

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

**ВИПУСКНА КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА**

на тему:

**ГОСПОДАРСЬКО-ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ФОНДОВИХ  
БІРЖ**

Студента 2 курсу, 6м групи,  
спеціальності 081 «Право»  
спеціалізації «Комерційне  
право»

Семенова Олега  
Михайловича

Науковий керівник,  
кандидат юридичних наук  
доцент

Микитенко Людмила  
Андріївна

Гарант освітньої програми,  
доктор юридичних наук,  
доцент

Мазаракі Наталія  
Анатоліївна

**Київ 2019**

## ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФОНДОВОЇ БІРЖІ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ	
1.1. Фондова біржа як організатор торгівлі на ринку цінних паперів .....	6
1.2. Зарубіжний досвід регулювання діяльності фондових бірж .....	17
РОЗДІЛ 2 ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОЇ БІРЖІ	
2.1 Проблеми правового регулювання фондової біржі в Україні та шляхи їх вирішення .....	30
2.2 Способи оптимізації правового регулювання фондових бірж в Україні в контексті євроінтеграції.....	36
ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ.....	42
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ .....	46

## ВСТУП

**Актуальність теми дослідження.** На сучасному етапі біржова торгівля є важливим складовим сучасної ринкової інфраструктури. Для ефективної організації сучасного виробництва необхідна ефективна система обігу товарів, послуг та капіталів. Для забезпечення вільного руху капіталів, товарів та послуг створюються фондові біржі, що сприяють процесу глобальної інтеграції економіки в світове економічне співтовариство. Ефективність господарсько-правового регулювання біржових відносин в країні і є показником розвиненої ринкової інфраструктури держави, що завжди сприяє економічному зростанню та добробуту.

Зважаючи на це, і з теоретичної, і з практичної точки зору існує необхідність правового аналізу вітчизняного господарсько-правового регулювання фондових бірж, виявлення його проблем, пошук шляхів по усуненню цих проблем для ефективного функціонування фондових бірж, забезпечення інтеграції України в світове економічне товариство.

У процесі глобальних інтеграційних процесів, у яких приймає участь українська держава (євроінтеграція, співпраця в рамках СОТ та ін.), виникає необхідність адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу і тим самим утворення відповідних інституцій та інші додаткових заходів необхідних для ефективного правотворення та правозастосування щодо фондових бірж в Україні.

Питання господарсько-правового регулювання діяльності фондових бірж досліджували такі вітчизняні вчені в галузі права: Берлач А. І., Белікова О.В, Глібко С. В., Кологойда О. В., Найда І. В., Полухович В. І. Щербина В. С., Яворська О. С.

**Мета випускної кваліфікаційної роботи** полягає у дослідженні правового регулювання діяльності фондових бірж в Україні, зарубіжного досвіду регулювання фондових бірж, виявлення проблем правового регулювання фондової біржі в Україні та пошук шляхів їх вирішення.

Відповідно до мети поставленні наступні **завдання**:

- 1) Визначити статус фондової біржі як організатора торгівлі на ринку цінних паперів.
- 2) Проаналізувати зарубіжний досвід регулювання діяльності фондових бірж.
- 3) Визначити проблеми правового регулювання фондової біржі в Україні та шляхи їх вирішення.
- 4) Визначити способи оптимізації правового регулювання фондових бірж в Україні в контексті євроінтеграції.

**Об'єктом дослідження** є суспільні відносини в сфері господарсько-правового регулювання діяльності фондових бірж.

**Предметом дослідження** є господарсько-правове регулювання діяльності фондових бірж.

**Методи дослідження.** Під час дослідження були використані наступні загальнонаукові та спеціальні методи: діалектичний, формально-логічний, історичний, порівняльно-правовий, системно-функціональний і правове моделювання, спостереження, узагальнення, абстрагування, формалізація, аналіз, синтез. Діалектичний метод використовувався для вивчення нормативно-правових актів, які визначають статус фондової біржі як організатора торгівлі на ринку цінних паперів. Метод правового моделювання використовувався для демонстрації функціонування фондової біржі. Історичний метод використовувався для ознайомлення з зарубіжним досвідом регулювання діяльності фондових бірж. Структурно-функціональний метод використовувався при дослідженні структури нормативно-правових актів. Статистичний метод використовувався для оцінки стану фондових бірж.

**Наукова цінність** цього дослідження полягає у подальшій розробці доктринальних положень щодо господарсько-правового регулювання фондових бірж.

Зокрема, елементи наукової новизни містяться в пропозиції покращити захист інсайдерської інформації від її використання в операціях на фондовій біржі, в пропозиції створення моноцентричної біржової системи з єдиною центральною біржею через прийняття Закону України «Про Центральну біржу». Також це

відображено у пропозиції запровадити у п. 20 ст. 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» сучасну класифікацію фінансових інструментів у відповідності до Директиви 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради «Про ринки фінансових інструментів», у пропозиції створити створити Універсальну торгівельну систему з певним сегментом ринку фінансових інструментів яку вона буде контролювати шляхом доповнення Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

**Практична цінність.** Практична цінність дослідження полягає у можливості та необхідності застосування наявних напрацювань щодо господарсько-правового регулювання фондових бірж, оптимізації діяльності фондових бірж та сприяння інтеграції України у світове економічне товариство.

**Публікації.** За результатами цього дослідження було опубліковано одну статтю Семенов О. М. Інтеграція фондових бірж України до міжнародної фінансової системи у збірнику наукових статей студентів «Правове забезпечення підприємницької діяльності» К.: Київ. нац. торг.-екон. ун.-т., 2019. Ч.1. С. 41-46.

**Структура роботи.** Робота складається з вступу, двох розділів та чотирьох підрозділів, висновків та пропозицій, списку використаних джерел. Загальний обсяг курсової роботи становить 53 сторінки друкованого тексту, список використаних джерел складається з 71 найменування.

## РОЗДІЛ 1

### ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФОНДОВОЇ БІРЖИ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

#### 1.1. Фондова біржа як організатор торгівлі на ринку цінних паперів

Фондовий ринок займає особливе місце у структурі фінансових ринків, оскільки через емісію цінних паперів сьогодні відбуваються майже всі типи фінансових операцій.

Фондова біржа є регулятором фінансового ринку, тобто організованим і регулярно функціонуючим ринком з купівлі-продажу цінних паперів та інших фінансових інструментів.

Доцільно надати визначення фондового ринку В Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» в статті 2 наведено таке визначення фондового ринку: Фондовий ринок (ринок цінних паперів) - сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів) [10].

До учасників фондового ринку законодавство України відносить емітентів, іноземних емітентів, особи, які видали неемісійний цінний папір, інвесторів в цінні папери, професійних учасників фондового ринку та їх об'єднання.

Фондова біржа є професійним учасником фондового ринку, яка утворює регульований (організаційно оформлений) фондовий ринок, функціонує постійно на підставі відповідної ліцензії, виданої Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку в установленому нею порядку, і забезпечує проведення регулярних торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами за встановленими правилами, а також організовує централізоване укладання і виконання договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів [10].

Професійні учасники фондового ринку - юридичні особи, утворені в організаційно-правовій формі акціонерних товариств або товариств з обмеженою відповідальністю, які на підставі ліцензії, виданої Національною комісією з цінних

паперів та фондового ринку, провадять на фондовому ринку професійну діяльність, види якої визначені законами України. Фондові біржі - це спеціалізовані установи, які створюють умови для постійно діючої централізованої торгівлі цінними паперами шляхом об'єднання попиту, пропозицій на них, надання місця, системи і засобів як для первинного розміщення, так і для вторинного обігу цінних паперів. Вони мають працювати за єдиними правилами та за єдиною технологією електронного обігу цінних паперів, визначеними Національною фондовою біржею [10].

З набуттям Україною незалежності і проголошенням курсу на розбудову демократичної соціальної держави було розроблено та прийнято низку важливих нормативно-правових актів, спрямованих на регулювання статусу фондової біржі України. Варто зазначити, що на цьому шляху було досягнуто певних результатів, зокрема, утворено спеціальний орган формування та реалізації державної політики у сфері фондового ринку – НКЦПФР тощо. Крім того, беззаперечним досягненням вітчизняного фондового ринку є утворення декількох фондових бірж [60].

До нормативних актів, за допомогою яких здійснюється регулювання правовідносин на ринку цінних паперів та українській фондовій біржі, належать відповідні кодекси і закони України, укази Президента України, постанови Кабінету Міністрів України, нормативні акти Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, міністерств і відомств, які в межах своїх повноважень, визначених чинним законодавством, здійснюють регулювання, контроль і підтримують правопорядок на фондових біржах країни [67].

Станом на сьогоднішній день українським законодавством видначено, що фондова біржа проводить діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку - діяльність фондової біржі із створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно пропозицій цінних паперів та інших фінансових інструментів і попиту на них, проведення регулярних біржових торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, централізованого укладання договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів згідно з правилами, встановленими

такою фондовою біржею, зареєстрованими у встановленому законом порядку. Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку може включати здійснення клірингу та розрахунків за фінансовими інструментами, іншими, ніж цінні папери [10].

В статті 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» зазначено, що фондова біржа утворюється і діє в організаційно-правовій формі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю, провадить свою діяльність відповідно до Цивільного кодексу України, законів, що регулюють питання утворення, діяльності та припинення юридичних осіб з певними особливостями які зазначені в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок». Прибуток фондової біржі спрямовується на її розвиток та не підлягає розподілу між її засновниками (учасниками). Фондова біржа утворюється не менше ніж двадцятьма засновниками - торговцями цінними паперами, які мають ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку. Частка одного торговця цінними паперами не може бути більшою ніж 5 відсотків статутного капіталу фондової біржі [10].

Розмір статутного капіталу фондової біржі має становити не менш як 15 мільйонів гривень. Розмір власного капіталу фондової біржі, що здійснює кліринг та розрахунки, має становити не менш як 25 мільйонів гривень.

В законодавстві також зазначено, що фондова біржа набуває статусу юридичної особи з моменту державної реєстрації та право провадити діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку виключно з моменту отримання ліцензії Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Членами фондових бірж можуть бути виключно торговці цінними паперами, які мають ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку та зобов'язуються виконувати всі правила, стандарти і положення фондової біржі.

Кожна фондова біржа має свій статут, який затверджується вищим органом фондової біржі. У ньому зазначаються місцезнаходження і найменування фондової біржі, мета діяльності, порядок управління і формування її органів та їх



компетенція, порядок та підстави припинення діяльності фондової біржі, розподілу майна фондової біржі у разі її ліквідації.

В Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» в статті 23 також містяться вимоги до фондової біржі:

- 1) Фондова біржа зобов'язана оприлюднювати та надавати Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку інформацію, передбачену законом та/або нормативно-правовими актами Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.
- 2) Фондова біржа зобов'язана подавати до загальнодоступної інформаційної бази даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів для подальшого розміщення інформацію про всі вчинені на ній правочини щодо емісійних цінних паперів.
- 3) Фондова біржа зобов'язана безоплатно надавати акціонерному товариству, цінні папери якого включені до її біржового списку, на його вимогу довідку про біржовий курс цінних паперів такого товариства та іншу інформацію, передбачену законом.

Стаття 24 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» містить інформацію про організацію торгівлі на фондовій біржі. В ній зазначено, що фондова біржа створює організаційні умови для укладення договорів купівлі-продажу цінних паперів та інших фінансових інструментів шляхом проведення біржових торгів і забезпечує контроль за їх виконанням із застосуванням відповідних заходів впливу. У торгівлі на фондовій біржі мають право брати участь члени фондової біржі та інші особи відповідно до законодавства.

Торгівля на фондовій біржі здійснюється за правилами фондової біржі, які затверджуються біржовою радою та реєструються Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Фондова біржа також має правила які складаються з порядку:

- 1) організації та проведення біржових торгів;
- 2) лістингу та делістингу цінних паперів;

- 3) допуску членів фондової біржі та інших осіб, визначених законодавством, до біржових торгів;
- 4) котирування цінних паперів та інших фінансових інструментів, оприлюднення їх біржового курсу;
- 5) розкриття інформації про діяльність фондової біржі та її оприлюднення;
- 6) розв'язання спорів між членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством;
- 7) здійснення контролю за дотриманням членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством, правил фондової біржі;
- 8) накладення санкцій за порушення правил фондової біржі;
- 9) взаємодії з особою, яка провадить клірингову діяльність, стосовно здійснення клірингу за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів;
- 10) взаємодії з Центральним депозитарієм цінних паперів стосовно обміну інформацією про вчинені на фондовій біржі правочини щодо цінних паперів у визначених законом повноважень за результатами кожної торговельної сесії біржі;
- 11) взаємодії з Національним банком України стосовно обміну інформацією про вчинені на фондовій біржі правочини щодо цінних паперів у визначених законом повноваженнях за результатами кожної торговельної сесії біржі.

До моменту реєстрації Правил фондова біржа зобов'язана укласти договір про кліринг та розрахунки за правочинами щодо цінних паперів з особою, яка провадить клірингову діяльність. Без укладення зазначеного договору фондова біржа не має права провадити діяльність з організації торгівлі цінними паперами на фондовому ринку [71].

Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22.11.2012 № 1688 «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» більш детально регламентує діяльність фондових бірж в Україні. В ньому зазначено основні засади функціонування фондової біржі (створення умов щодо

конкурентного ціноутворення на цінні папери та інші фінансові інструменти, підтримання цілісності та стабільності ринку цінних паперів та інших фінансових інструментів, забезпечення прозорості ринку цінних паперів та інших фінансових інструментів, забезпечення інформування учасників біржових торгів та інвесторів, забезпечення функціонування фондової біржі на постійно діючій основі, забезпечення захисту учасників біржових торгів та інвесторів від зловживань), функції фондової біржі (організація та проведення регулярних біржових торгів; організаційне, технологічне та технічне забезпечення проведення біржових торгів; установлення процедур лістингу та делістингу, допуску до торгівлі на фондовій біржі; ведення переліку учасників торгів, фіксація поданих заявок, укладених біржових контрактів (договорів) та контроль за їх виконанням; ведення переліку цінних паперів та інших фінансових інструментів, допущених до торгівлі) [4].

З плином часу переважна більшість операцій, яку учасники фондової біржі раніше здійснювали телефоном чи приходячи до приміщення біржі, тепер здійснюється з використанням електронної торговельної системи - сукупності організаційних, технологічних та технічних засобів, що використовуються фондовою біржею для забезпечення укладання біржових контрактів (договорів) за цінними паперами та іншими фінансовими інструментами.

Це складна комп'ютерна система, яка містить інформацію про всі цінні папери і фінансові інструменти, які знаходяться в обігу на фінансовій біржі, може прийняти велику кількість заявок від учасників біржі, автоматично і швидко обробити їх та здійснити відповідні дії.

Організація торгівлі цінними паперами на фондовій біржі в Україні проходить наступним чином. Спочатку цінний папір повинен пройти процедуру лістингу.

Лістинг – сукупність процедур з включення цінних паперів до реєстру організатора торгівлі та здійснення контролю за відповідністю цінних паперів і емітента умовам та вимогам, установленим у правилах організатора торгівлі [62].

О. В. Кологойда зазначає, що емітенти прагнуть до того, щоб їх цінні папери котирувалися на біржі, оскільки, незважаючи на жорсткі вимоги, лістинг надає цілий ряд переваг: підвищує привабливість та ліквідність цінних паперів, сприяє

збільшенню кількості укладених угод і підвищенню курсу, сприяє формуванню реальних цін на цінні папери [33, с. 565].

Згідно с Положення про функціонування фондових бірж умови та вимоги до цінного паперу встановлюються правилами організатора торгівлі, тобто відповідної фондової біржі. Фондова біржа забезпечує умови для проведення регулярних торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами за встановленими правилами у спосіб, що призводить до укладання біржових контрактів (договорів) щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів [4].

Біржовий контракт (договір) - договір купівлі-продажу цінних паперів та інших фінансових інструментів, який укладається між учасниками біржових торгів та реєструється фондовою біржею.

Основними учасниками фондових бірж є:

1) брокерські компанії – це компанії, що здійснюють цивільно-правові угоди щодо цінних паперів, які передбачають оплату цінних паперів проти їх поставки новому власнику на підставі договорів доручення чи комісії за рахунок своїх клієнтів;

2) дилерські компанії – це компанії, що здійснюють цивільно-правові угоди щодо цінних паперів, які передбачають оплату цінних паперів проти їх поставки новому власнику від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу третім особам;

3) маклери – це особи, які виступають посередниками при укладанні угод на біржі [62].

На фондовій біржі здійснюються певні угоди і операції, які поділяються на термінові і касові. Найбільш цікаві операції на термін, тому що вони мають завжди спекулятивний характер, заборонені в деяких країнах. За касовими операціями відбувається негайний розрахунок і оформлення. Угоди з преміями передбачають, що одна із сторін має право відмовитися від своїх зобов'язань і в результаті платить «відступні» іншій стороні. Продаж без покриття в термін полягає в наступному: гравець бере в борг певну кількість акцій з видачею боргового зобов'язання. Після

цього продає їх за біржовим курсом, а через термін, очікуючи зниження курсу, він купує їх знову за низькою ціною і повертає власникові, одержавши свій дохід.

Поряд з торгівлею цінними паперами на фондовій біржі існує позабіржовий ринок. Він охоплює ринок операцій з цінними паперами що функціонує поза фондовою біржею. Більшість первинних розміщень і торгівля паперами гіршої якості (порівняно з зареєстрованими на біржі) проходить саме через цей ринок. Також існують перехідні форми, так звані «прибіржові» ринки, що прибирають чітку межу між біржовими і позабіржовими ринками, — це «другі», «треті», «рівнобіжні» ринки, які створюються фондовими біржами і знаходяться під їх регулюючим впливом. Загалом подібні ринки містять у собі акції малих і середніх компаній, мають більш низькі вимоги до якості цінних паперів, підтримуючи при цьому регулярність котирування, торгівлі і єдність правил.

Для того щоб брати участь в операціях з цінними паперами майбутньому інвестору потрібно стати клієнтом однієї з брокерських фірм, яка буде за рахунок і на підставі доручення клієнта здійснювати цивільно-правові угоди щодо цінних паперів, надавати клієнтам інформацію про цінні папери, які знаходяться в обороті на фондовій біржі в даний момент, їх котирування.

Котування — ціна (курс, відсоткова ставка) товару, яку оголошує продавець або покупець і за якою вони згодні зробити купівлю або продаж. Зазвичай мається на увазі відносно швидкомінлива ціна, наприклад, біржова.

В Україні на цей час не існує єдиної системи котирування цінних паперів — торги проводяться окремо на багатьох біржах: Українській фондовій біржі, Київській міжнародній фондовій біржі, Фондовій біржі ПФТС, а також на фондовій секції Української міжбанківської валютної біржі (державними цінними паперами). Окремо від біржового функціонує позабіржовий ринок.

Торговельний день не може починатися пізніше 10-00 години і закінчуватися раніше 16-00 години за київським часом. Протягом торговельного дня може відбуватися кілька торговельних сесій. Торговельний день може мати передсесійний та післясесійний періоди [4].

З початком торговельного дня учасники біржі, які бажають купити певну кількість цінних паперів використовуючи електронну систему надсилають до фондової біржі заявку з вказівкою, який цінний папір, в якій кількості та за якою ціною вони бажають придбати. Продавці в свою чергу надсилають до фондової біржі заявку з вказівкою який цінний папір, в якій кількості та за якою ціною вони бажають продати. За цими заявками і визначається котирування.

У ліквідних цінних паперів різниця між ціною покупки/продажу зазвичай незначна, такі цінні папери торгуються у великих обсягах.

Ліквідність — можливість швидкого переведення активу в готівку без істотної втрати його вартості (з мінімальними витратами).

На такий цінний папір завжди є попит, його можна швидко продати за ринковою вартістю.

Фондовою біржею зазвичай встановлюється мінімальна кількість цінних паперів з приводу покупки/продажу якої може бути зареєстровано заявку, яка називається лотом.

Лот - встановлена фондовою біржею мінімальна кількість цінних паперів та інших фінансових інструментів, яка може бути продана чи куплена під час торговельної сесії [4].

Змоделюємо як відбувається торгівлі на ринку заявок фондової біржі з використанням інтернет-трейдингу. Наприклад маємо таку ситуацію на біржі: цінні папери компанії «Центренерго» код SEEN мають котирування 9,7 на продаж і 9,2 на купівлю з кратністю лота в 100. 9,7 – Це максимально низька ціна за якою зареєстрована заявка і за якою продавець готовий продати певну кількість цінних паперів зазначених в заявці. Наприклад 200 цінних паперів за ціною 9,7. Мінімумом можливо купити 100 цінних паперів компанії (розмір лота).

Біржовий договір можна укласти, якщо зареєструвати заявку на покупку мінімум 100 цінних паперів за ціною 9,7. Оскільки ми маємо пропозицію в 200 цінних паперів за ціною в 9,7. Отже, ми робимо таким чином акцепт, приймаємо пропозицію продавця і купуємо 100 цінних паперів SEEN за ціною 9,7, отже, сума біржового контракту 970 гривень.

Розрахунки за цим біржовим контрактом, списання цінних паперів у продавця/переведення їх на рахунок покупця будуть відбуватися з використанням депозитарної системи України. Процедура розрахунків за правочинами щодо цінних паперів визначена статтею 20 Закону «Про депозитарну систему України»: розрахунки за правочинами щодо цінних паперів, облік яких відповідно до компетенції здійснюється Центральним депозитарієм або Національним банком України, укладеними на фондових біржах та поза фондовою біржею з дотриманням принципу "поставка цінних паперів проти оплати", здійснюються шляхом:

- переказ коштів Розрахунковим центром у порядку, встановленому Національним банком України за погодженням з Комісією;
- переказ цінних паперів Центральним депозитарієм або Національним банком України на рахунки клієнтів у порядку, встановленому Комісією;
- переказ/списання/зарахування прав на цінні папери депозитарними установами на рахунки депонентів у порядку, встановленому Комісією [12].

Необхідно дати визначення принципу «поставка цінних паперів проти оплати» - це механізм розрахунків за правочинами щодо цінних паперів, під час якого переказ цінних паперів та/або переказ прав на цінні папери та прав за цінними паперами відбувається відразу після відповідного переказу коштів [12].

Повернемося до біржового контракту. Після його укладення і проведення розрахунків електронною системою ми витратили на придбання 100 цінних паперів SEEN 970 гривень. На рахунку у своїй депозитарній установі ми маємо 100 цінних паперів SEEN. Одразу після укладення біржового контракту ми бачимо, що котирування не змінилося: залишилася заявка на продаж 100 цінних паперів SEEN за ціною 9,7. Було 200 цінних паперів, ми викупили 100 і стільки ж залишилося.

Така сама ситуація і з купівлею цінних паперів. Через деякий час ми можемо зайти до електронної системи і побачити заявку на купівлю 100 цінних паперів SEEN за ціною 10. Приймаємо пропозицію покупця залишаючи заявку на продаж 100 цінних паперів SEEN за ціною 10, електронною системою проводяться

розрахунки і ми вже маємо на своєму рахунку тисячу гривень коли наш вклад становив 970 гривень. Звісно, якщо закупати цінні папери у великих масштабах прибуток може бути більш великим, але збитки в разі настання несприятливої ситуації на фондовій біржі теж будуть пропорційно великими.

Ситуація на фондовій біржі може дуже швидко змінюватися упродовж торгівельної сесії. Уповноважені особи фондової біржі постійно слідкують за тим щоб в процесі біржової торгівлі цінними паперами було дотримано законодавство України та правила відповідної біржі.



## 1.2. Зарубіжний досвід регулювання діяльності фондових бірж

Регулювання ринку цінних паперів — це упорядкування діяльності всіх його учасників (емітентів, інвесторів, посередників, інших організацій) та операцій між ними з боку уповноважених органів.

У світовій практиці виділяють різні моделі регулювання ринку цінних паперів в залежності від суб'єкта регулювання та ступеня жорсткості регулювання.

На сьогодні успішно функціонують дві моделі регулювання ринку цінних паперів:

1. Моделі із сформованою системою регулювання ринку цінних паперів державними органами:

- регулюванням займається окремий державний орган — комісія або агентство (Сполучені Штати Америки);
- регулювання здійснює єдиний регулятор фінансового ринку — мегарегулювання (Німеччина, Сінгапур);
- поділ функцій з регулювання між кількома відомствами (Великобританія, Бельгія).

2. Моделі, що базуються на передачі максимальних повноважень саморегулюючим організаціям (Self-Regulatory Organizations).

Кожна країна розвиває діяльність фондових бірж, виходячи з національних, економічних та інших особливостей. Однак загалом усі вони належать до однієї з двох біржових систем, а саме моноцентричної або поліцентричної.

Моноцентрична біржова система - абсолютно домінуюче становище займає одна біржа, яка є фінансовим центром країни, інші функціонують на регіональному рівні і вирішують місцеві фінансові проблеми. Так, наприклад, в Англії у центрі біржової діяльності знаходиться міжнародна Лондонська фондова біржа, а регіональні фондові біржі, які фактично втратили самостійність, підпорядковані їй. Така система діє і в інших країнах, зокрема, у Франції та Японії [17, с. 24].

Поліцентрична система передбачає при функціонуванні основної, тобто найбільшої і найбільш фінансово розвиненої біржі, діяльність ще кількох фондових

бірж зі значним обсягом біржового обороту. Зазначена система біржової діяльності характерна для Канади, Німеччини, Австралії.

Біржова система, яка склалася у США, акумулювала основні ознаки як моноцентричної, так і поліцентричної системи. Нью-Йоркська фондова біржа є основною та поряд з нею регіональні фондові біржі функціонують у межах загальнодержавної системи.

Біржа є надзвичайно важливим і необхідним інструментом ринкової економіки, оскільки зосереджує в собі найважливіші ринкові механізми: конкуренцію, попит, пропозицію, ціноутворення. Саме тому узагальненню закордонного та вітчизняного досвіду функціонування бірж приділяється так багато уваги з боку вчених. Досліджуючи сучасні проблеми зарубіжного біржового ринку, регулюючого впливу на нього з боку державних, муніципальних та недержавних органів, необхідно звернути увагу на досвід діяльності органів державної влади та управління розвинених зарубіжних країн у цій сфері.

Аналіз світової практики, як свідчать дослідження фахівців біржової справи, показує, що біржова діяльність у світі строго регулюється як державою, так і безпосередньо самими учасниками біржового процесу. У ході еволюції біржової торгівлі держава постійно змінювала своє відношення до неї, тому рівень втручання держави у функціонування біржових відносин в європейських країнах мав не завжди сталий характер. Особливо це проявлялося в період становлення біржового ринку, коли державні органи імперативно встановлювали прямі важелі втручання щодо розвитку біржової діяльності, затверджували форму типових біржових договорів, запроваджували особливі умови оподаткування суб'єктів біржового ринку, а також вели тотальний контроль фінансово-господарської діяльності бірж. Так, у багатьох країнах Європи, біржі завжди перебували під контролем держави, яка чітко регулювала їх діяльність. У разі надмірної кількості спекулятивних операцій та маніпулюванням цінами уряди цих країн закривали біржі чи забороняли їм торгівлю певними видами продукції [20, с. 30; 5, с. 119].

Зважаючи на те, що сучасна світова правова система представлена такими її основними складовими, як: англосаксонська та романо-германська, слід зауважити,

що англосаксонський підхід у регулюванні біржової діяльності активно використовується в США, Великобританії та їхніх колишніх колоніях. На відміну від країн Європи англійськими юристами було сформовано оригінальну правову систему, у якій також важливу роль відігравала королівська влада та діяльність англійських суддів. Тобто, закон у цих країнах, до яких можна віднести також Канаду та Австралію, не є найвищим джерелом права, оскільки така роль належить судовому прецеденту.

Особливість адміністративного права англосаксонської правової системи полягає у зосередженні на процесуальних гарантіях дотримання прав приватних осіб органами державного апарату. З точки зору американських юристів, адміністративне право є правом, яке контролює діяльність адміністрації, а не правом, що створюється самою адміністрацією. Зазначена система державного управління та участі державних органів у регулюванні суспільних відносин носить ліберальний характер, вона передбачає мінімальний контроль держави за вирішенням питань економічного характеру, у тому числі й біржової торгівлі, головним чином зосередивши увагу на фінансово-господарському стані бірж, а також виконанні ними фінансових зобов'язань перед бюджетами, першочергово податкового характеру.

Якщо взяти до увагу історію виникнення фондових бірж в світі, то фондовими біржами спочатку називали спеціальні місця, в яких збиралися покупці та продавці цінних паперів, здійснювалися угоди щодо їх купівлі-продажу. Згодом фондові біржі стали перетворюватися в заклади, які спеціалізувалися на матеріальному забезпеченні торгівлі цінними паперами і наданні послуг. Стали більш чітко визначатися коло учасників біржової торгівлі та перелік цінних паперів, щодо яких укладалися угоди. Такі угоди купівлі-продажу стали укладатися в конкретні дати і час.

Першою функцією фондових бірж була функція впорядкування процесу біржової торгівлі цінними паперами. Фондові біржі стали перетворюватися в інститути, які регулюють порядок допуску цінних паперів до котирування на біржі, до участі в торгах, укладання та виконання угод [29].

Отже, ми бачимо три етапи історичного розвитку фондових бірж:

- 1) Місце торгівлі
- 2) Заклад
- 3) Інститут

У світі першими фондовими біржами були Амстердамська біржа (1602 р.), Лондонська (1770 р.), Нью-Йоркська біржа (1792 р.). Спочатку розвиток бірж був пов'язаний з ростом державного боргу, тому що капітали, вкладені в облігаційні позики, могли перетворюватися в гроші. Потім починають з'являтися перші акціонерні товариства і об'єктом біржового обороту стають акції [21].

Проблема державного втручання в діяльність фондових бірж ще давно виникла перед урядами зарубіжних країн. Вважалося, що державне регулювання не потрібне, згадаємо принцип «Невидимої руки ринку» А. Сміта, яку він виклав в працях «Теорія моральних почуттів» (1759 рік) і «Дослідження про природу і причини багатства народів» (1776 рік). Адам Сміт вбачав за невидимою рукою непередбачену силу, яка сприяє досягненню гармонії інтересів між особою і суспільством. Через це він вважав будь-яке втручання держави у вільну конкуренцію шкідливим. Фондовий ринок також був ринком, на ньому діяли ті ж самі правила що й на звичайному ринку. Відрізнявся тільки об'єкт торгівлі – не товари і послуги, а цінні папери та фінансові інструменти.

Але пізніше починає з'являтися гостра необхідність державного регулювання фондового ринку. Починали виникати кризові явища, фондовий ринок став не в змозі самостійно себе врегулювати і починає втручатися держава.

Доречно зауважити, що ліберальна модель державного управління не має сталості та єдності методів, що використовуються державними органами у регулюванні економічного блоку суспільних відносин. Якщо розглядати модель державного управління, що практикується в США, та беручи до уваги федеративний устрій країни, бачимо, що система регулювання носить децентралізований характер. Це можна пояснити федералізацією країни, наявністю у кожному штаті країни свого законодавчого забезпечення, своєї системи виконавчих органів наділених владними повноваженнями, які й визначають

регуляторний механізм щодо біржової діяльності. Як результат, суб'єкти біржового ринку США працюють, з одного боку, в рамках єдиного національного законодавства, і в той самий час виконують вимоги органів влади окремого штату, зміст та форми яких часто є різними, зокрема що стосується нормативів біржової діяльності, оподаткування, звітності біржовиків тощо.

Наведемо приклад як зароджувалося державне регулювання фондового ринку у США. Велика депресія, що розпочалася з обвалу фондового ринку США у 1929 р., вперше змусила державу замислитися про необхідність втручання у сферу обігу цінних паперів. Поглиблення кризових явищ в економіці, зростання безробіття, стрімке зниження рівня життя населення та втрата більшістю американців усіх своїх заощаджень на тлі виявлених масштабів зловживань банками вкладами своїх клієнтів та їх змови з брокерськими фірмами, які маніпулювали фондовим ринком протягом 1920-х років сформували в суспільстві ідею щодо необхідності державного втручання в економіку для забезпечення зайнятості населення, запобігання депресіям та захисту громадян від нечесних бізнесменів.

Першим нормативно-правовим актом, який започаткував практику регулювання ринків цінних паперів у США, був Закон про цінні папери (The Securities Act of 1933). Його прийняття було зумовлено необхідністю відновлення довіри інвесторів до ринку цінних паперів, який за три роки після “чорного четверга” так і не зміг оговтатися самостійно. Згідно з вимогами цього закону інвестори мають право отримати фінансову та іншу інформацію щодо компанії-емітента цінних паперів, яка, у свою чергу, зобов'язана забезпечити повноту та достовірність оприлюднюваних про себе відомостей. Серед інших важливих норм, запроваджених Законом про цінні папери, є встановлення порядку реєстрації нових випусків цінних паперів та їх продажу і запровадження санкцій за його порушення.

Оскільки Закон про цінні папери регулює лише первинний фондовий ринок, виникла потреба у прийнятті Закону про торгівлю цінними паперами (The Securities Exchange Act of 1934), який регламентує порядок проведення операцій з випущеними цінними паперами, зокрема:

- систему реєстрації самих бірж, їх членів (брокерів, дилерів, спеціалістів) та цінних паперів, які котируються на біржах;
- механізм обмеження розміру кредитів, що надаються брокерам;
- порядок отримання довіреностей від акціонерів;
- мінімальні норми поведінки біржовиків, у тому числі заборона маніпулювання курсами цінних паперів та торгівлі з використанням інсайдерської інформації;
- систему обліку та звітності.

Відповідно до цього закону було створено перший державний орган з повноваженнями щодо нагляду та регулювання американського ринку цінних паперів – Комісію з цінних паперів і бірж (Securities and Exchange Commission, SEC) [14].

Отже, Велика депресія стала поштовхом до запровадження державного втручання в регулювання ринку цінних паперів. Було врегульовано первинний фондовий ринок – безпосередньо відносини компаній-емітентів цінних паперів і інвесторів. До прийняття Закону про цінні папери у інвесторів не було гарантій, що не буде зловживання їх вкладами, не було достатньої інформації про компанію-емітента, її економічний рівень, інвестиційний потенціал. А на сьогоднішній день це дуже важлива інформація, за допомогою якої можна визначити доцільність своєї інвестиції, обрати компанію якій можна довірити матеріальні ресурси. Також повинні бути хоча б мінімальні гарантії, захист від втрати інвестицій. Цей закон чітко визначив інформацію, яку компанія-емітент повинна надати своїм інвесторам, що ця інформація повинна бути вірною та повною. Також було визначено чіткий порядок випуску цінних паперів, їх продажу та введено санкції за його порушення.

Наступний закон врегулював вже вторинний фондовий ринок – відносини між учасниками фондового ринку з перепродажу цінних паперів.

Далі проаналізуємо як розвивався фондовий ринок у Німеччині. У сучасному розумінні біржова справа в Німеччині розвинулася на 100 років пізніше, ніж у Лондоні чи Нью-Йорку, що пояснюється підпорядкованою роллю, яку відігравав

ринок капіталів у німецькій фінансовій системі в XVI–XVII ст. Саме в цей час були сформовані й підвалини регулювання фондового ринку, які базувалися на ідеї саморегулювання, що тісно пов'язана з професійними та етичними стандартами купців та торговців. Спочатку правила гри біржових торговців визначалися неформальними нормами, недотримання яких загрожувало руйнацією “честі торговця”, а усні домовленості мали таку саму силу, як і письмові. Фактично така свобода біржової торгівлі проіснувала до XIX ст.: фондова біржа була зоною, вільною від втручання держави.

У XIX ст. розпочинається процес індустріалізації, який потребував значних капіталовкладень. Саме в цей час активно розвиваються такі сектори економіки, як будівництво залізниць, виробництво сталі, а відтак отримують поштовх для розвитку гірничодобувні галузі економіки. В 1870 р. відбувається лібералізація законодавства у сфері випуску акцій і розпочинається епоха грюндерства. Звичайно, роль фондової біржі у фінансовій системі Німеччини посилюється, що приводить до змін у її регулюванні. Основна зміна полягає в тому, що розпочалася корпоратизація регулювання, тобто створювалися об'єднання з функціями самоуправління, так звані корпорації публічного права (*die Körperschaften des öffentlichen Rechts*), що мали спеціальні статuti, якими й керувалися у своїй діяльності учасники фондової біржі. В органах управління таких корпорацій були представники маклерів, універсальних банків та інших учасників фондових бірж. Традиційно в Німеччині головними учасниками фондових бірж є універсальні (великі) банки [14].

Банки були як продавцями, так і споживачами послуг, що продукуються фондовою біржею, визначали напрями розвитку фондових бірж. Такий союз універсальних банків і фондових бірж сприяв швидкому розвитку економіки Німеччини. У 1890 р. у Німеччині функціонувало близько 18 фондових бірж, які були зосереджені в Берліні та основних промислових районах Німеччини.

Згодом відбулася криза грюндерства 1873 р. та біржовий крах 1891 р. Ці події значно посилили необхідність державного регулювання фондового ринку.

Тут ми спостерігаємо таку ситуацію: в періоди економічного зростання, процвітання підприємці вимагають саморегулювання фондового ринку від держави, оскільки все добре і втручання не потрібне. Як тільки починаються проблеми, економічні кризи, учасники ринку вимагають посилення регулювання, допомоги від держави щоб подолати економічні проблеми. Економічні кризи призводять до великих збитків, які в більшості випадків покриваються за рахунок платників податків.

Ситуація дуже схожа на ту, що була в США: інвестори не мали повного уявлення про ситуацію на біржі, повної чіткої і достовірної інформації про компанії в які вони вкладали кошти. А професійні учасники фондового ринку, в даному випадку більшістю професійних учасників фондового ринку були універсальні банки, мали. І могли здійснювати маніпуляції на фондовому ринку, зловживати коштами інвесторів. Державного регулювання не було і у професійних учасників фондового ринку була можливість діяти у власних інтересах. Але так вічно продовжуватися не могло і почалася криза.

Вирішувати кризу доводиться державі, але не в інтересах держави допускати саморегулювання фондового ринку, яке згодом призведе до кризи і великих матеріальних втрат. В інтересах держави один раз і назавжди врегулювати фондовий ринок для того щоб його стабілізувати і зменшити вірогідність кризи в майбутньому.

Закон про фондову біржу прийняли лише в 1896 р. У нього були як прихильники – консерватори, основними представниками яких були аграрії і які традиційно негативно ставилися до ідеї саморегулювання, вважали її нищівною для економіки країни, так і противники – банкіри, оскільки вони могли здійснювати операції з цінними паперами і на позабіржовому ринку. Відбулося певне розмежування функцій між банкірами і біржовиками

Після Другої світової війни регулювання діяльності бірж здійснювалося на базі закону про біржі 1896 р. Союзники намагалися відновити фінансову систему Німеччини, керуючись принципом децентралізації, і в результаті було відновлено діяльність восьми німецьких бірж, які функціонували як публічно-правові установи



на принципах самоокупності та саморегулювання. Було також відновлено значну кількість органів саморегулювання, в яких, як і раніше, домінували банки, маклери та емітенти. Землям надавалося право нагляду за діяльністю бірж, однак передбачалася можливість законодавчого регулювання нагляду за біржами на федеральному рівні в тому випадку, якщо законотворення на рівні земель не буде дієвим [14].

У 1950 році відбулося остаточне закріплення територіального устрою Німеччини, утворюються спеціальні конференції, в яких брали участь представники бірж, представники земель, в яких не було створено бірж, та представники федерації.

Відбувається обмеження конкуренції між фондовими біржами країни: на чотирьох біржах (Бремен, Гамбург, Берлін, Ганновер) продавалися переважно регіональні цінні папери, а на найбільших біржах (Франкфурт, Дюссельдорф, Мюнхен, Штутгарт) торгувалися найліквідніші та найбільш привабливі цінні папери – “блакитні фішки”.

Була створена цікава структура - Асоціація німецьких фондових бірж. Туди входили всі фондові біржі, всі вони могли голосувати (принцип ротації). Всі рішення приймалися одноставно. Якщо потрібно було запровадити інновацію – її темпи визначав найменш розвинений учасник асоціації. Також існував принцип, що найбільш привабливі акції мають торгуватися на всіх восьми фондових біржах. Пройти лістинг на всіх восьми біржах це додаткові витрати для компаній. Але оскільки акції цих компаній є привабливими, у компанії є матеріальні ресурси зробити цей лістинг. Плюс цього принципу в тому що малі і середні підприємства у яких немає значних матеріальних ресурсів і які не можуть собі дозволити пройти лістинг на великих біржах, можуть розмістити свої акції на невеликих біржах, знайти своїх інвесторів, отримати доступ до капіталу та швидше розвиватись. Якщо наприклад на невеличкій фондовій біржі не буде привабливих акцій а будуть лише акції малого/середнього бізнесу, то у такої фондової біржі буде мало клієнтів (інвесторів), і, звісно, не буде інвестицій в цей малий/середній бізнес. Наявність привабливих акцій буде породжувати більше інвесторів які торгують на цій

фондовій біржі і паралельно, окрім інвестування в привабливі акції, можуть інвестувати в малий/середній бізнес.

У 1960-х роках у Німеччині, як і в інших розвинутих країнах, почали відбуватися перші кроки щодо лібералізації фінансового і, зокрема, фондового ринків. Іноземні банки отримали можливість здійснювати діяльність на території Німеччини, а іноземні інвестори отримали доступ до німецьких цінних паперів. Після запровадження конвертованості німецької валюти – німецької марки, що уможливилася завдяки посиленню її стабільності, активність іноземних інвесторів зростає, особливо на ринку корпоративних облігацій, цінних паперів з фіксованим доходом, а також державних цінних паперів. Натомість ринок акцій був недорозвиненим, що зумовлювалося значною роллю кредитів та самофінансування як джерел фінансування компаній. Розвитку ринку акцій також перешкоджали надзвичайно тісні зв'язки між банками, страховими компаніями та підприємствами. Ця причина стала перешкодою також для здійснення активних інвестицій іноземних інвесторів у акції німецьких підприємств [14].

Зрозуміло що для інвестора вигідніше інвестувати в цінні папери які дають корпоративні права – в акції. Власники акцій приймають участь в управлінні підприємством, отримують дивіденди, інші корпоративні права. Інвестування в корпоративні облігації як правило не дає інвестору ніяких корпоративних прав, тільки дохід у відсотках. Німецькі компанії продовжили використовувати кредити (випуск тих самих корпоративних облігацій, кредити в банках), самофінансування для формування свого капіталу і не займалися емісією цінних паперів для цього. На нашу думку це не є правильним, це сповільнює розвиток компанії яка отримує менше матеріальних ресурсів які могла би отримати, сповільнює розвиток економіки в цілому.

Федеральний уряд в 1960 роках намагався оживити ринок цінних паперів шляхом приватизації деяких великих компаній шляхом розміщення акцій серед населення. Але населення вкладало кошти в накопичувальні рахунки в банках які були для нього більш зрозумілими та стабільними. Ситуація дуже схожа на ту, яка спостерігається на українському фондовому ринку зараз: населення дуже неохоче

вкладає гроші в цінні папери: це потребує знань, ризиковано і переважна більшість вкладає гроші в банки. Але в Україні також наявна політична і економічна нестабільність, що вкупі з необізнаністю громадян створює додаткові проблеми до яких ми пізніше повернемося.

У 1980-х роках відбулася подальша лібералізація в регулюванні фондового ринку, значно полегшився доступ іноземців, а на біржі з'явилися нові ринкові сегменти. З 1981 р. іноземні інвестори змогли придбавати всі без винятку цінні папери, а в 1984 р. було скасовано податок на доходи, отримувані іноземцями в результаті інвестування. З 1985 р. було дозволено іноземцям розміщувати цінні папери в німецьких марках для продажу на ринку грошей. Подальші поправки до Закону про біржі стали основою для створення “регульованого ринку” як нового сегмента біржового ринку в 1986 р., впровадження на біржі електронних торгів у 1989 р. і створення німецької ф'ючерсної біржі (die Deutsche Terminboerse, DTB) в 1990 р.

У подальшому, між 1990–1998 рр. було прийнято нове законодавство, яке пом'якшило податкове навантаження для учасників біржових торгів, розширило можливості вкладень через інвестиційні фонди та створило передумови для відкриття фондів грошового ринку.

Важливою подією у розвитку регулювання фондового ринку в Німеччині стало прийняття в 1994 р. Закону про торгівлю цінними паперами (das Wertpapierhandelsgesetz, WpHG). У результаті в 1995 р. було прийнято рішення про створення федерального органу, що регулював фондовий ринок, – Федеральної комісії з нагляду за ринком цінних паперів (das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, BAWe), яка розташовувалася у Франкфурті-на-Майні. Функції цієї установи – попередження нестандартних та вирішення проблемних ситуацій на ринку цінних паперів, захист прав вкладників, забезпечення прозорості ринку, а також представництво в Міжнародній організації комісій з цінних паперів.

Найбільш значущим для розвитку регулювання фондового ринку в Німеччині стало прийняття в 2002 р. Закону про формування інтегрованої системи фінансового нагляду (das Gesetz ueber die integrierte Finanzaufsicht, FinDAG). У

цьому ж році в Німеччині створили єдиний мегарегулятор фінансових установ. Три федеральних органи, які здійснювали нагляд за банками, страховими компаніями і ринком цінних паперів, були об'єднані в одну установу – Федеральну службу з регулювання фінансових ринків (die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin), що базується в Бонні та Франкфурті-на-Майні. Служба станом на 2012 р. наглядає за 1880 банками, 680 фінансовими установами, 600 страховими компаніями та 30 пенсійними фондами, а також близько 5900 фондами та 77 інвестиційними компаніями. У рамках пруденційного нагляду BaFin забезпечує платоспроможність банків, фінансових установ та страхових компаній. BaFin також встановлює стандарти поведінки та забезпечує захист довіри інвесторів до фінансових ринків [14].

Не меншу зацікавленість у змісті регулюючого впливу на біржові відносини викликає централізована модель управління, що притаманна Великобританії. Щодо системи державного регулювання біржової діяльності, то вона представлена єдністю правової основи, суб'єктів управління, форм та методів регулюючого впливу на свідомість та поведінку як державних, так й недержавних органів у сфері біржової діяльності.

Стосовно країн, які перебувають на етапі становлення ринкової економіки, до яких, належить й Україна, то практика їх господарювання переконливо свідчить про необхідність формування обґрунтованої системи раціонального поєднання державних і ринкових методів регулювання. Адже саморегулювання ринку, як спосіб управління економікою, було властиве епосі вільної конкуренції [19, с. 247].

Англійська модель біржі характеризується поєднанням значної участі державних організацій та недержавних бірж і брокерів в неурядовій і некомерційній організації, що координує діяльність біржового ринку – Управлінні з цінних паперів і ф'ючерсів.

Французька модель біржі передбачає переважну діяльність держави в контролі за діяльністю біржового ринку і біржових структур.

Східноєвропейська модель має, швидше, міжнаціональний, аніж національний характер; властива для країн з перехідною економікою, передусім для

східноєвропейських країн. Характеризується відсутністю чіткої правової основи для діяльності бірж та жорстким і неефективним регулюванням ринкових процесів з боку державних структур [20, с. 36].

У дореволюційній Росії також існувала біржова торгівля. Перша біржа була затверджена Петром I у 1703 р. у Петербурзі як товарна. Але тільки в 1820 р. на ній з'явилися облігації державного займу, а з 1827 р. — і акції, що одержали значний оборот на російських біржах з 90-х років XIX в. У період воєнного комунізму торгівля цінними паперами була заборонена, але була тимчасово відроджена під час НЕПУ. Разом із крахом НЕПУ вона була знову скасована і стала відроджуватися тільки в наші час. Сьогодні багато товарних бірж починають здійснювати угоди з цінними паперами, перетворюючись в універсальні. З 1 серпня 1991 р. почала регулярні торги Московська центральна фондова біржа. У ході реформ у країнах СНД число фондових бірж швидко зросло, забезпечуючи торгівлю акціями приватизованих підприємств і державних цінних паперів [28].

## РОЗДІЛ 2

### ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОЇ БІРЖІ

#### 2.1 Проблеми правового регулювання фондової біржі в Україні та шляхи їх вирішення

Державне регулювання ринку цінних паперів здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Інші державні органи здійснюють контроль за діяльністю учасників ринку цінних паперів у межах своїх повноважень, визначених чинним законодавством [5].

На думку Беренштейна, в Україні склалася змішана модель регулювання фондового ринку, у якій регуляторами, з одного боку, є Національний банк України, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, а з іншого — асоціації учасників ринку цінних паперів, які створюються за видами професійної діяльності [18, с. 8].

Змішана модель регулювання фондового ринку значно ускладнює регулювання фондовим ринком України, призводить до колізій між нормативно-правовими актами регулюючих органів і не може забезпечити нормальне функціонування фондового ринку в Україні.

Характерною ознакою поточної державної регуляторної політики є активне втручання держави у біржовий процес, непорозуміння в законодавчих основах функціонування ринку фінансових інвестицій, недостатній нагляд за діяльністю емітентів, дискретність правового поля. Державна політика регулювання ринку цінних паперів, окрім спеціальних актів законодавства, також забезпечується нормами цивільного, господарського, валютного, податкового, митного, земельного, банківського, фінансового законодавства, правовими актами про приватизацію, цінні папери та фондовий ринок тощо.

У країні існує значний перелік регулятивних законодавчих актів, але відсутні дієві механізми державного регулювання ринку цінних паперів. Однією з причин

такої ситуації є недосконале нормативно-правове забезпечення роботи національного фондового ринку.

Важливим аспектом реформування є якісні зміни, спрямовані передусім на консолідації інфраструктури складової біржової діяльності. З метою упорядкування біржової діяльності, створення організаційно-економічних умов для її вдосконалення прийнято Закон України від 6 липня 2012 р. № 5178-VI «Про депозитарну систему», який передбачає модернізацію існуючої моделі Національної депозитарної системи України. Зміни торкнулися визначення Центрального депозитарію, створення єдиної розрахунково-клірингової установи – Розрахункового центру, остаточного об'єднання депозитарної діяльності реєстраторів та зберігачів [35, с. 132].

На нашу думку потрібно вдосконалити правовий захист інсайдерської інформації. Згідно зі статтею 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» інсайдерська інформація – це будь-яка неоприлюднена інформація про емітента, його цінні папери або правочини щодо них, оприлюднення якої може значно вплинути на вартість цінних паперів [10].

На підставі статті 45 цього Закону інсайдеру, тобто особі яка володіє інсайдерською інформацією, забороняється:

- вчиняти з використанням інсайдерської інформації на власну користь або на користь інших осіб правочини, спрямовані на придбання або відчуження цінних паперів, яких стосується інсайдерська інформація, до моменту оприлюднення такої інформації;
- передавати інсайдерську інформацію або надавати доступ до неї іншим особам, крім розкриття інформації в межах виконання професійних, трудових або службових обов'язків та в інших випадках, передбачених законодавством;
- давати будь-якій особі рекомендації стосовно придбання або відчуження цінних паперів, щодо яких він володіє інсайдерською інформацією, до моменту оприлюднення такої інформації.

Зобов'язання повідомити НКЦПФР про операції з цінними паперами та/або похідними (деривативами) покладено на фондову біржу на якій такі операції

здійснюються, якщо існує підозра що ці операції були здійснені з використанням інсайдерської інформації. Але не визначено коло осіб, які можуть повідомляти про те, що сама фондова біржа дозволила використання інсайдерської інформації.

Ми вважаємо, що в цьому законі є прогалина, яка дозволить керівним особам фондової біржі дозволяти проводити учасникам біржі проводити операції з використанням інсайдерської інформації та не повідомляти про це Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку. Інші учасники фондової біржі, яким використання інсайдерської інформації завдало шкоди, не зможуть вчасно повідомити Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку і відшкодувати шкоду. Тому потрібно надати можливість учасникам фондового ринку, емітентам, іншим особам, яким стало відомо про допущення фондовою біржею використання інсайдерської інформації в операціях на цій біржі, напряду повідомляти Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку про таке порушення.

Пропонуємо пункт 2 статті 45 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» доповнити пунктом 2<sup>2</sup>: «Учасники фондового ринку, емітенти, інші особи, яким стало відомо про факт допущення фондовою біржею використання інсайдерської інформації в операціях на цій фондовій біржі, можуть повідомити Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку про факт порушення».

Також можливо застосувати досвід Польщі щодо розвитку фондового ринку, яка є безпосереднім сусідом Польща є безпосереднім сусідом України, має подібні умови та стан розвитку економіки. Свого часу вона здійснила відповідні реформи і здобула членство в ЄС швидкими темпами.

Польський ринок капіталу має величезний потенціал. У країні розвинені правова, технічна та інституційна інфраструктури фондового ринку. Остання представлена, зокрема, біржами, Національним депозитарієм цінних паперів, брокерськими конторами, Національним банком Польщі, Польською наглядовою фінансовою комісією, системою позабіржової торгівлі. У країні побудована моноцентрична біржова система, яку очолює Варшавська фондова біржа (ВФБ).



Торги на ВФБ провадяться на двох майданчиках – основному (офіційне котирування) і паралельному [44].

Проаналізувавши досвід регулювання діяльності фондових бірж Польщі, зарубіжний досвід регулювання діяльності фондових бірж в цілому ми доходимо висновку, що моноцентрична біржова система має багато переваг на відміну від поліцентричної або змішаної. До них можна віднести зростання частки організованого ринку цінних паперів, створення центральної торгівельної площадки на якій будуть знаходитися провідні емітенти та інвестори, законодавче запровадження правил такої біржі, до яких українське законодавство включає правила лістингу/делістингу, організації торгів, котирування цінних паперів, оприлюднення інформації про цінні папери, допуску членів фондової біржі та інших осіб до біржових торгів. Наразі ми маємо змішану біржову систему до якої входить багато фондових бірж з власними правилами. І це породжує додаткові проблеми для емітента, який повинен окремо ознайомлюватися з правилами кожної фондової біржі де він бажає здійснити емісію цінних паперів, додаткові витрати, проблеми для інвестора, який повинен також ознайомлюватися з правилами кожної фондової біржі на яких знаходяться цінні папери для інвестування. Законодавче введення моноцентричної біржової системи значно стабілізує український фондовий ринок і знизить його схильність до кризових явищ.

На нашу думку потрібно законодавчо створити моноцентричну біржову систему в Україні. Верховна Рада України повинна прийняти закон «Про центральну фондову біржу». В цьому законі повинно бути закріплено моноцентричну біржову систему, доручено створення Державного підприємства «Київська центральна біржа» Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку як органу, що здійснює державне регулювання ринку цінних паперів в Україні, підпорядкувано інші фондові біржі новоствореному підприємству. Також потрібно доручити Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку створити правила цієї біржі. Така структура дозволить складати правила біржі не біржовій раді та затверджувати в комісії, а дозволить комісії власноручно затвердити правила біржі.

Окрім того, підпорядкування інших фондових бірж центральній біржі дозволить запровадити єдині стандарти організації та проведення біржових торгів, котирування цінних паперів та інших фінансових інструментів, оприлюднення їх біржового курсу, допуску членів фондової біржі та інших осіб до біржових торгів, розкриття інформації про діяльність фондової біржі та її оприлюднення, розв'язання спорів між членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством.

Звичайно, невеликі емітенти зможуть легко розміщувати свої акції на регіональних фондових біржах, витрати на таке розміщення будуть значно меншими порівняно з розміщенням на Київській центральній біржі.

Але можливо, що у невеликих емітентів можуть бути складності з формуванням капіталу в зв'язку з тим що всі провідні інвестори будуть інвестувати на центральній біржі. Але в зв'язку з запровадженням єдиних стандартів доступ інвесторів на регіональні фондові біржі буде вкрай легким та зрозумілим.

Центральна фондова біржа зможе істотно стимулювати зростання частки організованого ринку цінних паперів, що значно стабілізує фондовий ринок і знизить його схильність до кризових явищ.

Також не можна не згадати Указ Президента України № 126/2018 Про рішення Ради національної безпеки і оборони України від 2 травня 2018 року «Про застосування та скасування персональних спеціальних економічних та інших обмежувальних заходів (санкцій)». В ньому було передбачено санкції щодо ПАТ «Московська біржа ММВБ-РТС»: блокування активів, введено обмеження торгових операцій, передбачає заборону передачі технологій і прав інтелектуальної власності, заборону українським компаніям використовувати в своїй діяльності електронні торгові системи ПО Plaza і ПО Forts [10].

Крім цього, серед введених обмежень для Московської біржі - обмеження або припинення надання телекомунікаційних послуг, використання телекомунікаційних мереж загального користування.

Московська біржа - найбільший російський біржовий холдинг, створений в 2011 році в результаті злиття ММВБ (Московської міжбанківської валютної біржі),

заснованої в 1992 році, і біржі РТС (Російської торгової системи), відкритої в 1995 році.

Московська біржа раніше володіла великими частками в двох з трьох провідних українських фондових біржах - ПФТС і Українська біржа, а програмне забезпечення біржі виступало основою для ПО українських майданчиків.

У 2016 році Московська біржа вийшла з капіталу українських бірж, проте представники регулятора - Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України - висловлюють побоювання, що ПО українських майданчиків як і раніше залежить від Московської біржі.

Через заборону використовувати російське програмне забезпечення найбільша фондова біржа України не працювала чотири місяці. З одного боку, якщо врахувати політичні причини, цей крок був цілком виправданий. Але, з іншого боку, це призвело до суттєвого обмеження обігу цінних паперів на території України, знизило імідж українського фондового ринку в очах інвесторів, учасники фондової біржі понесли збитки. На нашу думку, уряду потрібно було заздалегідь попередити про можливу заборону використання російського програмного забезпечення українськими біржами, підготувати заміну російського програмного забезпечення зарубіжними чи вітчизняними аналогами і не створювати таку ситуацію яка шкодить інтересам інвесторів та економічному розвитку країни.

Тому ми вважаємо що потрібно заздалегідь надати Центральній біржі а також залежним від неї регіональним біржам відповідне програмне забезпечення яке буде буде безпечним та надійним. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку повинна прийняти постанову про використання програмного забезпечення на українських фондових біржах: зазначити яке саме програмне забезпечення повинно використовуватися, правила його використання, ініціювати державне замовлення на розробку такого програмного забезпечення.

## **2.2 Способи оптимізації правового регулювання фондових бірж в Україні в контексті євроінтеграції**

На нашу думку, тільки інтеграція у світовий фінансовий ринок, а саме в європейський фінансовий ринок може бути ключем до як і загального економічного зросту, збільшення інвестицій в нашу державу, так і до успішного зростання вітчизняного фондового ринку, розширення кола його учасників.

Європейська модель державного управління економічними процесами вважається найбільш досконалою. Пріоритетність курсу на євроінтеграцію в зовнішньоекономічній стратегії розвитку України передбачає освоєння досвіду країн Європейського Союзу (ЄС) у забезпеченні ефективного функціонування фондового ринку, а також є важливою умовою успішного розвитку економіки України. Прагнення України приєднатися до Європейського співтовариства вимагало реальних дій. Важливим кроком у даному напрямі стало підписання Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом яке набуло чинності 1 вересня 2017 року. Тому потрібна подальша адаптація українського законодавства у сфері фондового ринку до положень ЄС.

Гармонізація українського законодавства у відповідності до європейських норм сприяє приведенню функціонування системи національного управління фондовим ринком у відповідність до європейської практики.

Підтвердженням цього є конкретна практична діяльність Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку і Комісії з адаптації в рамках виконання заходів Україна – ЄС, про що свідчить офіційна інформація – звіт підготовлених протягом 2010–2012 рр. нормативних актів. Так, НКЦПФР протягом I кварталу 2011 р. зареєструвала в Міністерстві юстиції України 19 нормативно-правових актів у контексті євроінтеграції, п'ять із них відповідають вимогам законодавства ЄС і 14, які не суперечать положенням ЄС. Відповідно до низки директив, директив Європейського Парламенту та Ради ЄС від 4 листопада 2001 р., Регламенту Європейської Комісії від 29 квітня 2004 р., Директиви Європейського Парламенту та Ради 2003/71/ ЄС, НКЦПФР підготувала законопроект, завдяки якому Верховною Радою України прийнято Закон України «Про цінні папери та

фондовий ринок» щодо розкриття інформації на фондовому ринку» від 21 квітня 2011 р [55].

Однією із важливих частин європейського законодавства щодо фінансових ринків є регулювання діяльності інститутів спільного інвестування. Так, основними документами, що регулюють діяльність ІСІ, є Директива 85/611/ЄЕС «Про узгодження законів, підзаконних та адміністративних положень, що стосуються інститутів спільного (колективного) інвестування в цінні папери, що підлягають обігу», а також Директива 2001/107/ЄС, Директива 2001/108/ЄС, та Директива 2004/39/ЄС (MiFID).

Згідно з даними, український Закон «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» та підзаконні нормативні документи НКЦПФР у цій сфері в цілому відповідають вимогам зазначених директив [25].

В статті 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» надається визначення фінансових інструментів - цінні папери, строкові контракти (ф'ючерси), відсоткові строкові контракти (форварди), строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) у разі залежності ціни від відсоткової ставки, валютного курсу або фондового індексу (відсоткові, курсові чи індексні свопи), опціони, що дають право на купівлю або продаж будь-якого із зазначених фінансових інструментів, у тому числі тих, що передбачають грошову форму оплати (курсіві та відсоткові опціони) [10].

В той же час міжнародні документи дають розгорнуту сучасну класифікацію існуючих різновидів фінансових інструментів. Так, Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради «Про ринки фінансових інструментів» (Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) DIRECTIVE 2004/39/EC) у першому додатку наводить розгорнуту класифікацію сучасних фінансових інструментів, що відповідає стану розвитку європейського фінансового ринку [56].

Директива 2004/39 поділяє фінансові інструменти на 10 різних груп, при чому до похідних інструментів або деривативів можна віднести 7 груп. Ця класифікація об'єднала переважну більшість «класичних» цінних паперів, у тому числі і корпоративних, у одну групу – цінні папери, що вільно обертаються [56].

Ми вважаємо, що класифікація фінансових інструментів, надана українським законодавцем, які можуть знаходитись у обігу на фондовій біржі не повністю відповідає нормам Європейського законодавства: вона є недостатньо розгорнутою та застарілою, не враховує сучасний стан ринку фінансових інструментів.

Пропонуємо п. 20 ст. 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» викласти в такій редакції: «фінансові інструменти - цінні папери, що підлягають обігу, інструменти грошового ринку, цінні папери інститутів спільного інвестування, опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти стосовно цінних паперів, валюти, процентних ставок, ставок доходності або іншими деривативами стосовно фінансових індексів чи фінансових показників, розрахунки за якими може бути здійснено шляхом поставки чи грошима, опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти стосовно товарів, розрахунки за якими повинні бути здійсненні грошима або можуть бути здійсненні грошима на вибір однієї зі сторін, опціони, ф'ючерси, свопи та будь-які інші деривативні контракти стосовно товарів, розрахунки за якими може бути здійснено шляхом поставки, за умови, якщо вони знаходяться в обігу на регульованому ринку та/або в рамках БТЗ, опціони, ф'ючерси, свопи форвардні та будь-які деривативні інші контракти стосовно товарів, розрахунки за якими може бути здійснено шляхом поставки, і якщо вони не для комерційних цілей, мають характерні ознаки інших похідних фінансових інструментів, деривативні інструменти для передачі кредитного ризику, фінансові контракти щодо різниці, опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти, пов'язані зі змінами клімату, оплатою фрахту, знижками на емісію, рівнем інфляції чи будь-якими іншими офіційними економічними статистичними даним щодо яких розрахунки повинні бути здійснені грошима або можуть бути здійснені грошима».

Якщо вітчизняну системи класифікації фінансових інструментів буде приведено до загальноновизнаної міжнародної практики, то це буде сприяти

виконанню вимог угоди «Про асоціацію України з Європейським Союзом», покликане спростити для іноземного емітента доступ до фондового ринку України.

За наявності такого різноманіття фінансових інструментів Центральна фондова біржа не зможе контролювати весь їх ринок і потрібне існування альтернативного фондового торговельного майданчика, який буде управляти певним сегментом ринку фінансових інструментів.

Ми пропонуємо створити універсальну торговельну систему, доповнити ст.1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» пунктом 1<sup>1</sup> такого змісту: "універсальна торговельна система (далі – УТС) – частина ринку фінансових інструментів, яка управляється оператором УТС та на якій в установленому Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку порядку згідно із затвердженими правилами, зареєстрованими у встановленому цим Законом порядку, забезпечується поширення інформації про попит та пропозицію на фінансові інструменти з використанням електронних мереж учасникам такої системи та укладання договорів між ними", доповнити ст. 1 пунктом 11<sup>1</sup> такого змісту: «оператор УТС – юридична особа, яка здійснює управління та забезпечує функціонування УТС на підставі відповідної ліцензії, що видається Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку».

Пункт 1 статті 20 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» викласти в такій редакції: «діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку фондовою біржею - діяльність фондової біржі із створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно пропозицій цінних паперів, що підлягають обігу і попиту на них, проведення регулярних торгів цінними паперами, що підлягають обігу, централізованого укладання договорів щодо цінних паперів, що підлягають обігу згідно з правилами, встановленими такою фондовою біржею, зареєстрованими у встановленому законом порядку.»

Доповнити статтю 20 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» пунктом 1<sup>1</sup> такого змісту: «діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку УТС - діяльність УТС із створення організаційних, технологічних, інформаційних,

правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно пропозицій фінансових інструментів, зазначених в п. 20 ст. 1 цього Закону, окрім цінних паперів, що підлягають обігу, проведення регулярних торгів такими цінними паперами, централізованого укладання договорів щодо цих цінних паперів згідно з правилами, встановленими такою УТС, зареєстрованими у встановленому законом порядку. Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку може включати здійснення клірингу та розрахунків за фінансовими інструментами, іншими, ніж цінні папери.»

Пункт 2 статті 20 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» викласти в такій редакції: «розмір статутного капіталу фондової біржі і УТС має становити не менш як 15 мільйонів гривень. Розмір власного капіталу фондової біржі і УТС, що здійснює кліринг та розрахунки, має становити не менш як 25 мільйонів гривень.» Поширити вимоги до фондових бірж, зазначені в ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» і на УТС.

Створення УТС спрямоване на виконання Директиви 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради "Про ринки фінансових інструментів». Також було чітко розмежовано сегмент ринку фінансових інструментів контролюють фондові біржі та УТС: фондова біржа контролює ринок цінних паперів, що підлягають обігу, а УТС контролює ринок фінансових інструментів інших, ніж цінні папери, що підлягають обігу. Це розмежування покликане усунути конкуренцію між фондовими біржами та УТС, впорядкувати біржову торгівлю, спростити і пришвидшити укладення угод щодо фінансових інструментів.

Але якщо звернути увагу на статистичні дані, опубліковані на офіційному сайті Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, обсяги торгів на організованому ринку продовжують щорічно зменшуватися. Зокрема, протягом січня-листопада 2016 року порівняно з даними аналогічного періоду 2015 року обсяг біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі зменшився на 15,84% (або на 40,18 млрд грн) (січень-листопад 2015 року – 253,69 млрд грн). Найбільший обсяг торгів за фінансовими інструментами на організаторах торгівлі протягом періоду зафіксовано з державними облігаціями



України – 189,22 млрд грн (88,62% від загального обсягу біржових контрактів на організаторах торгівлі у січні-листопаді поточного року), депозитними сертифікатами Національного банку України – 11,37 млрд. грн. (5,32% від загального обсягу). При цьому обсяги торгів таких недержавних фінансових інструментів, як акції склали - 0,9%, облігацій підприємств – 4%, деривативів – 0,5% від загального обсягу торгів. Тобто майже 94% торгів припадало на державні фінансові інструменти [41].

За цих умов створення нових структур, на яких укладаються договори щодо цінних паперів, може не дати очікуваний економічний ефект.

## ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ

На підставі проведеного дослідження питань господарсько-правового регулювання діяльності фондових бірж варто виокремити такі **висновки**:

1. Фондовий ринок займає особливе місце у структурі фінансових ринків, оскільки через емісію цінних паперів сьогодні відбуваються майже всі типи фінансових операцій.
2. До учасників фондового ринку законодавство України відносить емітентів, іноземних емітентів, особи, які видали неемісійний цінний папір, інвестори в цінні папери, професійні учасники фондового ринку та їх об'єднання.
3. Фондова біржа є професійним учасником фондового ринку, яка утворює регульований (організаційно оформлений) фондовий ринок, функціонує постійно на підставі відповідної ліцензії, виданої Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку в установленому нею порядку, і забезпечує проведення регулярних торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами за встановленими правилами, а також організовує централізоване укладання і виконання договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів.
4. Класифікація фінансових інструментів, надана українським законодавцем, які можуть знаходитись у обігу на фондовій біржі не повністю відповідає нормам Європейського законодавства: вона є недостатньо розгорнутою та застарілою, не враховує сучасний стан ринку фінансових інструментів.

Проаналізувавши праці вітчизняних вчених, зарубіжний досвід господарсько-правового регулювання діяльності фондових бірж, ми розробили **пропозиції до законодавства, серед яких визначили такі**:

1. Існує необхідність у законодавчому створенні моноцентричної біржової системи. Верховна Рада України повинна прийняти закон «Про центральну фондову біржу», який би законодавчо визначив центральну фондову біржу, в якій будуть чіткі вимоги до її учасників, до лістингу цінних паперів, до організації торгів, біржу з високим рівнем технічного забезпечення, якій підпорядковані

регіональні фондові біржі. Така фондова біржа зможе істотно стимулювати зростання частки організованого ринку цінних паперів, що значно стабілізує фондовий ринок і знизить його схильність до кризових явищ. Для стабільності новоствореної біржі Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку повинна прийняти постанову про використання програмного забезпечення на українських фондових біржах: зазначити яке саме програмне забезпечення повинно використовуватися, правила його використання, ініціювати державне замовлення на розробку такого програмного забезпечення.

2. Пункт 2 статті 45 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» необхідно доповнити пунктом 2<sup>2</sup>: «Учасники фондового ринку, емітенти, інші особи, яким стало відомо про факт допущення фондовою біржею використання інсайдерської інформації в операціях на цій фондовій біржі, можуть повідомити Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку про факт порушення».

3. Пропонуємо п. 20 ст. 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» викласти в такій редакції: «фінансові інструменти - цінні папери, що підлягають обігу, інструменти грошового ринку, цінні папери інститутів спільного інвестування, опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти стосовно цінних паперів, валюти, процентних ставок, ставок доходності або іншими деривативами стосовно фінансових індексів чи фінансових показників, розрахунки за якими може бути здійснено шляхом поставки чи грошима, опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти стосовно товарів, розрахунки за якими повинні бути здійсненні грошима або можуть бути здійсненні грошима на вибір однієї зі сторін, опціони, ф'ючерси, свопи та будь-які інші деривативні контракти стосовно товарів, розрахунки за якими може бути здійснено шляхом поставки, за умови, якщо вони знаходяться в обігу на регульованому ринку та/або в рамках БТЗ, опціони, ф'ючерси, свопи форвардні та будь-які деривативні інші контракти стосовно товарів, розрахунки за якими може бути здійснено шляхом поставки, і якщо вони не для комерційних цілей, мають характерні ознаки інших похідних фінансових інструментів, деривативні інструменти для передачі

кредитного ризику, фінансові контракти щодо різниці, опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти, пов'язані зі змінами клімату, оплатою фрахту, знижками на емісію, рівнем інфляції чи будь-якими іншими офіційними економічними статистичними даним щодо яких розрахунки повинні бути здійснені грошима або можуть бути здійснені грошима».

4. Ми пропонуємо створити універсальну торгівельну систему на виконання Директиви 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради "Про ринки фінансових інструментів». Доповнити ст.1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» пунктом 11 такого змісту: "універсальна торгівельна система (далі – УТС) – частина ринку фінансових інструментів, яка управляється оператором УТС та на якій в установленому Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку порядку згідно із затвердженими правилами, зареєстрованими у встановленому цим Законом порядку, забезпечується поширення інформації про попит та пропозицію на фінансові інструменти з використанням електронних мереж учасникам такої системи та укладання договорів між ними", доповнити ст. 1 пунктом 1<sup>11</sup> такого змісту: «оператор УТС – юридична особа, яка здійснює управління та забезпечує функціонування УТС на підставі відповідної ліцензії, що видається Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку». Пункт 2 статті 20 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» викласти в такій редакції: «розмір статутного капіталу фондової біржі і УТС має становити не менш як 15 мільйонів гривень. Розмір власного капіталу фондової біржі і УТС, що здійснює кліринг та розрахунки, має становити не менш як 25 мільйонів гривень.» Поширити вимоги до фондових бірж, зазначені в ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» і на УТС.

5. Також потрібно чітко розмежувати сегмент ринку фінансових інструментів який контролюють фондові біржі і УТС. Пункт 1 статті 20 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» викласти в такій редакції: «діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку фондовою біржею - діяльність фондової біржі із створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та

інших умов для збирання та поширення інформації стосовно пропозицій цінних паперів, що підлягають обігу і попиту на них, проведення регулярних торгів цінними паперами, що підлягають обігу, централізованого укладання договорів щодо цінних паперів, що підлягають обігу згідно з правилами, встановленими такою фондовою біржею, зареєстрованими у встановленому законом порядку.»

Доповнити статтю 20 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» пунктом 11 такого змісту: «діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку УТС - діяльність УТС із створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно пропозицій фінансових інструментів, зазначених в п. 20 ст. 1 цього Закону, окрім цінних паперів, що підлягають обігу, проведення регулярних торгів такими цінними паперами, централізованого укладання договорів щодо цих цінних паперів згідно з правилами, встановленими такою УТС, зареєстрованими у встановленому законом порядку. Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку може включати здійснення клірингу та розрахунків за фінансовими інструментами, іншими, ніж цінні папери.»

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Конституція України: Закон від 28 червня 1996 р. № 254к/96-ВР // База даних «Законодавство України»/ВР України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80> (дата звернення 20 жовтня 2019).
2. Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради "Про ринки фінансових інструментів». URL: [https://zakon.rada.gov.ua/laws/main/994\\_586](https://zakon.rada.gov.ua/laws/main/994_586) (дата звернення 20 жовтня 2019).
3. Положення про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку : Указ Президента України від 23 листопада 2019 року № 1063/2011. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1063/2011> (дата звернення 20 жовтня 2019).
4. Положення про функціонування фондових бірж: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22.11.2012 № 1688. *Офіційний вісник України*. 2012. № 100. С. 417.
5. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України від 30.10.1996 № 448/96-ВР. // База даних «Законодавство України»/ВР України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80/ed20170604> (дата звернення 20 жовтня 2019).
6. Про застосування та скасування персональних спеціальних економічних та інших обмежувальних заходів (санкцій): Указ Президента України від 2 травня 2018 року № 126/2018. URL: <http://www.rnbo.gov.ua/documents/473.html> (дата звернення 20 жовтня 2019).
7. Угода про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони: Міжнародний документ від 27 червня 2014 р. URL: [https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984\\_011](https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984_011) (дата звернення 20 жовтня 2019).
8. Господарський кодекс України : Закон України від 16.01.2003 р. № 436-IV. // База даних «Законодавство України»/ВР України. URL:

<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/436-15#n2278> (дата звернення 20 жовтня 2019).

9. Цивільний кодекс України : Закон України від 16.01.2003. № 435-IV. // База даних «Законодавство України»/ВР України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/435-15/ed20180218#n1106> (дата звернення 20 жовтня 2019).
10. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. // База даних «Законодавство України»/ВР України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15> (дата звернення 20 жовтня 2019).
11. Про акціонерні товариства: Закон України від 17.09.2008 № № 514-VI. // База даних «Законодавство України»/ВР України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/514-17/sp:info-> (дата звернення 20 жовтня 2019).
12. Про депозитарну систему України: Закон України від 06.07.2012 № 5178-VI. // База даних «Законодавство України»/ВР України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5178-17> (дата звернення 20 жовтня 2019).
13. Азаренкова Г. М. Основні тенденції розвитку фондового ринку в посткризовий період / за ред. Г.М. Азаренкової, І. В. Шкодіної. *Вісник НБУ*. 2012. № 2. С. 3–7.
14. Базилевич В.Д., Шелудько В.М., Вірченко В.В. та ін. Фондовий ринок : підручник : у 2 кн. / за ред. В.Д. Базилевича. Київ : Нац. ун-т ім. Т. Шевченка, 2016. Кн. 2. 686 с.
15. Бакай І. Фондовий ринок України: реалії і перспективи. *Народна газета*. 2010. № 47. С. 2–4.
16. Балашова О. В. Напрямки формування національної політики України в умовах глобалізації світового фінансового простору / за ред. О. В. Балашова, С. Є. Борисова. *Економічний вісник Донбасу*. 2017. № 2 (48). С. 143-149.
17. Барановський О. Ринок цінних паперів в Україні: стан, проблеми, перспективи. *Вісник національного банку України*. 2009. № 9. С. 20–24.

18. Беренштейн Б.Л. Біржовий ринок у контексті глобалізаційних явищ міжнародної економіки / за ред. Б.Л. Беренштейна, О.М. Третяка. *Наук. вісн. Націон. ун-ту біоресурсів і природокорист. України*. 2010. № 15. С. 23–33.
19. Берлач А. І. Адміністративне право України / за ред. А. І. Берлача. Київ : Університет “Україна”, 2005. 472 с.
20. Берлач А.І. Біржове право України / за ред. А. І. Берлача. Київ : Університет “Україна”, 2007. 316 с.
21. Белікова О.В. Фінансово-правове регулювання ринку цінних паперів в Україні: автореф. дис... канд. юрид. наук за спеціальністю 12.00.07. Класичний приватний ун-т, Київ, 2011. 20 с.
22. Бітюк П.О. Фондові біржі в Україні і світі / за ред. П.О. Бітюк. *Фондовий ринок*. 2009. № 36. С. 6–12.
23. Вітка Н.С. IPO українських компаній на європейських фондових біржах. Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності. URL: <http://eir.pstu.edu/bitstream/handle/123456789/4608/68.pdf?sequence=1> (дата звернення 20 жовтня 2019).
24. Воронюк В.М. Проблеми та перспективи розвитку біржового ринку цінних паперів в Україні. URL: [http://www.rusnauka.com/10\\_NPE\\_2011/Economics/4\\_83270.doc.htm](http://www.rusnauka.com/10_NPE_2011/Economics/4_83270.doc.htm) (дата звернення 20 жовтня 2019).
25. Гармонізація законодавства України з директивами ЄС. URL: [http://www.securities.org.ua/securities\\_paper/review.php?id=556&pub=397](http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=556&pub=397) (дата звернення 20 жовтня 2019).
26. Глібко С. В. Актуальні питання правового регулювання ринків фінансових послуг в Україні : монографія / за ред. С. В. Глібко, Г. М. Шовкопляса, І. О. Ониськіва. Харків : Право, 2016. 186 с.
27. Глібко С. В. Правове регулювання лістингу в Європейському союзі. *Право та інноваційне суспільство*. 2015. № 2 (5). С. 46-53.
28. Данілюк О.А, Кублікова Т.Б., Кузіна Р.В., Лібанов М.О. та ін. Фондовий ринок України: державне регулювання (запитання та відповіді) : навчальний



посібник / за ред. М.І. Зверякова, В.К. Кублікова, Д. М. Тевелєва. Одеса, 2014. 486 с.

29. Еш С.М. Фінансовий ринок. URL: [https://pidruchniki.com/11360401/finansii/fondova\\_birzha\\_birzhovi\\_operatsiyi](https://pidruchniki.com/11360401/finansii/fondova_birzha_birzhovi_operatsiyi) (дата звернення 20 жовтня 2019).
30. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня-грудня 2015 року. URL: <http://nssmc.gov.ua/fund/analytics> (дата звернення 20 жовтня 2019).
31. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня-грудня 2014 року. URL: <http://nssmc.gov.ua/fund/analytics> (дата звернення 20 жовтня 2019).
32. Квасніцька О. О., Подцерковний О. П. Смітюх А. В. Господарське право / за ред. О. П. Подцерковного. 2-ге вид., доп. і перероб. Харків : Одиссей, 2012. 640 с.
33. Кологойда О. В. Господарсько-правове регулювання фондових відносин в Україні : монографія. Київ: Ліра-К, 2015. 704 с.
34. Костинюк С. В. Біржове право : електронний навчально-методичний посібник. URL: <http://kizman-tehn.com.ua/wp-content/uploads/2017/09/Birzhove-pravo-Kostinyuk-S.V-.docx> (дата звернення 20 жовтня 2019).
35. Краснова І.В. Фондовий ринок в Україні: стан та перспективи розвитку. *Проблеми економіки*. 2014. № 1. С. 129–134.
36. Кутузова М. М. Трансформація фондового ринку як фактор росту економіки України / за ред. М. М. Кутузова. *Економічний форум*. 2014. № 4. С. 230–236.
37. Малишенко К.А. Фактори, що визначають особливості фондового ринку України. *Вісник Бердянського університету менеджменту і бізнесу*. 2013. № 4(24). С. 104 – 107.
38. Матеріали з офіційного сайту Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. URL: [www.ssmc.gov.ua](http://www.ssmc.gov.ua) (дата звернення 20 жовтня 2019).

39. Михайличенко Н. М. Сучасний стан та динаміка розвитку фондового ринку України. *Економічний вісник Донбасу*. 2017. № 3(49). С. 107 – 110.
40. Найда І. В. Актуальні питання правового регулювання діяльності фондових бірж в Україні. *Міжнародний науковий журнал «Інтернаука»*. 2017. № 2 (24). 2 т. С. 176 – 180.
41. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <http://www.nssmc.gov.ua> (дата звернення 20 жовтня 2019).
42. Оскольський В.В. Вибрані твори: у 7 т. / В.В. Оскольський. Київ : Логос, 2011. Т. 1. 444 с.
43. Офіційний сайт АТ «Українська Біржа». URL: <http://www.ux.ua/> (дата звернення 20 жовтня 2019).
44. Офіційний сайт Варшавської фондової біржі. URL: [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl) (дата звернення 20 жовтня 2019).
45. Офіційний сайт Верховної ради України. URL: <http://www.rada.gov.ua/> (дата звернення 20 жовтня 2019).
46. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР). URL: [www.nssmc.gov.ua](http://www.nssmc.gov.ua) (дата звернення 20 жовтня 2019).
47. Пахомова І. Г. Сучасний стан фондових бірж України. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=5872> (дата звернення 20 жовтня 2019).
48. Пластун О. Л. Проблеми біржової діяльності в Україні та варіанти їх вирішення. *Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України*. № 37, 2013. С. 134-139.
49. Полюхович В. І. Особливості правового регулювання депозитарної та клірингової діяльності на фондовому ринку України. URL: <http://ppr-journal.kiev.ua/archive/2013/12/39.pdf> (дата звернення 20 жовтня 2019).
50. Поплавська М.В. Особливості формування фондового ринку України / за ред. М.В.Поплавської. *Економіка та держава*. 2011. № 2. С. 79–81.

51. Проект програми розвитку фондового ринку України на 2015–2017 роки «Європейський вибір – нові можливості для прогресу та зростання». URL: <http://nssmc.gov.ua/fund/development/plan> (дата звернення 20 жовтня 2019).
52. Реєстри учасників фондового ринку. URL: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/registers/exchange> (дата звернення 20 жовтня 2019).
53. Ринок цінних паперів. Європейський вибір: нові можливості та зростання. Звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України за 2014 рік. Київ, 2015. 4 с.
54. Розвиток фінансового ринку в умовах глобалізації. URL: [http://gufer.net/finance\\_market/20\)tendencyi\)rozvitku\)\(fnansovogo\)rinku\)ukrayini\)v\)umovah\)glo balzasyi.html](http://gufer.net/finance_market/20)tendencyi)rozvitku)(fnansovogo)rinku)ukrayini)v)umovah)glo balzasyi.html) (дата звернення 20 жовтня 2019).
55. Розвиток фондового ринку України в контексті євроінтеграційних процесів. URL: [http://www.visnyk-econom.uzhnu.uz.ua/archive/6\\_1\\_2016ua/39.pdf](http://www.visnyk-econom.uzhnu.uz.ua/archive/6_1_2016ua/39.pdf) (дата звернення 20 жовтня 2019).
56. Ройко І. М. Біржовий ринок акцій в Україні: стан та пріоритети розвитку: дис. ... канд. економ. наук : 08.00.08. Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана, Київ, 2016. 219 с.
57. Ройко І. Сучасні біржові продукти залучення капіталу в контексті європейської інтеграції України. URL: [http://sophus.at.ua/publ/2014\\_05\\_22\\_23\\_kampodilsk/sekcija\\_3\\_2014\\_05\\_22\\_23/suchasni\\_birzhovi\\_produkty\\_zaluchennja\\_kapitalu\\_v\\_konteksti\\_evropejskoji\\_integraciji\\_ukrajini/61-1-0-973](http://sophus.at.ua/publ/2014_05_22_23_kampodilsk/sekcija_3_2014_05_22_23/suchasni_birzhovi_produkty_zaluchennja_kapitalu_v_konteksti_evropejskoji_integraciji_ukrajini/61-1-0-973) (дата звернення 20 жовтня 2019).
58. Руда О.Л. Функціонування фондового ринку України, проблеми та перспективи розвитку. URL: <http://global-national.in.ua/archive/6-2015/162.pdf> (дата звернення 20 жовтня 2019).
59. Семенов О. М. Інтеграція фондових бірж України до міжнародної фінансової системи. Правове забезпечення підприємницької діяльності і зб. наукових статей. / відп. ред. О. О. Бакалінська, О. М. Гончаренко, Ю. В. Тищенко. Київ. нац. торг.-екон. ун.-т., Київ, 2019. Ч.1. 196 с.

60. Січко Л. О. Історико-правові умови становлення та розвитку господарського статусу фондової біржі в Україні. *Науковий вісник публічного та приватного права*. 2016. № 4. С. 47–50.
61. Січко Л. О. Напрями удосконалення господарського законодавства у сфері регулювання діяльності фондової біржі в Україні. URL: [http://pap.in.ua/6\\_2017/46.pdf](http://pap.in.ua/6_2017/46.pdf) (дата звернення 20 жовтня 2019).
62. Скрипник Г.О. Інвестування: навч, посіб. Київ : ЦП «Компринт», 2015. 307 с.
63. Степанчук С.С. Особливості регулювання біржового фондового ринку в Україні / за ред. С.С. Степанчука, І.В. Кравцової. *Економіка та держава*. 2010. № 2. С. 59–60.
64. Сущенко О. Характерні особливості та тенденції розвитку фондових бірж в сучасних умовах / за ред. О. Сущенко, А. Адамова. *Ринок цінних паперів України*. 2010. № 9 - 10. С. 69–79.
65. Українські фондові біржі: проблемні питання і рекомендації. URL: [http://www.capitalmarkets.kiev.ua/download/stock\\_exchange\\_study\\_ukr.pdf](http://www.capitalmarkets.kiev.ua/download/stock_exchange_study_ukr.pdf) (дата звернення 20 жовтня 2019).
66. Чайковська В.П. Інфраструктура фондового ринку України: сучасний стан та тенденції розвитку. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=2692> (дата звернення 20 жовтня 2019).
67. Черничинець С. П. Державне регулювання ринку цінних паперів України. *Економіка промисловості*. 2009. № 5. С. 28-31.
68. Шапран Н. Багатосторонні торговельні системи в ЄС: чи доступні вони для емітентів із ринків, що розвиваються? / за ред. Н. Шапрана. *Цінні папери України*. 2015. №26–27. С. 871–872.
69. Школьник І.О. Етапи розвитку фінансового ринку України та їх характеристика. URL: <http://essuir.sumdu.edu.ua/bitstream/123456789/8722/1/Shkolnyk.doc> (дата звернення 20 жовтня 2019).

70. Щербина В. С. Господарське право / за ред. В. С. Щербини. 5-те вид., перероб. і допов. Київ : Юрінком Інтер, 2012. 600 с.
71. Яворська О. С. Правове регулювання обігу цінних паперів : навчальний посібник / за ред. О. С. Яворської. Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2015. 336 с.