

17. Степняк Л. Проблемы свободы договоров и ответственности в общественном обороте // Современное польское право. — 1981. — № 4. — С. 43–55.

*The article is dedicated to the issue of place standard contracts in commercial contracts system. The peculiarities of standard contracts usage in the commercial law of Ukraine were considered.*

*Стаття посвящена вопросу определения места типовых договоров в систематике хозяйственных договоров. Рассмотрены особенности использования типовых договоров в хозяйственном праве Украины.*

## ОКРЕМІ ПИТАННЯ ПРАВОВОГО СТАТУСУ ЕМІТЕНТІВ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

**Полюхович В. І.,**

*провідний науковий співробітник, доктор юридичних наук,  
старший науковий співробітник НДІ приватного права і підприємництва  
імені академіка Ф. Г. Бурчака НАПрН України*

*В статті досліджуються питання правового регулювання діяльності емітентів на фондовому ринку України. Визначено особливості існуючого стану правового регулювання діяльності емітентів, запропоновано шляхи його удосконалення, визначено авторську позицію щодо новітнього законодавства в цій сфері.*

**Ключові слова:** емітент, правовий статус, принципи діяльності емітентів, емісія цінних паперів, інсайдерська інформація.

Емітент є одним із ключових суб'єктів на фондовому ринку. Саме за його ініціативи відбувається виникнення відносин і правових зв'язків між іншими учасниками фондового ринку. Емітенти є, з одного боку, споживачами інвестиційних ресурсів, а з іншого — виступають джерелом фінансових ресурсів, що повертаються інвесторам [1]. Як зазначає В. Л. Яроцький, особливості цінних паперів, як і грошей, полягають у тому, що їх емісія є прерогативою визначених у законодавстві суб'єктів. Якщо емісія грошових знаків на території України має суто публічний характер і здійснюється державою в особі Національного банку України, то емісія цінних паперів має приватноправовий характер, а коло суб'єктів, що можуть мати статус емітентів, значно ширше [2].

Емітенти у своїй діяльності переслідують такі цілі на ринку цінних паперів:

- залучення первісних коштів для створення юридичної особи;
- залучення додаткових коштів для збільшення статутного капіталу;
- залучення позикового капіталу для вільного або цільового використання.

З точки зору дослідження фондового ринку найбільший інтерес викликають емітенти, які мають регулярне котирування – перебувають у лістингу на організованому ринку. В світовій практиці, як правило, лише частина акціонерних товариств має право залучати капітал шляхом відкритої (публічної) підписки. У Великій Британії це Public Limited Company (PLC), у США – Public Corporation, а в Україні – публічні акціонерні товариства. Як правило, на розвинутих фондових ринках значна частина цих акціонерних товариств має лістинг на тій чи іншій фондовій біржі. Наприклад, в Німеччині з приблизно 2500 акціонерних товариств 900 мають лістинг на фондовій біржі, в Англії з приблизно 11000 публічних компаній – більше 2000 [3]. Причому процес появи нових лістингових компаній спрямований не в один бік. Кожен рік певні компанії отримують лістинг, а інші його втрачають. Наприклад, на Нью-Йоркській фондовій біржі щорічно з'являється близько 200 нових емітентів та близько 170 виключається з лістингу.

В Україні ситуація інша – лише незначна частина публічних акціонерних товариств спроможна задовольнити вимоги лістингу та має котирування на організованому ринку, а динаміка отримання та втрати лістингу вкрай низька. Відповідно до Положення про функціонування фондових бірж [4] вимоги для перебування цінних паперів у котирувальному списку як першого, так і другого рівнів лістингу для акцій достатньо високі. Такі лістингові вимоги призвели до того, що більшість акціонерних товариств не в змозі їм відповідати, що і стало причиною зміни вимог ст. 24 Закону України «Про акціонерні товариства», а саме заміни обов'язку публічного акціонерного товариства проходити процедуру лістингу на обов'язок проходити процедуру включення акцій до біржового списку, яка не містить жодних вимог щодо економічних результатів господарювання, а лише вимагає дотримання формально-юридичних вимог до випуску та проспекту емісії, реєстрації звіту, відсутності заборон на торгівлю цінним папером. У зв'язку з цим, вважаємо доцільним зниження вимог до фінансово-економічних показників емітентів, що обумовлюють допуск цінних паперів у лістинг. Це буде фактором, що додасть динаміки на організованому фондовому ринку.

Вихідним пунктом дослідження будь-якого процесу або об'єкта вважається з'ясування термінології, що визначає межі дослідження. Першочергово з'ясуємо, яка особа вважається емітентом. Відповідно до ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» емітентом є:

«юридична особа, Автономна Республіка Крим або міська рада, а також держава в особі уповноважених нею органів державної влади чи міжнародна фінансова організація, які від свого імені розміщують емісійні цінні папери та беруть на себе зобов'язання за ними перед їх власниками».

Як бачимо, в законодавчій дефініції закладені окремі особливості емітента, певна характеристика його діяльності. Зокрема, визначено обмежене коло осіб, що виступають в якості емітента, йдеться про зміст його участі на фондовому ринку. Проте таке визначення лише приблизно відображає суть правового змісту терміна, а формально юридично є некоректним та недосконалим. Так, невірним є виділення лише міських рад у системі місцевого самоврядування, а також Автономної Республіки Крим як окремого суб'єкта, що ніби не є частиною держави, та й щодо самої емісії йдеться про розміщення і нічого не вказано про випуск.

Ще однією особливістю поняття емітента, яка залишилась поза увагою законодавця, є врегулювання правового статусу крізь призму встановлення обов'язків, що стосуються не тільки зобов'язань емітента перед власниками випущених цінних паперів, а й інших обов'язків, наприклад, щодо дотримання інформаційної прозорості його діяльності перед усіма зацікавленими особами та контролюючими органами.

Відповідно, пропонуємо відкориговане визначення терміна «емітент». Емітент – держава в особі уповноважених нею органів державної влади, органи місцевого самоврядування, юридичні особи, які здійснюють встановлений законодавством порядок дій щодо випуску та розміщення емісійних цінних паперів та несуть від власного імені зобов'язання перед інвесторами згідно з умовами випуску та проспекту емісії цінних паперів та виконують інші обов'язки відповідно до законодавства.

У зв'язку з цим вважаємо за необхідне виділити суттєві ознаки правового змісту скоригованого нами поняття емітент [5].

По-перше, визначено перелік суб'єктів, які можуть виступати як емітенти: органи державної влади, органи місцевого самоврядування, юридичні особи. Вичерпного переліку юридичних осіб, що мають право емітувати цінні папери, законодавство не містить. Проте такий перелік може бути визначений шляхом закріплення в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» переліку емісійних цінних паперів (що мало місце до прийняття Закону України «Про депозитарну систему України» від 6 липня 2012 р. № 5178-VI), кожен з яких має свій правовий статус та умови випуску. Одночасно такий перелік емісійних цінних паперів стане критерієм для невключення, наприклад, фізичних осіб до складу емітентів. Так, фізичні особи мають право випускати (видавати) такі цінні папери, як вексель, заставна, однак ці цінні папери не є емісійними, тому фізична особа не визначається емітентом.

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

По-третє, має місце певна специфіка встановлення правового статусу через систему обов'язків (наприклад, з оплати засновниками повної вартості цінних паперів при першому (приватному) розміщенні акцій акціонерного товариства; з розкриття інформації щодо них тощо). Основною особливістю є те, що, скориставшись правом на випуск цінних паперів, емітент автоматично підпадає під «зобов'язальний правовий режим» своєї участі на ринку цінних паперів.

На українському фондовому ринку основним емітентом є держава в особі Міністерства фінансів України – найбільший емітент боргових цінних паперів. Основними призначеннями випуску державою цінних паперів є залучення коштів для:

- фінансування поточного бюджетного дефіциту (облігації внутрішніх та зовнішніх державних позик, казначейські зобов'язання);
- погашення раніше розміщених позик;
- забезпечення касового виконання державного бюджету;
- вирівнювання нерівномірності надходження податкових платежів;
- фінансування цільових проектів.

Випуск цінних паперів є більш ефективним методом фінансування бюджетного дефіциту порівняно з практикою позичання грошей у НБУ та інфляційною емісією грошей. Використання кредитних ресурсів НБУ значно зменшує його можливості регулювання позикового ринку, і тому в усіх країнах з ринковою економікою встановлені значні обмеження на доступ уряду до цих ресурсів.

Емісію цінних паперів здійснюють також і місцеві органи влади. Необхідність у цьому виникає у випадку перевищення витрат місцевих органів над їх доходами або, при необхідності, залучення коштів для інвестиційних проектів. Вартість цінних паперів, випущених місцевими органами влади (муніципальних цінних паперів), визначається платоспроможністю їх емітента та ринком. Проте облігації місцевих позик є малопопулярними серед інвесторів з причини низької фінансової спроможності місцевих бюджетів, а тому є необхідність у пошуку додаткових засобів для підвищення їх інвестиційної привабливості на фондовому ринку. Досвід Російської Федерації свідчить, що привабливість муніципальних цінних паперів може бути збільшена за таких умов:

- їх погашення частками у статутних фондах підприємств, що приватизуються (така модель використовувалась, коли здійснювався випуск муніципальних цінних паперів у Новосибірську, Курську, Москві);

- їх використання як засобу платежу, в тому числі при сплаті податку на прибуток, що спрямовується до місцевого бюджету (Нижній Новгород);
- їх обміну на акції приватизованих підприємств, часткою в статутному фонді яких володіє орган, що управляє муніципальною власністю (Москва);
- їх використання для розрахунків з кредиторами;
- їх використання в якості конвертованих облігацій;
- їх використання як застави для одержання кредитів [6].

Разом із державою та місцевими органами державної влади в якості емітентів на ринку цінних паперів важливе місце займають різноманітні суб'єкти підприємницької діяльності — юридичні особи, які залежно від форми власності можуть бути державної, приватної, комунальної форм власності. Більш того, терміном «юридична особа» охоплюються також і іноземні суб'єкти господарювання. Зокрема, міжнародна фінансова організація, яку спеціально визначено в якості емітента в змінах до ч. 2 ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [7].

Ці емітенти здійснюють емісію цінних паперів як в процесі створення, в тому числі шляхом приватизації, так і для розширення виробництва або проведення іншої комерційної діяльності шляхом випуску пайових або боргових зобов'язань. Серед інших цілей виділяють: залучення інвестицій; виконання певних нормативів, встановлених державою; перерозподіл влади в акціонерному товаристві [8]. Проте ринок інвестицій в Україні мало розвинутий, а його фінансовий потенціал не реалізовується як через відносно невеликі обсяги вільних коштів, так і з причини низького рівня довіри інвесторів. Саме тому провідні українські акціонерні товариства здійснюють залучення інвестицій через IPO (Initial Public Offering) – первісну публічну пропозицію на закордонних фондових біржах шляхом випуску депозитарних розписок або через випуск акцій материнської компанії, зареєстрованою за кордоном [9]. Такий шлях залучення іноземних інвестицій в економіку України є цілком позитивний, хоча і не стимулює вітчизняний ринок інвестицій. Водночас є пропозиції щодо впровадження українських депозитарних розписок, базовим активом яких є цінні папери іноземного емітента, емісія яких здійснена відповідно до законодавства країни емітента. У Верховній Раді України був зареєстрований відповідний проект Закону від 14 грудня 2010 р. № 7462 про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо українських депозитарних розписок. Впровадження українських депозитарних розписок відкрило б пересічному вітчизняному інвестору можливість бути акціонером іноземних компаній, але, на думку окремих фахівців, є певні перестороги щодо запровадження такого фінансового інструменту, а саме з огляду на можливість створення механізму відтоку вітчизняного інвестиційного капіталу за кордон. Саме тому внесений законопроект був у результаті попереднього розгляду забалотований.

Характеристику діяльності емітента необхідно здійснювати крізь призму вимог міжнародних організацій, членами яких є Україна. Так, базові принципи для емітентів встановлені Міжнародною організацією комісії з цінних паперів (IOSCO) в своєму програмному документі «Цілі та принципи регулювання фондового ринку» [10] в категорії E:

- емітенти зобов'язані надавати інвесторам повну, своєчасну і точну інформацію про свою діяльність, яка може впливати на їхні інвестиційні рішення;
- відношення до акціонерів має бути чесним та неупередженим;
- стандарти обліку та аудиту має відповідати міжнародним нормам.

У зв'язку з цим, на нашу думку, реалізація визначених принципів у національному масштабі здійснюється, в тому числі, шляхом нормативного закріплення системи обов'язків емітентів, які умовно, на нашу думку, можна звести до таких трьох груп:

- обов'язки щодо дотримання певної процедури емісії цінних паперів, що полягають у здійсненні емітентом послідовних дій, передбачених законодавством;
- обов'язки щодо розкриття інформації (регулярної та особливої), а саме: склад, порядок і строки подібного розкриття на етапах емісії у формі проспекту емісії цінних паперів та звіту про результати розміщення, щоквартального та річного звіту емітента і повідомлень про істотні факти його фінансово-господарської діяльності;
- обов'язки щодо дотримання обмежень щодо використання інсайдерської інформації.

Окремі аспекти правового регулювання визначених груп обов'язків емітента необхідно розвивати з урахуванням досвіду нормотворчої діяльності в країнах Європейського Союзу.

Вважаємо, що вибіркоче (з урахуванням вітчизняного досвіду та специфіки) використання та запровадження позитивного надбання європейського та світового досвіду правового регулювання фондового ринку може стати одним із ключових чинників на шляху переходу України з категорії держав, що мають фінансовий ринок, який перебуває в стадії формування, до категорії держав з розвинутим фінансовим ринком відповідно до міжнародних рейтингових оцінок [11], що істотно підвищить кредитний рейтинг країни та посилить конкурентоспроможність національного фінансового ринку в цілому.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ:

1. *Онуфрієнко О. І.* Правове регулювання випуску та обігу емісійних цінних паперів в Україні: автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.04 / О. І. Онуфрієнко; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. — К., 2000. — С. 2.

2. Яроцький В. Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції): монографія / В. Л. Яроцький. — Х.: Право, 2006. — С. 125.
3. Рубцов Б. Б. Мировые рынки ценных бумаг. — М.: Издательство «Экзамен», 2002. — С. 82.
4. Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж: рішення НКЦПФР від 22 листопада 2012 року № 1688 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12/paran19#n19>.
5. Полюхович В. І. Питання удосконалення правового регулювання діяльності емітентів на фондовому ринку України // Правовий вісник Академії банківської справи. — Суми. — 2011. — № 2(5). — С. 88–92.
6. Осолодкин С. Как усилить привлекательность муниципальных краткосрочных облигаций // Рынок ценных бумаг. — 1996. — № 8. — С. 23.
7. Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо емісії облігацій міжнародних фінансових організацій: Закон України 4 липня 2013 року № 400-VII [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/400-18>.
8. Петруня Ю. Є. Непрофесійні суб'єкти ринку акцій України. — К. 1999. — С. 34.
9. Ковальова В. IPO плюс капіталізація всієї країни // Урядовий кур'єр. — 2 липня 2010 р. — № 119. — С. 7.
10. IOSCO (May 2003) «Objectives and Principles of Securities Regulation» [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>.
11. Standard & Poor's Global Stock Market Factbook [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.standardandpoors.com/ratings/money-market>.

*The article considers questions of legal regulation of activity of emitters in the share market of Ukraine. The features of the current state of the legal regulation of emitters, the ways of its improvement, defined the author's position on the latest legislation in this area.*

*В статті досліджуються питання правового регулювання діяльності емітентів на фондовому ринку України. Определены особенности существующего состояния правового регулирования, деятельности эмитентов, предложены пути его совершенствования, определена авторская позиция относительно нового законодательства в этой сфере.*

## ЗАКОНОДАВЧЕ ВИЗНАЧЕННЯ УЧАСНИКІВ ГОСПОДАРСЬКИХ ВІДНОСИН У ГАЛУЗІ ТЕЛЕКОМУНІКАЦІЙНІЙ

Сенюта С. Я.,

здобувач НДІ приватного права і підприємництва імені академіка Ф. Г. Бурчака НАПрН України

*Статтю присвячено дослідженню учасників господарських відносин в телекомунікаційній галузі, зокрема питанням поділу учасників на групи, їх господарської компетенції та їх правам та обов'язкам.*

**Ключові слова:** господарське законодавство, господарські відносини, господарська діяльність, учасники відносин у сфері господарювання, телекомунікаційна галузь.

Статтями 2, 55 Господарського кодексу України (далі – ГК України) [ 1, ст. 144] визначено примірний перелік учасників відносин у сфері господарювання, а також визначено поняття суб'єкта господарювання. Аналіз змісту вказаних статей дає підстави зробити висновок про те, що поняття «учасник відносин у сфері господарювання» є більшим за обсягом порівняно з поняттям «суб'єкт господарювання». Цей висновок може бути сформульований і стосовно відносин, що виникають у сфері регулювання господарської діяльності в телекомунікаційній галузі.

Застосувавши положення ст. 2 ГК України до положень Закону України «Про телекомунікації» [ 2, ст. 155 ] та проаналізувавши вказаний нормативно-правовий акт, можемо зробити висновок, що є такі групи учасників відносин у телекомунікаційній галузі:

1. **Суб'єкти, які здійснюють державне управління, регулювання та контроль (нагляд) у сфері телекомунікацій** (розділи 2, 3 Закону України «Про телекомунікації»).

До органів державного управління у телекомунікаційній галузі зв'язку відносяться: Верховна Рада України (здійснює стратегічне управління у галузі телекомунікацій – ухвалення державної політики та законодавче забезпечення державного управління і регулювання у сфері телекомунікацій), Кабінет Міністрів України, центральний орган виконавчої влади в галузі зв'язку, а саме: Державна служба спеціального зв'язку та захисту інформації України, інші органи виконавчої влади відповідно до закону (ст. 13).

Органом державного регулювання і нагляду в галузі телекомунікацій відповідно до ст. 17 Закону України «Про телекомунікації» є Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері зв'язку та інформатизації (далі – НКРЗІ).

Слід зазначити, що окремі функції з державного регулювання і контролю у галузі телекомунікацій можуть покладатися на інших суб'єктів, у тому числі які не є органами влади, наприклад, Державне підприємство «Український державний центр радіочастот» [3].