструмента господарської практики.

В основі функціонування ринку лежать специфічні відносини між учасниками ринкового простору, які постають одночасно частиною ринку і його рушійною силою. Адже на ряду з економічним аналізом ринку цінних паперів необхідно розглядати відносини між суб'єктами й учасниками ринку, які можна класифікувати як відносини по цінним паперам — будь-які відносини, які виникають між особами у зв'язку з обігом, випуском, розміщенням або анулюванням цінних паперів. Ці відносини виникають, об'єктивно існують, розвиваються між особами (суб'єктами й учасниками ринку), а також можуть продовжуватися після припинення обігу цінних паперів і анулювання їх випуску [93, с.22].

Науковець Назаренко Л.В. у своїй роботі аналізує поняття «фондового ринку» та виділяє функціональний підхід, складовий підхід та підхід з руху фінансових ресурсів.

За функціональним підходом виокремлюються такі визначення «фондового ринку»:

- фондовий ринок (ринок цінних паперів) – система економічних відносин із приводу випуску й обігу цінних паперів між його учасниками (Кравченко Ю. Я.);
- фондовий ринок являє собою сукупність відносин цивільно-правового характеру, які опосередковують рух капіталів у формі цінних паперів (Гриньова В. М.);
- фондовий ринок – це система економіко-правових відносин, пов'язаних з випуском та обігом цінних паперів (Шкварчук Л. О.);
- фондовий ринок є системою економічних і правових відносин, пов'язаних із випуском та обігом цінних паперів (Шелудько В. М.);
- фондовий ринок – це система економічних відносин між тим, хто випускає і продає цінні папери, і тим хто їх купує і стає їх власником (Видяпіна В. І.).

Щодо складового (сегментного) підходу, Назаренко Л. В виокремлює наступні:

- фондовий ринок (ринок цінних паперів) – це частина ринку капіталів, де здійснюється купівля-продаж цінних паперів (Оскольський В. В.);
- фондовий ринок – сегмент фінансового ринку, на якому обертаються фінансові активи у формі цінних паперів і їх похідних (деривативи, ф'ючерси, опціони) з переважною часткою останніх (Кондрашихін А. Б., Рожманов В. Г., Пепа Т. В.);
- фондовий ринок – складова частина фінансового ринку – організований ринок цінних паперів. Це ринок реально існуючого капіталу (грошового та позичкового) і на макрорівні є регулятором економічних процесів, які стихійно протікають у національному господарстві (Ананішнов В. В.);
- фондовий ринок (ринок цінних паперів) – частина ринку капіталів, де здійснюються емісія, купівля та продаж цінних паперів (Янчинська Т. М.).



Щодо підходу з руху фінансових ресурсів, то виокремлюються наступні позиції:

- фондовий ринок – один з основних механізмів акумулювання заощаджень і їх трансформації в інвестиції (Кушлін В. І.);
- фондовий ринок акумулює грошові заощадження юридичних осіб і громадян та спрямовує їх на виробниче і невиробниче вкладання капіталів (Загородній А. Г.) [73, с.212].

Кравченко Ю.Я. наголошує, що фондовий ринок дозволяє капіталу входити із застійних або неприбуткових галузей і стікатися у найбільш прибуткові сектори економіки. Тому на фондовому ринку підприємства, які мають реальний потенціал, можуть залучити фінансові ресурси для здійснення перспективного проекту. Відповідно особи, які мають тимчасово вільні кошти, зможуть взяти участь у бізнесі перспективних компаній. Адже фондовий ринок у дослідженнях Кравченко Ю.Я. є перш за все ринком цінних паперів різноманітних корпорацій. Цей ринок забезпечує колективну оцінку багатьма учасниками ринку вартість активів кожної корпорації, акції яких фігурують на ринку, їхню вірогідну прибутковість і перспективність [61, с. 6 - 9].

У науковому дослідженні Любкіної О.В. сутність фінансового ринку пропонується розглядати як сукупність економічних відносин з приводу опосередкування руху грошових заощаджень від зберігача до споживача, що відбувається в процесі купівлі-продажу таких ресурсів під впливом попиту і пропозиції на фінансові активи. Автор, у свою чергу, визначає співвідношення понять ринку цінних паперів та фондового ринку за допомогою порівняння їх змісту: ринок цінних паперів як сегмент фінансового ринку забезпечує опосередкування і організацію руху заощаджень через сукупність угод з цінними паперами.

Що стосується фондового ринку, то він має бути частиною ринку цінних паперів, так само як фонди є певною категорією цінних паперів. Тому, як вважає Любкіна О.В., твердження про тотожність понять «ринки цінних

паперів» і «фондовий ринок», яке закріпилося у вітчизняній літературі, правильне не за суттю, а за практичним застосуванням [69, с.7].

З погляду Куліш О.А., фондовий ринок є складною, багатоаспектною системою соціально-економічних відносин, які виникають між суб'єктами господарювання стосовно руху тієї частки суспільного капіталу, що втілена у форму інвестиційних (фондових) цінних паперів [66, с. 3].

На думку Дідича О.В., поняття «ринок цінних паперів» визначається як система правовідносин, що формуються між його учасниками з приводу випуску та обігу цінних паперів, створення і функціонування елементів його інфраструктури [55, с. 9].

Іншої думки дотримується Андреев Д.О., який, визначаючи це поняття, акцентує на його економічній сутності, розуміючи ринок цінних паперів як частину ринку позикових капіталів, де здійснюється емісія, купівля-продаж цінних паперів та їх перепродаж. Він складається з фондового ринку та невеликого сегменту ринку цінних паперів, який, як зазначає Д. Андреев, у науковій літературі називають ринком грошових і товарних цінних паперів [33, с. 16-17].

На думку Горбика О., в широкому розумінні ринок цінних паперів - це система суспільних відносин, пов'язаних із випуском та торгівлею цінними паперами [49, с.18].

Професор Мозговий О.М. відокремлює поняття фондового ринку та ринку цінних паперів. На думку дослідника, є поняття фінансового ринку, яке включає до свого складу сфери обороту грошей і сфери обороту цінних паперів. Сфера обороту цінних паперів у вигляді ринку цінних паперів складається з фондового ринку і сфери грошового ринку, що у ній здійснюється оборот короткотермінових цінних паперів, яку можна розглядати як складову одночасно обох ринків [72, с. 11].

Про доцільність розмежування термінів «ринок цінних паперів» та «фондовий ринок» зазначає також Джус С.І. Ринок цінних паперів є

конкретнішим елементом фондового ринку й охоплює всі операції з базовими активами. Фондовий ринок є ширшим поняттям, що включає як ринок цінних паперів, так і операції із фондами (коштами) юридичних та фізичних осіб, пов'язані з інвестиційною діяльністю на регульованих або нерегульованих торговельних майданчиках. На думку дослідника, доцільно наступним чином визначити поняття «фондовий ринок»: фондовий ринок - це організована складова фінансового ринку певної країни, що являє собою сукупність емісійних, облікових і торговельних операцій інвестиційного характеру щодо базових фінансових активів та фінансових інструментів, здійснюваних за допомогою організаторів торгів, професійних учасників ринку та приватних інвесторів [54, с.58]

На думку Н. С. Кузнецової та Р. Р. Назарчука, фінансовий ринок - це сукупність правових відносин грошового характеру, які виникають між його учасниками у процесі купівлі-продажу фінансових активів під впливом попиту та пропозиції на позичковий капітал. У складі фінансового ринку, на думку авторів, як частини загального ринкового простору можливо виділити ринок банківських кредитів і ринок цінних паперів. Ринок цінних паперів є сукупністю 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 ним [65, с.6-8].

Досить вдалою, на нашу думку, вбачається позиція Гончарук Д.В., згідно з якою ринок цінних паперів визначено як сукупність суспільних відносин, що виникають у процесі випуску, продажу та обігу цінних паперів з метою більш ефективного використання фінансових ресурсів [48, с.6]

Аналізуючи вищевикладене, існуючі поняття фінансового, фондового ринку й ринку цінних паперів мають значні подібності. Насамперед, об'єднує ці дефініції схожість функцій, а також об'єкт обігу, яким виступають грошові ресурси. Відмінності понять пов'язані з існуванням різних інституційних форм,



спрямованих на організацію цього обігу, різних форм трансформації грошових ресурсів (фінансових інструментів, цінних паперів).

Поняття фінансовий ринок покликане об'єднати всі форми організації обігу грошових ресурсів. Фондовий ринок та ринок цінних паперів трактуються як більш вузькі за охопленням сфери.

Підсумовуючи, на нашу думку, законодавча дефініція «ринку цінних паперів», яка закріплена у ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», потребує законодавчого вдосконалення з огляду на два суттєві аспекти. По-перше, не зовсім доречним, на нашу думку, законодавцем визначено поняття «фондовий ринок» та поняття «ринок цінних паперів» як синонімічні, оскільки вказані поняття охоплюють різні за змістом правовідносини між учасниками цих ринків. Поняття «ринок цінних паперів» є ширшим за своєю суттю, охоплює сукупність правовідносин щодо розміщення та обігу цінних паперів між різними його учасниками, наприклад, торговцями цінними паперами, зберігачами, депозитаріями та ін.

Фондовий ринок - це сукупність правовідносин, що складаються між його учасниками щодо обігу цінних паперів на фондових біржах. Саме тут присутнє специфічне коло суб'єктів, відносини між ними формуються та розвиваються у рамках фондової біржі як організатора торгів за правилами, що цим організатором встановлені у межах, визначених законом. Другим важливим аспектом є те, що вище досліджувана законодавча дефініція поєднує під поняттям «ринок цінних паперів» як його учасників, так і правовідносини між ними, але, на нашу думку, більш доречно було б визначити ринок цінних паперів як сукупність правовідносин щодо розміщення та обігу його інструментів, якими є цінні папери.

## 1.2. Поняття та класифікація цінних паперів

Цінні папери є невід'ємними атрибутами життя та ділового обігу, які забезпечують функціонування товарообмінних операцій. Цінні папери виступають важливим правовим інструментом, який забезпечує вільний оборот майнових благ та ефективну реалізацію різноманітних майнових та немайнових інтересів учасників цивільного обороту, в т.ч. і держави.

Як слушно відзначає Сон-Пюігреньє П.Ю., поєднання речових та зобов'язальних прав гармонізовано у законодавчому визначенні цінного паперу згідно із законодавством України [91, с.74].

Відповідно до ч. 1 ст. 194 Цивільного кодексу України та ч. 1 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» цінний папір визначається як документ установленної форми з відповідними реквізитами, що посвідчує грошове або інше майнове право, визначає взаємовідносини емітента цінного папера (особи, яка видала цінний папір) і особи, яка має права на цінний папір, та передбачає виконання зобов'язань за таким цінним папером, а також можливість передачі прав на цінний папір та прав за цінним папером іншим особам [7; 16].

Законодавче визначення цінного паперу, що міститься у ч. 1 ст. 163 Господарського кодексу України є майже тотожним з попереднім з тією лише відмінністю, що Господарський кодекс України до суб'єктів, які можуть випускати (видавати) цінні папери, відносить тільки суб'єктів господарювання [3].

Цінні папери – це особливий товар, який можна продавати, купувати, дарувати, обмінювати, закладати, передавати, зберігати, передавати у спадок за правилами, які визначаються чинним законодавством. Мірою споживчої вартості виступає якість цінного паперу, яка залежить від таких характеристик:

– ліквідність (ступінь втілення його права на перехід від одного власника до іншого);

- прибутковість (ступінь втілення його права на отримання доходу власником);
- ризик (невизначеність, пов'язана зі здійсненням прав, котрі надає цінний папір).

Ліквідність цінних паперів – це ефективність, дієвість; платоспроможність; здатність позичальника забезпечити своєчасне виконання боргових зобов'язань; здатність ринку поглинати цінні папери, міра продажу їх за того рівня цін, що існує, без істотної зміни. Прибутковість цінних паперів – це відношення річного доходу за цінним папером до його ринкової ціни; норма прибутку, одержуваного власником цінного паперу. Ризик цінного паперу – небезпека виникнення непередбачених втрат очікуваного прибутку, доходу або майна, грошових коштів, інших ресурсів у зв'язку з непередбаченою зміною умов економічної діяльності, несприятливими обставинами. Вимірюється частотою, імовірністю виникнення того чи іншого рівня втрат [56, с.4].

На думку Яроцького В.Л., цінні папери - це виражені в документарній чи бездокументарній формі паперові документи з обов'язковими реквізитами або здійснені зберігачем облікові записи, що мають особливе інструментальне призначення (об'єкт-інструмент) у механізмі правового регулювання емісійно-посвідчувальних відносин, легітимують уповноважену особу як правоволодільця, посвідчують належні йому змістовно стандартизовані майнові права [100, с.477].

Якщо проаналізувати окремі аспекти закордонного досвіду правового регулювання, то можемо звернути увагу на наступне. У законодавстві Німеччини взагалі відсутнє законодавче визначення поняття цінного паперу. Визначення, яке наводиться у літературі, є доволі описовим. Так, під цінним папером розуміють документи, в яких права власника закріплені таким чином, що для їх здійснення необхідне володіння даним документом. За законодавством США, цінні папери - це письмові документи, які є дольовими паперами корпорації (акції) або свідчать про заборгованість (облігації,



сертифікати). У Великобританії під цінним папером розуміють інвестиції, які набирають форму акцій або облігацій. Відповідно до законодавства Республіки Польща, цінним папером є документ, який засвідчує наявність визначеного майнового права у такий спосіб, що без наявності такого документа не можна реалізувати це право, а передання власності на такий документ спричиняє передання також і права, яке ним посвідчується. В Уставі Республіки Польщі «Про публічний обіг цінних паперів» перелічені види цінних паперів, до яких відносять: акції, права на акції, депозитарні посвідчення, облігації, заставні документи, інвестиційні сертифікати, інші цінні папери, емітовані на підставі належних правил права польського або загального. Відповідно до Цивільного кодексу Республіки Казахстан цінним папером є документ встановленої форми, та з усіма необхідними реквізитами, який посвідчує майнові права, реалізація чи передання яких можливе лише при його пред'явленні. Закон Республіки Узбекистан визначає цінні папери як грошові документи, які посвідчують майнові права чи відносини позики між особою, яка їх випустила і їх власником, які передбачають виплату доходу у вигляді дивідендів чи відсотків і можливість передання прав, які випливають з цих документів, іншим особам [98, с.34-35].

Аналіз особливостей функціонування в цивільному обороті цінних паперів документарної і бездокументарної форм випуску і обігу дає підстави виокремити додаткові їх ознаки. Як окрема ознака документарних цінних паперів може розглядатися лаконічність їх форми і реквізитів, тобто стислість викладу даних щодо характеру і обсягу посвідчених ними майнових прав. Можливість вирізнення такої ознаки пояснюється тим, що правова інформація, яка становить зміст документарного цінного папера, підлягає викладу з дотриманням передбачених для відповідного його виду форми і реквізитів на одному бланку сертифіката, виготовленому друкарським способом. Умови випуску цінних паперів, що здатні приносити фінансовий дохід (акцій, облігацій), можуть передбачати його виплату на підставі фізично

відокремлених (але юридично пов'язаних) від основного бланка їх сертифіката документів — купонних аркушів. Лаконічність викладу правової інформації щодо характеру і обсягу посвідчених цінними паперами майнових прав як їх ознака обумовлена необхідністю забезпечення максимальної стислості (і водночас чіткості) викладу їх реквізитів. Лаконічність викладу даних щодо характеру та обсягу посвідчених цінними паперами майнових прав як їх загальна ознака характерна і для бездокументарної форми їх випуску.

Бездокументарний цінний папір також є лаконічним із погляду на обсяг правової інформації, що міститься в ньому. За допомогою рахунку в цінних паперах здійснюється облік прав правоволодільця, посвідчених відповідною кількістю бездокументарних цінних паперів (подібно до обігу безготівкових коштів), через механізм перерахування яких забезпечується оборотоздатність посвідчених ними майнових прав.

Додатковою ознакою документарних цінних паперів, також взаємопов'язаною з їх літеральністю, є уніфікованість змісту документа. Ця ознака характеризує їх інструментальну правову природу і полягає в тому, що посвідчене цінним папером майнове право як комплекс визначених законодавством стандартизованих правомочностей, завжди є однаковим, типовим, уніфікованим для всіх документів даної форми випуску, а також видової і групової приналежності. Зміст і характер посвідчених цінними паперами майнових прав визначає їх віднесення до відповідної групи і виду [100, с.478].

Загалом, виходячи з наведених легальних визначень, можна виділити ряд ознак, властивих для цінних паперів. Так, В.В. Посполітак вважає, що для будь-якого цінного паперу характерними є такі ознаки:

- 1) цінним папером є документ;
- 2) документ має бути встановленої форми;
- 3) документ має містити відповідні реквізити;

- 4) документ має посвідчувати грошове або інше майнове право, яке визначає взаємовідносини між особою, яка його випустила (видала), і власником;
- 5) документ передбачає виконання зобов'язань згідно з умовами його випуску (видачі),
- 6) документ передбачає можливість передачі прав, що впливають з нього, іншим особам.

Форма цінного паперу впливає на порядок обліку та передачі прав за цінними паперами, проте не впливає на об'єм прав за цінним папером, тобто на зобов'язальні відносини між власником цінного паперу та особою, зобов'язаною за цінним папером (емітентом). При цьому, цінний папір може існувати лише в чітко визначеній, передбаченій для нього законодавством формі – документарній або бездокументарній (чи в будь-якій із них). Відповідно до ч. 2 ст. 196 Цивільного кодексу України документ, який не відповідає формі, встановленій для цінних паперів, не є цінним папером [82, с.95].

Здійснюючи огляд ознак цінних паперів, дослідники Гаращенко Л.П., Шкуратовський В.С. наголошують на тому, що важливою ознакою цінного паперу є оборотоздатність, тобто можливість вільної передачі документа від однієї особи до іншої. При передачі цінного паперу до нового власника переходять усі права, які закріплюються у цінному папері в сукупності. Слід зауважити, що чинне законодавство України містить положення, які встановлюють обмеження для передачі деяких видів цінних паперів [46, с.115].

З ознакою оборотоздатності тісно пов'язана інша ознака цінних паперів, а саме ознака публічної достовірності. У Цивільному кодексу України вказана ознака цінних паперів відображена у п. 2 ст. 198, відповідно до якої відмова від виконання зобов'язання, посвідченого цінним папером, з посиланням на відсутність підстави зобов'язання або на його недійсність не допускається.



Цивільним кодексом України передбачено, що в Україні встановлений закритий перелік цінних паперів, які можуть знаходитись у торговому обігу. Так, відповідно до п. 2 ст. 195 Цивільного кодексу України види цінних паперів, порядок їх обігу встановлюються законом. Тобто визначається необхідність віднесення документів чи інших об'єктів до цієї категорії законами чи у встановленому ними порядку. У вітчизняній науці цивільного права традиційним є підхід, відповідно до якого цінні папери визнаються рухомими речами, у зв'язку з чим до цінних паперів застосовуються загальні положення речового права. Така позиція аргументується тим, що призначенням цінних паперів є прискорення і спрощення процедури передачі прав, які в них втілені у порівнянні із загальними положеннями цивільного права щодо передачі майнових прав. Вказане положення закріплене у ст. 177 Цивільного кодексу України, в якій зазначено, що об'єктами цивільного права є речі, у тому числі гроші та цінні папери [7].

Поширення норм речового права на цінні папери стає можливим за рахунок наявності матеріального об'єкта – документа. Таким чином, документ і права, що в ньому інкорпоровані, мають настільки тісний зв'язок, що передача прав на документ призводить до передачі прав з документа.

Науковцями виділяється ряд причин віднесення цінних паперів до рухомих речей:

- 1) цінні папери засвідчували переважне право на набуття майнових цінностей – речей у вузькому сенсі або грошей;
- 2) цінні папери самі існували у вигляді матеріальних об'єктів (паперових документів);
- 3) між цінними паперами і засвідчуваними ними правами існував тісний взаємозв'язок;
- 4) зв'язок цей носив такий характер, що спосіб передачі прав, засвідчених цінним папером, мав очевидну схожість з одним із способів передачі речових

прав (і те і інше може здійснюватись шляхом матеріального предмету – документа або речі відповідно) [64, с. 61].

Додатковою перевагою визнання цінних паперів речами є можливість захищати права власників цінних паперів за допомогою юридичних засобів речового права. Зокрема у випадку порушення права володіння цінним папером, що є складовою права власності, для його власника існує забезпечена законом можливість подати віндикаційний позов з метою захисту своїх прав. Однак можна сказати, що цінні папери є специфічними речами, адже їх власник не має усіх повноважень, які характерні для права власності на інші речі [46, с.115].

Зміст цінних паперів можуть становити різні категорії суб'єктивних цивільних прав – речові, зобов'язальні, членства в корпорації тощо. Яроцький В.Л. справедливо уточнює, що цінні папери можуть посвідчувати як окремі з цих прав, так і їх комбінаційні поєднання. Наприклад, нормативно визначена комбінація декількох правових можливостей, що набувають у зв'язку з цим характеру окремих правомочностей посвідченого цінним папером єдиного майнового права, становить зміст акції [100, с. 25–26].

В Україні у цивільному обороті застосовують 4 основні групи цінних паперів:

1. Пайові цінні папери - засвідчують участь у статутному капіталі, надають їх власникам право на участь в управлінні емітентом та одержанні частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, і частини майна при ліквідації емітента;
2. Боргові цінні папери, які засвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання емітента сплатити у визначений термін кошти відповідно до зобов'язання;
3. Похідні цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом терміну, визначеного договором цінних паперів, інших фінансових та (або) товарних ресурсів;

4. Товаророзпорядчі цінні папери, які надають їх тримачеві право розпоряджатися майном, вказаним у цих документах [46, с.116].

Ганзюк С.М. вказує, що доцільним є виділення таких груп цінних паперів:

1) пайові цінні папери – цінні папери, які посвідчують участь їх власника у статутному капіталі (крім інвестиційних сертифікатів та сертифікатів ФОН), надають власнику право на участь в управлінні емітентом (крім інвестиційних сертифікатів та сертифікатів ФОН) і отримання частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, та частини майна у разі ліквідації емітента (крім сертифікатів ФОН).

До пайових цінних паперів відносяться:

- а) акції;
- б) інвестиційні сертифікати;
- в) сертифікати ФОН;
- г) акції корпоративного інвестиційного фонду;

2) боргові цінні папери – цінні папери, що посвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання емітента, або особи яка видала неемісійний цінний папір, сплатити у визначений строк кошти, передати товари або надати послуги відповідно до зобов'язання.

До боргових цінних паперів відносяться:

- а) облігації підприємств;
- б) державні облігації України;
- в) облігації місцевих позик;
- г) казначейські зобов'язання України;
- д) ощадні (депозитні) сертифікати;
- е) векселі;
- ж) облігації міжнародних фінансових організацій;
- з) облігації Фонду гарантування вкладів фізичних осіб;



3) іпотечні цінні папери – цінні папери, випуск яких забезпечено іпотечним покриттям (іпотечним пулом) та які посвідчують право власників на отримання від емітента належних їм коштів.

До іпотечних цінних паперів відносяться:

- а) іпотечні облігації;
- б) іпотечні сертифікати;
- в) заставні;

4) приватизаційні цінні папери – цінні папери, які посвідчують право власника на безоплатне одержання у процесі приватизації частки майна державних підприємств, державного житлового фонду, земельного фонду;

5) похідні цінні папери – 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;

б) товаророзпорядчі цінні папери – цінні папери, які надають їхньому держателю право розпоряджатися майном, вказаним у цих документах [60, с.9].

Михальчишина Л.Г. вказує, що проаналізувавши класифікацію цінних паперів за групами, ми бачимо певні розбіжності. В Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» наявні такі групи, як іпотечні цінні папери, та приватизаційні цінні папери, а в Цивільному кодексі України таке групування відсутнє. Варто зазначити, що такі види цінних паперів, як іпотечні облігації, іпотечні сертифікати та заставні за Цивільним кодексом України, відносяться до пайових цінних паперів, що суперечить економічній сутності даних паперів. Що, відповідно, спричинило виникнення в законодавстві України такого недоліку, як відсутність переліку видів цінних паперів з таких груп цінних паперів, як приватизаційні, похідні та товаророзпорядчі цінні папери. Відсутність комплексного підходу дозволяє внести свої пропозиції щодо удосконалення класифікації цінних паперів, а саме доповнити ст. 195 «Групи та види цінних паперів» Цивільного кодексу України [71, с.259].

Отже, цінні папери - це документи, які засвідчують зобов'язальні відносини між особою, яка їх випустила, та особою, яка є їхнім власником. Документ вважається цінним папером якщо відповідно до законодавства він може бути самостійним об'єктом прав. Якість цінного паперу залежить від таких характеристик: ліквідність (ступінь втілення його права на перехід від одного власника до іншого), прибутковість (ступінь втілення його права на отримання доходу власником), ризик (невизначеність, пов'язана зі здійсненням прав, котрі надає цінний папір). Цінні папери в залежності від виду засвідчують наявність певних правовідносин, зокрема: корпоративних прав (як акції), відносин позики (як облігації), а також передбачають можливість передачі всіх прав, що випливають із цих документів, іншим особам шляхом передачі прав на сам цінний папір.

### **1.3. Акція як вид цінного паперу: правова природа та загальна характеристика**

Законодавче визначення поняття «акція» міститься в ч. 1 ст. 6 Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок», згідно з якою акція визначається як іменний цінний папір, який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства, у тому числі право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та право на отримання частини майна акціонерного товариства в разі його ліквідації, право на управління акціонерним товариством, а також немайнові права, передбачені Цивільним кодексом України та законом, що регулює питання створення, діяльності й припинення акціонерних товариств [16].

Отже, передбачено, що акція надає своєму власнику не лише майнові права, а ще й ряд немайнових прав.

Разом з тим, не всіма науковцями підтримується таке визначення. Так, Заборовський В.В. цілком слушно вказує на недолік терміну «акція», наведеного у ч.1 ст.6 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», оскільки з аналізу цього визначення випливає, що законодавець право на участь в управлінні справами акціонерного товариства розглядає як майнове, а це суперечить цивільно-правовій доктрині, за якою таке право є одним із основних немайнових прав акціонерів [53, с.5].

Під поняттям «акція» розуміється цінний папір, який свідчить про те, що його власник вніс певний пай в акціонерне товариство та має право отримувати прибуток у вигляді дивіденду. У такому разі дивіденд – це частина чистого прибутку акціонерного товариства, що виплачується акціонеру з розрахунку на одну належну йому акцію певного типу та/або класу. За акціями одного типу й класу нараховується однаковий розмір дивідендів. Також слід зазначити, що акціонер не може вимагати повернення свого вкладу від акціонерного товариства, оскільки повернути кошти акціонер може лише в результаті продажу акцій іншій особі чи товариству.

Акція виступає як певна форма фіксації майнової участі в господарському товаристві. Акція як об'єкт прав виникає у зв'язку з тим, що певна особа передає оборотоздатне майно як вклад у власність товариства (у категоріях інвестиційного права - інвестицію) і, відповідно, втрачає право власності на таке майно. Натомість така особа набуває право власності на певний оборотоздатний еквівалент - акцію, який стає субституттом, заміником вкладу (у категоріях інвестиційного права - об'єктом інвестування).

Також потрібно відзначити, що однакова номінальна вартість і неподільність акцій, а також той факт, що кожна проста чи привілейована акція певного класу надає її власнику однаковий обсяг прав щодо товариства (ч. 1 ст. 25, ч. 1 ст. 26 Закону України «Про акціонерні товариства»), дає змогу розглядати також акцію як одиницю виміру корпоративних прав.



Дискусійним у юридичній літературі є питання щодо видів акцій, оскільки науковці наводять багато критеріїв поділу акцій та виділяють ще більше їх видів. Так, розрізняють акції з номінальною вартістю та без визначення номінальної вартості, голосуючі й неголосуючі акції, оголошені, засновницькі, акції працівників, вінкульовані, преміальні та низку інших видів акцій [53, с.58].

З огляду те, що на початковій стадії існування цінних паперів акції були виключно на пред'явника та протягом значного періоду часу законодавством України допускався випуск як іменних акцій, так і акцій на пред'явника, виникає потреба в дослідженні такої додаткової кваліфікації акцій, яка визначає особливості щодо переходу права власності на них.

Так, одним із критеріїв класифікації акцій є їх поділ за способом визначення особи власника на іменні акції (registered shares) та акції на пред'явника (bearer shares). Сьогодні в Україні дозволений випуск лише іменних акцій. Такий висновок можна зробити на підставі аналізу норм ст. 6 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», у якій сказано, що акція – це іменний цінний папір (ч. 1 ст. 6), акціонерне товариство розміщує лише іменні акції (п. 1 ч. 4 ст. 6). Отже, в Україні з моменту набрання чинності Законом України «Про цінні папери і фондовий ринок» забороняється випуск акцій на пред'явника [97, с.93-94].

Також доцільно проаналізувати ознаки акції як виду цінного паперу, що виражають її правову природу. До них зазвичай відносять наступні: 1) формалізм акції; 2) початок презентації; 3) публічна достовірність; 4) легальна основа віднесення паперу до ряду цінних паперів; 5) неподільність прав, посвідчених акцією; 6) дуалістична природа акції; 7) транзитивність. Крім того, слід зауважити, що акція належить до емісійних цінних паперів та є корпоративним цінним папером [53, с.22].

Основною класифікацією акцій у юридичній літературі є їх поділ на прості (common shares) та привілейовані (preferred shares). При цьому, араста

акція надає їй власникові класичну тріаду прав (на отримання дивідендів, на отримання частки під час ліквідації товариства та на управління акціонерним товариством) [95, с. 27].

Отже, одна проста акція – це мінімальний набір прав, яким може володіти акціонер. Відповідно, якщо акціонер має більшу кількість акцій, то відповідно і більше прав. Поява привілейованих акцій пов'язана з намаганням акціонерних товариств отримати додаткові засоби до статутного капіталу, надаючи водночас таким акціонерам мінімальну можливість особистої участі в управлінні товариством. Випуск привілейованих акцій дає можливість залучати засоби та не допускати сторонніх осіб до управління. Акції називаються привілейованими, оскільки їх власники мають низку переваг (привілеїв) порівняно з власниками простих акцій. Надання акціонеру цих переважних прав у свою чергу компенсується обмеженням права брати участь в управлінні акціонерним товариством.

Отже, власнику привілейованої акції надається переважне право на отримання дивіденду. Аналізуючи норми чинного законодавства, можемо стверджувати, що суть цього переважного права акціонерів (власників привілейованих акцій) полягає в тому, що виплата дивідендів проводиться в розмірі, зазначеному в акції, незалежно від розміру отриманого товариством прибутку у відповідному році. Якщо чистий прибуток відповідного року є недостатнім (або взагалі відсутній), виплата дивідендів за привілейованими акціями проводиться за рахунок резервного фонду [97, с.95].

Іншим привілеєм є перевага на отримання частини майна акціонерного товариства в разі його ліквідації. Перевага при цьому реалізується лише перед власниками простих акцій. Щодо Закону України «Про акціонерні товариства» [8], а саме ч. 1 ст. 89, то він уже визначає 9 черг під час розподілу майна акціонерного товариства, яке ліквідується.

Таким чином, під поняттям «акція» законодавець визначає іменний цінний папір, який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що

стосуються акціонерного товариства, у тому числі право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та право на отримання частини майна акціонерного товариства в разі його ліквідації, право на управління акціонерним товариством, а також немайнові права, передбачені Цивільним кодексом України та законом, що регулює питання створення, діяльності й припинення акціонерних товариств. Характерними ознаками акції як виду цінного паперу, що виражають її правову природу, є наступні: формалізм акції, публічна достовірність, легальна основа віднесення паперу до ряду цінних паперів, неподільність прав, посвідчених акцією, дуалістична природа акції, транзитивність.



## РОЗДІЛ 2

### ПРАВОВА ХАРАКТЕРИСТИКА ЕМІСІЇ АКЦІЙ В УКРАЇНІ

#### 2.1. Правові засади та порядок здійснення емісії акцій

Будь-яка компанія повинна мати певний обсяг статутного капіталу. Його формування в акціонерних товариствах здійснюється шляхом емісії акцій. Одночасно акції служать інструментом, що визначає частку засновників у статутному капіталі фірми. Також, здійснюючи емісію акцій, компанія залучає фінансові ресурси, необхідні їй для поточної та інвестиційної діяльності. Саме тому емісія акцій має важливе значення.

Основними нормативно-правовими актами у даній сфері правового регулювання є: Цивільний кодекс України [7], Закони України «Про господарські товариства» [11], «Про цінні папери та фондовий ринок» [16], «Про акціонерні товариства» [8] та інші нормативно-правові акти. Серед підзаконних нормативно-правових актів слід зазначити Порядок здійснення емісії та реєстрації випуску акцій акціонерних товариств, які створюються шляхом злиття, поділу, виділу чи перетворення або до яких здійснюється приєднання, затверджений Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку 09.04.2013 № 520, зареєстрований в Міністерстві юстиції України 21 травня 2013 р. за № 795/23327 [23].

Відзначимо, що фінансовий ринок, як механізм, що забезпечує акумуляцію й перерозподіл капіталу займає основне місце в ринковій економіці. Особливою складовою фінансового ринку є ринок цінних паперів. В Україні ринок цінних паперів має своєрідну модель, яка набула національних рис, що пов'язано з приватизацією державного майна. Приватизація як перерозподіл капіталу стала причиною появи цінних паперів, головна функція яких є залучення інвестиції в економіку та перерозподіл власності [70, с. 120].

Важливим показником для українського ринку цінних паперів є досягнення рівня світових фінансових ринків, збільшення попиту на акції українських емітентів з боку іноземних фондів, а також поступове переміщення на фондовий ринок засобів з валютного ринку і ринку банківських депозитів.

Слід зазначити, що згідно з інформацією Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку щодо розвитку фондового ринку України протягом січня-серпня 2017 року, загальний обсяг випусків емісійних цінних паперів, становив 121,7 млрд грн. Це виявилось на 63,56 млрд грн. більше показника січня-серпня 2016 року [85].

Досліджуючи питання емісії акцій, доцільно перш за все визначитись із поняттям емісії та емітентів. Одним із ключових учасників на фондовому ринку є емітент, оскільки саме за його ініціативи відбувається виникнення відносин і правових зв'язків між іншими учасниками фондового ринку. Емітенти є, з одного боку, споживачами інвестиційних ресурсів, а з іншого - виступають джерелом фінансових ресурсів, що повертаються інвесторам, тобто, з огляду на їх статус, відіграють подвійне значення на ринку цінних паперів.

Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» до учасників фондового ринку віднесено емітентів або осіб, що видали неемісійні цінні папери, інвесторів в цінні папери, інституційних інвесторів, професійних учасників фондового ринку, об'єднання професійних учасників фондового ринку, у тому числі саморегулювні організації професійних учасників фондового ринку.

Щодо дефініції «емітент», то законодавець вказане поняття викладає наступним чином: емітенти - це юридична особа, у тому числі Фонд гарантування вкладів фізичних осіб, Автономна Республіка Крим або міська рада, а також держава в особі уповноважених нею органів державної влади чи міжнародна фінансова організація, які від свого імені розміщують емісійні цінні папери та беруть на себе зобов'язання за ними перед їх власниками [16].

Таким чином, можна зробити висновок, що відповідно до Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок» емітенти є одними із учасників ринку цінних паперів (це поняття ототожнюється з поняттям фондовий ринок).

Стосовно правових ознак емітента, на думку Полуховича В.І., до них слід віднести наступні. По-перше, визначено перелік суб'єктів, які можуть виступати як емітенти: органи державної влади, органи місцевого самоврядування, юридичні особи. Вичерпного переліку юридичних осіб, що мають право емітувати цінні папери, законодавство не містить. Проте такий перелік може бути визначений шляхом закріплення в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» переліку емісійних цінних паперів, кожен з яких має свій правовий статус та умови випуску. Одночасно такий перелік емісійних цінних паперів стане критерієм для невключення, наприклад, фізичних осіб до складу емітентів. Так, фізичні особи мають право випускати (видавати) такі цінні папери, як вексель, заставна, однак ці цінні папери не є емісійними, тому фізична особа не визначається емітентом.

По-друге, емітент має виконати встановлений порядок дій, наприклад, випуск та розміщення цінних паперів, тобто емітент, коли здійснює випуск, бере участь у багатьох правовідносинах, що мають місце на фондовому ринку. Проте це не означає, що, виступаючи в якості емітента, суб'єкт не може паралельно брати участь в іншій діяльності, в тому числі професійній, на фондовому ринку (наприклад, випадки емісії акцій фондовою біржею). Адже щодо даної діяльності не поширюються існуючі обмеження, наприклад, на поєднання професійних видів діяльності.

По-третє, має місце певна специфіка встановлення правового статусу через систему обов'язків (наприклад, з оплати засновниками повної вартості цінних паперів при першому (приватному) розміщенні акцій акціонерного товариства; з розкриття інформації щодо них тощо).



Основною особливістю є те, що скориставшись правом на випуск цінних паперів, емітент автоматично підпадає під «зобов'язальний правовий режим» своєї участі на ринку цінних паперів [81, с.168].

Таким чином, беручи до уваги вищенаведену позицію, слід виокремити три характерні властивості статусу емітентів:

- законодавчо визначений перелік суб'єктів, які можуть виступати як емітенти: органи державної влади, органи місцевого самоврядування, юридичні особи;
- наявність передбаченого та визначеного порядку дій, які має виконати емітент, наприклад, випуск та розміщення цінних паперів, тобто емітент, коли здійснює випуск, бере участь у багатьох правовідносинах, що мають місце на фондовому ринку;
- наявність певної специфіки встановлення правового статусу через систему обов'язків, якими наділяється емітент.

Основним законодавчим актом у сфері емісії акцій є Закон України «Про акціонерні товариства», в якому визначено можливі види цінних паперів, які можуть емітувати акціонерні товариства. Розділ IV вказаного закону регулює цінні папери акціонерного товариства, та містить статті, які визначають порядок здійсненні емісії цінних паперів, особливості акцій товариства, оплати цінних паперів, обігу цінних паперів акціонерних товариств та ін..

Відповідно до ст. 20 «Акції товариства», передбачено, що акція товариства посвідчує корпоративні права акціонера щодо цього акціонерного товариства. Акції товариств існують виключно в бездокументарній формі. Також зазначеною статтею визначено, що акціонерне товариство може здійснювати розміщення акцій двох типів - простих та привілейованих. Статутом товариства може передбачатися розміщення одного чи кількох класів привілейованих акцій, що надають їх власникам різні права.

Стаття 21 Закону України «Про акціонерні товариства» передбачає процедуру емісії цінних паперів. Акціонерне товариство може здійснювати

емісію акцій або інших цінних паперів, які можуть бути конвертовані в акції, тільки за рішенням загальних зборів. Товариство може здійснювати розміщення інших цінних паперів, крім акцій та інших цінних паперів, які можуть бути конвертовані в акції, за рішенням наглядової ради, якщо інше не передбачено його статутом [8].

Відзначимо, що емісія акцій характеризується етапністю її здійснення. При цьому, емісія являє собою процес, який передбачає не лише розміщення цінних паперів серед інвесторів, але й низку дій до та після цього. Елементи, з яких складається емісійний юридичний склад, накопичуються у певній послідовності. Загальний перелік етапів, за якими здійснюється емісія акцій, визначений у ст. 29 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

Згідно з ч.1вищевказаної статті, емісія акцій здійснюється за такими етапами:

- 1) прийняття рішення про емісію цінних паперів органом (особою) емітента, уповноваженим приймати таке рішення;
- 2) укладення у разі потреби договору з андеррайтером;
- 3) подання до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку заяви, рішення про емісію цінних паперів і всіх необхідних документів для реєстрації випуску цінних паперів;
- 4) реєстрація Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку випуску цінних паперів та видача тимчасового свідоцтва про реєстрацію випуску цінних паперів;
- 5) укладення з Центральним депозитарієм цінних паперів або з Національним банком України договору про обслуговування випусків цінних паперів (за відсутності такого договору);
- 6) присвоєння цінним паперам міжнародного ідентифікаційного номера;
- 7) реалізація акціонерами свого переважного права на придбання акцій додаткової емісії у порядку, встановленому Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку;

- 8) розміщення цінних паперів;
- 9) затвердження результатів емісії цінних паперів органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення;
- 10) внесення до статуту акціонерного товариства змін, пов'язаних із збільшенням статутного капіталу товариства, з урахуванням результатів емісії акцій;
- 11) реєстрація змін до статуту акціонерного товариства в органах державної реєстрації;
- 12) подання до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку заяви і всіх необхідних документів для реєстрації звіту про результати емісії цінних паперів;
- 13) реєстрація Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати емісії цінних паперів та видача свідоцтва про реєстрацію випуску цінних паперів [16].

З вищевикладеного можна зробити висновок, що емісія акцій – це досить довготривалий процес, який включає в себе велику кількість етапів, кожен із яких регламентується законодавством та контролюється компетентними органами.

Також слід зазначити, що законодавство чітко регламентує неможливість використання та застосування принципу мовчазної згоди до процесу реєстрації Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку випуску цінних паперів. Крім того, факт реєстрації випуску цінного паперу не може розглядатися як гарантія їх вартості, а Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку відповідає лише за повноту інформації, що міститься у рішенні про емісію цінних паперів, та за її відповідність вимогам законодавства.

Щодо переліку підстав для відмови в реєстрації випуску цінних паперів, то їх вичерпний перелік наведено у ч.5 ст. 30 вищевказаного Закону (зокрема, це і невідповідність документів вимогам законодавства, наявність певних



розбіжностей, неповнота інформації та ін.). Але вказаний перелік є вичерпним, тобто Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку не може відмовити у реєстрації випуску цінних паперів з інших, не визначених законодавством підстав.

Важливим в процесі здійснення емісії акцій є питання безпеки акціонерного товариства, його належного захисту. В науці виділяють основні напрями забезпечення безпеки акціонерного товариства в процесі емісійної діяльності, поділяючи її на певні етапи:

1) Дослідження можливостей ефективного розміщення передбачуваної емісії акцій — аналіз кон'юнктури фондового ринку (біржового і позабіржового) включає характеристику стану попиту та пропозиції на акції, динаміку рівня цін їхнього котирування, обсяги продажу акцій, нові емісії і ряд інших показників. Результатом проведення такого аналізу є визначення рівня чутливості реагування фондового ринку на появу нової емісії, тобто вплив економічної безпеки фондового ринку на економічну безпеку його учасників.

Саме тому на даному етапі особливу увагу слід приділити оцінці інвестиційної привабливості власних акцій з позиції перспективності розвитку галузі, конкурентоспроможності виробленої продукції, а також рівня показників фінансового стану товариства. У процесі оцінки доцільно визначити можливий рівень інвестиційної переваги акцій своєї компанії в порівнянні з акціями інших компаній.

2. Визначення мети емісії. У зв'язку з високою вартістю залучення власного капіталу з зовнішніх джерел мета емісії повинна бути досить вагомою з позицій стратегічного розвитку підприємства і можливостей істотного підвищення його ринкової вартості в майбутньому періоді. Основними цілями, якими керується підприємство, є:

а) реальне інвестування (створення мережі нових філій, дочірніх фірм, нових виробництв із великим обсягом випуску продукції тощо);

- б) необхідність істотного поліпшення структури використовуваного капіталу
- в) можливе поглинання інших підприємств;
- г) інші цілі, що вимагають швидкої акумуляції значного обсягу власного капіталу.

3. Визначення обсягу емісії. При визначенні обсягу емісії необхідно виходити з раніше розрахованої потреби в залученні власних фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел. Неточно розрахований обсяг емісії може призвести, з одного боку, до недостатності залученої суми, а з іншого — до втрати контролю над управлінням товариством, що в обох випадках, негативно відобразиться на економічній безпеці емітента.

4. Визначення номіналу, видів і кількості емітованих акцій. Номінал акцій визначається з урахуванням основних категорій майбутніх їхніх покупців (найбільші номінали акцій орієнтовані на їхнє придбання інституціональними інвесторами, а найменші — на придбання населенням).

5. Оцінка вартості створюваного акціонерного капіталу. Відповідно до принципів такої оцінки вона здійснюється за двома параметрами:

- а) передбачуваному рівнем дивідендів (він визначається виходячи з обраного типу дивідендної політики);
- б) витрат з випуску акцій і розміщення емісії [68, с.2-3].

На фондовому ринку акціонерні товариства можуть проводити операції щодо емісії цінних паперів, здійснювати посередницькі операції, а також купувати цінні папери, інвестуючи свої кошти. Акціям належить важлива роль на фондовому ринку. Згідно з правовими нормами в Україні акції випускаються тільки акціонерними товариствами. У випадку створення публічного акціонерного товариства акції пропонуються широкому колу інвесторів на умовах їх вільного подальшого обігу. Такі акції, як правило, є предметом угод купівлі-продажу на ринку, вони можуть обертатися на біржовому та позабіржовому ринках. При створенні приватного акціонерного товариства

здійснюється закрите (приватне) розміщення акцій серед обмеженого кола інвесторів.

Вагомого значення в системі управління акціонерними товариствами набуває процес викупу акцій власної емісії. Акціонерні товариства можуть викупувати у акціонера акції, що належать йому для наступного анулювання, розповсюдження серед працівників товариства або перепродажу. Тому, як показали дослідження, є необхідним створення фонду викупу акцій, що дасть можливість здійснення гнучкого регулювання процесу їх викупу і подальшої реалізації. Треба визначити акції власної емісії обов'язкового викупу, умови їх викупу, що дасть акціонерам більшу впевненість у ліквідності акцій.

В акціонерному товаристві доцільно встановити розмір фонду викупу акцій не менше 50% розміру статутного капіталу, із нього 25% зберігати на поточному рахунку, і 25% у високоліквідних активах. Кошти цього фонду при необхідності направляти на захист прав акціонерів, кредиторів та інших інвесторів у випадку реорганізації товариства (злиття, приєднання, поділ, виділення, перетворення) або ліквідації.

При розміщенні акцій нових емісій в Україні, з метою розвитку діяльності корпорацій і залучення інвесторів слід здійснювати нові емісії акцій і реалізовувати їх серед старих акціонерів у випадку, коли діяльність компанії є ефективною і результативною, і пропонувати новим акціонерам у випадку збиткової діяльності, що дасть можливість впливати на управління корпорацією.

Акціонерні товариства, здійснюючи емісію облігацій, залучають ресурси для своєї діяльності, формують «довгі» пасиви, провадять диверсифікацію джерел ресурсів. Крім цього, емісія облігацій дає можливість мобілізувати грошові кошти як юридичних так і фізичних осіб, що є важливим для розвитку економіки України.

З метою залучення ресурсів акціонерними товариствами на ринку облігацій доцільно розробити та запровадити механізми управління емісійною



діяльністю на такому ринку. Варто відзначити, що законодавством України передбачено випуск цінних паперів за номінальною вартістю, тобто вони мають свій постійний номінал. Однак у світовій практиці передбачено випуск цінних паперів зі змінним номіналом, наприклад без грошового номіналу або з нульовим номіналом. При цьому вказується частка однієї акції у статутному капіталі, а номінал визначається шляхом поділу фактично сплаченого статутного капіталу на кількість акцій, і тому її номінал змінюється із зміною статутного капіталу, тобто має змінний номінал.

В Україні доречним було б застосування подібної практики, оскільки в реальному секторі економіки часто відбуваються зміни, що впливають на розмір статутного капіталу. Здійснюючи вибір цінних паперів, емісію яких може проводити акціонерне товариство з метою фінансування своєї діяльності, слід враховувати, що кінцевою метою емісії є максимізація фінансових ресурсів компанії. При виборі цінних паперів існують багато факторів, основними із яких є витрати на здійснення емісії, контроль над корпорацією, доступність, легкість розміщення. Крім цього, здійснюється аналіз співвідношення ризику та вартості різних джерел фінансування після оподаткування [58, с.28-29].

Враховуючи вищевикладене, слід зробити наступні висновки. Одним із ключових учасників на фондовому ринку є емітент, оскільки саме за його ініціативи відбувається виникнення відносин і правових зв'язків між іншими учасниками фондового ринку. Емітенти є, з одного боку, споживачами інвестиційних ресурсів, а з іншого - виступають джерелом фінансових ресурсів, що повертаються інвесторам. Щодо сутності «емісії» - то це процес, який передбачає не лише розміщення цінних паперів серед інвесторів, але й низку дій до та після цього. Елементи, з яких складається емісійний юридичний склад, накопичуються у певній послідовності. В роботі наведено загальний перелік етапів, за якими здійснюється емісія акцій, який визначений у ст. 29 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». Також наголошено, що законодавством України передбачено випуск цінних паперів за номінальною

вартістю, тобто вони мають свій постійний номінал. Однак у світовій практиці передбачено випуск цінних паперів зі змінним номіналом, наприклад без грошового номіналу або з нульовим номіналом. В Україні доцільно також застосовувати подібну практику, оскільки в реальному секторі економіки часто відбуваються зміни, що впливають на розмір статутного капіталу.

## **2.2. Правове регулювання додаткової емісії та зупинення обігу акцій**

Акціонерні товариства беруть активну участь в економічних процесах і виконують важливі функції. У скрутних економічних умовах, коли для більшості господарських організацій можливості розвитку шляхом самофінансування обмежені, емісія акцій при збільшенні статутного капіталу акціонерного товариства може стати інструментом залучення капіталів у корпоративний сектор України.

На сучасному етапі розвитку країни додаткова емісія акцій є ефективним засобом залучення додаткового інвестиційного капіталу акціонерними товариствами, тому в процесі управління фінансовими ресурсами це питання є досить актуальним. Залучення додаткового акціонерного капіталу є найбільш поширеною практикою формування власних фінансових джерел підприємств, створених у формі акціонерних товариств.

Відзначимо, що ст. 15 Закону України «Про акціонерні товариства» передбачає можливість збільшення статутного капіталу товариства шляхом підвищення номінальної вартості акцій або розміщення додаткових акцій існуючої номінальної вартості [8].

Додаткова емісія акцій являє собою послідовність дій емітента відносно випуску та розміщення додаткових акцій товариством згідно з чинним законодавством. Акціонерне товариство може здійснювати додаткову емісію акцій тільки за рішенням загальних зборів.

До основних цілей додаткової емісії акцій в Україні можна віднести наступні: фінансування виробничо-господарської діяльності, оптимізація оподаткування при здійсненні інвестиційної діяльності, перерозподіл права власності, виконання вимог чинного законодавства відносно розміру статутного фонду акціонерного товариства та, навіть, легалізація коштів офшорних компаній-власників. Кожного року в Україні показник обсягу випуску акцій росте. Це свідчить про поширення діяльності акціонерних товариств у країні [87].

Порядок збільшення (зменшення) статутного капіталу публічного або приватного акціонерного товариства, затверджений рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 14.05.2013 № 822 детально регулює відносини щодо збільшення або зменшення статутного капіталу.

Відповідно до пункту 3 глави 2 розділу II визначено етапи, за якими здійснюється збільшення статутного капіталу акціонерного товариства шляхом публічного розміщення додаткових акцій існуючої номінальної вартості, а у пункті 4 передбачено етапи збільшення статутного капіталу публічного акціонерного товариства або приватного акціонерного товариства шляхом приватного розміщення додаткових акцій існуючої номінальної вартості [22].

Умови формування статутного капіталу товариства шляхом його збільшення потребують схвалення з боку держави, що здійснюється у формі реєстрації Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку випуску акцій. Як елемент емісійного складу реєстрація випуску акцій характеризується як особливий юридичний акт визнання і підтвердження державою факту повноти наданих емітентом відомостей, законності пов'язаних з емісією цінних паперів дій емітента на момент такої реєстрації, а також умови правомірності вчинення наступних юридичних дій, необхідних для реалізації емісії цінних паперів. При цьому реєстрація випуску акцій покликана «виключити можливість односторонніх дій емітента, що утискають права інвесторів у разі розміщення цінних паперів на первинному фондовому ринку» [42, с. 160].



Акціонерне товариство, яке прийняло рішення про збільшення статутного капіталу і зареєструвало випуск акцій, ще не може розмістити цінні папери. Але воно зможе це зробити, якщо відповідно до законодавства ним будуть виконані необхідні передумови розміщення акцій. До таких передумов можуть належати: присвоєння акціям міжнародного ідентифікаційного номера цінних паперів, укладення у разі потреби договору з андеррайтером, укладення з депозитарієм договору про обслуговування емісії акцій, розкриття інформації, що міститься у проспекті емісії акцій, оформлення та депонування тимчасового глобального сертифіката та ін.

Конкретний зміст передумов, які підлягають виконанню акціонерним товариством, залежить від способу, підстав, джерел збільшення статутного капіталу, типу розміщення акцій та інших обставин.

Наступним елементом юридичного складу, що опосередковує збільшення статутного капіталу акціонерного товариства, є розміщення акцій — процедура, у процесі якої цінні папери акціонерного товариства відчужуються ним на користь інших осіб у порядку, встановленому законодавством.

У разі збільшення статутного капіталу емітент відповідно до ст. 22 Закону України «Про акціонерні товариства» здійснює розміщення акцій за ціною, не нижчою за її ринкову вартість, що затверджується наглядовою радою, крім випадків розміщення акцій під час приєднання товариства. Тобто у разі збільшення статутного капіталу акціонерне товариство має можливість відчужувати випущені ним акції (які в момент їх емісії є своєрідним інвестиційним товаром) вище їх номінальної вартості та одержувати так званий емісійний дохід.

Якщо щодо ціни відчуження акцій емітенту надається певна свобода, то щодо способів розміщення акцій у разі збільшення статутного капіталу законодавцем встановлені жорсткі рамки. Акціонерне товариство - емітент не може розміщувати акції способом, не передбаченим нормативно-правовими актами, більше того, вибір способів розміщення не є довільним, а обумовлений

різними обставинами. Залежно від джерел формування статутного капіталу акціонерного товариства порядок і способи розміщення акцій можуть істотно відрізнятись [44, с.108].

Важливим є захист переважного права акціонерів при додатковій емісії акцій. Так, постановою Окружного адміністративного суду м. Києва від 16 квітня 2013 р. у справі № 2а-2077/09/2670 судом було визнано факт порушення переважного права позивача як акціонера ВАТ «Київоздоббуд» на придбання акцій додаткового випуску. Зокрема, судом встановлено, що 1-й етап розміщення акцій фактично тривав один день - 27 січня 2009 р., а з 28 січня 2009 р. заяви акціонерів не приймалися у зв'язку з ухвалою господарського суду м. Києва від 28 січня 2009 р. у справі № 32/26 про вжиття заходів забезпечення позову та заборону ВАТ «Київоздоббуд» вчиняти дії щодо розміщення акцій додаткового випуску. Задовольняючи позов, суд зазначив, що необхідною умовою забезпечення реалізації акціонером вказаного права є строк, оптимальний з огляду на загальні умови та особливості проведення процедури розміщення акцій і водночас достатній для виконання акціонерами необхідних дій. Позивач мав дійсний намір та вживав належних і достатніх заходів для реалізації свого переважного права акціонера (уповноважений представник позивача прибував щоденно у дні розміщення випуску акцій до місця проведення розміщення, що підтверджується актами та засвідчено нотаріусом, подавав письмові заяви та телеграми, просив продовжити строк проведення 1-го етапу розміщення акцій, оскаржував неправомірні дії представників емітента, але був обмежений і не зміг реалізувати своє переважне право на придбання акцій з причин, які визнані судом поважними [32].

Відзначимо, що науковці вказують на подвійну правову природу додаткового випуску акцій. Правова природа додаткового випуску акцій, є, з одного боку, корпоративною, з іншого - емісійною. З цим пов'язана і подвійність поняття випуску як сукупності дій та сукупності цінних паперів.

Вона обумовлена подвійною природою акції та акціонерного капіталу. Так, акції мають подвійну природу частки у статутному фонді і фондового інструменту. Акціонерний капітал є, з одного боку, реальним капіталом (який залучається в оплату за акції), з другого боку, фіктивним капіталом, який обертається на фондовому ринку. Фіктивний капітал (фондовий капітал) - капітал у вигляді цінних паперів, що приносять прибуток їх власникам. На відміну від капіталу, вкладеного у різні сфери та галузі суспільного виробництва, він не є реальним багатством та не має дійсної вартості. Подвійна природа додаткового випуску акцій як сукупності акцій може бути позначена, з одного боку, як корпоративна правова природа (випуск акцій як часток у статутному фонді, що надають корпоративні права), з іншого боку, як фондова (або емісійна) правова природа (емісія акцій як цінних паперів). Термін «випуск акцій», який використовується у законодавстві вбирає у себе обидва ці аспекти. Цим обумовлена подвійність поняття випуску акцій як сукупності дій і сукупності цінних паперів [52, с.597].

Питання про природу відносин, що складаються між емітентом і особами, які набувають акції додаткового випуску, сьогодні є дискусійним. Переважно дослідники характеризують їх або як відносини купівлі-продажу, або як відносини приєднання до установчого договору. Договірні відносини між акціонерами й акціонерним товариством насправді мають подвійну природу - установчого договору й договору купівлі-продажу цінних паперів: у процесі приєднання до установчого договору, набуваються зобов'язальні права на частку в статутному фонді акціонерного товариства (акції), а шляхом укладання договору купівлі-продажу цінних паперів набувається право власності на акції як цінні папери. Виходячи із цього, договір передплати на частку в статутному фонді є одночасно умовним договором купівлі-продажу відповідних цінних паперів.

Узгоджено з цим, у сукупності дій по додатковому випуску акцій може бути виділено два органічно пов'язаних ряди юридичних дій: корпоративних і



емісійних. Корпоративні дії беруть початок із прийняття акціонерним товариством рішення про збільшення статутного фонду шляхом додаткового випуску акцій. Емісійні дії із приводу додаткового випуску акцій мають на увазі випуск цінних паперів в обіг на фондовий ринок і беруть початок з державної реєстрації даного рішення. У корпоративних діях може бути виділено такі стадії: ухвалення рішення про збільшення статутного фонду; реалізації акцій як частка у статутному фонді; внесення змін до статуту і їхньої державної реєстрації. В емісійних діях - стадії: державної реєстрації рішення про додатковий випуск акцій; розміщення цінних паперів; державної реєстрації випуску цінних паперів. Виходячи з первинності реального капіталу (частки у статутному фонді) і вторинності фіктивного (цінних паперів), усі стадії емісії акцій, здатні вплинути на внесення змін до статуту акціонерного товариства і їхню державну реєстрацію, включаючи реєстрацію звіту про розміщення акцій, повинні передувати цим завершальним корпоративним діям, а після реєстрації змін в статуті здійснюватися лише завершальні емісійні дії: реєстрація випуску цінних паперів з урахуванням зареєстрованих змін в статуті й видання свідоцтва про це, опублікування результатів емісії, оформлення глобального сертифіката або внесення змін до реєстру власників іменних цінних паперів [52, с.598].

Додаткова емісія акцій має певні переваги та недоліки. Так, Руднева Е. В. виділяє наступні переваги додаткової емісії акцій:

- свобода вибору терміну додаткової емісії, її обсягу;
- відсутність необхідності при додатковій емісії вносити зміни в статут;
- розширення можливостей у процесі управління фінансовими ресурсами акціонерного товариства;
- оптимізація оподаткування при інвестування [88, с. 28].

Використання додаткової емісії акцій як джерела збільшення розмірів власного капіталу має здійснюватися з урахуванням: залежності її результатів від стану ринку, його кон'юнктури і сформованого рівня цін на ці акції

попередніх випусків; наявного ризику втрати контрольного пакету акцій; можливого зменшення доходів його засновників і наявних акціонерів на інвестований в акціонерне товариство капітал.

Можна виділити чотири основні способи розміщення акцій: розподіл акцій серед засновників акціонерного товариства; підписка; конвертація одних видів і типів цінних паперів у інші.

Але на сьогодні у багатьох акціонерних товариствах немає чіткого уявлення про механізм здійснення додаткової емісії акцій. Негативне ставлення до неї пов'язане також з великими організаційними турботами і невизначеністю соціально-економічних наслідків для трудового колективу та апарату управління.

Таким чином, до основних недоліків додаткової емісії можна віднести наступні:

- відсутність методик, рекомендацій щодо оптимізації співвідношення числа додаткових і розміщених акцій з урахуванням конкретного типу, галузевої приналежності акціонерного капіталу;
- не встановлено законодавчо мінімальний строк розміщення додаткових акцій;
- можливість негативних змін у складі акціонерів, структурі капіталу;
- недостатній рівень розвитку фондового ринку в Україні [47, с.86].

Щодо проблеми зупинення обігу акцій, то варто зауважити наступне. Згідно із ст. 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» обігом цінних паперів (включаючи і акції) є вчинення правочинів, пов'язаних з переходом прав власності на цінні папери і прав за цінними паперами, за винятком договорів, що укладаються під час розміщення цінних паперів [16].

У цивілістичній літературі під обігом цінних паперів пропонується розуміти не тільки правочини, що призводять до зміни їхнього власника, але й опосередковують настання «інших правових наслідків для власника цінного папера» (передача в довірче управління, на зберігання, у заставу тощо). Однак

Бушев А.Ю., вважаючи це визначення зайво широким, пропонує поняття «обіг акцій» розглядати як зміну їхніх власників у результаті здійснення цивільно-правових правочинів, а також настання інших зазначених у законі юридичних фактів. Інший підхід до аналізу визначення обігу цінних паперів пропонує Юлдашаєва Л.Р. Вона вважає, що обіг – це не просто процес укладення правочинів сам по собі, а й сукупність цих правочинів. Тому в законодавстві повинні визначатись загальні засади обігу емісійних цінних паперів як сукупність цивільно-правових правочинів, що мають наслідком перехід прав на цінні папери [99, с. 5–6.].

Обіг акцій має місце у всіх випадках їх участі у цивільному обороті, тобто їх передачі першими набувачами (власниками) іншим особам, окрім їхнього первісного розміщення. У цьому випадку має місце їх «вторинний обіг» на так званому «вторинному ринку», що охоплює сукупність всіх правочинів, укладення яких має наслідком перехід акцій від одного власника до іншого. Тут обіг акцій регулюється загальними нормами, застосовуваними до відносин з передачі будь-якого рухомого майна у власність (інше речове право). Під цивільним оборотом варто розуміти структурно визначену окремими змістовно різноманітними сегментами певну всеохоплюючу сферу майнових відносин, динамічність якої забезпечується шляхом укладення правочинів або здійснення інших правомірних дій (наприклад, юридичних вчинків). Ці правочини можуть вчинятись не тільки між акціонерами та третіми особами, але і між акціонерами та акціонерним товариством.

Слід відзначити, що в деяких випадках виникає необхідність зупинення обігу акцій. Так, відповідно до ст. 8 Закону України Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», до повноважень Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, серед іншого, віднесено:

- у разі порушення законодавства про цінні папери, нормативних актів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку виносити попередження, зупиняти на термін до одного року обіг цінних паперів,



дію ліцензій, виданих Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, анулювати дію таких ліцензій;

- зупиняти обіг цінних паперів емітента, зокрема у зв'язку з включенням його до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності, а також відновлювати їх обіг;

- призначати тимчасово (до двох місяців) керівників фондових бірж, депозитаріїв та інших установ інфраструктури фондового ринку, 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;

- призупиняти торгівлю цінними паперами (однакового типу та класу) на фондових біржах на період до 10 робочих днів у разі наявності достатніх підстав, підтверджених відповідними документами, вважати, що вимоги законодавства про цінні папери та/або про акціонерні товариства було порушено [13].

Зазначені повноваження і підстави сформульовані настільки широко, що дозволяють приймати рішення про зупинення обігу цінних паперів відносно будь-яких емітентів і в будь-який момент. Але іноді і цих повноважень Комісії не вистачає, і тоді рішення про зупинення приймаються навіть за відсутності найменших підстав, передбачених законом.

Вищевказані повноваження на практиці тягнуть за собою певні труднощі та недоліки. По-перше, зупинення обігу цінних паперів - можна розглядати як порушення прав власників. Згідно з ч. 1, 2 ст. 319 Цивільного кодексу України, власник володіє, користується, розпоряджається своїм майном на власний розсуд. Власник має право вчиняти щодо свого майна будь-які дії, які не суперечать закону [7]. Отже, будь-яка заборона власникові цінних паперів вільно відчужувати своє майно у вигляді цінних паперів є порушенням прав власника. Рішення, які тягнуть неможливість внесення змін в систему

депозитарного обліку цінних паперів, завдають шкоду саме власникам цінних паперів. За таких умов емітент, внаслідок порушення якого, начебто, зупиняється обіг цінних паперів, може зовсім не відчувати незручностей.

По-друге, відповідно до абз. 2 ч. 2 ст. 3 Закону України «Про акціонерні товариства», до акціонерів не можуть застосовуватися будь-які санкції, що обмежують їх права, у разі вчинення протиправних дій товариством або іншими акціонерами [8]. Набрання чинності вказаної норми дозволяє вважати зупинення обігу акцій як санкцію, яка протиправно реалізує процедуру колективної вини, порушує права власника акцій (інших цінних паперів), унеможлиблює їх відчуження, переведення цінних паперів з рахунку на рахунок в системі депозитарного обліку, завершення ліквідаційних процедур юридичних осіб – власників цінних паперів. Таке зупинення порушує також статтю 61 Конституції України, відповідно до якої юридична відповідальність особи має індивідуальний характер. Тобто, власник цінних паперів не може нести відповідальність за будь яку, навіть реальну, провину емітента. Зупинення обігу цінних паперів може бути виправданими тільки на підставі Порядку скасування реєстрації випусків акцій, затвердженого рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку 23.04.2013 № 737 у випадку відкриття ліквідаційної процедури відносно емітента, при цьому слід жорстко обмежити тривалість такої процедури [25].

Так, відповідно до Порядку скасування реєстрації випуску акцій, п. 2, зупинення обігу акцій, відновлення обігу акцій, скасування реєстрації випусків акцій здійснюються відповідно до цього Порядку Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (далі - реєструвальний орган) відповідно до делегованих повноважень, у тому числі в разі, якщо випуск акцій зареєстровано Міністерством фінансів України, Міністерством фінансів Автономної Республіки Крим або обласним фінансовим управлінням.

У разі зупинення обігу акцій, відновлення обігу акцій, скасування реєстрації випуску акцій та у разі відмови у зупиненні обігу акцій, відновленні

обігу акцій, скасуванні реєстрації випуску акцій оформлюються відповідні розпорядження

Реєструвальний орган протягом п'ятнадцяти робочих днів з дати надходження до реєструвального органу відповідних документів, зазначених у розділах II - IV Порядку скасування реєстрації випуску акцій, видає розпорядження про зупинення обігу акцій, відновлення обігу акцій, скасування реєстрації випуску акцій та анулювання свідоцтва (тимчасового свідоцтва) про реєстрацію випуску акцій або про відмову в зупиненні обігу акцій, відновленні обігу акцій, скасуванні реєстрації випуску акцій та анулюванні свідоцтва (тимчасового свідоцтва) про реєстрацію випуску акцій; повертає у передбачений підпунктом «а» цього пункту строк документи акціонерному товариству без розгляду. Повідомлення про відмову в зупиненні обігу акцій, відновленні обігу акцій, скасуванні реєстрації випуску акцій та анулюванні свідоцтва (тимчасового свідоцтва) про реєстрацію випуску акцій доводиться до товариства письмово і має містити правове обґрунтування такої відмови.

У разі відмови в зупиненні обігу акцій, відновленні обігу акцій, скасуванні реєстрації випуску акцій та анулюванні свідоцтва (тимчасового свідоцтва) про реєстрацію випуску акцій усі подані документи залишаються в реєструвальному органі. Оригінал свідоцтва (тимчасового свідоцтва) про реєстрацію випуску акцій повертається заявнику. У разі якщо в зупиненні обігу акцій, відновленні обігу акцій, скасуванні реєстрації випуску акцій та анулюванні свідоцтва (тимчасового свідоцтва) про реєстрацію випуску акцій відмовлено з мотивів, які товариство вважає необґрунтованими, воно може звернутися до суду.

По-третє, зупинення обігу цінних паперів – це сфера перевищення повноважень Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, оскільки при прийнятті рішень про зупинення обігу акцій систематично здійснюються порушення чинного законодавства. Так, рішенням від 16.12.2008 р. № 1466 та розпорядженням № 145-3 від 22.12.2008 р. зупинений обіг акцій



ВАТ на підставі листів Державної податкової адміністрації України та Генеральної прокуратури України. Постановою Донецького окружного адміністративного суду від 06.04.2009 р. у справі № 2а-1182/09/0750 (власна інформація автора) таке зупинення визнане незаконним, а відповідні рішення та розпорядження скасовані. Суд зазначив, що вказані листи не можуть вважатися підставою для зупинення обігу акцій, оскільки не містили свідчень будь-яких порушень з боку емітента, а тільки пропонували провести перевірку діяльності емітента, чого зроблено не було. Отже, судом визнано, що на підставі листа, без встановлення конкретних фактів порушень, зупиняти обіг цінних паперів не можна [36].

Таким чином, враховуючи вищевикладене, слід зробити відповідні висновки. Додаткова емісія акцій являє собою послідовність дій емітента відносно випуску та розміщення додаткових акцій товариством згідно з чинним законодавством. Додаткова емісія акцій є ефективним механізмом управління фінансовими ресурсами в товаристві, що зумовлено наявністю низки переваг серед інших джерел фінансування інвестицій. Також в ході дослідження зроблено висновок, що існує потреба у подальшому вдосконаленні таких проблем додаткової емісії акцій в Україні, як захист корпоративних прав акціонерів при здійсненні додаткової емісії акцій, розвиток фондового ринку в Україні та розробка методик, рекомендацій щодо оптимізації співвідношення числа додаткових і розміщених акцій з урахуванням конкретного типу, галузевої приналежності акціонерного товариства.

Щодо зупинення обігу акцій, то під час реалізації цих повноважень на важливим є не допускати втручання і порушення прав власників, унеможливити зловживання та перевищення повноважень Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

### **2.3. Проблеми та шляхи вдосконалення правового регулювання порядку визнання емісії акцій недобросовісною та недійсною**

Слід відзначити, що Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку своїм рішенням від 30.05.2018 №357 «Про внесення змін до Порядку визнання емісії цінних паперів недобросовісною та недійсною», виклала у новій редакції Порядок визнання емісії цінних паперів недобросовісною та недійсною. Наявність вищевказаних змін підкреслює особливу актуальність їх дослідження та аналізу.

За змістом прав, посвідчених бездокументарними цінними паперами, ці фінансові інструменти діляться на корпоративні (бездокументарні акції) та боргові (бездокументарні облігації). Відповідно, і правові засоби захисту дрібних інвесторів у такі фондові інструменти мають різну юридичну форму та способи захисту. Більш незахищеними різновидами бездокументарних цінних паперів при недобросовісній емісії передусім є такі, які емітуються не державними, а юридичними особами приватного права - акціонерними товариствами (акції), корпоративними підприємствами (корпоративні облігації).

На думку Кулик М.М., емісія бездокументарних цінних паперів розглядається так: емісійні правовідносини; юридичний (фактичний) склад; односторонньо-уповноважуючий правочин, а тому правовими механізмами визнання емісії бездокументарних цінних паперів недійсною на підставі її недобросовісності необхідно розглядати так:

- як розірвання (припинення) в односторонньому порядку емісійних відносин;
- як виникнення правоприпиняючого юридичного (фактичного) складу;
- визнання односторонньо-уповноважуючого правочину недійсним із підстав, передбачених частиною 5 статті 203 Цивільного кодексу

України (правочин має бути спрямований на реальне настання правових наслідків, обумовлених ним).

Правові засоби захисту прав дрібних інвесторів при недобросовісній емісії бездокументарних цінних паперів, ураховуючи їхню правову природу та зміст прав, посвідчених ними, можуть розмежовуватися на:

1) способи захисту, що визначаються нормами публічного права, зокрема прийнятими державою та владними уповноваженими органами управління (законодавчими і підзаконними нормативними актами);

2) способи захисту, що визначаються в актах приватного права (установчих документах юридичних осіб-емітентів приватного права, договорах), які можуть бути закріплені:

А) для корпоративних пайових цінних паперів (акцій) як сукупності корпоративних прав, до яких входять майнові права (права на дивіденди) і немайнові права (особисті організаційні-розпорядчі) - у статутах акціонерних товариств, акціонерних угодах, корпоративних правочинах;

Б) для корпоративних боргових цінних паперів (облігацій підприємств) як прав вимоги - в установчих документах і договорах, укладених із кожним дрібним інвестором [67, с. 55-57].

Питання недобросовісної емісії цінних паперів врегульовано в нормах ст. 33 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». За ч.1 вищевказаної статті, недобросовісна емісія цінних паперів - дії, що порушують встановлену цим Законом процедуру емісії і є підставою для прийняття рішення про відмову в реєстрації випуску цінних паперів, звіту про результати емісії цінних паперів та відмову в затвердженні проспекту, а також зупинення розміщення цінних паперів.

При цьому, до підстав для визнання емісії цінних паперів недобросовісною Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» відносить:



- 1) порушення емітентом вимог цього Закону, невідповідність поданих емітентом документів вимогам законодавства та/або неповнота інформації у поданих документах;
- 2) порушення встановленого законодавством порядку прийняття рішення про емісію цінних паперів;
- 3) внесення недостовірних, з розбіжностями між різними положеннями та/або неповних відомостей до документів, що подаються для реєстрації випуску цінних паперів, звіту про результати емісії цінних паперів;
- 4) неодноразове грубе порушення емітентом прав інвесторів під час емісії цінних паперів. У разі недобросовісної емісії Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку має право тимчасово зупинити розміщення цінних паперів. Порядок прийняття рішення про зупинення розміщення цінних паперів встановлюється Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку приймає рішення про визнання емісії цінних паперів недійсною у разі, якщо:

- 1) порушення, що стали підставою для зупинення розміщення цінних паперів, не усунені протягом 15 днів після прийняття Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку відповідного рішення;
- 2) Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку не надіслані документи, що підтверджують усунення порушень [16].

Таким чином, законодавство чітко регламентує перелік підстав, за яких можливим є визнання емісії цінних паперів недобросовісною або недійсною.

Як було вказано вище, існує Порядок визнання емісії цінних паперів недобросовісною та недійсною, затверджений рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 06.08.2013 № 1416, який визначає механізм визнання Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку емісії цінних паперів недобросовісною, зупинення розміщення цінних паперів та поновлення розміщення цінних паперів, а також порядок визнання емісії цінних паперів недійсною [21].

Також вищевказаний Порядок надає визначення грубого порушення емітентом прав інвесторів під час проведення емісії цінних паперів – як вчинення емітентом порушення законодавства про цінні папери, що призвело до порушення прав інвесторів під час проведення відповідної емісії цінних паперів та за яке законодавством передбачено фінансову санкцію, що доведено відповідним рішенням суду або Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Неодноразове грубе порушення емітентом прав інвесторів під час емісії цінних паперів визначається як вчинення емітентом грубого порушення законодавства про цінні папери, що призвело до порушення прав інвесторів під час проведення відповідної емісії цінних паперів, після застосування до емітента двох та більше санкцій за грубе порушення законодавства про цінні папери під час проведення емісій цінних паперів протягом попередніх 3 років.

На думку Грудницької С.М., порядок визнання емісії недійсною не є досконалим, доцільно встановити судовий порядок здійснення цієї процедури. Також на думку дослідниці, доцільно обмежити підстави визнання емісії недійсною випадками порушень, що ввели інвесторів в суттєву оману або здійснення емісії з метою, що завідомо суперечить інтересам держави і суспільства, а також обмежити підстави недійсності емісії після державної реєстрації змін у статуті акціонерного товариства недійсністю змін у статуті [52, с. 599].

Регурецька О.В., досліджуючи спеціальні способи захисту прав, відмічає, що в законодавстві не має належного відтворення визнання емісії недійсною. Аналізуючи судову практику, автор дійшов до висновку, що визнання емісії недійсною полягає в припиненні юридичної сили складного юридичного факту, що не відповідає визначеним, сформульованим в законодавстві вимогам. Для стабілізації обігу акцій, охорони добросовісних набувачів акцій, на думку автора, в законодавстві слід закріпити спеціальний скорочений строк позовної давності – один рік. Крім того, в законодавстві необхідно закріпити положення,

відповідно до яких у разі визнання емісії недійсною кошти, отримані емітентом від розміщення акцій підлягають поверненню інвесторам [84, с.14.].

Аналіз єдиного державного реєстру судових рішень дав змогу зробити висновок, що в категорії справ про визнання недійсними рішень загальних зборів акціонерів та визнання недійсною реєстрації випуску акцій досить часто позивачі як на підставу для задоволення позовних вимог посилаються на таку підставу, як неналежне повідомлення про проведення загальних зборів акціонерів.

Так, у постанові Вишого господарського суду від 07 вересня 2016 року по справі № 910/9691/15 про визнання недійсними рішень позачергових загальних зборів акціонерів від 01.09.2014 та визнання недійсною реєстрації випуску акцій від 07.10.2014, позивач просить скасувати рішення господарського суду першої інстанції від 17.03.2016, постанову апеляційного господарського суду від 06.06.2016 та прийняти нове рішення, яким задовольнити позовні вимоги. В обґрунтування касаційної скарги позивач стверджує, що господарськими судами при прийнятті оскаржуваних рішень порушено вимоги ст.ст. 47, 33, 34, 43 Господарського процесуального кодексу України, ч. 2 ст. 27, ч. 3 ст. 35, ст. 68 Закону України «Про акціонерні товариства». На думку скажника, господарськими судами не враховано, що журнал вихідної кореспонденції ПАТ «Київське автотранспортне підприємство 13003» не може бути належним та допустимим доказом підтвердження надсилання кореспонденції позивачу.

Аналізуючи допустимість даного доказу, варто повернутись до процедури повідомлення, яка передбачена чинним законодавством.

Згідно з абз. 2 ч. 1 ст. 35 Закону України «Про акціонерні товариства» (в редакції, чинній на момент розгляду справи), письмове повідомлення про проведення загальних зборів та їх порядок денний надсилається акціонерам персонально особою, яка скликає загальні збори, у спосіб, передбачений статутом акціонерного товариства, у строк не пізніше ніж за 30 днів до дати їх проведення. Повідомлення розсилає особа, яка скликає загальні збори, або



особа, яка веде облік прав власності на акції товариства у разі скликання загальних зборів акціонерами.

Пунктом 15.5 Статуту ПАТ «Київське автотранспортне підприємство 13003», затвердженого протоколом № 1 від 27.05.2013 загальних зборів акціонерів товариства (тобто, в редакції, яка діяла на дату скликання та проведення оспорюваних позачергових загальних зборів) передбачено, що письмове повідомлення про проведення загальних зборів товариства та їх порядок денний надсилається кожному акціонеру, зазначеному в переліку акціонерів, які мають бути повідомлені про проведення загальних зборів товариства. Письмові повідомлення про проведення загальних зборів товариства та порядок денний надсилаються акціонерам персонально простими листами або простими поштовими картками.

Господарські суди врахували вказані вимоги закону та Статуту ПАТ «Київське автотранспортне підприємство 13003» і встановили, що ПАТ «Київське автотранспортне підприємство 13003» повідомило позивача про проведення загальних зборів акціонерів, надіславши простий лист № 251/2014-13003 від 15.08.2014, про що зроблено відмітку в журналі реєстрації вихідної кореспонденції товариства, отже в даному випадку суди дійшли висновку про відсутність правових підстав для визнання недійсною реєстрації випуску акцій від 07.10.2014 [30].

Підсумовуючи вищевикладене, законодавство надає чіткий перелік підстав для визнання емісії цінних паперів недійсною та недобросовісною. Суттєву роль у вдосконаленні законодавчого регулювання порядку визнання емісії цінних паперів недобросовісною та недійсною відіграло запровадження поняття «неодноразове грубе порушення емітентом прав інвесторів під час емісії цінних паперів», оновлення підстав для визнання емісії цінних паперів недобросовісною. Також підтримуємо позицію щодо того, що задля стабілізації обігу акцій, охорони добросовісних набувачів акцій, слід закріпити спеціальний скорочений строк позовної давності – один рік.

## РОЗДІЛ 3

### ПРАВОВІ ЗАСАДИ ОБІГУ АКЦІЙ

#### 3.1. Поняття та правові особливості обігу акцій за законодавством України

Сучасна ринкова економіка - це складна система господарювання, в якій тісно взаємодіють ринкові закономірності та чисельні регулюючі і контролюючі інститути, діяльність яких має бути спрямована на досягнення ефективного управління економічними процесами та запобігання кризовим явищам. Всі вони взаємодіють як частини єдиної системи, оскільки пов'язані між собою в становленні та розвитку. Ринок цінних паперів є складним за структурою. Обіг цінних паперів, вчинення правочинів, пов'язаних з переходом прав на цінні папери і прав за цінними паперами, охоплює не лише обіг самих цінних паперів, але і належну систему управління таким обігом.

Аналізуючи обіг акцій, доцільно перш за все відзначити загальні засади обігу цінних паперів. Як вже відзначалось у попередніх розділах роботи, обіг цінних паперів здійснюється на основі відповідних нормативно-правових актів, серед яких Цивільний кодекс України [7], Кодекс України про адміністративні правопорушення [4], Закони України «Про депозитарну систему України» [12], «Про цінні папери та фондовий ринок» [16], Указ Президента України «Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку» від 23 грудня 2011 р. [18], Розпорядження Президента України від 19 червня 1998 р. «Про заходи щодо прискорення розвитку фондового ринку України» [17], Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу, затверджене рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 27.12.2013 № 2998 [20], Порядок скасування реєстрації випусків акцій, затверджений рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку 23.04.2013

№ 73 [25], Порядок визнання емісії цінних паперів недобросовісною та недійсною, затверджений рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 06.08.2013 № 1416 [21], Порядок здійснення емісії та реєстрації випуску акцій акціонерних товариств, які створюються шляхом злиття, поділу, виділу чи перетворення або до яких здійснюється приєднання, затверджений Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку 09.04.2013 № 520 [23], та ін.

Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» обіг цінних паперів розуміється як вчинення правочинів, пов'язаних з переходом прав на цінні папери і прав за цінними паперами, крім договорів, що укладаються у процесі емісії, при викупі цінних паперів їх емітентом та купівлі-продажу емітентом викуплених цінних паперів [16].

Так, нами було проаналізовано показники динаміки торгівлі цінними паперами за грудень 2017 року щодо обігу цінних паперів на фондовій біржі.

Загальний обсяг торгів на організованому ринку у грудні 2017 року становив 24,7 млрд грн. У грудні 2017 року укладення біржових контрактів відбувалось на 4 фондових біржах. Понад 99% усіх торгів було здійснено на фондових біржах «Перспектива», «ПФТС» та «Українська біржа». Найбільша кількість укладених біржових контрактів – на «Українській біржі» (близько 90% всіх контрактів). Обсяги торгів на неорганізованому ринку залишаються активними.

Структура торгів на неорганізованому ринку значно відрізняється від організованого. Обсяги торгів з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами на позабіржовому ринку є менш волатильними у порівнянні з організованим та характеризуються відсутністю значних коливань. Зручний процес трейдингу та поступове формування ліквідності за державними облігаціями на організованому ринку є основними факторами зменшення операцій на позабіржовому ринку. Загальний обсяг торгів на неорганізованому



ринку у грудні 2017 року становив 18,5 млрд грн. Найбільші зміни в обсягах торгів та структурі торгів зафіксовано за акціями.

Переважає частина всіх обсягів торгів з акціями відбувається на позабіржовому ринку. Більшість торгів відбувається з цінними паперами, ціноутворення за якими є непрозорим.

У грудні 2017 року понад 40% торгів на неорганізованому ринку здійснювали перші ТОП-5 торговців цінними паперами, обсяг угод у яких становив 4,6 млрд. грн. Порівнюючи ціноутворення на акції на біржовому та позабіржовому ринках, можна констатувати, що спред цін на неорганізованому ринку значно ширше, а різниця, починаючи з 50% спреду та більше, фактично зростає в геометричній прогресії. Кількість випусків, що торгуються на неорганізованому ринку, значно більше за ті, що перебувають у біржових списках фондових бірж [40].

Обіг цінних паперів – одна зі сфер державного регулювання, яка має місце в усіх без виключення країнах. Навіть саме існування цінних паперів обумовлене державними засадами формування ринку цінних паперів. Головним критерієм відповідно до якого одні грошові документи вважають цінними паперами, а інші ні, є законодавче закріплення переліку цінних паперів, а також гарантування державою їх обігу як грошей, фондів чи їх замінників.

Зазначимо, що, по-перше, у більшості країн існують нормативно-правові акти, що містять перелік цінних паперів, тобто перелік грошових документів, які мають юридичний статус цінного папера. По-друге, здебільшого обіг дозволених цінних паперів закріплюється в законах, тобто актах, які мають найвищу юридичну силу. По-третє, переліки цінних паперів, які містяться в законах різних країн, можуть значно відрізнятися між собою. Грошові документи, не включені до законодавчого переліку цінних паперів, що не відповідають встановленим законом вимогам, не мають правового статусу цінного папера [34, с. 2].

Відповідно до положень ст. 24 Закону України «Про акціонерні товариства», визначено особливості обігу цінних паперів акціонерних товариств. Акції акціонерного товариства можуть купуватися та продаватися на фондовій біржі. Правочини щодо акцій вчиняються в письмовій формі [8].

Обіг цінних паперів зазвичай опосередковується укладенням і виконанням правочинів, які забезпечують їх участь у цивільному обороті. Акції є об'єктом цивільно-правових відносин і виступають об'єктом правочинів (договорів дарування, купівлі продажу тощо). Загальне правило щодо моменту виникнення права власності у набувача майна за договором встановлює ст. 334 Цивільного кодексу України, згідно з якою право власності у набувача майна за договором виникає з моменту передання майна, якщо інше не встановлено договором або законом.

Обіг акцій має місце у всіх випадках їх участі у цивільному обороті, тобто їх передачі першими набувачами (власниками) іншим особам, окрім їхнього первісного розміщення. Обіг акцій регулюється загальними нормами, застосовуваними до відносин з передачі будь-якого рухомого майна у власність (інше речове право). Тому в законодавстві повинні визначатись загальні засади обігу емісійних цінних паперів як сукупність цивільно-правових правочинів, що мають наслідком перехід прав на цінні папери. Ці правочини можуть вчинятись не тільки між акціонерами і третіми особами, але і між акціонерами та акціонерним товариством.

Особливо поширені правочини, спрямовані на відчуження акцій шляхом їх передачі у власність інших осіб (зокрема, купівля-продаж, міна, дарування) або на підставі інших речових прав (наприклад, прав на чужі речі). Особа, яка не зареєстрована як власник акцій, не зможе передати іншій особі право власності. Тому особа, котра укладає договір, спрямований на відчуження акцій, до моменту виникнення в неї прав власності на ці цінні папери, ризикує бути притягнутою до відповідальності за невиконання своїх обов'язків за

договором. Акціонер може продати акції тільки з моменту виникнення у нього права власності на ці цінні папери [86, с.152].

Договір купівлі-продажу є найтипівішим правочином з акціями. Укладання правочинів щодо акцій різняться між собою у способі, місці й порядку укладання відповідного договору, яке може бути здійснено за допомогою організатора торгівлі цінними паперами. Договори купівлі-продажу, в яких продавцем або покупцем виступають акціонери, що є фізичними особами, найчастіше укладаються за участю професійних учасників ринку цінних паперів і торговців цінними паперами. Договори купівлі-продажу акцій укладаються в письмовій формі, і в них, як правило, передбачається низка стандартних умов: найменування й місцезнаходження сторін; кількість і тип акцій; ціна продажу акцій; строк оплати; міжнародний ідентифікаційний номер акцій; найменування акціонерного товариства, що випустило акції (емітента), тощо.

Як було вказано вище, важливим також є належне управління обігом акцій та цінних паперів загалом. Аналіз системи управління обігом цінних паперів на основі системного підходу дозволяє визначити дві сторони її існування: зовнішню та внутрішню. Внутрішня сторона обумовлена взаємодією структурних і функціональних компонентів, що утворюють цілісну динамічну систему. Зовнішня сторона відповідає за функціонування в якості складової загальної системи управління економікою, яка формується за допомогою сукупності спеціальних правових, адміністративних, економічних та соціально-психологічних методів, а також певних інструментів стимулювання і обмеження.

Для формування стабільного, відкритого та ефективного ринку цінних паперів, компонентна структура її системи управління має включати сукупність скоординованих на міжнародному і національному рівнях нормативно-правових вимог, встановлених державою в процесі державного регулювання, та правил, встановлених учасниками ринку у процесі самоуправління, щодо



упорядкування взаємодії учасників біржової торгівлі цінними паперами між собою, а також з учасниками торгової і післяторгової інфраструктури. Формування дієвої системи управління обігом цінних паперів передбачає ефективну взаємодію державного управління із самоуправлінням та координацію зусиль національних наглядових органів із компетентними органами інших країн щодо встановлення адекватних норм, а також щодо нагляду і контролю за встановленими нормами [94, с.69].

Підсумовуючи вищевикладене, зазначимо, що акція виступає об'єктом права. Власники акцій наділені певною сукупністю прав, зокрема, вони мають право укладати будь-які угоди з такими акціями, що не заборонені законодавством. Серед таких договорів можна виокремити групу договорів, які можуть бути тільки у чітко визначених законодавством випадках і відображають виключно внутрішні відносини, що складаються всередині акціонерного товариства, до прикладу, договір купівлі-продажу акціонерним товариством розміщених ним цінних паперів та договір обов'язкового викупу акціонерним товариством акцій на вимогу акціонерів, що стали предметом нашого дослідження. А також інша група, що включає в себе залучення професійних учасників фондового ринку і вчинення договорів з акціями на організованих ринках, зокрема, договір купівлі-продажу акцій, договір доручення тощо. Договори щодо купівлі-продажу акціонерним товариством розміщених ним цінних паперів та обов'язкового викупу акціонерним товариством акцій на вимогу акціонерів посідають особливе місце і покликані захищати інтереси дрібних акціонерів, а також запобігати несанкціонованому переходу контрольного пакету акцій третім особам [80, с.132].

Таким чином, обіг цінних паперів – це вчинення правочинів, пов'язаних з переходом прав на цінні папери і прав за цінними паперами, крім договорів, що укладаються у процесі емісії, при викупі цінних паперів їх емітентом та купівлі-продажу емітентом викуплених цінних паперів. Акції є об'єктом цивільно-правових відносин і виступають об'єктом правочинів. Власники акцій наділені

певною сукупністю прав, зокрема, вони мають право укласти будь-які угоди з такими акціями, що не заборонені законодавством.

### **3.2. Правові особливості реалізації переважного права акціонера на викуп акцій**

Для зростання України в економічному сенсі доцільним є залучення вітчизняних та іноземних інвесторів, зокрема у формі створення та участі в акціонерних товариствах. Однак інвестори, які несуть ризик втрати залученого капіталу, цілком справедливо й очевидно заслуговують на певні гарантії стабільності свого становища як акціонера в тому чи іншому акціонерному товаристві. Так, однією з гарантій вказаної стабільності є переважне право акціонерів при відчуженні акцій товариства іншим акціонером третім особам і при додатковій емісії акцій товариством.

Перш за все варто з'ясувати, що саме являє собою переважне право як таке. На переконання Грибанова В.П., переважне право - це випадки, коли за всіх інших рівних умов перевага надається законом певній групі осіб, що мають певні особливі ознаки [51, с. 295].

Крат В.І. дотримується думки, що переважне право - це таке суб'єктивне цивільне право, яке надає носієві можливість пріоритетно перед іншими особами набути інше або здійснити існуюче суб'єктивне право [63, с. 3].

Оніна А.О. розглядає переважне право на придбання як особливий вид правового привілею, юридично забезпеченої можливості, наданої у визначених законом випадках із метою забезпечити придбання окремих благ у першочерговому порядку, порівняно з третіми особами [74, с. 8].

Говорячи про переважне право на придбання в корпоративних правовідносинах, Кравчук В.М. зазначає, що таким правом є належна учасникам товариства правова можливість привілейованого (перед усіма третіми особами) придбання майна (акцій, часток, паїв), що відчужуються іншими учасниками [62, с. 96].

Бабецька І.Я. вказує, що з огляду на те, що під переважними правами в корпоративних відносинах варто розуміти переважні правові можливості, якими наділені учасники корпоративних правовідносин перед іншими, на отримання благ (переважне право придбання акцій, частки, переважне право отримання дивідендів тощо), переважні права носять майновий характер, а тому їх можна віднести до категорії майнових корпоративних прав [35, с. 72-73].

Відзначимо, що досить тривалий час існувало чітке розуміння того, що акціонери товариства, типом якого є публічне акціонерне товариство, не можуть мати переважного перед третіми особами права при відчуженні акцій іншим акціонером. Натомість акціонер приватного акціонерного товариства міг бути наділений таким правом. Однак із часом думки вчених почали змінюватись, на що, зокрема, вплинула судова практика.

Так, п. 4.25 постанови Пленуму Вишого господарського суду України від 25 лютого 2016 року № 4 «Про деякі питання практики вирішення спорів, що виникають з корпоративних правовідносин», зокрема, передбачає, що господарські суди, застосовуючи цю норму (ч. 2 ст. 7 Закону України «Про акціонерні товариства») під час вирішення спорів, повинні враховувати, що переважне право поширюється виключно на випадки продажу акцій приватного акціонерного товариства, а також простих акцій публічного акціонерного товариства у процесі приватного розміщення акцій. Якщо це встановлено статутом акціонерного товариства, то переважне право надається також акціонеру - власнику привілейованих акцій у процесі приватного розміщення товариством привілейованих акцій [27].

Відповідно до положень ст. 7 Закону України «Про акціонерні товариства» передбачено порядок відчуження акцій акціонерного товариства. Переважне право акціонерів приватного акціонерного товариства на придбання акцій цього товариства, що пропонуються їх власником до відчуження третій особі, може бути передбачено статутом акціонерного товариства, якщо станом



на дату прийняття такого рішення кількість акціонерів не перевищує 100 осіб. Порядок реалізації переважного права акціонерів на придбання акцій приватного акціонерного товариства, що пропонуються їх власником до відчуження (крім продажу) третій особі, встановлюється статутом такого товариства.

Акціонери приватного акціонерного товариства мають переважне право на придбання акцій, що продаються іншими акціонерами цього товариства, за ціною та на умовах, запропонованих акціонером третій особі, пропорційно кількості акцій, що належать кожному з них. Переважне право акціонерів на придбання акцій, що продаються іншими акціонерами цього товариства, діє протягом двох місяців з дня отримання товариством повідомлення акціонера про намір продати акції, якщо коротший строк не передбачено статутом товариства.

Строк переважного права, передбачений статутом товариства, не може бути меншим ніж 20 днів з дня отримання товариством відповідного повідомлення. Строк переважного права припиняється у разі, якщо до його спливу від усіх акціонерів товариства отримані письмові заяви про використання або про відмову від використання переважного права на купівлю акцій.

Акціонер приватного акціонерного товариства, який має намір продати свої акції третій особі, зобов'язаний письмово повідомити про це решту акціонерів товариства із зазначенням ціни та інших умов продажу акцій. Повідомлення акціонерів товариства здійснюється через товариство. Після отримання письмового повідомлення від акціонера, який має намір продати свої акції третій особі, товариство зобов'язане протягом двох робочих днів направити копії повідомлення всім іншим акціонерам товариства. Якщо інше не передбачено статутом товариства, повідомлення акціонерів товариства здійснюється за рахунок акціонера, який має намір продати свої акції.

Якщо акціонери приватного акціонерного товариства не скористаються переважним правом на придбання всіх акцій, що пропонуються для продажу, протягом строку, встановленого цим Законом або статутом акціонерного товариства, акції можуть бути продані третій особі за ціною та на умовах, що повідомлені акціонерам товариства.

У разі порушення зазначеного у цій статті переважного права на придбання акцій будь-який акціонер товариства має право протягом трьох місяців з дня, коли він дізнався або повинен був дізнатися про таке порушення, вимагати в судовому порядку переведення на нього прав та обов'язків покупця акцій. Уступка зазначеного переважного права іншим особам не допускається.

Зазначене переважне право акціонерів приватного товариства не поширюється на випадки переходу права власності на цінні папери цього товариства в результаті їх спадкування чи правонаступництва. У разі виникнення права звернення стягнення на акції приватного акціонерного товариства у зв'язку з їх заставою відчуження таких акцій здійснюється з дотриманням переважного права акціонерів на придбання цих акцій.

Переважне право акціонерного товариства на придбання акцій власної емісії, що пропонуються їх власником до відчуження третім особам, не допускається [8].

Також слід відзначити, що згідно із Законом України від 16 листопада 2017 року № 2210-VIII [10] ст. 2 Закону України «Про акціонерні товариства» доповнено п. 15-2, відповідно до якого публічне акціонерне товариство - акціонерне товариство, щодо акцій якого здійснено публічну пропозицію та / або акції якого допущені до торгів на фондовій біржі в частині включення до біржового реєстру.

Водночас п. 6 Прикінцевих та перехідних положень Закону України від 16 листопада 2017 року № 2210-VIII, зокрема, регламентує, що до акціонерних товариств, які вважаються такими, що не здійснювали публічної пропозиції

акцій, застосовуються вимоги Закону України «Про акціонерні товариства» в частині регулювання діяльності приватних акціонерних товариств.

У зв'язку з цим можемо зробити висновок, що акціонери вищезгаданих товариств можуть мати переважне право на придбання акцій цього товариства, які пропонуються їхнім власником до відчуження третій особі виключно в порядку, визначеному ч. 2 ст. 7 Закону України «Про акціонерні товариства».

Аналіз наукових джерел дав змогу зробити висновок про наявність деяких проблемних питань у вищенаведеній процедурі реалізації переважного права на відчуження акцій акціонерного товариства.

Так, Шевченко Г.М., досліджуючи положення ч. 7 ст.7 Закону України «Про акціонерні товариства», де зазначено, що переважне право акціонерів приватного товариства не поширюється на випадки переходу права власності на цінні папери цього товариства в результаті їх спадкування чи правонаступництва, вважає, що вказана законодавча дефініція може породити багато суперечностей, оскільки дасть підстави стверджувати, що переважне право акціонера приватного акціонерного товариства поширюється на випадки переходу права власності на акції внаслідок їх дарування третім особам. На думку дослідника, яку ми цілком підтримуємо, переважне право до відносин, пов'язаних з даруванням акцій, застосовуватися не повинно [96, с.373].

Також виникає питання, чи залишиться в акціонерів переважне право на викуп акцій, коли після прийняття вищезгаданого рішення кількісний склад товариства перевищуватиме 100 осіб? На думку Паплик О.В., так, адже конструкція правової норми прив'язує кількісний склад осіб лише до моменту встановлення такого потенційного права в тому чи іншому акціонерному товаристві. Отже, після прийняття рішення про надання акціонерам товариства переважного права на придбання акцій цього товариства, що пропонуються їхнім власником до відчуження третій особі, зміни в кількісному складі товариства (понад 100 осіб) не можуть слугувати підставою для припинення в акціонерів досліджуваного права. Презюмуємо, що, встановлюючи обмеження



у 100 осіб, законодавець керувався тим, що акціонеру, який бажає відчужити акції товариства третій особі та самому товариству, не складе труднощів донести визначену законом інформацію іншим акціонерам товариства. А також керувався тим, що в межах такої кількості осіб є доцільним збереження персонального складу акціонерів товариства [76].

На нашу думку, не зовсім зрозумілим є те, чому законодавець не регламентував, що зазначене право не може бути здійснене, якщо кількісний склад акціонерів товариства перевищуватиме 100 осіб, адже на практиці такі правові норми можуть спричинити ряд труднощів для акціонера, який бажає відчужити акції товариства третій особі та самого товариства. Наприклад, після прийняття рішення про встановлення переважного права кількісний склад акціонерів збільшився до 300 осіб. Відтак такі 300 осіб повинні бути належним чином повідомлені про вказане відчуження акцій, що несе за собою, зважаючи на велику кількість акціонерів, значні ресурсні затрати. Також цілком очікувано можуть бути допущені помилки при такому повідомленні, що може мати негативні наслідки для акціонера, який відчужує, та особи, яка придбала акції товариства.

Відтак, зважаючи на вищенаведене, пропонуємо доповнити ч. 2 ст. 7 Закону України «Про акціонерні товариства» реченням такого змісту: «Передбачене статутом переважне право акціонерів приватного акціонерного товариства на придбання акцій цього товариства, що пропонуються їхнім власником до відчуження третій особі, припиняється, якщо після прийняття рішення про встановлення такого права кількість акціонерів перевищує 100 осіб».

Слід зауважити, що Закон України «Про акціонерні товариства» також регулює переважне право акціонерів при додатковій емісії акцій (стаття 27).

Акціонер, який має намір реалізувати своє переважне право, може це зробити, подавши акціонерному товариству в установленний строк письмову заяву про придбання акцій. Також покладається обов'язок щодо перерахування

на відповідний рахунок коштів в сумі, яка дорівнює вартості цінних паперів, що ним придбаваються. Крім того, встановлюються вимоги до змісту такої заяви: вона має містити його ім'я (найменування), місце проживання (місцезнаходження), кількість цінних паперів, що ним придбаваються. Заява та перераховані кошти приймаються товариством не пізніше дня, що передує дню початку розміщення цінних паперів. Товариство видає акціонеру письмове зобов'язання про продаж відповідної кількості цінних паперів. У разі порушення акціонерним товариством порядку реалізації акціонерами переважного права Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку може прийняти рішення про визнання емісії недобросовісною та зупинення розміщення акцій цього випуску [8].

Також вищевказані правові норми передбачено і в Порядку збільшення (зменшення) статутного капіталу публічного або приватного акціонерного товариства, затвердженому рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 14.05.2013 № 822 [22].

Паплик О.В., аналізуючи вищевказані положення щодо права прийняти рішення про невикористання переважного права при додатковій емісії акцій зазначає наступне. Така законодавча новела не дає чіткого розуміння, як саме її реалізовувати. Наведене зумовлено тим, що відсутній так званий законодавчий термін дії рішення про невикористання переважного права. У зв'язку з цим можливі такі варіанти тлумачення можливості прийняття останнього:

- кожного разу за фактом прийняття рішення про додаткову емісію акцій;
- із встановленням терміну чи строку дії такого рішення в межах, у яких можуть бути здійснені додаткові емісії акцій;
- із встановленням конкретної кількості можливих додаткових емісій акцій, на які розповсюджуватиметься таке рішення.

Найбільш доцільним, зокрема, з точки зору врахування прав міноритарних акціонерів, буде такий стан, щоб діяло таке правило, як «на

кожну окрему емісію акцій товариством - окреме рішення про невикористання переважного права» [76].

Враховуючи вищевикладене, підтримуємо пропозицію щодо доцільності законодавчих змін, а саме - доповнити абз. 4 ч. 2 ст. 27 Закону України «Про акціонерні товариства» реченням такого змісту: «Таке рішення приймається на кожну окрему емісію акцій товариством».

Отже, підсумовуючи вищевикладене, на нашу думку, доцільно зробити такий висновок. Під переважним правом слід розуміти таке суб'єктивне цивільне право, яке надає носієві можливість пріоритетно перед іншими особами набути інше або здійснити існуюче суб'єктивне право. Щодо переважного права на придбання, то його слід розглядати як особливий вид правового привілею, юридично забезпеченої можливості, наданої у визначених законом випадках із метою забезпечити придбання окремих благ у першочерговому порядку, порівняно з третіми особами.

В ході аналізу законодавчої процедури щодо порядку реалізації переважного права зроблено висновок про доцільність внесення змін до ст. 7 Закону України «Про акціонерні товариства», а саме:

1) доповнити ч. 2 ст. 7 Закону України «Про акціонерні товариства» реченням такого змісту: «Передбачене статутом переважне право акціонерів приватного акціонерного товариства на придбання акцій цього товариства, що пропонуються їхнім власником до відчуження третій особі, припиняється, якщо після прийняття рішення про встановлення такого права кількість акціонерів перевищує 100 осіб».

2) що стосується терміну дії рішення про невикористання переважного права, з точки зору врахування прав міноритарних акціонерів, доцільним буде, щоб діяло таке правило, як «На кожну окрему емісію акцій товариством – окреме рішення про невикористання переважного права», тому слід доповнити ч. 2, ст. 27 цим реченням.



3) пропонуємо доповнити абз. 4 ч. 2 ст. 27 Закону України «Про акціонерні товариства» реченням такого змісту: «Таке рішення приймається на кожну окрему емісію акцій товариством».

### **3.3 Узагальнення судової практики з питань визнання недійсними договорів з продажу акцій**

Загальні умови дійсності правочину регулюються ст. 203 Цивільного кодексу України [7]. Однак, враховуючи специфіку корпоративних прав, а також встановлені корпоративним законодавством України спеціальні умови дійсності, необхідно їх окреслити та визначити певні аспекти. Договори, предметом яких є акції, мають відповідати вимогам, не тільки встановленим Цивільним та Господарським кодексами України, а й спеціальним корпоративним законодавством. До них, зокрема, належать Правила (умови) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами, затверджені Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 1449 від 12 грудня 2006 р., зареєстровані в Міністерстві юстиції України 23 січня 2007 р. за № 52/13319.

Розділ III вищевказаних Правил визначає загальні вимоги до договорів, а у розділі X закріплено «Вимоги до договору на придбання цінних паперів». Договір на придбання цінних паперів, крім вимог, визначених в розділі III цих Правил, містить, зокрема:

а) реквізити ідентифікації цінного папера вид/тип/різновид/найменування цінних паперів; серія цінних паперів - за наявності, вид опціонних сертифікатів - для випуску опціонних сертифікатів, найменування емітента цінного папера; код за ЄДРПОУ - для емітента-резидента, номер реєстрації - для емітента-нерезидента; номінальна вартість цінного папера в разі наявності (частка

консолідованого іпотечного боргу, що припадає на один сертифікат участі, - для іпотечних сертифікатів участі, премія - для опціонних сертифікатів) - у національній чи іноземній валюті; форма існування цінного папера; міжнародний ідентифікаційний номер цінних паперів (для емісійних цінних паперів, якщо присвоєння цього коду для них передбачено законами України) у разі присвоєння; інші реквізити ідентифікації відповідно до виду цінного папера;

б) кількість цінних паперів;

в) суму договору;

г) умови і термін/строк оплати цінних паперів, які є предметом договору, спосіб проведення розрахунків;

г) умови, порядок і строк набуття прав власності на цінні папери;

д) обов'язок андеррайтера надати Центральному депозитарію розпорядження на переказ цінних паперів цього випуску з рахунку у цінних паперах емітента на рахунки в цінних паперах депозитарних установ для подальшого зарахування депозитарними установами прав на ці цінні папери на рахунки в цінних паперах депонентів, що придбали ці цінні папери під час розміщення (у передбачених випадках);

е) обов'язок першого власника (контрагента) надати андеррайтеру всі необхідні відповідно до законодавства документи та відомості щодо ідентифікації його особи для формування журналу обліку розміщення з урахуванням особливостей обліку залежно від форми існування цінних паперів;

є) обов'язок першого власника (контрагента) надати розпорядження обраній ним депозитарній установі на зарахування прав на цінні папери в обумовлений законодавством строк (у передбачених випадках).

Перший власник (контрагент) набуває прав власності на цінні папери відповідно до законодавства України [26].

Крім того, слід взяти до уваги, що певні додаткові вимоги встановлені в Законі України «Про акціонерні товариства» щодо значних правочинів і

правочинів, щодо яких є зацікавленість, тобто йдеться про дотримання вимог ст. 70–71. Зокрема, рішення про надання згоди на вчинення значного правочину, якщо ринкова вартість майна або послуг, що є його предметом, становить від 10 до 25 відсотків вартості активів за даними останньої річної фінансової звітності акціонерного товариства, приймається наглядовою радою. Статутом акціонерного товариства можуть бути визначені додаткові критерії для віднесення правочину до значного правочину.

Рішення про надання згоди на вчинення правочину, щодо вчинення якого є заінтересованість (далі - правочин із заінтересованістю), приймається відповідним органом акціонерного товариства згідно зі ст. 71, якщо ринкова вартість майна або послуг чи сума коштів, що є предметом правочину із заінтересованістю, перевищує 1 відсоток вартості активів за даними останньої річної фінансової звітності акціонерного товариства. Статутом акціонерного товариства може бути встановлене нижче граничне значення, а також можуть встановлюватися додаткові випадки віднесення правочину до правочину із заінтересованістю. Таке рішення може містити перелік умов проекту правочину, які можуть змінюватися за рішенням виконавчого органу акціонерного товариства під час вчинення правочину із заінтересованістю. У разі відсутності такого переліку умови правочину не можуть відрізнятися від умов проекту, наданого відповідно до ч. 4 ст.71 [8].

Загалом умови дійсності правочинів щодо набуття та відчуження корпоративних прав можна класифікувати за критерієм виду джерела, за яким встановлені такі вимоги:

- загальні, які є обов'язковими для всіх договорів (встановлені Цивільним кодексом України);
- визначені спеціальним законодавством (зокрема, Правилами (умовами) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами);
- зумовлені природою та особливістю конкретного договору.



Аналізуючи наслідки, які настають після визнання правочину щодо відчуження корпоративних прав недійсним, слід вказати на певні особливості. Це пов'язано з особливостями предмета правочину – корпоративними правами:

- 1) їхнього особливою природою (комплекс як майнових, так і немайнових, організаційних прав);
- 2) складною структурою корпоративних правовідносин, у межах яких вони здійснюються.

Наприклад, якщо застосувати реституцію до договору купівлі-продажу офісного приміщення, то можна вимагати відшкодування втраченої вигоди від того, що власник не мав можливості використовувати приміщення з комерційною метою (здавати в оренду, застосовувати для власної підприємницької діяльності). У разі реституції корпоративних прав попередньому власнику повертається акція (частка в статутному, складеному капіталі). Проте варто визначитися з наслідками здійснення корпоративних прав, зокрема з рішеннями загальних зборів, які були прийняті за голосування неналежного власника [38, с. 96].

Відзначимо, що досить поширеною є судова практика з питань визнання недійсними договорів з продажу акцій, тому доцільно проаналізувати не лише законодавчі підстави для визнання недійсними вищевказаних договорів, але і конкретні судові рішення.

Так, Постановою Вищого господарського суду України від 22.02.2017 року у справі №910/20487/13 задоволено касаційну скаргу Приватного акціонерного товариства «Екологоохоронна фірма «Креома-Фарм» про визнання недійсним договору купівлі-продажу цінних паперів в межах справи № 910/20487/13. Звертаючись із заявою про визнання недійсним договору купівлі-продажу цінних паперів № 676-Д/2011 від 07.12.2011, який був укладений між боржником (покупець) та Публічним акціонерним товариством «Державний експортно-імпорتنний банк України» (продавець), Приватне акціонерне товариство «Екологоохоронна фірма «Креома-Фарм» послалось на

те, що вартість предмету угоди купівлі-продажу (цінних паперів) на момент її укладення становила 0,00 грн., оспорюваний договір підписано директором боржника з перевищенням його повноважень, а оскільки зазначений договір не був спрямований на реальне настання правових наслідків, що обумовлений ним, спірний правочин є фіктивним у відповідності до ст. 234 Цивільного кодексу України, тому має бути визнаний судом недійсним на підставі ст.ст.203,215 Цивільного кодексу України. В даній справі судами першої та другої інстанції не були досліджені викладені в заяві доводи щодо дійсної вартості предмету договору (цінних паперів) та додані на їх підтвердження докази (звіти про оцінки майна) та, відповідно, їм не була надана належна правова оцінка. У зв'язку з вищевикладеним касаційну скаргу задоволено, справу передано на новий розгляд. вартість предмету угоди купівлі-продажу (цінних паперів) на момент її укладення становила 0,00 грн., а тому цей правочин не був спрямований на реальне настання правових наслідків, що обумовлені ним та є фіктивним. На підтвердження дійсної вартості предмету договору, заявник послався на Звіт про оцінку майна № 75-2/15 від 18.06.2015 та повторний Звіт про оцінку майна № 71-1/16 від 31.03.2016, складені оцінювачем ТОВ «Центр оцінки власності «Парето». Окрім того, ПрАТ «Екологоохоронна фірма «Креома-Фарм» вказувало на те, що оспорюваний договір підписано зі сторони боржника директором з перевищенням його повноважень, а тому у останнього не було необхідного обсягу цивільної дієздатності для укладення такого правочину [28]

Також звернемо увагу на постанову Вищого господарського суду України від 25.02.2015 р. у справі права № 911/2089/14 про визнання недійсним договору купівлі-продажу акцій. Рішенням господарського суду Київської області від 24.06.2013 р., залишеним без змін постановою Київського апеляційного господарського суду від 11.08.2014 р., позов Ф. В. Ф. до ТОВ «Агроком» та ТОВ «Бастіон-Капітал» задоволено, визнано недійсним договір купівлі-продажу цінних паперів від 30 серпня 2012 року за N БВ/2012/48,

укладений між ТОВ «Агроком» та ТОВ «Бастіон-Капітал». Постановою Вищого господарського суду України від 29.09.2014 р. постанову Київського апеляційного господарського суду від 11.08.2014 р. та рішення господарського суду Київської області від 24.06.2014 р. скасовано, прийнято нове рішення, яким у задоволенні позову відмовлено. Постановою Верховного Суду України від 21.01.2015 р. постанову Вищого господарського суду України від 29.09.2014 р. скасовано, а справу N 911/2089/14 направлено на новий касаційний розгляд.

Звертаючись до господарського суду Київської області з позовом до ТОВ «Агроком» та ТОВ «Бастіон-Капітал», позивач просив визнати договір купівлі-продажу цінних паперів за N БВ/2012/48 недійсним на підставі ч. 1 ст. 215 Цивільного кодексу України, якою передбачено, 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. Згідно з положеннями Статуту ТОВ «Агроком» вищим керівним органом товариства є збори учасників. Пунктом 17.9. Статуту товариства визначена виключна компетенції зборів учасників товариства, до якої належить, зокрема, укладення угод на відчуження, а також угод про здачу в найм, оренду, заставу майна, кредитних договорів.

Відповідно до п. 18.5.7 Статуту ТОВ «Агроком» директор є виконавчим органом товариства, обирається зборами учасників, здійснює керівництво поточною діяльністю товариства в межах своїх повноважень, визначених установчими документами, в тому числі уповноважений розпоряджатись майном товариства (включаючи грошові кошти), основні фонди при погодженні із загальними зборами учасників.

Колегія суддів касаційної інстанції погоджується з підставними та вірними висновками місцевого та апеляційного господарських судів про те, що подібного погодження учасниками ТОВ «Агроком» при укладанні спірного Договору директор товариства не отримував. Водночас, ТОВ «Агроком» не було надано суду, а в матеріалах справи відсутні належні докази того, що на



зборах учасників ТОВ «Агроком» виносилося питання щодо купівлі цінних паперів ТОВ «Бастіон-Капітал», у спосіб встановлений чинним законодавством та Статутом товариства.

З урахуванням викладеного, є обґрунтованими висновки судів попередніх інстанцій про те, що оскаржуваним договором купівлі-продажу цінних паперів фактично здійснено реалізацію функції розпорядження майном товариства (грошовими коштами в розмірі 2000000 грн.) без належного погодження зборами учасників. А отже, директор Я. П. В., укладаючи від імені ТОВ «Агроком» договір купівлі-продажу цінних паперів № БВ/2012/48 від 30.08.2012 р. діяв з перевищенням повноважень, наданих йому Статутом ТОВ «Агроком» та чинним законодавством України, що відповідно є підставою визнання правочину недійсним [29].

Слід звернути увагу і на постанову Вищого господарського суду України у справі № 46/624-06 про визнання недійсним договору купівлі-продажу цінних паперів № К27 від 03.09.2004 р., укладеного АТ «Бізнес-Сервіс» та ТОВ «Енергосоюз» за посередництва ТОВ «Українська фінансова компанія». Як встановив апеляційний господарський суд (дану позицію підтримав і суд касаційної інстанції), відповідач та позивач за посередництва третьої особи уклали договір купівлі-продажу цінних паперів №К27 від 03.09.2004 р., згідно з п. 2.3 якого продавець передає покупцю за актом приймання-передачі цінні папери протягом 10 днів з моменту підписання договору. Відповідно до п. 2.2 договору, покупець зобов'язався здійснити розрахунок з продавцем шляхом перерахування загальної договірної вартості цінних паперів на розрахунковий рахунок продавця в строк до 31.12.2004 року. Питання розрахунків та передання цінних паперів, які регулюються зазначеними пунктами договору є істотними умовами договору купівлі-продажу цінних паперів.

В порушення вимог законодавства, відповідно до спірного договору, відповідач передав позивачу 1270 простих акцій на суму 1268225 грн. за актом

приймання-передачі цінних паперів від 30.09.2004 р., тобто передача цінних паперів здійснена до проведення повної оплати їх вартості. Як зазначив апеляційний господарський суд, суд першої інстанції обґрунтовано посилаючись на порушення вимог діючого законодавства при укладенні договору безпідставно визнав недійсним тільки п. 2.2 договору, вважаючи що недійсність умови, яка не є істотною не тягне за собою недійсності всього договору. При цьому, місцевий суд не оцінивши п. 2.3 договору та не визнавши договір недійсним у цілому безпідставно вважав, що передача покупцю цінних паперів за актом приймання-передачі протягом 10 днів з моменту підписання договору відповідає вимогам діючого законодавства. Разом з тим, визнавши недійсним п. 2.2 договору суд першої інстанції фактично виключив умову про порядок розрахунків. Апеляційний господарський суд зауважив, що умови про порядок проведення розрахунків та передачу цінних паперів є істотними умовами договору купівлі-продажу цінних паперів, тому було задоволено позовні вимоги та визнано недійсним вищевказаний договір [31].

Важливе значення для судового розгляду справ даної категорії відіграє Постанова Пленуму Вищого господарського суду України від 25.02.2016 № 4 «Про деякі питання практики вирішення спорів, що виникають з корпоративних правовідносин». Вказаною постановою визначено, що до корпоративних спорів не належать та вирішуються загальними або господарськими судами залежно від суб'єктного складу сторін спори про визнання права власності на акції, спори щодо укладення, розірвання, зміни, виконання, а також визнання недійсними договорів купівлі-продажу акцій, та спори щодо інших правочинів з акціями, крім спорів, пов'язаних з порушенням переважного права акціонерів на придбання акцій.

Також має важливе значення пп. 6.6, за яким господарським судам слід враховувати, що у спорах за позовами про визнання недійсними рішень загальних зборів та про визнання недійсними договорів купівлі-продажу акцій немає підстав для вжиття такого заходу щодо забезпечення позову як заборона

юридичній особі проводити загальні збори, оскільки цей захід не пов'язаний з предметом спору [27].

Отже, спори щодо укладення, розірвання, зміни, виконання, а також визнання недійсними договорів купівлі-продажу акцій вирішуються загальними або господарськими судами залежно від суб'єктного складу сторін. Враховуючи специфіку договорів купівлі-продажу акцій, вони мають відповідати вимогам, не тільки встановленим Цивільним та Господарським кодексами України, а й спеціальним корпоративним законодавством. До них, зокрема, належать Правила (умови) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами, затверджені Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 1449 від 12 грудня 2006 р., зареєстровані в Міністерстві юстиції України 23 січня 2007 р. за № 52/13319 та ін.

### **3.4. Правові проблеми розміщення акцій за межами України**

Серед особливих проблем фондового ринку є те, що в Україні фактично не реалізуються функції первинного та вторинного ринків цінних паперів. На первинному ринку не здійснюється значного розміщення цінних паперів та не відбувається перерозподіл вільного грошового капіталу за галузями економіки України. Крім того, емітенти позбавлені фінансових вкладів інвесторів для розвитку підприємств, у зв'язку з тим що ті не впевнені у наданні їм гарантій від держави. На вторинному ринку відсутнє забезпечення ліквідності цінності паперів, тобто не створені умови для найширшої торгівлі ними. Це, у свою чергу, позбавляє можливості власника цінних паперів реалізувати їх у найкоротший термін за незначних варіацій курсів та невисоких витрат на реалізацію. Також за відсутності сталого ринку фінансові інвестори не одержують реальний дохід у вигляді курсової різниці.



Ключовим недоліком є також відсутність довіри у населення України як потенційних інвесторів до учасників фондового ринку та менеджменту акціонерних товариств у зв'язку з відсутністю чіткого механізму реалізації суб'єктивних корпоративних прав аукціонерів на фондових ринках. Як один із напрямів усунення перелічених проблем необхідно розглянути процедуру емісії акцій за межі України. Будь-яке розміщення акцій за кордоном підтвердить сприйняття міжнародною спільнотою фондового ринку України як ринку, що розвивається (emerging market), і стане передумовою для проведення транскордонних операцій з іншими фінансовими активами.

Можливість самостійного виходу акціонерного товариства на європейські фондові ринки має щонайменше ще два позитивних правових наслідки: опанування при цьому українськими емітентами найкращих принципів щодо прозорості та інформаційного забезпечення обігу акцій та одержання адекватної оцінки акцій, а отже, і корпоративного права кожного акціонера [83, с. 95].

Безпосереднє розміщення цінних паперів емітентів на іноземному фондовому ринку реалізується шляхом налагодження кореспондентських відносин між центральним депозитарієм в країні де знаходиться емітент та міжнародними депозитарними центрами (Euroclear, Cedel), або ж між центральними депозитаріями двох держав. «Встановлення таких кореспондентських відносин визначається правовими умовами і відповідає європейському шляху обігу цінних паперів за межами держави. Окрім того, емітент цінних паперів повинен отримати ліцензію Національного банку України, дозвіл Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку в якості умови для допуску акцій вітчизняних емітентів до обігу за межами України».

Згідно рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про порядок надання дозволу на розміщення та/або обіг цінних паперів українських емітентів за межами України» від 17 липня 2013 р, яке суттєво

полегшило процедури виходу на міжнародні ринки капіталу, отримання вказаного дозволу регулятора можливе за умови дотримання таких вимог:

- проведення реєстрації випуску цінних паперів;
- допущення того самого виду цінних паперів відповідного емітента до біржових торгів на одній з українських фондових бірж

Дозвіл на обіг цінних паперів українських емітентів за межами України видається лише щодо кількості цінних паперів, які знаходяться на рахунку в цінних паперах їх власника.

Дозвіл на розміщення та обіг цінних паперів українських емітентів за межами України видається при одночасному дотриманні умов, передбачених пунктом 3 цього розділу, а стосовно акцій - також за умови, якщо кількість акцій, щодо яких планується здійснення розміщення та обігу за межами України, не перевищує 75 відсотків від загальної кількості акцій відповідного випуску.

Відчуження цінних паперів (крім дисконтних облігацій) за межі України на підставі дозволу на розміщення та обіг цінних паперів українського емітента за межами України здійснюється за ціною, не нижчою за їх номінальну вартість.

Акціонерне товариство здійснює розміщення кожної акції при збільшенні статутного капіталу за ціною, не нижчою за її ринкову вартість, визначену відповідно до законодавства України, і не має права розміщувати акції за ціною, нижчою за їх номінальну вартість. У разі наявності цінних паперів декількох випусків дозвіл видається щодо цінних паперів кожного випуску окремо [24].

На думку Потерейко С.О., для того щоб активізувати публічний ринок акцій, залучити більше коло іноземних інвесторів на український ринок та збільшити обіг акцій українських емітентів за межами України, необхідно скасувати дозвільну систему або перевести її на облікові заходи. Це спростить доступ українських емітентів до зарубіжних ринків капіталу і забезпечить

можливість для українських інвесторів користування фінансовими інструментами іноземних ринків. При цьому, звісно, потрібно залишити всі вимоги подання консолідованої та проміжної фінансової звітності про акціонерне товариство.

Крім того, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку повинна сприяти розміщенню українських емітентів за кордоном, оскільки капітал буде залучений безпосередньо в обіг в Україні. Також емітенти не будуть нести витрати у зв'язку з утворенням юридичної особи за межами України, яка випускатиме свої акції, як показано в наведеному. Також для окремих акціонерів товариств, що зареєстровані в Україні, буде позитивним для забезпечення їх корпоративних прав отримання адекватної ринкової ціни акції завдяки одночасному обігу акцій в Україні та за її межами [83, с.97].

Необхідно зазначити, що у великій мірі успішне розміщення акцій компанії залежить від того, де саме воно було здійснено. Іншими словами, вибір біржі є одним з важливих чинників успіху. В залежності від розмірів компанії та намірів щодо залучення капіталу для розміщення акцій існує два основних варіанти – глобальні чи регіональні біржі. Характерними ознаками глобальних бірж є більший обсяг торгів, вищий рівень капіталізації та ліквідності; регіональні ж біржі здебільшого характеризуються територіальною обмеженістю та спеціалізуються лише на окремих видах продуктів, ринків та вкладників. Серед великих глобальних торгівельних майданчиків необхідно назвати, перш за все, Нью-Йоркську (NYSE), Лондонську (LSE) та Токійську (TSE) фондові біржі, а також американську електронну біржу NASDAQ. До потужних регіональних бірж належать Віденська, Франкфуртська, Варшавська, Люксембургська. Сюди також відносять єдину біржу балтійського регіону OMX, куди входять біржі Стокгольма, Копенгагена, Хельсінкі, Вільнюсу, Риги та Талліну.

Лондонська чи Нью-Йоркська фондові біржі оптимальні для компанії емітента у тому разі, якщо є необхідність залучення значних за обсягом



фінансових ресурсів, або ж тоді, якщо діючі власники мають намір повністю вийти з бізнесу в п'ятирічному періоді, отримавши максимальний прибуток від продажу. Однак швидкий вихід акціонера чи виставлення на продаж пакету акцій, що перевищує 40% може викликати певний ажіотаж та спричинити зниження ціни на акції компанії. Тому політика розміщення акцій повинна бути стримувальною та поступальною. Зауважимо, що необхідною умовою для розміщення акцій на даних фондових біржах є щорічний обіг в розмірі щонайменше 1 млрд. дол. США. За нижчої щорічної оборотності (від 20 млн. до 1 млрд. дол. США) для залучення стратегічного інвестора без продажу великої частки в компанії або ж для фінансування інноваційних проектів часто обирають ринок альтернативних інвестицій Лондонської фондової біржі. Ця секція біржі має нижчі регуляторні вимоги, а інвестори зацікавлені не так в минулому компанії, а скоріш в тому, які перспективи його розвитку в майбутньому. Для інвесторів участь на ринку альтернативних інвестицій несе більші ризики, аніж на класичній фондовій біржі, однак дає можливості отримання вищих прибутків [77].

Українські емітенти найчастіше здійснюють публічні розміщення акцій на фондових біржах Лондона та Варшави. Остання користується більшою популярністю в українських компаній оскільки вимоги є значно ліберальнішими ніж на Лондонській, незважаючи на меншу кількість угод.

На практиці через складність процедури отримання відповідного дозволу розміщення акцій обмежуються територією України, у зв'язку з чим вітчизняні акціонерні товариства і економіка загалом позбавлені можливості реального залучення іноземного капіталу.

Серед основних перешкод для запуску правового механізму розміщення цінних паперів українських емітентів за кордоном виокремлюють:

- недостатню технологічну розвиненість біржового сегмента фондового ринку України у напрямі інтеграції з міжнародними депозитарною та

платіжною системами з метою впровадження спеціалізованих, суто біржових моделей клірингу та розрахунків;

- відсутність достатніх технологічних можливостей у депозитарної системи України, яка не має дієвих механізмів щодо стикування з міжнародними депозитарними системами;

- неможливість оперативного отримання інвесторами достовірної інформації про вітчизняних емітентів та їх цінні папери, допущені до обігу в Україні та за її межами;

- відсутність реальних механізмів для адекватного захисту та реалізації прав іноземних інвесторів у такі цінні папери;

- незацікавленість потенційних інвесторів придбавати акції вітчизняних емітентів, яка пов'язана з низьким рівнем корпоративного управління, недостатнім рівнем розкриття інформації про діяльність таких підприємств, відсутністю прийнятної дивідендної та процентної політики;

- жорстке валютне регулювання (ускладнена можливість отримання інвестором доходів за цінними паперами; складність зарахування нерезидентом коштів за операціями з цінними паперами на інвестиційний рахунок; нерегульована процедура виводу цінних паперів вітчизняних емітентів за межі України та ін.);

- проблеми податкового регулювання (нерегульовані питання щодо оподаткування витрат на купівлю цінних паперів, пов'язаних із волатильністю цін на такі цінні папери (курсові різниці), несприйняттям податковими органами ціни цінних паперів, сформованої на базі котировок іноземної біржі та ін.);

- відсутність механізму контролю за обігом цінних паперів вітчизняних емітентів на кількох біржах одночасно, що вимагає високого рівня кооперації та взаємодії фінансових регуляторів (міжнародних, українських, з юрисдикцій інвесторів у цінні папери українських емітентів та бірж, де такі цінні папери матимуть обіг), а також фондових бірж [45, с.13]

Проведено аналіз ринку акцій та зроблено висновок, що в Україні на сьогодні ринок не відіграє функції ефективного механізму залучення капіталу для суб'єктів господарювання. В Україні фактично не реалізуються функції первинного та вторинного ринків цінних паперів. Крім того, емітенти позбавлені фінансових вкладів інвесторів для розвитку підприємств, у зв'язку з тим що ті не впевнені у наданні їм гарантій від держави. Як один із напрямів усунення перелічених проблем необхідно розглянути процедуру емісії акцій за межі України. Безпосереднє розміщення цінних паперів емітентів на іноземному фондовому ринку реалізується шляхом налагодження кореспондентських відносин між центральним депозитарієм в країні де знаходиться емітент та міжнародними депозитарними центрами, або ж між центральними депозитаріями двох держав та здійснюється на основі чинного законодавства, та, зокрема, рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про порядок надання дозволу на розміщення та/або обіг цінних паперів українських емітентів за межами України».



## ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ

В ході виконання даної роботи досліджено важливу проблему – питання правового регулювання емісії та обігу акцій, за результатами якої зроблено відповідні висновки і надані пропозиції щодо удосконалення чинного законодавства.

1. Поняття «фондовий ринок» та поняття «ринок цінних паперів» охоплюють різні за змістом правовідносини між учасниками цих ринків. Крім того, законодавче визначення поєднує під поняттям «ринок цінних паперів» як його учасників, так і правовідносини між ними, але, на нашу думку, більш доречно було б визначити ринок цінних паперів як сукупність правовідносин щодо розміщення та обігу його інструментів, якими є цінні папери. Доцільним є внесення відповідних законодавчих змін до ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

На основі аналізу законодавства та наукових підходів зроблено висновок про наявність певних недоліків у передбаченому законодавством понятті ринку цінних паперів, з огляду на два важливі аспекти: по-перше, існуюче визначення ототожнює поняття фондового ринку та ринку цінних паперів, не враховуючи суттєві відмінності у змісті цих термінів.

2. Цінний папір визначається як документ установленної форми з відповідними реквізитами, що посвідчує грошове або інше майнове право, визначає взаємовідносини емітента цінного папера (особи, яка видала цінний папір) і особи, яка має права на цінний папір, та передбачає виконання

зобов'язань за таким цінним папером, а також можливість передачі прав на цінний папір та прав за цінним папером іншим особам.

В Україні у цивільному обороті застосовують 4 основні групи цінних паперів: пайові цінні папери - засвідчують участь у статутному капіталі, надають їх власникам право на участь в управлінні емітентом та одержанні частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, і частини майна при ліквідації емітента; боргові цінні папери, які засвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання емітента сплатити у визначений термін кошти відповідно до зобов'язання; похідні цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом терміну, визначеного договором цінних паперів, інших фінансових та (або) товарних ресурсів; товаророзпорядчі цінні папери, які надають їх тримачеві право розпоряджатися майном, вказаним у цих документах.

3. Акція визначається як іменний цінний папір, який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства, у тому числі право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та право на отримання частини майна акціонерного товариства в разі його ліквідації, право на управління акціонерним товариством, а також немайнові права, передбачені Цивільним кодексом України та законом, що регулює питання створення, діяльності й припинення акціонерних товариств. Отже, акція надає своєму власнику не лише майнові права, а ще й ряд немайнових прав, також вона виступає як певна форма фіксації майнової участі в господарському товаристві. Акція як об'єкт прав виникає у зв'язку з тим, що певна особа передає оборотоздатне майно як вклад у власність товариства і втрачає право власності на таке майно. Натомість така особа набуває право власності на певний оборотоздатний еквівалент - акцію, який стає замінником вкладу (у категоріях інвестиційного права - об'єктом інвестування).

4. Досліджено правовий статус емітента як одного з учасників на фондовому ринку. Наголошено на тому, що емітенти є, з одного боку, споживачами інвестиційних ресурсів, а з іншого - виступають джерелом фінансових ресурсів, що повертаються інвесторам. За законодавством України передбачено випуск цінних паперів за номінальною вартістю, тобто вони мають свій постійний номінал. Однак у світовій практиці передбачено випуск цінних паперів зі змінним номіналом, наприклад без грошового номіналу або з нульовим номіналом. При цьому частка однієї акції у статутному капіталі, а номінал визначається шляхом поділу фактично сплаченого статутного капіталу на кількість акцій, тому номінал її змінюється коли відбувається зміна статутного капіталу. В Україні доцільно також застосовувати подібну практику, оскільки в секторі економіки часто відбуваються зміни, що впливають на розмір статутного капіталу.

Також потрібно відзначити, що однакова номінальна вартість і неподільність акцій, а також той факт, що кожна проста чи привілейована акція певного класу надає її власнику однаковий обсяг прав щодо товариства (ч. 1 ст. 25, ч. 1 ст. 26 Закону України «Про акціонерні товариства»), дає змогу розглядати також акцію як одиницю виміру корпоративних прав.

6. Вказано, що додаткова емісія акцій є ефективним механізмом управління фінансовими ресурсами в товаристві, що зумовлено наявністю низки переваг серед інших джерел фінансування інвестицій. Додаткова емісія акцій являє собою послідовність дій емітента відносно випуску та розміщення додаткових акцій товариством згідно з чинним законодавством.

Проаналізовано законодавчі повноваження Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку щодо зупинення обігу акцій та відзначено, що під час реалізації вищевикладених повноважень важливим є недопущення втручання і порушення прав власників, зловживання та перевищення повноважень Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.



7. Відзначимо, що ст. 15 Закону України «Про акціонерні товариства» передбачає можливість збільшення статутного капіталу товариства шляхом підвищення номінальної вартості акцій або розміщення додаткових акцій існуючої номінальної вартості. Додаткова емісія акцій являє собою послідовність дій емітента відносно випуску та розміщення додаткових акцій товариством згідно з чинним законодавством. Акціонерне товариство може здійснювати додаткову емісію акцій тільки за рішенням загальних зборів.

7. Законодавство надає чіткий перелік підстав для визнання емісії цінних паперів недійсною та недобросовісною. Суттєву роль у вдосконаленні законодавчого регулювання порядку визнання емісії цінних паперів недобросовісною та недійсною відіграло запровадження поняття «неодноразове грубе порушення емітентом прав інвесторів під час емісії цінних паперів». Також підтримуємо позицію щодо того, що задля стабілізації обігу акцій, охорони добросовісних набувачів акцій, слід закріпити спеціальний скорочений строк позовної давності – один рік.

8. Договір купівлі-продажу є найтипівішим правочином з акціями. Укладання правочинів щодо акцій різняться між собою у способі, місці й порядку укладання відповідного договору, яке може бути здійснено за допомогою організатора торгівлі цінними паперами. Договори купівлі-продажу, в яких продавцем або покупцем виступають акціонери, що є фізичними особами, найчастіше укладаються за участю професійних учасників ринку цінних паперів і торговців цінними паперами. Договори купівлі-продажу акцій укладаються в письмовій формі, і в них, як правило, передбачається низка стандартних умов: найменування й місцезнаходження сторін; кількість і тип акцій; ціна продажу акцій; строк оплати; міжнародний ідентифікаційний номер акцій; найменування акціонерного товариства, що випустило акції (емітента), тощо. Таким чином, обіг цінних паперів – це вчинення правочинів, пов'язаних з переходом прав на цінні папери і прав за цінними паперами, крім договорів, що

укладаються у процесі емісії, при викупі цінних паперів їх емітентом та купівлі-продажу емітентом викуплених цінних паперів.

9. Спори щодо укладення, розірвання, зміни, виконання, а також визнання недійсними договорів купівлі-продажу акцій вирішуються загальними або господарськими судами залежно від суб'єктного складу сторін. Враховуючи специфіку договорів купівлі-продажу акцій, вони мають відповідати вимогам, не тільки встановленим Цивільним та Господарським кодексами України, а й спеціальним корпоративним законодавством.

10. Як один із напрямів усунення проблем необхідно розглянути процедуру емісії акцій за межі України. Безпосереднє розміщення цінних паперів емітентів на іноземному фондовому ринку реалізується шляхом налагодження кореспондентських відносин між центральним депозитарієм в країні де знаходиться емітент та міжнародними депозитарними центрами, або ж між центральними депозитаріями двох держав та здійснюється на основі чинного законодавства, та, зокрема, рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про порядок надання дозволу на розміщення та/або обіг цінних паперів українських емітентів за межами України».

До пропозицій викладених у роботі можна віднести наступні. В ході аналізу законодавчої процедури щодо порядку реалізації переважного права зроблено висновок про доцільність внесення змін до ст. 7 Закону України «Про акціонерні товариства», а саме:

1) доповнити ч. 2 ст. 7 Закону України «Про акціонерні товариства» реченням такого змісту: «Передбачене статутом переважне право акціонерів приватного акціонерного товариства на придбання акцій цього товариства, що пропонуються їхнім власником до відчуження третій особі, припиняється, якщо після прийняття рішення про встановлення такого права кількість акціонерів перевищує 100 осіб».

2) що стосується терміну дії рішення про невикористання переважного права, з точки зору врахування прав міноритарних акціонерів, доцільним буде,

щоб діяло таке правило, як «На кожную окрему емісію акцій товариством – окреме рішення про невикористання переважного права», тому слід доповнити ч. 2, ст. 27 цим реченням.

3) пропонуємо доповнити абз. 4 ч. 2 ст. 27 Закону України «Про акціонерні товариства» реченням такого змісту: «Таке рішення приймається на кожную окрему емісію акцій товариством».

### **СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ**

1. Конституція України: від 28.06.1996 № 254к/96-ВР // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96%D0%B2%D1%80/card2#Card>.
2. Бюджетний кодекс України: Закон від 08.07.2010 № 2456-VI // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/card/2456-17>.
3. Господарський кодекс України: Закон від 16.01.2003 № 436-IV // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/436-15>.
4. Кодекс України про адміністративні правопорушення: Закон від 07.12.1984 № 8073-X // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/80731-10>.
5. Кримінальний кодекс України: Закон України від 05.04.2001 № 2341-III // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2341-14>.
6. Податковий кодекс України від 2 грудня 2010 р. № 2755-VI (із змінами) // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>.



7. Цивільний кодекс України: Закон від 16.01.2003 № 435-IV // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/435-15>.
8. Про акціонерні товариства: Закон України від 17.09.2008 № 514-VI // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/card/514-17>.
9. Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні: Закон України від 16.11.2018 № 996-XIV // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/card/996-10>.
10. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів: Закон України від 16.11.2017 року № 2210-VIII. // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2210-19#n720>
11. Про господарські товариства: Закон України від 17.06.2018 № 1576-XII // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1576-12>.
12. Про депозитарну систему України: Закон України від 06.07.2012 № 5178-VI // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/5178-17>.
13. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України від 30.10.1996 № 448/96-ВР // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. Режим доступу :<http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80>
14. Про Національний банк України: Закон України від 10.11.2018 № 679-XIV // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/card/679-14>
15. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: Закон України від 01.10.2018 № 2664-III // Офіційний сайт Верховної

Ради України [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/2664-14>.

16. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

17. Про заходи щодо прискорення розвитку фондового ринку України: Розпорядження Президента України від 19.06.1998 № 275/98-рп // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/275/98-%D1%80%D0%BF>.

18. Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку: Указ Президента України від 23.11.2011 № 1063/2011 // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1063/2011>.

19. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року, затверджена Постановою Правління Національного банку України від 18.06.2015 № 391 // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/v0391500-15/print1495081380745532>.

20. Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу, затверджене рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 27.12.2013 № 2998 // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0171-14>.

21. Порядок визнання емісії цінних паперів недобросовісною та недійсною, затверджений рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 06.08.2013 № 1416, // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1488-13>.

22. Порядок збільшення (зменшення) статутного капіталу публічного або приватного акціонерного товариства, затверджений рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 14.05.2013 № 822. // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0858-13>.

23. Порядок здійснення емісії та реєстрації випуску акцій акціонерних товариств, які створюються шляхом злиття, поділу, виділу чи перетворення або до яких здійснюється приєднання, затверджений Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку 09.04.2013 № 520, зареєстрований в Міністерстві юстиції України 21 травня 2013 р. за № 795/23327// Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0795-13>.

24. Порядок надання дозволу на розміщення та/або обіг цінних паперів українських емітентів за межами України, затверджений Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 20.06.2013 № 1105, зареєстрований в Міністерстві юстиції України 17 липня 2013 р. за № 1201/23733// Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1201-13>.

25. Порядок скасування реєстрації випусків акцій, затверджений рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку 23.04.2013 № 73. // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0822-13>.

26. Правила (умови) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами, затверджені рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 12 грудня 2006 року № 1449// Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0052-07#n23>.



27. Про деякі питання практики вирішення спорів, що виникають з корпоративних правовідносин: Постанова Пленуму Вищого господарського суду України від 25 лютого 2016 року № 4. [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/v0004600-16>.
28. Постанова Вищого господарського суду України від 22.02.2017 року у справі №910/20487/13 [Електронний ресурс]. Режим доступу: [https://protocol.ua/ru/postanova\\_vgsu\\_vid\\_22\\_02\\_2017\\_roku\\_u\\_spravi\\_910\\_20487\\_13/](https://protocol.ua/ru/postanova_vgsu_vid_22_02_2017_roku_u_spravi_910_20487_13/).
29. Постанова Вищого господарського суду України від 25.02.2015 р. у справі права № 911/2089/1 [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://epicentre.com.ua/pro-viznannja-nediisnim-dogovoru-kupivli-prodazhu-akcii-doc228336.html>.
30. Постанова Вищого господарського суду від 07 вересня 2016 року по справі № 910/9691/15 [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/61159623>
31. Постанова Вищого господарського суду України у справі № 46/624-06 від 14.11.2007 [Електронний ресурс]. Режим доступу: [http://www.arbitr.gov.ua/docs/28\\_1755408.html](http://www.arbitr.gov.ua/docs/28_1755408.html)
32. Постанова Окружного адміністративного суду м. Києва від 16 квітня 2013 р. у справі № 2а-2077/09/2670 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://pravoscope.com/act-postanova-2a-2077-09-2670-kostenko-d-a-16-04-2013-derzhavnogo-regulyuvannya-rinkiv-finansovix-poslug-s>.
33. Андреев Д. О. Адміністративно-правові засоби захисту прав власників цінних паперів : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.07 / Андреев Дмитро Олександрович ; Одес. нац. ун-т ім. І. І. Мечникова. - О., 2008. - 199 с.
34. Ачкасов А. Є. Конспект лекцій з курсу «Облік цінних паперів» (для студентів 5 курсу заочної форми навчання спеціальності 7.03050901 «Облік і аудит») / А. Є. Ачкасов, А. П. Косяк; Харк. нац. акад. міськ. госп-ва. – Х.: ХНАМГ, 2012. – 96 с.

35. Бабецька І.Я. До питання про правову природу переважних прав в корпоративних правовідносинах. Актуальні проблеми вдосконалення чинного законодавства України. - 2010. - № 25. - с. 69-74.
36. Белкін Л.М. Зупинення обігу цінних паперів як проблема фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://etalon.co.ua/publikaciyi00002>.
37. Болдуєва О. В. Визначення ринку цінних паперів як сегменту фінансового сектору країни / О. В. Болдуєва. // Ефективна економіка. - 2013. - № 1. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek\\_2013\\_1\\_41](http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2013_1_41).
38. Бутрин-Бока Н. Щодо питання про умови дійсності правочинів з приводу відчуження корпоративних прав / Н. Бутрин-Бока // Актуальні проблеми правознавства. - 2016. - №2. – с.94-98.
39. Буяджи Г. Особливості управління цінними паперами в Україні / Г. Буяджи // Підприємництво, господарство і право. - 2018. - № 5. - С. 9-12
40. Бюлетень щодо стану ринку цінних паперів, грудень 2017.[Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.slideshare.net/NSSMC/2017-86411093>.
41. Віхров С.О. Ринок цінних паперів як господарсько-правова категорія // Часопис Київського університету права. – 2010. – № 4. – С. 181 – 185.
42. Галкова Е. В. Правовое регулирование эмиссии ценных бумаг по российскому праву и праву зарубежных стран (сравнительно-правовой аспект). — М. : Статут, 2014. — 240 с.
43. Гарагонич О. В. Актуальні питання адаптації корпоративного законодавства України до права ЄС / О. В. Гарагонич // Visegrad Journal on Human Rights. - 2014. - № 1. - С. 36–42.
44. Гарагонич О. В. Емісія акцій у разі збільшення статутного капіталу акціонерного товариства / О. В. Гарагонич // Часопис цивільного і кримінального судочинства. - 2015. - № 5. - С. 102-116.
45. Гарагонич О. В. Розміщення цінних паперів українських емітентів за кордоном /О. В. Гарагонич // Юридична газета. - 2013. - № 10. – с.13-22.

46. Гаращенко Л. П. Правова характеристика цінних паперів: теоретичний аналіз / Л. П. Гаращенко, В. С. Шкуратовський // Молодий вчений. - 2015. - № 11. - С. 114-118.
47. Герасименко Р. А., Блажан І. Р. Особливості формування ресурсів акціонерних товариств // Фінанси України. – 2010. – № 6. – С. 82-89.
48. Гончарук Д.В. Визначення сутності поняття державного регулювання ринку державних боргових цінних паперів/ Д.В. Гончарук// Теорія та практика державного управління. – 2017. - 2(57). – с.1-8.
49. Горбик О. Державне управління у сфері ринку цінних паперів: характеристика основних понять / О. Горбик // Державне управління та місцеве самоврядування. - 2015. - Вип. 4. - С. 13-23.
50. Грейдін О. І. Учасники правовідносин, що виникають на підставі договору (довірчого) управління цінними паперами / О. І. Грейдін // Учёные записки Таврического национального университета им. В. И. Вернадского. – Серия «Юридические науки». – 2001. – Т. 23 (62). – № 1. – С 340-346.
51. Грибанов В.П. Осуществление и защита гражданских прав. изд. 2-е, стереотип. М.: Статут, 2001. 411 с.
52. Грудницька С. М. Напрямки вдосконалення правового регулювання додаткового випуску акцій акціонерними товариствами / С. М. Грудницька, Л. І. Фесечко // Вісник Донецького університету. Серія В: Економіка і право. – 2006. – № 1, т. 2. – С. 595–601.
53. Заборовський В.В. Правова природа акцій та процедура їх конвертації в Україні та Російській Федерації : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03 / В. В. Заборовський; кер. роботи С. Б. Булеца; Нац. ун-т «Одеська юридична академія». – Одеса, 2010. – 222 с.
54. Джус С. І. Аналіз наукових підходів до визначення сутності понять "фондовий ринок" та "ринок цінних паперів" / С. І. Джус // Статистика України. - 2015. - № 4. - С. 53-59.



55. Дідич О. В. Адміністративно-правовий статус торгівців цінними паперами : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.07 / Дідич Олександр Володимирович ; Одес. нац. юрид. акад. - О., 2004. - 20 с.
56. Калюга О. О. Фондовий ринок, як елемент фінансового ринку /О.О. Калюга// Теорія та практика державного управління. - 2017. - №1(56). - с. 1-5.
57. Касьянова Н.В. Фондовий ринок: сучасний стан та перспективи розвитку [Електронний ресурс] / Касьянова Н.В., Курбанов О.О. // Мукачівський державний університет. – 2017. – Режим доступу до ресурсу: [http://economyandsociety.in.ua/journal/10\\_ukr/46.pdf](http://economyandsociety.in.ua/journal/10_ukr/46.pdf).
58. Квасова О. П. Емісійні операції акціонерних товариств на ринку цінних паперів України / О. П. Квасова, П. П. Самофалов // Формування ринкових відносин в Україні. - 2016. - № 1. - С. 25-30.
59. Когут Д.В. Недоліки функціонування фондового ринку в Україні [Електронний ресурс] / Когут Д.В. // Національний університет «Острозька академія». – 2018. – Режим доступу до ресурсу: <https://naub.oa.edu.ua/2018>.
60. Конспект лекцій з дисципліни «Фінансовий ринок» (Частина II) освітньо-професійної програми першого (бакалаврського) рівня вищої освіти зі спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа та страхування» / Укладач: Ганзюк С.М. - Кам'янське: ДДТУ, 2018 р. - 44 с.
61. Кравченко Ю. Я. Рынок ценных бумаг в вопросах и ответах : учеб. пособ. для студ. экон. вузов / Ю.Я. Кравченко. — [2-е изд., перероб. и доп.]. — К. : Ника-Центр, 2005. — 536 с.
62. Кравчук В.М. Припинення корпоративних правовідносин в господарських товариствах: дис. д-ра. юрид. наук: 12.00.03. Львів, 2009. 434 с.
63. Крат В.І. Переважні права: цивільно-правовий аспект: автореф. дис. ... канд. юрид. наук: спец. 12.00.03 «Цивільне право і цивільний процес; сімейне право; міжнародне приватне право». Харків, 2008. 20 с.
64. Крылова М. Ценная бумага – вещь, документ или совокупность прав// Рынок ценных бумаг. – М. – 1997. – №2. – С.60 – 62.

65. Кузнєцова, Н. С. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування / Н. С. Кузнєцова, І. Р. Назарчук. – К. : Юрінком Інтер, 1998. – 525 с.
66. Куліш О. А. Фондовий ринок у системі економічних відносин : автореф. дис.... канд. екон. наук: 08.01.01 / Куліш Олена Андріївна; Донец. нац. ун-т. - Донецьк, 2008. - 16 с.
67. Кулик М. М. Правові засоби захисту прав інвесторів при недобросовісній емісії бездокументарних цінних паперів / Кулик М. М. // Национальный юридический журнал: теория и практика = Jurnalul juridic national: teorie și practică. – 2015. – № 4. – С. 55–60.
68. Лаптев С. М. Основні напрями забезпечення економічної безпеки акціонерного товариства при організації випуску та публічного розміщення акцій / І. П. Мігус, С. М. Лаптев ; Інвестиції: практика та досвід. - 2011.- № 24. – с.1-6.
69. Любка О. В. Фондовий ринок України: особливості формування та перспективи розвитку: автореф. дис.... канд. екон. наук: 08.01.01 / Любка Олена Вікторівна ; КНУ ім. Т. Шевченка. - К., 2003. - 13 с.
70. Михальчишина Л. Г. Ринок цінних паперів як складова фінансового ринку: сучасний стан і перспективи розвитку / Л. Г. Михальчишина // Бухгалтерський облік, аналіз та аудит: проблеми теорії, методології, організації. - 2015. - № 2. - С. 120-124.
71. Михальчишина Л. Г. Цінні папери: види та систематизація для облікових цілей / Л. Г. Михальчишина // Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія : Економіка і менеджмент. - 2015. - Вип. 12. - С. 258-261.
72. Мозговий О. М. Фондовий ринок : навч. посіб. для студ. / О. М. Мозговий. — К. : КНЕУ, 1999. — 316 с.
73. Назаренко Л. В. Визначення сутності поняття «фондовий ринок» / Л. В. Назаренко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. - 2014. - Вип. 40. - С. 211-217.

74. Онина А.А. Преимущественное право покупки в гражданском праве Российской Федерации: автореф. дисс. канд. юрид. наук: спец. 12.00.03 «Гражданское право; предпринимательское право; семейное право; международное частное право». Краснодар, 2009, 209 с.
75. Офіційний веб сайт Української асоціації інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. Режим доступу: [http://www.uaib.com.ua/about\\_uaib/dv\\_rokiv.html](http://www.uaib.com.ua/about_uaib/dv_rokiv.html).
76. Паплик О.В. Переважне право акціонерів на набуття акцій з урахуванням останніх законодавчих змін [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.visnyk-juris.uzhnu.uz.ua/file/No.49/part\\_1/33.pdf](http://www.visnyk-juris.uzhnu.uz.ua/file/No.49/part_1/33.pdf).
77. Петухова О. М. Забезпечення інноваційного розвитку підприємств шляхом використання первинного публічного розміщення акцій / Петухова О. М., Сілакова Г. В. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.nbuv.gov.ua/e-journals/PSPE/2012\\_1/Petuhova\\_112.htm](http://www.nbuv.gov.ua/e-journals/PSPE/2012_1/Petuhova_112.htm).
78. Підхомний О.М. Фінансова безпека України в умовах глобалізації : монографія / О.М. Підхомний. – Львів: СПОЛОМ, 2012. – 360 с.
79. Плиса В. Й. Державне регулювання фондового ринку в Україні: Монографія. / В. Й. Плиса, Н. В. Блага. – Львів, 2007. – 168 с.
80. Пожоджук Т.Б. До питання щодо укладення договорів з акціями публічного акціонерного товариства/ Т. Б. Пожоджук// Науковий вісник публічного та приватного права. – 2016. - №2. – с.128-132.
81. Полюхович В. І. Окремі питання правового статусу емітентів на фондовому ринку України / В. І. Полюхович // Приватне право і підприємництво. - 2014. - Вип. 13. - С. 167-170.
82. Посполітак В.В. Правове визначення поняття цінних паперів. Ознаки та класифікація цінних паперів / В.В. Посполітак // Юридичний журнал. – 2005. – № 1. – С. 92–103.



83. Потерейко С. О. Розміщення акцій за межами України: порядок, правові проблеми та позитивні орієнтири / С. О. Потерейко // Право та інноваційне суспільство. - 2014. - № 2. - С. 94-101, с.95.
84. Регурецька О.В. Охорона прав акціонерів у цивільному праві : автореф.дис. канд.юрид.наук: 12.00.03 / О.В. Регурецька . – Київ : Б.в., 2005 . – 20 с.
85. Ринок цінних паперів України виріс вдвічі: Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку підбила підсумки розвитку ринку цінних паперів України за вісім місяців 2017 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://nachasi.com/2017/09/28/rynok-tsinnnyh-paperyv-ukrayiny/>
86. Розгон О. В. Особливості порядку переходу права власності на акцію/О.В. Розгон // Правничий часопис Донецького університету. — № 2 (30). — 2013. — С. 149–158.
87. Руденко В. В. Додаткова емісія акцій як механізм управління фінансовими ресурсами акціонерних товариств[Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://nauka.kushnir.mk.ua/?p=29884>
88. Руднева Е. В. Эмиссия корпоративных ценных бумаг: теория и практика. – М.: Экзамен, 2010. – 286 с.
89. Скрипник Н. Збільшення статутного капіталу акціонерного товариства: процедура та оформлення документів / Наталія Скрипник // Все про бухгалтерський облік. – 2009. – № 38. – С. 12–24.
90. Сліпенчук Н. А. Переведення прав та обов'язків покупця на акції (частки) товариства як спеціальний спосіб захисту переважних прав / Н. А. Сліпенчук [Електронний ресурс]. Режим доступу : <http://if.arbitr.gov.ua/sud5010/inf/30/17/>.
91. Сон-Пюігреньє П. Ю. Ознаки цінних паперів за законодавством України та Азербайджанської Республіки / П. Ю. Сон-Пюігреньє // Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія : Право. - 2015. - Вип. 32(2). - С. 73-78.

92. Тевелєв Д. М. Дефініція "ринок цінних паперів": сутність та визначення / Д. М. Тевелєв // Економіка будівництва і міського господарства. - 2013. - т. 9, № 2. - С. 87-93. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/ebimg\\_2013\\_9\\_2\\_3](http://nbuv.gov.ua/UJRN/ebimg_2013_9_2_3)
93. Фондовый рынок : учеб. пособ. для студ. экон. вузов / А. Б. Кондрашихин, В. Г. Романов, Т. В. Пепа, В. А. Федорова. — К. : Центр учеб. лит-ры, 2008. — 376 с.
94. Хоружий С. Складові системи регулювання ринків цінних паперів в ЄС / С. Хоружий // Ринок цінних паперів України. – 2009. – № 9-10. – С. 65-70.
95. Шевченко Г. Категории и виды акций / Г. Шевченко // Банковское право. – 2005. – № 2. – С. 26–28.
96. Шевченко Г. М. Проблеми реалізації переважного права акціонера ЗАТ та приватного АТ на придбання акцій, що відчужуються іншими акціонерами / Г. М. Шевченко // Держава і право. - 2009. - Вип. 44. - С. 369-375.
97. Щока С. В. Поняття й види акцій та процедура їх конвертації / С. В. Щока, В. В. Заборовський // Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія : Право. - 2015. - Вип. 32(2). - С. 92-96.
98. Яворська О. С. Правове регулювання обігу цінних паперів : навч. посібник / О. С. Яворська. - Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2015. - 336 с.
99. Яроцький В. Проблеми захисту корпоративних прав, посвідчених акціями, у сфері їх обороту / В. Яроцький // Цінні папери України. – № 46 (67). 13 листопада 2007 р. – С. 5–6.
100. Яроцький В. Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції) : [монографія] / В. Л. Яроцький. – Х. : Право, 2006. – 544 с.
- 101.