

## ЕМІСІЙНІ ФОНДОВІ ГОСПОДАРСЬКІ ПРАВОВІДНОСИНИ

*У статті визначено поняття емісійних фондових правовідносин та емісійного права. Досліджено систему норм, що регулюють емісійні фондові правовідносини. Для позначення сукупності норм, що регулюють емісійні фондові відносини, запропоновано впровадження в науковий обіг терміна «емісійне фондове право». За предметним та змістовим критеріями розмежовано поняття «емісія», «випуск», «розміщення» цінних паперів. Обґрунтовано зобов'язально-правовий характер емісійних фондових відносин.*

**Ключові слова:** цінні папери, фондовий ринок, емісія, емісійні відносини.

**Постановка проблеми.** У процесі здійснення діяльності на фондовому ринку виникають, існують та припиняються різноманітні правовідносини. Емісійні відносини визнають базовими на фондовому ринку. Вони виникають відносно такого об'єкта, як цінний папір, який можна розглядати як системоутворюючий фактор, що забезпечує інтеграцію суспільних відносин у єдиний предметний комплекс з точки зору правового регулювання [1, с. 5].

**Аналіз останніх досліджень.** Незважаючи на наявність окремих досліджень В. А. Белова, О. П. Віхрова, А. В. Габова, С. М. Грудницької, Д. В. Ломакіна, І. В. Редькіна, О. Ю. Синенко, Н. Г. Удадьцової та ін., категорія фондового правовідношення та види фондових правовідносин, зокрема емісійних, залишаються малодослідженими у юридичній науці. В Україні триває процес становлення фондового ринку, пошук оптимальної моделі регулювання фондового ринку, що обумовлює актуальність спеціальних наукових досліджень правовідносин, які виникають на фондовому ринку в процесі випуску та обігу цінних паперів та похідних.

Емісійні правовідносини досить різні та складні за своїм змістом та структурою. Зокрема, правовідносини з випуску корпоративних цінних паперів складають сферу господарсько-правового регулювання. Однак емісійні правовідносини з випуску державних цінних паперів є сферою фінансово-правового регулювання, оскільки емісія державних цінних паперів є частиною бюджетного процесу – імперативних правових норм, що регулюють емісійні процеси, готівковий та безготівковий грошовий обіг [2, с. 5] і не підлягає регулюванню Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Тому в літературі часто можна зустріти точку зору про те, що емісійне право, яке регулює досліджувані правовідносини, є підгалуззю фінансового права [3, с. 3; 4, с. 48; 5, с. 101].

**Метою** даної статті є дослідження вертикально та горизонтально інтегрованої системи емісійних фондових господарських відносин, що виникають у процесі організації та здійснення емісії, розміщення та обліку емісійних цінних паперів учас-

никами фондового ринку, захисту прав та законних інтересів інвесторів, державного регулювання та саморегулювання емісійних відносин на фондовому ринку.

**Виклад основного матеріалу.** Емісійні фондові господарські відносини є складовим елементом (предметом) *емісійного фондового права* – сукупності правових норм, що визначають порядок емісії (випуску), розміщення та обліку випущених емісійних цінних паперів, реєстрації випуску цінних паперів, проспекту їх емісії, звіту про результати розміщення, дематеріалізації та знерухомилення цінних паперів, здійснення контролю за випуском, розміщенням та обліком цінних паперів.

Чинне законодавство України ототожнює такі терміни, як «випуск» та «емісія» паперів. ГК України [6] та ЦК України [7] використовує термін випуск цінних паперів (п. 6 ст. 66, гл. 17 ГК України, статті 154, 156, 158 ЦК України, гл. 14 ЦК України). Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV [8] вживає термін «випуск цінних паперів» у двох значеннях: сукупність юридичних дій та сукупність цінних паперів.

*Випуск цінних паперів* – сукупність певного виду емісійних цінних паперів одного емітента, однієї номінальної вартості, які мають однакову форму випуску і міжнародний ідентифікаційний номер та забезпечують їх власникам однакові права незалежно від часу придбання і способу їх емісії.

*Емісія* – сукупність дій емітента, що провадяться в установленій законодавством послідовності і спрямовані на розміщення емісійних цінних паперів серед їх перших власників. Першим власником визнається особа, яка набула права власності на цінні папери безпосередньо від емітента або особи, яка видала неемісійний цінний папір, чи андеррайтера (п. 5 ч. 1 ст. 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»).

У разі заснування акціонерного товариства його акції підлягають розміщенню виключно серед його засновників шляхом приватного розміщення (ч. 4 ст. 9 Закону України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 № 514-VI). Розміщення цінних паперів передбачає відчуження цінних паперів у визначений проспектом емісії цінних паперів спосіб (пп. 3, 18 ч. 1 ст. 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»). Стаття 1 Закону України «Про акціонерні товариства» визначає розміщені цінні папери як цінні папери акціонерного товариства, *відчужені ним на користь інших осіб* у порядку, встановленому законодавством.

В. А. Белов визначає, що емісійні відносини складаються при передачі однією особою (інвестором) у власність іншій особі (емітенту) наявних у нього активів певної вартості в обмін на зобов'язання емітента використовувати отримані інвестиції в підприємницькій діяльності в цілях, визначених при залученні активів, і виплачувати винагороду за їх використання [9, с. 231]. А. Ю. Синенко визначає розміщення емісійних цінних паперів як сукупність цивільно-правових угод, вчинення та виконання яких тягне виникнення права власності (інших речових прав) на емісійні цінні папери у перших набувачів [10, с. 93]. Н. Г. Удальцова вважає, що процедурою первинного публічного розміщення є сукупність послідовних юридично значущих дій та актів, спрямованих на укладання емітентом угоди про надання інвестиційних засобів, виконання якої з боку боржника (інвестора) тягне виникнення нового об'єкта права – цінного паперу. Вчена визнає рішення органів управління АТ про розміщення емісійних цінних паперів юридичним (корпоративним) актом, що виникає в межах корпоративних правовідносин [11, с. 6]. Д. В. Ломакін пише, що емісія акцій (як склад-

ний юридичний склад) тягне за собою виникнення правовідносин участі (членства) (корпоративних правовідносин) між акціонерним товариством – емітентом та набувачами розміщених у процесі емісії акцій [12, с. 183].

Аналіз наукових досліджень дозволяє виділити три основні теорії з приводу кваліфікації характеру дій з надання цінним паперам статусу об'єкта права (інструмента посвідчення майнових прав) [13, с. 338]:

1) *двосторонньо-правочинна (договірна) теорія* прихильниками якої є Ф. К. фон Савіньї, С. Тель, Г. Г. Генглер, М. М. Агарков, Є. В. Карманов (щодо ощадного (депозитного) сертифіката), С. М. Бервено (щодо векселя) та ін., квінтесенцією якої є визнання того, що права, посвідчені цінними паперами, виникають у результаті укладання договору між емітентом і першим набувачем;

2) *односторонньо-правочинна (теорія односторонньої обіцянки емітента)*, прихильниками якої є Т. Кунце, Р. фон Іеринг, Г. Беккер, Л. фон Штейн, І. А. Безклубий, В. Л. Яроцький, М. І. Баргінський, Д. В. Мурзін, Ф. С. Карагусов, Л. Р. Юлдашбаєва та ін., які визнають емісію цінних паперів як формалізацію в документі односторонньої волі емітента, одностороннім правочином; при цьому передача цінного папера в руки першого набувача або зарахування на рахунок у цінних паперах у депозитарній установі (для бездокументарних цінних паперів) розглядається як умова виникнення посвідчених цінним папером майнових прав [13, с. 342, 360]. С. С. Алексєєв писав, що за допомогою вчинення односторонньо-управомочуючих правочинів особа зобов'язує саму себе, надаючи тим самим іншій особі (особам) певне суб'єктивне право [14, с. 22]. Д. В. Мурзін пише, що оформлення документа являє собою самостійний правочин [15, с. 105]. Ф. С. Карагусов кваліфікує класичний цінний папір як самостійну форму правочину [16, с. 29];

3) *емісійна теорія*, відповідно до якої для виникнення посвідчених цінними паперами майнових прав документ має бути випущений емітентом в обіг [13, с. 346]; цінні папери як об'єкти права в процесі первинної публічної пропозиції (розміщення) не продаються і не передаються, а тільки виникають у силу самого факту надання інвестором коштів їх емітенту [11, с. 6]. На думку А. М. Переверзева, розуміння емісії цінних паперів як односторонньої угоди не відповідає правовій природі досліджуваного інституту [17, с. 403]. Виникнення емісійних відносин пов'язане не тільки з діями емітента, але і з іншими юридичними фактами (державна реєстрація випуску акцій, набуття інвесторами цінних паперів, укладання договорів у процесі розміщення випуску цінних паперів, державна реєстрація звіту про результати випуску цінних паперів тощо). Так, на думку І. В. Редькіна, емісія цінних паперів з юридичної точки зору є сукупністю одно- та багатосторонніх угод, а також адміністративних актів, що вчиняються у визначеній законодавством формі та послідовності (процедура емісії), що об'єднані спільним наміром емітента – випустити цінні папери в обіг [1, с. 21]. Для емісії цінних паперів необхідна не просто наявність усіх юридичних фактів (етапів емісії), але і настання таких юридичних фактів у суворо визначеній послідовності. Порушення встановленої законом процедури емісії цінних паперів є підставою для відмови в державній реєстрації випуску цінних паперів (наприклад, ст. 9 Закону України від 17.09.2008 р. «Про акціонерні товариства» [18]), визнання його таким, що не відбувся, призупинення емісії цінних паперів, визнання емісії недобросовісною та недійсною (ст. 36 Закону

України «Про цінні папери та фондовий ринок», ст. 8 Закону України від 30.10.1996 р. «Про державне регулювання ринку цінних паперів» [19]).

Як зазначає А. П. Вершинін, виникнення суб'єктивних прав з цінного паперу пов'язано з виготовленням, видачею та іншими діями з цінними паперами. Безпосередньо з виготовлення та видачі виникають права за контитутивними цінними паперами (наприклад, вексель, чек) [20, с. 40]. Деклараційні, зокрема емісійні цінні папери, мають більш широкі підстави виникнення посвідчених ними прав та вимагають вчинення ряду юридичних дій до їх виготовлення та видачі [20, с. 41, 42], що іменуються процедурою розміщення (випуску).

Односторонньою угодою правочинном безперечно можна визнати випуск цінних паперів на пред'явника. Підставами використання односторонніх угод за законодавством України в процесі розміщення емісійних іменних цінних паперів є норми ч. 2 ст. 21 Закону «Про акціонерні товариства», яка дозволяє акціонерним товариствам емітувати акції та облігації для переведення зобов'язань товариства у цінні папери, ст. 6 Закону «Про цінні папери та фондовий ринок», що передбачає право на конвертацію привілейованих акцій у прості акції, випадки конвертації акцій у процесі реорганізації акціонерного товариства. Розподіл акцій між акціонерами акціонерного товариства(-в) конвертованих акцій акціонерного товариства, що припиняється шляхом злиття, приєднання, поділу АТ, з якого здійснюється виділ, що припиняється шляхом приєднання, в порядку, встановленому НКЦПФР [21]. Решта випадків розміщення (відчуження цінних паперів у визначений проспектом емісії цінних паперів спосіб) іменних емісійних цінних паперів відбувається шляхом вчинення двосторонніх угод (правочинів) – укладання договорів купівлі-продажу за якими права та обов'язки виникають як у продавця (емітента, андерайтера), так і покупця. *Обіг розміщених цінних паперів здійснюється без участі емітента і не є змістом емісійних відносин.*

Стаття 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначає розміщення цінних паперів як відчуження цінних паперів у визначений проспектом емісії цінних паперів спосіб. Розміщення емісійних цінних паперів передбачає не тільки факт укладання договору, але і вчинення інших юридичних дій, які в сукупності спрямовані на виникнення права власності на цінний папір. Пропонується уточнити в ст. 1 Закону «Про цінні папери та фондовий ринок» визначення поняття «розміщення емісійних цінних паперів» як процедури (порядку), що включає укладання угод, спрямованих на відчуження емітентом або уповноваженою ним особою цінних паперів їх першим власникам шляхом укладання договорів купівлі-продажу цінних паперів, оплати покупцями (інвесторами) цінних паперів, внесення облікового запису на рахунок в цінних паперах депонента – першого власника – в депозитарній установі (для емісійних цінних паперів у бездокументарній формі) або видачу сертифікатів емісійних цінних паперів на пред'явника, випущених у документарній формі, їх першим власникам.

Емісійні відносини мають оплатний характер. Термін «купівля-продаж» може вживатись лише стосовно оплатного розміщення цінних паперів. А. С. Рогов зазначає, що емісія цінних паперів здійснюється на засадах публічності та оплатності. Принцип оплатності передбачає оплатне відчуження емісійних цінних паперів при їх розміщенні [22, с. 8].

Однак у зарубіжних дослідженнях неодноразово зверталась увага на можливість розміщення емісійних цінних паперів шляхом вчинення односторонніх безоплатних угод, зокрема, розподіл акцій додаткової емісії між акціонерами товариства [23, с. 139]. Аналіз норм вітчизняного Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» (ст. 32, 33) та Закону України «Про акціонерні товариства» (ст. 9, 11, 15, 22, 23, 27) свідчить про неможливість безоплатного способу розміщення емісійних цінних паперів та використання в процесі розміщення переважно двосторонніх угод. Публічне акціонерне товариство зобов'язане здійснювати публічне розміщення акцій додаткових емісій лише на фондовій біржі шляхом укладання договорів купівлі-продажу (ст. 5<sup>1</sup> Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»). Під час розміщення пайові цінні папери не можуть продаватися за ціною, меншою ніж їх номінальна вартість. Кожен інвестор у цінні папери має сплатити вартість цінних паперів у повному обсязі до затвердження результатів розміщення відповідного випуску цінних паперів. Акціонерне товариство не має права розміщувати акції за ціною, нижчою за їх номінальну вартість. У разі розміщення акціонерним товариством цінних паперів їх оплата здійснюється грошовими коштами або за згодою між товариством та інвестором – майновими правами, немайновими правами, що мають грошову вартість, цінними паперами (крім боргових емісійних цінних паперів, емітентом яких є набувач, та векселів, за винятком державних облігацій, які обмінюються на акції НАК «Нафтогаз України» та публічного акціонерного товариства «Укргідроенерго» у випадках, передбачених законом), іншим майном. Інвестор не може здійснювати оплату цінних паперів шляхом взяття на себе зобов'язань щодо виконання для товариства робіт або надання послуг. Статутний капітал товариства збільшується без залучення додаткових внесків шляхом підвищення номінальної вартості акцій або із залученням додаткових внесків шляхом розміщення додаткових акцій існуючої номінальної вартості. Реалізація переважного право акціонера відповідно до ст. 27 Закону України «Про акціонерні товариства» передбачає право на придбання, тобто оплатне набуття, розміщуваних товариством акції пропорційно частці належних йому акцій у загальній кількості акцій відповідного типу (простих або привілейованих).

Таким чином, вживаючи терміни «розміщення», «відчуження», «набуття права власності» на цінні папери, законодавець не визначає юридичну природу емісійних відносин та угод, що опосередковують емісійні відносини, проте системний аналіз норм ГК України, ЦК України, законів України «Про акціонерні товариства» (статті 1, 9) та «Про цінні папери та фондовий ринок» (статті 1, 4, 5<sup>1</sup>, 32, 33 та ін.) свідчить про таке: 1) відносини, що виникають між емітентом та набувачем (першим власником) цінного паперу в процесі розміщення емісійних цінних паперів мають зобов'язально-правовий характер; 2) договори, що укладаються у процесі розміщення цінних паперів є договорами приєднання, що мають оплатний, двосторонній характер; сторонами договору є емітент в особі уповноваженого установчими зборами засновника (-ів) або уповноважена ним особа (андерайтер) та перший власник (набувач) цінного паперу, а предметом договору є зобов'язання емітента передати, а набувача прийняти право власності на новостворену річ – емісійний цінний папір та оплатити його, що дозволяє підтримати позицію вчених, які кваліфікують досліджуваний договір як договір купівлі-продажу.



*Перспективи подальших наукових досліджень* передбачають дослідження інших видів регулятивних та охоронних фондових правовідносин та правової природи договору про придбання емісійних цінних паперів у процесі їх первинного розміщення.

## ЛІТЕРАТУРА

1. Редькин И. В. Меры гражданско-правовой охраны прав участников отношений в сфере рынка ценных бумаг / И. В. Редькин. – М. : Финансовый издат. дом «Деловой экспресс», 1997. – 112 с.
2. Горбунова О. Н. Некоторые вопросы финансово-правового регулирования денег и денежного оборота в Российской Федерации / О. Н. Горбунова, Е. Р. Денисов // Финансовое право. – 2007. – № 8. – С. 2–5.
3. Артемов Н. М. Эмиссионное право – авангардная подотрасль финансового права / Н. М. Артемов // Государство и право: вызовы XXI века : материалы междунар. науч.-практ. конф. (II Кутафинские чтения). – М., 2010. – С. 2–5.
4. Бельский К. С. Эмиссионное право как институт финансового права / К. С. Бельский // Государство и право. – 2006. – № 5. – С. 48–55.
5. Цинделиани И. А. Эмиссионные правоотношения в системе финансового права России / И. А. Цинделиани // Рос. правосудие. – 2012. – № 1. – С. 99–103.
6. Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Відом. Верхов. Ради України. – 2003. – № 18. – Ст. 144.
7. Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відом. Верхов. Ради України. – 2003. – № 40–44. – Ст. 356.
8. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV // Офіц. вісн. України. – 2006. – № 13. – Ст. 857.
9. Белов В. А. Ценные бумаги в российском гражданском праве / В. А. Белов. – В 2 т. Т. 1. – М. : Центр ЮрИнфоР, 2007. – 589 с.
10. Синенко А. Ю. Эмиссия корпоративных ценных бумаг: правовое регулирование, теория и практика / А. Ю. Синенко. – М. : Статут, 2002. – 223 с.
11. Удальцова Н. Г. Правовая природа первичного публичного предложения (размещения) ценных бумаг : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03 / Н. Г. Удальцова ; Ин-т законодательства и сравн. правоведения при Правительстве РФ. – М., 2010. – 26 с.
12. Ломакин Д. В. Корпоративные правоотношения: общая теория и практика ее применения в хозяйственных обществах / Д. В. Ломакин. – М., 2008. – 509 с.
13. Яроцький В. Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції) : монографія / В. Л. Яроцький. – Х. : Право, 2006. – 544 с.
14. Алексеев С. С. Избранное: Наука права. Общесоциальные проблемы. Публицистика / С. С. Алексеев. – М. : Статут, 2003. – 480 с.
15. Мурзин Д. В. Ценные бумаги как юридические конструкции гражданского права / Д. В. Мурзин : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03 / Д. В. Мурзин. – Екатеринбург, 2001. – 202 с.
16. Карагусов Ф. С. Правовой режим ценных бумаг в Республике Казахстан / Ф. С. Карагусов. – Алматы : Гилим, 1995. – 216 с.
17. Переверзев А. Н. Проблемы определения понятий выпуска (эмиссии) и обращения акций / А. Н. Переверзев, Е. С. Филипенко // Митна справа. – 2012. – № 6. – Ч. 2, кн. 2. – С. 400–407.

18. Про акціонерні товариства : Закон України від 17 верес. 2008 р. // Відом. Верхов. Ради України. – 2008. – № 50–51. – Ст. 384.
19. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України від 30 жовт. 1996 р. // Відом. Верхов. Ради України. – 1996. – № 51. – Ст. 292.
20. Вершинин А. П. Содержание прав, удостоверенных ценными бумагами / А. П. Вершинин // Очерки по торговому праву : сб. науч. тр. – Ярославль : ЯрГУ, 1997, вып. 4. – С. 34–43.
21. Про затвердження Порядку здійснення емісії та реєстрації випуску акцій акціонерних товариств, які створюються шляхом злиття, поділу, виділу чи перетворення або до яких здійснюється приєднання : Рішення НКЦПФР від 9 квіт 2013 р. № 520 // Офіц. вісн. України. – 2013. – № 41. – Ст. 1493.
22. Рогов А. С. Гражданско-правовое регулирование эмиссии акций : автореф. дис. ... канд. юрид. наук / А. С. Рогов. – Екатеринбург, 2002. – 24 с.
23. Цепов Г. В. Акционерные общества: теория и практика : учеб. пособие / Г. В. Цепов. – М. : ТК Велби, Проспект, 2006. – 200 с.

Кологойда О. В.

### ЭМИССИОННЫЕ ФОНДОВЫЕ ХОЗЯЙСТВЕННЫЕ ПРАВООТНОШЕНИЯ

*В статье определено понятие эмиссионных фондовых правоотношений и эмиссионного права. Исследована система норм, регулирующих эмиссионные фондовые правоотношения. Для обозначения совокупности норм, регулирующих эмиссионные фондовые отношения, предложено внедрение в научный оборот термина «эмиссионное фондовое право». По предметному и содержательному критериям разграничены понятия «эмиссия», «выпуск», «размещение» ценных бумаг. Обоснован вывод об обязательно-правовом характере эмиссионных фондовых отношений.*

**Ключевые слова:** ценные бумаги, фондовый рынок, эмиссия, эмиссионные отношения.

Kologoida O. V.

### THE ISSUE STOCK LEGAL RELATIONS

***Problem setting.** A variety of relations arise, exist and cease in the course of the stock market activity. The issue legal relationships are admitted as a basic relations in the stock market. They arise concerning such subject matter as securities.*

*The process of the formation the stock market and finding the best model of the stock market's regulation in Ukraine are contining. This makes relevance the research of the issue relations.*

***Analysis of recent researches and publications.** Special attention is paid to problems of the issue of securities in his writings such well-known lawyer as: V. A. Belov, O. P. Vihrov, A. V. Gabov, S. M. Grudnitska, F. S. Karagusov, D. V. Lomakin, D. V. Murzin, A. N. Pereverzev, I. V. Redkin, O. Y. Sinenko, N. G. Udaltsova and others.*

***Target of research.** The purpose of this paper is to study of the stock issue relations arising in the process of organizing and implementing emission, allocation and registration of securities have issued by the stock market participants, protection of rights and interests of investors, government regulation and self-of issue relations in the stock market.*

***Article's main body.** The concept of the emission relations and the emission law are defined in the article. The system of rules governing the emission stock relations is studied. To indicate the aggregate of norms, governing the emission stock relations, the author proposes the implementation in scientific use of the term «the issuing stock law». Issuing stock economic relations are the subject*

*of the issuing stock law – the aggregate of legal rules governing the issue, offering and accounting issued of issued securities, registration of securities, the prospectus of the issue, report on the results, immobilization and dematerialization of securities, control release, placement and reporting of securities. The concept of the term «emission», «issue», «placement» of securities are differentiated by the subject and meaningful criteria.*

*On the basis of research the author has identified three main theories qualified nature of the actions to provide the status of the object of law for securities: 1) bilateral eligible (contract); 2) one-sided eligible (the theory of unilateral promises of the issuer); 3) the issuing theory.*

**Conclusions and prospects for the development.** *In this paper the author has conducted an obligations and legal nature of the emission stock relationships. Contracts concluded during the placement of securities is accession agreements with compensation, bilateral in nature. The subject of the contract is the obligation of the issuer to transfer and the purchaser to accept property right to the newly created thing – the emission securities paper and pay it that allows scientists to support the position that qualify investigated contract as a contract of sale.*

**Key words:** *securities, stock market, emission, emission relations.*