

**Міністерство освіти і науки України
Тернопільський національний економічний університет
Навчально-науковий інститут інноваційних освітніх технологій
Кафедра конституційного, адміністративного та фінансового права**

Кравчук Наталія Ярославівна

**Правова уніфікація процедури первинної публічної
пропозиції акцій (ІРО) на міжнародних фондових ринках /
Legal Unification of Initial Public Offering Procedures on
International Stock Markets**

**спеціальність: 081 – Право
магістерська програма – Право**

Магістерська робота

Виконала студентка групи ПРЗМ-22
Н.Я. Кравчук

Науковий керівник:
к.ю.н., доцент М.В. Вербіцька

Магістерську роботу допущено
до захисту:

«___»_____ 2018 р.

Завідувач кафедри
д.ю.н., доцент С.К. Гречанюк

ТЕРНОПІЛЬ – 2018

АНОТАЦІЯ

Кравчук Н. Я. Правова уніфікація процедури первинної публічної пропозиції акцій (ІРО) на міжнародних фондових ринках. – Рукопис.

Магістерська робота на здобуття освітнього ступеня «магістр» за спеціальністю 081 – Право. – Тернопільський національний економічний університет. Тернопіль. 2018.

У магістерській роботі проведено комплексне дослідження проблеми правової уніфікації процедури первинної публічної пропозиції акцій (ІРО) на міжнародних фондових ринках, що включає аналіз генези міжнародного фондового ринку в контексті розвитку його міжнародно-правового регулювання; узагальнення концептуальних основ уніфікації правового регулювання фінансових транзакцій у контексті доктринальних концепцій міжнародного права та сучасних парадигм правової уніфікації; висвітлення організаційно-правового механізму ІРО на міжнародних фондових ринках. На основі компаративного аналізу розкрито особливості правової уніфікації у сфері регулювання ринку ІРО на універсальному, регіональному та локальному рівнях. Проаналізовано процес становлення та формування системи інституційно-правового регулювання фондового ринку в Україні та стан організаційно-правового механізму регулювання процедури ІРО в частині специфіки первинного публічного розміщення акцій українськими компаніями на міжнародних фондових ринках; окреслено проблемні питання імплементації міжнародно-правових норм процедури ІРО у національне законодавство України.

Ключові слова: правова уніфікація, міжнародні фондові ринки, цінні папери, первинна публічна пропозиція акцій.

ANNOTATION

Kravchuk N.Ya. Legal Unification of Initial Public Offering Procedures on International Stock Markets. – The manuscript.

Graduate work on obtaining an educational degree «Master» in specialty 081 – Law. – Ternopil National Economic University. Ternopil 2018.

In the thesis the complex research of the problem of legal unification of the primary public offering of shares (IPO) on international stock markets has been carried out, including an analysis of the genesis of the international stock market in the context of the development of its international legal regulation; generalization of conceptual foundations of unification of legal regulation of financial transpositions in the context of doctrinal concepts of international law and modern paradigms of legal unification; coverage of the organizational and legal mechanism of IPO in international stock markets. On the basis of comparative analysis, the peculiarities of legal unification in the field of regulation of the IPO market at the universal, regional and local levels are disclosed. The process of formation and formation of the system of institutional and legal regulation of the stock market in Ukraine and the state of the organizational and legal mechanism for regulating the IPO procedure in terms of the specifics of the initial public offering of shares by Ukrainian companies on international stock markets is analyzed; The problem issues of implementation of the international legal norms of the IPO procedure in the national legislation of Ukraine are outlined.

Keywords: legal unification, international stock markets, securities, a primary public offer of shares.

РЕЗЮМЕ

Магістерська робота містить 127 сторінок, список використаних джерел – 97 найменувань.

Метою дослідження є наукове узагальнення теоретичних, історичних, нормативних та інституційних аспектів правової уніфікації фінансових транзакцій на міжнародних фондових ринках, здійснення компаративного аналізу правового регулювання процедури IPO на універсальному, регіональному та локальному рівнях, вивчення проблемних питань та окреслення пропозицій щодо імплементації міжнародно-правових норм процедури IPO у національне законодавство України.

Об'єктом дослідження є процес правового регулювання первинної публічної пропозиції акцій (IPO) на міжнародних фондових ринках.

Предметом дослідження є теоретичні, історичні, методологічні, нормативні та інституційні аспекти правової уніфікації процедури первинної публічної пропозиції акцій (IPO) на українському і міжнародних фондових ринках.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у поглибленні теоретико-методологічних засад правової уніфікації фінансових транзакцій на міжнародних фондових ринках, виокремленні особливостей правового регулювання процедури IPO на універсальному, регіональному та локальному рівнях, виявленні проблемних питань та окресленні пропозицій щодо імплементації міжнародно-правових норм процедури IPO у національне законодавство України.

Ключові слова: правова уніфікація, міжнародні фондові ринки, цінні папери, первинна публічна пропозиція акцій.

RESUME

Master's work contains 127 pages, list of sources with 97 titles.

Strategic aim of the research is to provide scientific substantiation of theoretical, historical, normative and institutional aspects of the legal unification of financial transactions on international stock markets, to carry out a comparative analysis of legal regulation of IPO procedures at the universal, regional and local levels, to study problem issues and to elaborate proposals for the implementation of internationally valid rules of procedure IPO in the national legislation of Ukraine.

The target of research is the process of legal regulation of the primary public offering of shares (IPO) on international stock markets.

The scientific novelty of the attained results is to deepen the theoretical and methodological principles of legal unification of financial transactions on international stock markets, to distinguish the features of legal regulation of the IPO procedure at the universal, regional and local levels, to identify problematic issues and to outline proposals for the implementation of international legal norms procedures of IPO in the national legislation of Ukraine.

Keywords: legal unification, international stock markets, securities, the initial public offer of shares.

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ПРАВОВОЇ РЕГЛАМЕНТАЦІЇ ПЕРВИННОЇ ПУБЛІЧНОЇ ПРОПОЗИЦІЇ АКЦІЙ (ІРО) НА МІЖНАРОДНИХ ФОНДОВИХ РИНКАХ	9
1.1. Генеза правового регулювання фінансових транзакцій на міжнародних фондових ринках	9
1.2. Доктринальні концепції та парадигми правової уніфікації	21
1.3. Теоретичні засади та організаційно-правовий механізм ІРО на міжнародних фондових ринках	36
Висновки до розділу 1	48
РОЗДІЛ 2. ПРАВОВА УНІФІКАЦІЯ ПРОЦЕДУРИ ІРО НА МІЖНАРОДНИХ ФОНДОВИХ РИНКАХ: КОМПАРАТИВНИЙ АНАЛІЗ	52
2.1. Правове регулювання транскордонного володіння цінними паперами і транскордонних переказів цінних паперів	52
2.2. Особливості правової регламентації ІРО на фондовому ринку США	59
2.3. Принципи правової уніфікації процедури ІРО на фондових ринках країн ЄС	66
2.4. Особливості інституційно-правового регулювання ІРО в рамках Шаріатської консультативної ради (SAC) з ісламських ринків цінних паперів	78
Висновки до розділу 2	87
РОЗДІЛ 3. ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ ТА ІМПЛЕМЕНТАЦІЯ МІЖНАРОДНО-ПРАВОВИХ НОРМ ПРОЦЕДУРИ ІРО У НАЦІОНАЛЬНЕ ЗАКОНОДАВСТВО УКРАЇНИ	91
3.1. Формування системи правового регулювання фондового ринку в Україні ..	91
3.2. Правові механізми регулювання процедури ІРО українськими компаніями на міжнародних фондових ринках	96
3.3. Проблемні питання імплементації міжнародно-правових норм процедури ІРО у національне законодавство України	101
Висновки до розділу 3	109
ВИСНОВКИ	112
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	120

ВСТУП

Актуальність теми. Характерною ознакою розвитку світового ринку капіталу впродовж останніх років стало зростання обсягів та кількості IPO-угод. Завдяки своїй динамічності ринок IPO набув поширення не лише у країнах з розвинутим фінансовим ринком, але й у країнах з ринками, що розвиваються.

У контексті фінансової глобалізації та забезпечення інноваційного й конкурентоспроможного розвитку економіки України, перед українськими компаніями постає завдання пошуку альтернативних джерел фінансування їхньої операційної діяльності й залучення необхідних інвестиційних ресурсів. Проте відсутність достатніх обсягів фінансування на внутрішньому ринку зумовлює їх вихід на міжнародний ринок, де одним із способів залучення зовнішніх інвестицій є первинна публічна пропозиція акцій – IPO (*Initial Public Offering*), яку компанія робить всім зацікавленим інвесторам. Як свідчить світова практика IPO – один із важливих інвестиційних механізмів на міжнародних фондових ринках, оскільки, з одного боку – це канал для отримання компаніями фінансового капіталу, а з іншого – перевірений спосіб інвесторів реалізувати прибутки на свої інвестиції. Проте, доводиться констатувати, що в силу об'єктивних і суб'єктивних чинників, українські компанії, реалізуючи IPO-угоди, стикаються з низкою обмежень, продиктованих як світовою ринковою кон'юнктурою, так і законодавчими обмеженнями та діючою бізнес-практикою в Україні.

Починаючи з перших років становлення світового ринку IPO, ця проблематика вирізняється багатоаспектністю та міждисциплінарністю наукових досліджень. Так, зокрема, проблемами виходу компаній на ринок IPO з початку 1970-х рр. займалися Д. Лоуг та Р. Ібботсон, для яких найбільший інтерес становили цінові флуктуації акцій після виходу компанії на публічний ринок. Вагомі наукові дослідження щодо обґрунтування інвестиційних рішень, застосування первинного публічного розміщення акцій на шляху до залучення інвестицій, переваг і вимог IPO на різних етапах розвитку цього ринку здійснювали такі зарубіжні учені-економісти як: Р. Аггарвал, Б. Блек, Н. Боуер, Дж. Брау, С. Брег, В. Вільгельм, Р. Геддес, Н. Грегоріу, Б. Джейн, Т. Дженкінсон, Б. Екбо, Ф. Еспіназі, Д. Зігель, Л. Зінгалес, О. Кіні, В. Кукс, Т. Лафран, А. Льюнгквіст, Р. Мазуліс, К. Норлі, М. Пагано, Ф. Панетта, Д. Редхед, В. Селик, І. Уелч, С. Фосетт, С. Хьюс, Х.С. Чен та ін.

Питання, пов'язані з практикою здійснення IPO, стали предметом дослідження в працях українських науковців – А. Балюк, С. Бірюк, М. Благонравіна, П. Гайдуцького, Р. Задорожної, Г. Карпенко, В. Ковальової, Ю. Лернер, Т. Майорової, Л. Мельничук, О. Мозгового, С. Осадчук, Л. Петик, С. Радзімовської, І. Рекуненко, О. Рогача, О. Смирної, Б. Стеценко, В. Хлівного, С. Червякової, Н. Шапран, І. Школьник та ін.

Так, зокрема, А. Балюк досліджує питання впливу капіталу з України через неорганізований ринок цінних паперів, необхідність посилення вимог до торговців цінними паперами, а також наслідки приходу до України російських і західних фондових бірж. Натомість В. Ковальова робить акцент на виявленні причин відставання українського фондового ринку від європейських фондових майданчиків і визначає шляхи впровадження європейських стандартів на український фондовий ринок. Особливості здійснення вітчизняними підприємствами IPO на міжнародних фондових майданчиках обґрунтовано у наукових працях С. Червякової, а дослідження окремих правових аспектів IPO українськими компаніями здійснено С. Осадчук.

Віддаючи належне науковим напрацюванням українських та зарубіжних учених з окресленої проблематики, слід зауважити, що існує потреба в її глибшому дослідженні. Зокрема, доводиться констатувати, що практично відсутні фундаментальні дослідження щодо цього правового інституту вітчизняного законодавства. Натомість поодинокі наукові розвідки стосуються висвітлення механізмів використання конкретними акціонерними товариствами процедур публічного розміщення акцій на іноземних фондових біржах. Невирішеними залишаються питання правового регулювання щодо інтенсифікації процесу виходу українських підприємств на міжнародний фондовий ринок, щодо специфіки здійснення цієї транзакції, оскільки значна частина таких правовідносин виникає за межами правового поля України. Чинне законодавство не враховує також, що при здійсненні IPO грошові кошти будуть акумульовані за межами України та потребуватимуть їх уведення в Україну з усіма обмеженнями валютного, банківського, податкового законодавства, а також законодавства з протидії легалізації доходів, отриманих незаконним шляхом.

Мета і завдання дослідження. Метою магістерської роботи є наукове узагальнення теоретичних, історичних, нормативних та інституційних аспектів правової уніфікації фінансових транзакцій на міжнародних фондових ринках, здійснення компаративного аналізу правового регулювання процедури IPO на універсальному, регіо-

нальному та локальному рівнях, вивчення проблемних питань та окреслення пропозицій щодо імплементації міжнародно-правових норм процедури IPO у національне законодавство України.

Реалізація поставленої мети зумовила виконання таких завдань:

– визначити основні міжнародно-правові поняття у площині правового регулювання фінансових транзакцій на міжнародних фондових ринках, дослідити генезу та процес становлення міжнародного фондового ринку в контексті розвитку його міжнародно-правового регулювання;

– розглянути процес уніфікації правового регулювання фінансових транзакцій у контексті доктринальних концепцій міжнародного права та сучасних парадигм правової уніфікації;

– розкрити теоретичні засади та організаційно-правовий механізм IPO на міжнародних фондових ринках;

– вивчити стан правової уніфікації у сфері регулювання транскордонного володіння цінними паперами і транскордонних переказів цінних паперів;

– виявити особливості правового регулювання IPO на фондовому ринку США;

– визначити принципи правової уніфікації процедури IPO на фондових ринках країн ЄС;

– виявити особливості інституційно-правового регулювання IPO в рамках Шаріатської консультативної ради (SAC) з ісламських ринків цінних паперів;

– дослідити процес становлення та формування системи інституційно-правового регулювання фондового ринку в Україні;

– вивчити стан організаційно-правового механізму регулювання процедури IPO в частині специфіки первинного публічного розміщення акцій українськими компаніями на міжнародних фондових ринках;

– окреслити проблемні питання імплементації міжнародно-правових норм процедури IPO у національне законодавство України.

Об'єктом дослідження є процес правового регулювання первинної публічної пропозиції акцій (IPO) на міжнародних фондових ринках.

Предметом дослідження є теоретичні, історичні, методологічні, нормативні та інституційні аспекти правової уніфікації процедури первинної публічної пропозиції акцій (IPO) на українському і міжнародних фондових ринках.

Методологія та методи дослідження. Методологія та методика дослідження базуються на системному підході до розкриття теоретичних і практичних засад правової уніфікації процедури IPO на українському і міжнародних фондових ринках. Методологічною основою дослідження є система філософсько-світоглядних, загальнонаукових і спеціально-наукових методів, підходів і принципів пізнання нормотворчої діяльності, які застосовуються в сучасній науці міжнародного приватного права.

За базу дослідження взято діалектичний метод, який передбачає виявлення закономірностей і особливостей розвитку правової уніфікації процедури IPO на міжнародних фондових ринках в умовах фінансової глобалізації. Серед загальнонаукових методів використано: метод сходження від загального до конкретного, а також історичний і логічний методи – для розроблення періодизації розвитку міжнародного фондового ринку в історичній ретроспективі, виділення етапів формування ринку IPO, а також із метою вивчення й аналізу національних і міжнародно-правових норм, якими вони регулюються (пп. 1.1, 2.1, 3.1). Особливу роль у ході дослідження відіграли спеціальнонаукові методи дослідження. Зокрема, формально-логічний метод використано для визначення основних понять, юридичної природи категоріального апарату у сфері правового регулювання первинної публічної пропозиції акцій на міжнародних фондових ринках, визначення особливостей правової уніфікації на інституційному рівні (розділ 1). Метод юридичної компаративістики (порівняльно-правовий) використовувався для оцінки відмінностей у підходах до міжнародно-правового регулювання транзакцій на фондових ринках глобального (універсального), регіонального та локального рівнів (розділ 2); аналогії та порівняння – для співставлення досвіду правового регулювання зарубіжних і національного ринків IPO, вивчення стану імплементації у національне право України основних принципів правового регулювання процедури IPO на міжнародних фондових ринках (розділ 3). Також застосовано прийоми групування, класифікації, табличного і графічного відображення результатів.

Інформаційною базою дослідження є закони та нормативно-правові акти Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, які регламентують функціонування національного фондового ринку. У роботі використано наукові праці українських і зарубіжних учених з питань правової уніфікації процедури IPO на українському і міжнародних фондових ринках – монографії, публікації у спеціальних періодичних виданнях, матеріали нау-

ково-практичних конференцій; також широко застосовувались розробки провідних експертів, присвячені проблемам розвитку ринку IPO.

Наукова новизна одержаних результатів. У магістерській роботі поглиблено теоретико-методологічні засади правової уніфікації фінансових транзакцій на міжнародних фондових ринках, виокремлено особливості правового регулювання процедури IPO на універсальному, регіональному та локальному рівнях, виявлено проблемні питання та окреслено пропозицій щодо імплементації міжнародно-правових норм процедури IPO у національне законодавство України. У результаті сформульовано концептуальні положення та висновки, які містять елементи наукової новизни, що виносяться на захист:

– *удосконалено* категорійно-понятійний апарат за темою дослідження, зокрема науково обґрунтовано сутність таких понять як: «міжнародні фінансові транзакції» (у т.ч. з урахуванням юридичної природи їх класифікації на транскордонні і трансвалютні); «правова уніфікація» та «гармонізація права» (з урахуванням їх спільної юридичної основи та виокремленням специфічних ідентифікаційних ознак), «первинна публічна пропозиція акцій» (IPO) у взаємозв'язку з іншими формами та методами розміщення цінних паперів;

– *на основі юридичної компаративістики* охарактеризовано стан правової уніфікації у сфері регулювання транскордонного володіння цінними паперами і транскордонних переказів цінних паперів на глобальному (універсальному) рівні; виокремлено особливості й відмінності у підходах до міжнародно-правового регулювання транзакцій на фондових ринках, регіонального та локального рівнів;

– *дістали подальшого розвитку*: співставлення досвіду правового регулювання зарубіжних і національного ринків IPO; аналіз організаційно-правового механізму регулювання процедури IPO в частині специфіки первинного публічного розміщення акцій українськими компаніями на міжнародних фондових ринках; вивчення стану імплементації у національне право України основних принципів правового регулювання процедури IPO на міжнародних фондових ринках.

Практичне значення одержаних результатів. Практичне значення одержаних результатів полягає у проведенні комплексного аналізу широкого кола питань правового регулювання фінансових транзакцій на міжнародних фондових ринках, висвітленні теоретичних і практичних засад правової уніфікації процедури IPO на

українському і міжнародних фондових ринках. Саме такий підхід дозволяє систематизувати основні джерела правового регулювання, узагальнити доступну міжнародну практику й на цій основі отримати повне уявлення про сучасний стан приватно-правової сфери міжнародних фінансів, що важливо не лише з наукової, але й з практичної точки зору.

Практичне значення одержаних результатів полягає у тому, що сформульовані в магістерській роботі теоретичні положення і висновки концептуального характеру можуть бути використані у навчальному процесі (під час розробки і викладання таких дисциплін: «Міжнародні фінанси», «Фінансовий ринок», «Міжнародне фінансове право», підготовки відповідних розділів підручників і навчальних посібників із зазначених дисциплін), а також як основа для подальших наукових досліджень у сфері проблематики правової уніфікації фінансових транзакцій на міжнародних фондових ринках, в тому числі вивчення проблемних питань імплементації міжнародних норм і стандартів у національне законодавче поле України.

Апробація результатів дослідження. Матеріали магістерської роботи апробовані та проваджені у навчальний процес Тернопільського національного економічного університету (довідка № 126-10/143 від 26.01.2018 р.) при викладанні навчальної дисципліни «Міжнародні фінанси».

Публікації. Основні положення та висновки концептуального характеру знайшли відображення у наукових публікаціях автора: *Современные проблемы финансовой глобализации: вызовы, риски, инновационные сдвиги и лидерство: Монография / Под ред. З.О. Луцишин, Н.Я. Кравчук, Т.А. Фроловой. – Wyższa Szkoła Ekonomiczno-Humanistyczna, Bielsko-Biała. – 2016. – 184 с. (раздел «Гетерогенизация институциональной архитектуры геофинансового пространства» С. 31-60); Architecture institutionnelle de l'espace geofinancier a la dimension du nouvel ordre economique // Economic and social development of Ukraine in XXI century: national vision and globalization challenges: Collection of scientific articles. – Dradt2Digital Publishing House, 2017. – 185 p. – P. 17-17-20.*

Обсяг і структура роботи. Магістерська робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків та списку використаних джерел. Основний текст роботи викладено на 127 сторінках. Список використаних джерел налічує 97 найменувань на 8 сторінках.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ПРАВОВОЇ РЕГЛАМЕНТАЦІЇ ПЕРВИННОЇ ПУБЛІЧНОЇ ПРОПОЗИЦІЇ АКЦІЙ (ІРО) НА МІЖНАРОДНИХ ФОНДОВИХ РИНКАХ

1.1. Генеза правового регулювання фінансових транзакцій на міжнародних фондових ринках

Характерною рисою розвитку сучасного світового фінансового середовища є посилення інвестиційної та позичкової діяльності на міжнародних фондових ринках. Через це серед основних сегментів світового фінансового ринку провідне місце посідають міжнародні ринки цінних паперів. Завдяки стрімким перетворенням на ринках цінних паперів саме вони почали відігравати роль ключового структуроутворюючого чинника розвитку світових фінансів.

У теорії і практиці не існує загальноприйнятого визначення міжнародного фондового ринку. Загалом, за організаційно-правовим механізмом укладання та виконання угод у структурі світового фінансового ринку виокремлюють міжнародний кредитний та міжнародний фондовий ринки. Якщо міжнародний кредитний ринок має справу з несек'юритизованими кредитами та позиками, то міжнародний фондовий ринок найчастіше асоціюється із торгівлею цінними паперами між нерезидентами, або ж торгівлею цінними паперами деномінованими в іноземних валютах. Базовим, у контексті даного дослідження, може слугувати визначення Банку міжнародних розрахунків, згідно якого емісія цінних паперів на міжнародному грошовому або борговому ринку в певній країні охоплює три різновиди емісій [44, с. 180-181]:

- емісії цінних паперів нерезидентами в національній або іноземній валюті на внутрішньому фінансовому ринку країни;
- емісії цінних паперів резидентами в іноземній валюті;
- емісії цінних паперів резидентами в національній валюті, призначені для продажу іноземним інвесторам (орієнтованість на іноземних інвесторів при цьому визначається за низкою критеріїв, таких, наприклад, як участь іноземних банків у синдикаті, який розміщує емісію, наміри емітента залучити цією емісією іноземних інвесторів, проведення емісії поза межами національного фінансового ринку тощо).

У широкому розумінні критерій «міжнародності» ринку визначається тим, чи відбувається чи ні рух капіталу з країни в країну і, чи «перетинають» інвестиційні ресурси національні кордони. Проте у рамках даного дослідження будемо виходити з вузького визначення міжнародних фондових ринків, яке охоплює всі названі вище категорії емісій за винятком:

1) цінних паперів, випущених у національній для емітента валюті на його національному ринку (такі цінні папери належать до національних, а не до іноземних фінансових активів);

2) короткострокових (до одного року) цінних паперів, які є фінансовими інструментами міжнародного грошового ринку, призначеними для управління ліквідністю (при аналізі міжнародного ринку цінних паперів ми його не розглядаємо, навіть незважаючи на те, що значна частина фінансових активів міжнародного грошового ринку представлена обіговими цінними паперами);

3) міжнародного ринку боргових цінних паперів (охоплює ринок міжнародних облігацій і середньострокових нот), інструменти якого засвідчують боргові відносини між позичальником (емітентом цінних паперів) і кредитором (інвестором), оскільки об'єктом даного дослідження є процес первинної публічної пропозиції акцій (IPO) на міжнародних фондових ринках.

Таким чином, у даній магістерській роботі предметом дослідження виступають теоретико-методологічні та практичні аспекти функціонування міжнародного ринку довгострокових цінних паперів, представленого виключно міжнародними ринками акцій та прирівняних до них інструментів в частині правової уніфікації процедури первинної публічної пропозиції акцій (IPO).

Розглянемо еволюцію світового фондового ринку в контексті генези правого регулювання фінансових транзакцій на ньому та проаналізуємо у цьому контексті основні етапи становлення й розвитку ринку IPO. В історичній ретроспективі виділяють сім основних етапів у розвитку світового фондового ринку (рис. 1.1), зародження якого в наукових джерелах датується початком XVII століття, коли в Голландії й Англії акціонерні компанії почали пропонувати акції на біржі з метою залучення фінансових ресурсів та завоювання нових ринків. Подібні угоди стимулювали появу різних бірж, де можна було купувати і продавати будь-які товари. Так,

у 1611 р. з'явилася Амстердамська біржа, на якій оберталися акції голландської та британської Ост-Індської і Вест-Індської компаній. Спочатку тут торгували акціями не більше 20 осіб, але вже до кінця XVII століття у торгівлі приймала участь більшість населення країни.

На другому етапі (початок XVIII – середина XIX ст.) через відсутність регулювання на фондовому ринку почастишали фінансові афери. Найгучніший випадок трапився у Великобританії з акціонерною компанією Південних морів. У 1717 р. шотландець Джон Ло заснував у Парижі так звану «Міссісіпську компанію», акції якої користувались великим попитом. Ажіотажний попит на ці цінні папери призвів до того, що через півроку їх ціна вже у декілька разів перевищувала номінал. Маніпулюючи ринком, Джон Ло повторно розміщував на ринку нові випуски акцій, у результаті чого їх ринкова ціна зростала, а забезпечення активами зменшувалось, що, у свою чергу, призвело до їх повного знецінення у 1720 р. [80, с. 80]. Свого роду реакцією на фінансові потрясіння на фондовому ринку стало прийняття британською владою закону «Про мильні бульбашки», у результаті чого відбулося стрімке падіння ціни акцій Міссісіпської компанії, а інвестори зазнали значних збитків. Однак процес зростання капіталу із залученням інвесторів й надалі набирав обертів, оскільки компаніям не вистачало власних коштів. Відтак акціонерне фінансування стало необхідною умовою їх розвитку.

Третій етап (друга половина XIX століття) характеризувався індустріалізацією в Європі на фоні колоніального імперського капіталізму й створення монополій торгового і виробничого характеру. Одночасно з'являлися банки, кредитні і страхові компанії, що сприяло процесу сек'юритизації, а також поширенню біржових спекуляцій. Вже на початку 70-х рр. XIX ст. акціонування набуло типового міжнародного характеру (наприклад, у 1827 р. на Петербурзькій біржі котирувалися акції 312 товариств на суму 2 млрд. руб. Але при цьому російськими акціями активно торгували інвестори на Паризькій фондовій біржі; російській біржовий ринок став європейським центром концентрації фінансових ресурсів, що задало тон економічному розвитку Російської імперії) [46, с. 19-21].

Четвертий етап у розвитку світового фондового ринку (початок XX ст.) характеризувався переміщенням центру концентрації капіталу з Європи до США у

результаті розгортання Першої світової війни. Починаючи з середини 20-х рр. минулого століття (п'ятий етап), фондовий ринок США зазнав значного розширення, оскільки тут до 1929 р. було відсутнє будь-яке регулювання, компанії могли емітувати необмежену кількість цінних паперів. Поступово з'ясувалося, що акції не забезпечують високого рівня дивідендів, а прогностичні показники прибутків багатьох емітентів виявилися завищеними. У результаті 24 жовтня 1929 р. фондовий ринок США обвалився, розпочалася Велика депресія. Інвестори масово розпродавали акції, вартість яких стрімко знижувалась. Сукупні збитки від падіння ринку сягнули астрономічних розмірів – 30 млрд. дол. США. Стабілізації ситуації посприяло прийняття історичного Закону «Про цінні папери» у 1933 р., що діє дотепер [55].

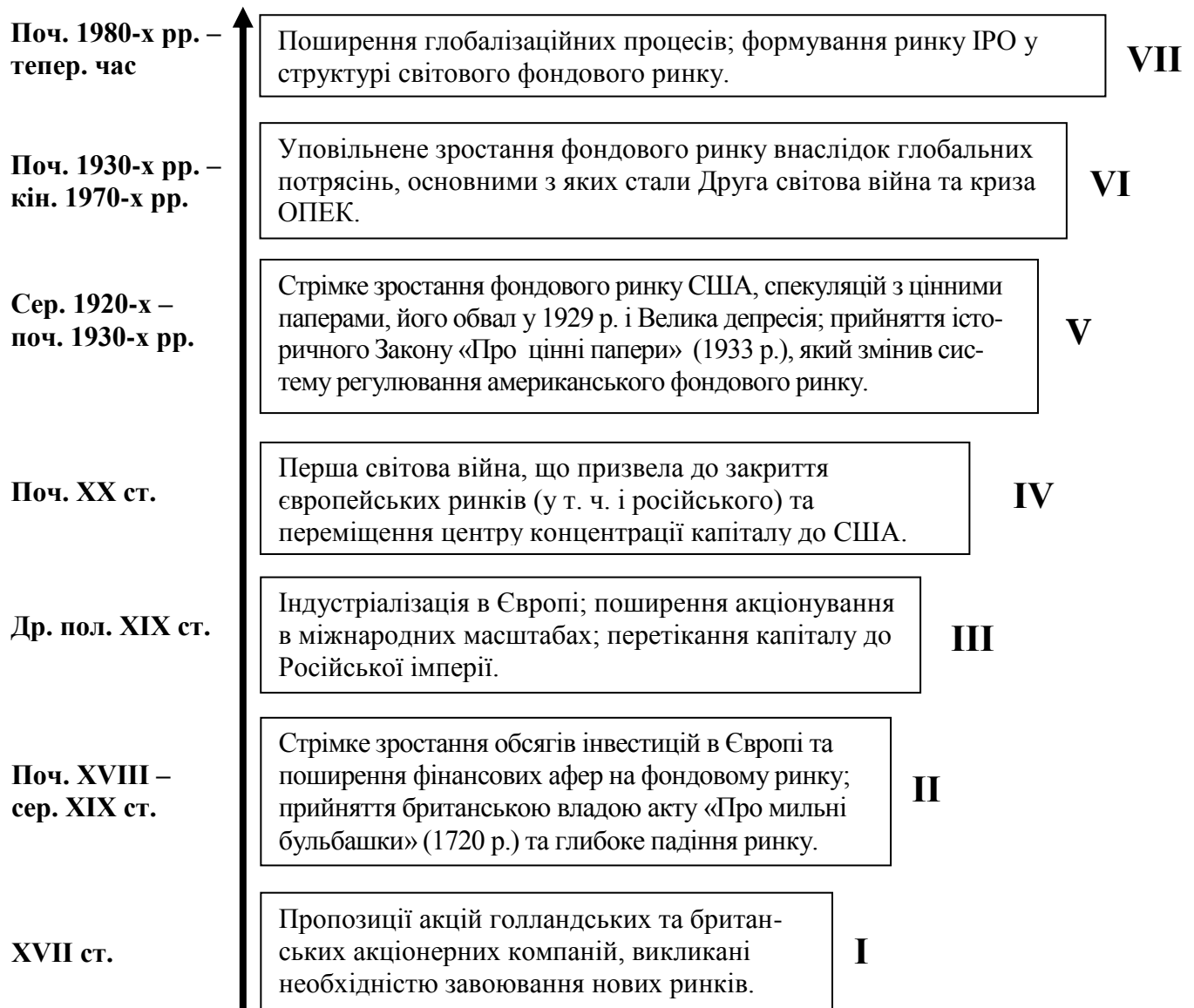


Рис. 1.1. Еволюція світового фондового ринку в контексті генези правового регулювання фінансових транзакцій

Примітка: побудовано автором [13, с. 65].

На шостому етапі розвитку (початок 1930-х рр. – кінець 1970-х рр.) світовий фондовий ринок продемонстрував уповільнене зростання внаслідок глобальних потрясінь, основними з яких стали Друга світова війна та криза ОПЕК.

Сучасний етап у розвитку світового фондового ринку бере початок з 80-х рр. ХХ ст., який ознаменувався стрімким розповсюдженням глобалізаційних процесів і такими основними тенденціями [44, с. 190-196]:

По-перше, фінансовою глобалізацією та інтеграцією міжнародних і національних фінансових ринків у єдиний світовий фінансовий ринок і, відповідно, зростанням обсягів транскордонних операцій з цінними паперами. При цьому основою процесів фінансової глобалізації та інтеграції, посилення тенденцій взаємозалежності і взаємозв'язку ринків цінних паперів стали: 1) лібералізація національних фінансових ринків у 80-ті рр.; 2) новітні технології й інновації (нові фінансові інструменти, нові способи торгівлі та укладання угод з цінними паперами, нові форми фінансового посередництва, нові технології у сфері створення і поширення фінансової інформації), які з 90-х рр. набувають дедалі більшого поширення у фінансовій сфері; 3) інституціоналізація фінансових ринків.

По-друге, змінами в структурі пропозиції цінних паперів і, відповідними змінами в структурі міжнародного ринку цінних паперів на користь інструментів реального сектора – корпоративних цінних паперів та їхніх похідних (зокрема, зростання пропозиції акцій з боку компаній «нової економіки», діяльність яких пов'язана з інформаційними технологіями).

По-третє, застосуванням численних фінансових інновацій та зростанням масштабів глобального технологічного переозброєння фінансових ринків на основі телекомунікаційних технологій (йдеться не лише про розвиток електронної торгівлі на традиційних фондових біржах, а й про впровадження нових механізмів торгівлі цінними паперами, які стали альтернативою традиційним біржам: незалежні електронні системи торгівлі, які забезпечують пряме укладання угод між інституційними інвесторами; електронні брокери, котрі надають послуги щодо торгівлі цінними паперами за допомогою інтернет-технологій).

По-четверте, уніфікацією та стандартизацією діяльності учасників ринку цінних паперів, що підвищує ефективність проведення міжнародних транзакцій з цінни-

ми паперами та сприяє посиленню інтеграції національних фінансових ринків (наприклад, запровадження міжнародних стандартів у сфері обігу цінних паперів входить у компетенцію Міжнародної організації комісій з цінних паперів – OSCO (International Organization for Securities Commissions; окрім цього на стандартизацію діяльності учасників ринку спрямована також діяльність численних офіційних і саморегулювальних організацій міжнародного ринку цінних паперів, зокрема: Міжнародної федерації фондових бірж (Federation International des Bourses des Valeurs – FIBV), Міжнародної групи ринків капіталу (International Capital Markets Group – ICMG), Групи тридцяти (Group-30), Міжнародної асоціації учасників фондових ринків (International Securities Markets Association – ISMA), Міжнародної асоціації учасників первинних ринків (International Primary Markets Association – IPMA), Міжнародної асоціації ринків опціонів (International Options Markets Association), Спільної робочої групи з питань біржової діяльності (Joint Exchange Task Force – JETF).

По-п'яте, новими механізмами консолідації фінансового сектора (йдеться, передусім про консолідацію інституцій фінансового ринку – комерційних та інвестиційних банків, інвестиційних компаній і фондів, бірж і позабіржових торговельних систем, а також про відповідне створення об'єднаних міжнаціональних структур), що стало важливим чинником інтеграції національних ринків і формування єдиного світового ринку цінних паперів.

По-шосте, трансформацією інфраструктури міжнародного ринку цінних паперів, що стало можливим завдяки фінансовій консолідації, яка проявляється у таких аспектах як: 1) концентрація більшої частини послуг для користувачів фінансових ринків у межах однієї структури; 2) об'єднання однотипних фінансових інституцій і створення на цій основі регіональних і міжрегіональних торговельних систем та систем розрахунків за цінними паперами.

По-сьоме, посиленням фінансової нестабільності на міжнародних ринках цінних паперів, джерелами виникнення й поширення якої є: 1) позабіржовий ринок похідних інструментів; 2) монополізована інституційна структура сучасної міжнародної фінансової системи; 3) зростання рівня інтегрованості національних фінансових ринків.

Таким чином, з кінця 80-х і впродовж 90-х рр. XX століття окреслилися ключові тенденції розвитку сучасного міжнародного фондового ринку. Основними серед них є: фінансова глобалізація і формування на цій основі єдиного світового фінансового ринку; зміни в структурі попиту і пропозиції цінних паперів, які спричинили збільшення рівня довгострокових капітальних інвестицій; застосування фінансових і технічних інновацій, які посилили конкурентоспроможність і взаємопов'язаність фінансових ринків та фінансових інституцій; уніфікація і стандартизація діяльності учасників ринку цінних паперів; консолідація фінансового сектора і відповідна трансформація інфраструктури міжнародного ринку цінних паперів; посилення фінансової нестабільності на міжнародному ринку цінних паперів унаслідок глобалізації фінансових ризиків. Під дією перелічених процесів у структурі світового фондового ринку сформувався специфічний його сегмент – ринок IPO-угод, що зумовило необхідність дослідження впливу глобалізації на розвиток останнього.

Перебуваючи під впливом глобалізаційних процесів, світовий ринок IPO за останні три десятиліття зазнав суттєвого розширення. Якщо з початку 1980-х рр. до середини 1990-х рр (перший етап) він характеризувався збільшенням кількості міжнародних IPO-угод унаслідок стирання національних кордонів, то наприкінці 1990-х рр. (другий етап) відбулось значне зростання ринку IPO за рахунок США, де бум столітньої давнини у реальному секторі економіки змінився бумом IT-компаній (у 2000 р. 2 тис. американських компаній провели IPO на суму понад 200 млрд. дол. США; зазвичай, ціна таких акцій різко зростала після IPO, що в результаті призвело до «перегріву» ринку).

З кінця 2001 р. на світовому ринку IPO розпочався обвал, спровокований терористичною атакою на США 11 вересня 2001 р. Стагнація ринку IPO продовжувалася аж до 2004 р. Однак, після трирічної стагнації ситуація почала змінюватися: на ринок IPO вийшло понад 1500 емітентів, які залучили разом 131 млрд. дол. США (четвертий етап). Знаковою стала пропозиція акцій американської Google у 2004 р., коли компанія заробила 1,67 млрд. дол. Це стало імпульсом для повернення інтересу інвесторів до ринку IPO [34, с. 21-24]. Але іпотечна криза, яка вибухнула у США у 2006 р., призвела до рецесії на світовому фінансовому ринку та ринку IPO, зокрема, у 2008-2009 рр. (п'ятий етап). Тому інвестори сконцентрували свою увагу на товарно-

му ринку, що спричинило зростання цін на нафту й золото. Це спровокувало загальносвітову інфляцію і зменшення темпів зростання світової економіки, а також вплинуло на обсяги IPO у світовому масштабі. Висока кореляційна залежність між темпами зростання ВВП і динамікою розвитку ринку IPO (79% за період 2005-2013 рр.) призвела до того, що після рекордних обсягів 2007 р. (295 млрд. дол. США) наступного року ринок IPO скоротився втричі. Дефіцит ліквідності, непередбачувана динаміка фондових індексів, втрата довіри між учасниками фінансового ринку, негативний настрій інвесторів призвели до того, що світовий ринок IPO виявився замороженим. І лише рекордні угоди IPO в Азії у 2010 р. зумовили швидке відновлення активності (шостий етап). За рік було проведено 1393 угоди і залучено 285 млрд. дол. США, що майже відповідає рівню докризового 2007 р. У 2011-2014 рр. зростання змінилося падінням ринку через поширення боргової кризи в Єврозоні та зменшення кількості IPO-угод в Азії, зокрема, у Китаї (сьомий етап) [13, с. 72-74].

Правовідносини, які виникають при здійсненні транзакцій на міжнародних фінансових ринках, та само як і при здійсненні міжнародних банківських угод (далі – міжнародних фінансових транзакцій), у системі міжнародного права розглядаються як приватноправові, ускладнені іноземним елементом. Ці правовідносини регулюються нормами міжнародного приватного права.

Міжнародні фінансові транзакції характеризуються як транскордонні (*cross-border*) за участі, як мінімум однієї зі сторін угоди – фінансової організації, яка володіє спеціальною правоздатністю на здійснення банківської діяльності чи діяльності на фондовому ринку. Спеціальна правоздатність фінансової організації підтверджується, як правило, ліцензією чи іншим дозволом уповноваженого державного органу, враховуючи модель фінансового регулювання і нагляду. Транскордонність може мати місце у таких випадках:

- при місцезнаходженні сторін міжнародної фінансової транзакції в різних державах (банк і клієнт, банки при міжбанківських операціях, учасник фінансового ринку і клієнт, біржа і учасники і т.д.);

- при місцезнаходженні в різних державах фінансових організацій, які входять до синдикату (при синдикованому кредитуванні, випуску єврооблігацій та акцій і т.д.);

– при розташуванні в різних державах фінансової інфраструктури і фінансових організацій, які нею обслуговуються.

Міжнародні фінансові транзакції можуть бути також трансвалютними (*cross-currency*), коли транзакція здійснюється у валюті чи з цінними паперами, деномінованими у валюті, відмінній від валюти, яка є національною для однієї зі сторін. Різновидом трансвалютних операцій є євровалютні (*euro-currency*) операції, які здійснюються в іноземній (для обох сторін угоди) валюті. Цінні папери, які емітують у євровалюті, набувають форми євро-цінних паперів (*euro-securities*), найвідомішим різновидом яких є єврооблігації.

Загалом можна виокремити деякі особливості, характерні правовому регулюванню міжнародних фінансових транзакцій [87].

По-перше, необхідно враховувати *міжнародні принципи і стандарти*, які визначають рамкові вимоги до фінансового регулювання і нагляду. Серед них важливо виокремити: 1) документи Банку міжнародних розрахунків («Ключові принципи ефективного банківського нагляду», «Ключові принципи для системно значимих платіжних систем», «Рекомендації для систем розрахунку по цінних паперах» (спільно з Міжнародною організацією комісій по цінних паперах (*IOSCO*), «Рекомендації для центральних контрагентів»); 2) документи Міжнародної організації комісій по цінних паперах («Принципи і цілі регулювання щодо цінних паперів»); 3) Світового банку («Принципи ефективної неспроможності і прав кредитора»); 4) ФАТФ (40 рекомендацій, дев'ять спеціальних рекомендацій). У цьому контексті варто зауважити, що МВФ і Світовий банк проводять оцінку відповідності міжнародним принципам і стандартам практики фінансового регулювання і нагляду різних країн в рамках Програми оцінки фінансового сектора (*FSAP*).

По-друге, вплив норм *міжнародного регулювання фінансових послуг*: для країн-членів СОТ діє Додаток по фінансових послугах до Угоди по торгівлі послугами (ГАТС), в якому наведений перелік банківських та інших фінансових послуг (крім страхових).

По-третє, вплив норм *європейського права*: діють Директива від 20 березня 2000 р. 2000/12/ЄС «Про заснування і ведення бізнесу кредитними установами» (в редакції Директиви 2006/48/ЄС, що інтегрує у європейське право вимоги Базеля II);

Директива від 21 квітня 2004 р. 2004/39/ЄС «Про ринки фінансових інструментів»; Директива від 19 травня 1998 р. 98/26/ЄС «Про остаточність розрахунку в платіжних системах і системах розрахунку по цінних паперах»; Директива від 6 червня 2002 р. 2002/47/ЄС «Про угоди фінансового забезпечення».

По-четверте, вплив норм національного фінансового регулювання, зокрема:

– норм банківського законодавства та законодавства про цінні папери (фінансові ринки), які призводять до виникнення у фінансових організацій при здійсненні ними міжнародних фінансових транзакцій не лише договірних зобов'язань, але й додаткових публічних зобов'язань, які можуть обмежувати правоздатність фінансової організації (наприклад, через вид ліцензії, обов'язкові нормативи чи інші пруденційні вимоги);

– норм валютного законодавства, які обумовлюють можливості фінансових організацій щодо здійснення міжнародних фінансових транзакцій як кількісно (за валютою операції, строками, сумами), так і якісно (за видами операцій);

– норм законодавства щодо протидії відмиванню доходів, отриманих злочинним шляхом, і фінансуванню тероризму, які обумовлюють здійснення міжнародних фінансових транзакцій виконанням певних вимог (ідентифікація, обов'язковий контроль, повідомлення про підозрілі операції і т.д.), можуть призводити до неможливості здійснення міжнародних фінансових транзакцій (через право фінансової організації відмовити у реалізації транзакції при недотриманні встановлених вимог чи при її підозрілості).

По-п'яте, вплив норм законодавства про інформаційні технології: більшість міжбанківських операцій, транзакцій на міжнародних фінансових ринках здійснюються шляхом обміну електронними повідомленнями, у зв'язку з чим виникають питання визнання юридичної і доказової сили таких повідомлень. У деяких випадках здійснення транзакцій неможливе без використання електронних засобів (наприклад, при здійсненні фінансових інтернет-послуг).

Джерелами правового регулювання міжнародних фінансових транзакцій у широкому розумінні є міжнародні конвенції, розроблені такими міжнародними організаціями [87]:

1. Комісією ООН щодо права міжнародної торгівлі (ЮНСІТРАЛ): зокрема, Нью-Йоркська конвенція про міжнародні переказні векселі і міжнародні прості векселі (1988 р.); Нью-Йоркська конвенція про незалежні гарантії і резервні акредитиви (1995 р.); Типовий закон про міжнародні кредитові перекази (1992 р.); Правове керівництво щодо електронного переказу коштів (1987 р.);

2. Міжнародною торговою палатою: зокрема, Уніфіковані правила за договірними гарантіями (1978 р.); Уніфіковані правила за гарантіями з платежем за вимогою (1993 р.); Уніфіковані правила по інкасо (1995 р.); Уніфіковані правила для міжбанківського рамбурсування за документарними акредитивами (1996 р.); Міжнародна практика за резервними акредитивами (1998 р.) (спільно з Інститутом міжнародного банківського права і практики); Доповнення щодо електронного представлення до Уніфікованих правил для документарних акредитивів (eUCP, 2001 р.); Уніфіковані правила і звичаї для документарних акредитивів (2007 р.);

3. Міжнародним інститутом уніфікації приватного права (УНІДРУА): Оттавські конвенції про міжнародний лізинг і міжнародний факторинг (1988 р.); Конвенція про матеріальні правила, які стосуються цінних паперів, що знаходяться у посередника;

4. Гаазькою конференцією міжнародного приватного права: Гаазька конвенція про право, застосовуване до деяких прав щодо цінних паперів, які знаходяться у власності в посередника (2006 р.).

Підсумовуючи вищезазначене, приходимо до таких висновків і узагальнень:

По-перше, наведений перелік джерел правового регулювання міжнародних фінансових транзакцій дозволяє констатувати їх відносно вищий рівень уніфікації (гармонізації) щодо міжнародних банківських операцій і дуже обмежено щодо міжнародних розрахунків та у вексельному праві. Що ж стосується міжнародних кредитних та валютних операцій, а також операцій з євро-паперами й іноземними цінними паперами, похідними фінансовими інструментами (деривативами), то вони на міжнародних фінансових ринках регулюються генеральними угодами (*master agreements*), що розробляються асоціаціями учасників фінансового ринку. Як приклад можна навести: в Лондоні Асоціацію ринку позик (LMA); Міжнародну асоціацію кредитування цінними паперами (ISLA); Асоціацію свопів і деривативів (ISDA); в

Цюриху – Асоціацію міжнародного ринку капіталів (ICMA); в Нью-Йорку – Асоціацію індустрії цінних паперів і фінансових ринків (SIFMA), Асоціацію синдикуваного кредитування і вторинного кредитного ринку (LSTA); в Парижі – Асоціацію фінансових ринків (ACI); в Гонконгу – Тихоокеанську асоціацію кредитного ринку (APLMA).

По-друге, однією із формул розвитку світового фінансового ринку (а в його структурі й міжнародних фондових ринків) у XIX – XXI ст. стало поглиблення його регулювання й правової регламентації у міру фінансизації світової економіки. Загалом система глобального регулювання міжнародних фінансових транзакцій розвивалась від розрізнених елементів і простих форм до більш складної, багаторівневої і всеохоплюючої архітектури, адекватної сучасному рівню фінансової глобалізації та формуванню єдиного світового фінансового ринку. Якщо в XIX столітті фінансові ринки були врегульовані між собою тільки в крайніх точках, то на початку XXI століття глобальне фінансове регулювання стало трьох- (чотирьохрівневим). Зокрема, були створені світові та регіональні організації фінансових регуляторів (Базельський комітет з банківського нагляду (BCBS) при Банку міжнародних розрахунків (1974), Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO; 1983), Міжнародна мережа пенсійних регуляторів і наглядових служб при ОЕСР (INPRS; 2000).

По-третє, глобальне регулювання проникло в нову сферу – у внутрішнє життя фінансових систем країн світу. Іншими словами, сформувалася світова фінансова архітектура за всіма видами діяльності, послуг, продуктів і фінансових технологій, управління ризиками, обліку, взаємодії з регуляторами. Розпочалася гармонізація регулятивної інфраструктури країн світу (передусім у банківській сфері), розширення периметру регулювання (наднаціональний, макро- і макрорівні), зміщення акцентів з уніфікації фінансів (сумісність і відкритість грошових, кредитних, платіжних систем країн світу, фінансових ринків, їх інфраструктури і т.п.) і приєднання до «кращих» моделей регулювання, переведення на міжнародні стандарти, створення уніфікованої правової площадки для руху капіталу і транскордонних злиттів фінансових посередників та їх інфраструктури (з 1990-х рр.).

1.2. Доктринальні концепції та парадигми правової уніфікації

Важливими чинниками, що впливають на формування та розвиток міжнародних фондових ринків є:

- тип фінансової системи, яка склалася в конкретній країні в силу історичних традицій та особливостей інвестиційного й корпоративного права (як буде показано далі, від типу фінансової системи й особливостей інвестиційного та корпоративного права залежить доступність і привабливість фінансових інструментів на ринку, розширюються чи звужуються можливості функціонування фінансових інститутів);
- адаптивність національних і міжнародних фондових ринків до створення глобальної уніфікованої правової площадки для руху капіталу і транскордонних злиттів фінансових посередників та їх інфраструктури.

Традиційно виділяють два полярні типи фінансових систем – американську (*market-based financial system*) та європейську (*bank-based financial system*). Тип фінансової системи залежить від того, наскільки держава забезпечує захист прав інвесторів. Англосаксонське право (*common law*) забезпечує захист як кредиторів, так і інвесторів. Цивільне право (*civil law*), яке поширене в континентальній Європі, набагато слабше забезпечує захист прав інвестора. Забезпечення правового захисту дрібних інвесторів в англосаксонському праві сприяє акумуляції капіталів на фондовому ринку й не вимагає значної концентрації корпоративних прав у однієї особи. Якщо права інвесторів не є пріоритетними, це спонукає їх до консолідації пакетів акцій у контрольні пакети для здійснення прямого контролю за підприємствами [23, с. 61].

Фінансова система європейського типу характеризується домінуванням банків та прямим володінням контрольними пакетами акцій компаній. У Франції та Німеччині спостерігається висока концентрація прав власності на компанію в однієї особи за родинним або корпоративним принципом володіння. За розрахунками експертів, проведеними щодо 250-ти найбільших підприємств, максимальний пакет акцій у володінні однієї особи (групи пов'язаних між собою осіб) у Німеччині, Австрії та Італії перевищує 50 %. Фінансові ресурси залучаються, як правило, у формі банківських кредитів або випуску облігацій. Це дозволяє власникам контрольних пакетів акцій зберігати контроль за підприємствами. Тобто значна частина акцій не обертается на фондових ринках, а їх випуск не розглядається як спосіб залучення капі-

талу. Така система не сприяє розвитку інвестиційного посередництва, створюючи сприятливі умови для діяльності банків і договірних ощадних інститутів [23, с. 61].

Якщо права інвестора, який передає власні фінансові ресурси в обмін на акції підприємства, надійно захищені з погляду законодавства, формується фінансова система американського типу. Капітал підприємств формується і, що важливо, поповнюється шляхом розміщення акцій. Характерною ознакою цієї системи є розподіл акцій підприємств між великою кількістю інвесторів. Структура капіталу підприємств диверсифікована, тобто частки розподілені між окремими акціонерами таким чином, що контрольний пакет акцій не належить жодному з них (наприклад, у Великій Британії середньозважений максимальний пакет акцій у володінні однієї особи (групи пов'язаних між собою осіб) становить 9,9 %). Засновники підприємства нічого не втрачають у разі додаткового розміщення акцій серед інших осіб. Дрібні акціонери не зацікавлені у здійсненні прямого контролю за підприємством. Основою американської фінансової системи є ефективний фондовий ринок; сама ж вона створює набагато кращі умови для розвитку інвестиційного посередництва, насамперед інвестиційних фондів, ніж європейська.

У сучасних умовах глобалізації фінансових ринків відмінності між американською та європейською фінансовими системами стають дедалі менш відчутними, а правові методи регулювання фондових ринків (як сукупність узгоджених між собою способів впливу на певну групу відносин) потребують уніфікації норм у внутрішньому праві різних держав.

Процес уніфікації відіграє важливу роль у формуванні приватноправових відносин, ускладнених іноземним елементом.

Етимологічно термін «уніфікація» походить з латині (від *unus* – один; єдиний; *facio* – роблю; об'єднання), що в перекладі означає зведення (об'єднання) чогонебудь до єдиної форми, системи, єдиних нормативів [8, с. 1297].

В юриспруденції «правова уніфікація» у широкому розумінні – це створення однакових, іншими словами, уніфікованих норм у внутрішньому праві різних держав. Таке трактування базується на тому, що право, як система загальнообов'язкових, формально-визначених правил поведінки, які встановлюються і гарантуються державою з метою врегулювання найважливіших суспільних відносин, входить до

внутрішньої виняткової юрисдикції держави. Відтак не існує наднаціонального «законодавчого» органа, який приймає юридично обов'язкові «закони» для внутрішнього права держав. Тому єдиним способом створення уніфікованих норм є співробітництво держав. Звідси, уніфікація права означає співробітництво держав, спрямоване на створення, зміну чи припинення однакових (уніфікованих) правових норм у внутрішньому праві визначеного кола держав. У цій якості уніфікація є різновидом правотворчого процесу. Головною особливістю цього правотворчого процесу є те, що він відбувається в двох правових системах у міжнародному праві і у внутрішньому праві держави, із застосуванням міжнародно-правових і національно-правових форм і механізмів.

З огляду на вищезазначене, правову уніфікацію можна розглядати як діяльність компетентних органів держави чи кількох держав, яка спрямована на вироблення правових норм, що однаково регулюють певні види суспільних відносин.

Проблема правової уніфікації останнім часом привертає до себе підвищену увагу юристів-міжнародників. Як відомо, у доктрині міжнародного права окреслено три концепції співвідношення міжнародного і внутрішньодержавного (національного) права: одна дуалістична (лат. *dualis* – двоїстий – подвійність, роздвоєність) і дві моністичні (гр. *monos* – один – філософське вчення, що визнає основою всього суцього одне начало) [79, с. 110].

Апологети дуалістичної концепції (німецький юрист-міжнародник Г. Тріпель та італієць Д. Анцилотті) вважали, що міжнародне право і внутрішньодержавне право є «окремими правопорядками» [2, с. 66]. Відповідно дуалістична концепція апріорі відкидає саму ідею правової уніфікації та її природу. Натомість представники моністичних концепцій визнають єдність обох систем права і вважають, що міжнародне та внутрішньодержавне право – це складові єдиної системи. Однак при цьому моністична доктрина в свою чергу базується на двох концепціях [79, с. 111]:

1) концепції примату (верховенства) внутрішньодержавного права (була поширена наприкінці XIX – на початку XX ст. серед німецьких юристів, теоретичною основою якої стали ідеї Г. Гегеля про те, що держава є «абсолютною владою на землі»). Саме тому держава правомочна з власної волі створювати і змінювати не тільки норми внутрішньодержавного права, а й норми міжнародного права. У цьому

контексті один із представників даного напрямку юридичної науки А. Цорн стверджував, що міжнародне право юридично є правом лише тоді, коли воно право державне);

2) концепції примату міжнародного права (найавторитетнішим представником якої є австрійський юрист-міжнародник і філософ Г. Кельзен, який вважав, що співвідношення між міжнародним правопорядком і національними правопорядками «нагадує співвідношення національного правопорядку і внутрішніх норм корпорації»).

Таким чином, слід зазначити, що і міжнародне, і внутрішньодержавне право – дві самостійні системи права, що перебувають у взаємозв'язку і взаємодії. Об'єктивно не існує примату однієї системи права над іншою, оскільки вони регулюють різні види суспільних відносин. Проте у зв'язку з тим, що норми міжнародного права мають на меті сприяти співпраці держав у різних сферах, держави можуть у своєму конституційному і поточному законодавстві проголосити визнання верховенства норм міжнародного права над нормами внутрішньодержавного права. Робиться це не через об'єктивно властиве верховенство системи міжнародного права над внутрішньодержавним, а з метою свідомого об'єднання двох систем права до єдиної форми, єдиних нормативів в справі прогресивного розвитку міжнародних відносин, у тому числі й міжнародних економічних та фінансових відносин.

Природно уніфікація правової сторони міжнародних операцій (у т.ч. фінансових) обумовлена необхідністю врегулювання приватних правових відносин, ускладнених іноземним елементом. Аналіз спеціалізованої літератури з цієї проблематики свідчить про те, що існує щонайменше дві підстави для правової уніфікації:

– по-перше, у колізійних нормах окремих правових систем часто існують розходження (розбіжності) в наслідок чого з одного і того ж питання вони можуть відсилати до права різних держав (наприклад, у зовнішньоекономічній діяльності при укладанні договорів купівлі – продажу товарів, така угода може регулюватись за місцем вчинення договору, законами покупця чи продавця);

– право окремих держав, що підлягає застосуванню має особливості та може встановлювати різні за змістом норми для одного і того ж правового інституту або зовсім не передбачати потрібне регулювання. За таких умов виникає правова невиз-

наченість, наслідком якої є несприятливі наслідки для однієї зі сторін (наприклад, різні строки позовної давності у різних країнах).

Саме тому продовж минулого сторіччя для правових відносин у сфері міжнародних зв'язків почалась розробка єдиних (уніфікованих) правових норм, які після прийняття зацікавленими державами замінили різні положення національного права, усунули питання неврегульованості в міжнародному приватному праві.

Проте після більш, ніж століття дебатів про плюси і мінуси формалізованої правової уніфікації, залишаються фундаментальні розбіжності, а кожен аргумент має щонайменше один контраргумент. Загалом можна виділити три типи аргументів щодо обох сторін дебатів: предметний, формальний та інституційний.

По суті, аргумент на користь правової уніфікації говорить, що необхідно теоретично знайти найкраще рішення будь-якої проблеми і відповідно, навколо нього об'єднати зусилля. Контраргумент полягає в тому, що різні контексти, групи чи суспільства вимагають різних рішень, і це унеможлиблює правову уніфікацію. Формально аргумент «за» стверджує, що правова уніфікація, незалежно від змісту, підвищує передбачуваність міжнародних трансакцій, знижує транзакційні витрати та забезпечує уніфіковане регулювання у подібних ситуаціях. Контраргумент полягає в тому, що уніфікація може бути субоптимальним рішенням, оскільки вона запобігає конкуренції між правовими порядками. Інституційні аргументи зосереджуються на діяльності установ, компетентних органів держав чи кількох держав, яка спрямована на об'єднання і вироблення правових норм, що однаково регулюють певні види суспільних відносин. При цьому прихильники уніфікації стверджують, що законодавство та судова система мають базуватися на принципі централізації, тоді як противники наполягають на субсидіарності і місцевому регулюванні.

Загалом можна виділити три парадигми правової уніфікації: національну, міжнародну та транснаціональну [96].

Традиційна парадигма правової уніфікації – *національна уніфікація*. Вона може ґрунтуватися, насамперед, на системі центральних судів, як це було в Англії з дванадцятого сторіччя; або на законодавстві, як у Франції з кодексом цивільного характеру. У будь-якому випадку обидва аргументи – сутнісний («одна нація потребує одного закону») та формальний («рівність перед законом»), сприяють уніфікації.

Однак національна уніфікація не обов'язково пов'язана з принципом єдності права. Як показує приклад Сполучених Штатів, поняття нації – це саме те, що сприяє різноманітності. Тут Конституція та Верховний Суд забезпечують стабільну правову структуру та запобігають екстремізму в умовах розвитку конкуренції правових порядків. У цій парадигмі правова уніфікація є актуальною на фоні різноманітності. У різно-рідній системі вона забезпечує рівні умови для конкуренції та дозволяє уникнути екстремальних конфліктів.

Міжнародна («міжнаціональна») парадигма правової уніфікації передбачає співпрацю держав у різних сферах, які в національному законодавстві проголошують визнання верховенства норм міжнародного права над нормами внутрішньодержавного права. Парадоксом міжнародної правової уніфікації є те, що немає суверенної світової держави з її власними інституціями. Адепти міжнародної правової уніфікації на початку минулого століття недооцінили значення цього факту. Йдеться передусім про те, що субстанційно, у будь-якої світової спільноти немає міцних зв'язків як нації. Правопорядку та рівності важче досягти, якщо не існує єдиного сильного центрального суду з відповідними повноваженнями. Відсутність «світової держави» також може послабити національні міркування щодо уніфікації, а установи з локальним спрямуванням можуть перешкоджати бажаній інтернаціоналізації угод. При цьому роль держави як інституту у цій парадигмі має двояке значення. По-перше, згідно принципів цієї парадигми лише держави приймають рішення про правову уніфікацію. Вони повинні дати відповідь на питання, щодо доцільності уніфікації, оскільки компромісний результат переговорного процесу може бути порівняно непривабливим для окремих держав. По-друге, відсутність «світової держави» підриває легітимність міжнародних норм та утруднює уніфіковане застосування єдиного закону. Таким чином, навіть якщо уніфікація у міжнародній парадигмі є бажаною, її доцільність набагато слабша, ніж у національній парадигмі [96].

Останнім часом дедалі помітнішим та актуальним став перехід від міжнародної до *«транснаціональної» парадигми правової уніфікації*. У світовому просторі на рівні з державами з'являються приватні актори; держави стають у деяких відносинах більше схожими на приватних акторів, а суверенітет стає відносним. Територіальна приналежність і громадянство втрачають свої домінуючі позиції. Конфлікти між дер-

жавами замінюються конфліктами між державами, з одного боку, і приватними суб'єктами – багатонаціональними компаніями, – з іншого. Ці зміни помітно впливають на аргументи щодо правової уніфікації. Зростання порівняно однорідних груп акторів у всьому світі (таких як споживачі та багатонаціональні компанії), вкотре доводить пріоритетність глобального регулювання над місцевими. І хоча формально, єдності та рівності все ще складно досягти в глобальному масштабі, проте на місцевому рівні це актуально, оскільки більш мобільним акторам легше обирати найбільш сприятливі для них правила (наприклад, законна оптимізація податків через офшори та податкові притулки тощо) [96].

У підсумку зауважимо, що перехід від національної до міжнародної парадигми підкреслив важливість суверенної держави за певними аргументами щодо правової уніфікації та змінив характер цих аргументів. У свою чергу, перехід до транснаціональної парадигми робить суверенітет держави відносним і знову змінює характер аргументів. Парадоксально, але місцеве стає універсальним (через екстериторіальний вплив регулювання), тоді як універсальність стає локальною (через необхідність місцевого впровадження). Лінії демаркації між локальними й універсальними законами стають нечіткими, а національна та міжнародна парадигми у своїх аргументах тісно переплітаються.

Таким чином, різні парадигми частково пояснюють кризу на Гаазьких переговорах щодо загальної конвенції про уніфікацію. Європейці, виступаючи за повноцінну конвенцію, приймають Брюссельську конвенцію (нині Регламент) за базову. Однак Брюссельська конвенція є не найкращою моделлю. Незалежно від того, що Європейський Союз не є державою, вона втілює національні правові норми, переважно завдяки наднаціональним установам, таким як Суд. Ця парадигма виявляється неадекватною у всьому світі. Тому зрозуміло, що Сполучені Штати ведуть переговори в межах міжнародної парадигми. США розглядають цей проект виключно як міжнародну конвенцію. Однак, міжнародна парадигма враховує лише спільні інтереси держав, і не враховує інтереси окремих юридичних осіб. Їх узгодження можна досягти тільки через взаємний транснаціональний підхід. Але, той факт, що в Гаазі як сторони переговорів виступають лише держави, свідчить про те, що всі приватні інтереси повинні узгоджуватися через інститут держави і, тим самим, мають націоналізу-

ватися. Альтернативний варіант може полягати у тому, щоб дозволити приватним суб'єктам брати участь у переговорах і, тим самим, посилити глобальну підзвітність.

Отже, кожна із парадигм має свою відносну концептуальну цінність, оскільки міжнародне приватне право регулює певну групу відносин як на національному, так і на міжнародному та транснаціональному рівнях. Сильні національні правові норми забезпечують як уніфікацію, так і контрольовану конкуренцію. Міжнародні правові норми забезпечують компроміси між порівняно сильними державами. Нарешті, у випадку транснаціональної уніфікації узгоджуються інтереси між приватними суб'єктами і державами. Трилема полягає в тому, щоб знайти переконливі аргументи у відповіді на питання: яку з цих трьох парадигм обрати в процесі правової уніфікації з будь-якого конкретного питання.

З огляду на те, що *уніфікація права* – це процес створення однакових норм законодавства різних держав шляхом укладення міжнародних договорів, то у будь-якому міжнародному договорі встановлюються обов'язки держав щодо приведення свого внутрішнього права у відповідність з нормами цього договору. Головна особливість уніфікації права полягає у тому, що вона відбувається одночасно в двох різних правових системах – в міжнародному праві (укладення міжнародного договору) і в національному праві (як імплементація норм цього договору у внутрішньодержавне право). Відтак, уніфікацію права можна визначити як співробітництво, спрямоване на створення міжнародного механізму регулювання відносин у сфері спільних інтересів держав.

Окрім правової уніфікації у науковій літературі та світовій практиці застосовується ще один термін – гармонізація права. На відміну від уніфікації, *гармонізація права* є процесом зближення національних правових систем, зменшення та усунення відмінностей між ними. Гармонізація права і його уніфікація – взаємопов'язані явища, але гармонізація є більш широким поняттям, оскільки зближення національно-правових систем здійснюється і за межами уніфікації права. Головна відмінність гармонізації від уніфікації – відсутність міжнародних зобов'язань (міжнародних договірних форм) в процесі гармонізації. Відсутність договірних форм зумовлює специфіку процесу гармонізації права в цілому, який може бути як стихійним, так і цілеспрямованим. Суть стихійної гармонізації полягає у тому, що в процесі співробітництва і

взаємодії держав у їхніх правових системах з'являється схоже або навіть ідентичне правове регулювання (рецепція римського права в Європі, Азії, Латинській Америці). Цілеспрямована гармонізація – це усвідомлене сприйняття однією державою правових досягнень інших держав.

У сфері міжнародного приватного права інтенсивно відбувається процес цілеспрямованої гармонізації. При розробці законодавства з міжнародного приватного права найчастіше має місце рецепція такого регулювання у формі прямого запозичення (використання Ліхтенштейном в 1996 р. Закону про міжнародне приватне право Австрії (1978); в Румунії (1992), Болгарії (2005) та країнах СНД – Закону про міжнародне приватне право Швейцарії (1987)). Ще більшою мірою застосовуються ідеї і підходи – структура швейцарського Закону 1987 р. запозичена італійським (1995), бельгійським (2004) і чеським (2012) законодавцями. Перший проект Закону про міжнародне приватне право Венесуели (1998) з'явився в 1963 р. і мав значний вплив на кодифікацію міжнародного приватного права у Перу (1984) і Мексиці (1987).

Особливістю сучасного процесу правової уніфікації є те, що він має яскраво виражений інституційний характер: перша стадія уніфікації переважно здійснюється в рамках міжнародних організацій. Ця риса особливо проявилася в другій половині ХХ століття, що є відображенням зростаючої ролі міжнародних організацій.

У світі існує велика кількість міжнародних організацій, що займаються проблемами уніфікації міжнародного приватного права – Гаазькі конференції з міжнародного приватного права, Світова організація торгівлі (СОТ), Міжнародна торговельна палата, УНІДРУА, ЮНКТАД, ЮНСІТРАЛ. Ці організації проводять значну роботу з уніфікації та гармонізації законодавства у сфері міжнародного приватного права. В їх рамках укладена величезна кількість міжнародних договорів, що регулюють різні аспекти міждержавного співробітництва з приватноправових питань.

Таким чином, уніфікація права – це різновид правотворчого процесу, який відбувається в основному в рамках міжнародних організацій. Результати уніфікації найбільш відчутними є у сфері міжнародного приватного права, оскільки саме ця галузь національного права зачіпає інтереси двох і більше держав. Уніфікація зачіпає практично всі галузі й інститути міжнародного приватного права. Її основні підсумки – вироблення уніфікованих колізійних норм (Гаазька конвенція про право, застосовне

до договорів міжнародної купівлі-продажу товарів (1986)); уніфікованих матеріальних норм (Конвенція УНІДРУА про міжнародний факторинг та про міжнародний фінансовий лізинг (1988)).

Однак, враховуючи труднощі застосування внутрішнього права окремих держав для регулювання зовнішньоекономічних відносин і, одночасно необхідність збереження колізійного методу регулювання, більшість міжнародних конвенцій у галузі міжнародного приватного права мають комплексний характер – вони поєднують уніфіковані матеріальні та колізійні норми (як, наприклад, Бернські конвенції про міжнародні залізничні перевезення(1980)). Згідно з положеннями цих конвенцій уніфіковані матеріальні норми володіють домінуючим становищем, а колізійний метод відіграє роль субсидіарного початку і засобу заповнення прогалін (Рис. 1.2).



Рис. 1.2. Види уніфікованих норм та правової уніфікації*

Примітка: побудовано автором.

Уніфікація міжнародного приватного права відбувається на двох рівнях – універсальному і регіональному. Так, наприклад, на американському континенті прийняті і успішно діють Міжамериканська конвенція про право, застосовне до міжнарод-

них договорів (1994) і Міжамериканська конвенція про міжнародний комерційний арбітраж (Панамська конвенція) (1975); розроблено проект Міжамериканської конвенції про міжнародні юрисдикції у сфері екстериторіальної дії іноземних судових рішень. В рамках Ради Європи постійно розробляються та приймаються конвенції з питань міжнародного приватного права – наприклад, Брюссельська конвенція про імунітет держав (1972), Європейська конвенція про усиновлення (2008).

Найбільш успішний приклад уніфікації міжнародного приватного права на регіональному міжнародному рівні демонструють країни ЄС. У всіх регламентах ЄС декларується мета – удосконалити зміст і розширити сферу застосування уніфікованих колізійних норм ЄС; спростити і демократизувати процедуру внесення змін і доповнень, спрямованих на подальше вдосконалення колізійних норм ЄС; створити одноманітну судову практику (прецедентне право) на основі рішень Суду ЄС, дають нормативне тлумачення регламентів.

На універсальному рівні розробкою уніфікованих колізійних норм займається насамперед Гаазька конференція з міжнародного приватного права; розробкою уніфікованих матеріальних норм – Римський інститут з уніфікації приватного права (УНІДРУА); уніфікацією права міжнародної торгівлі головним чином займаються СОТ, ЮНСІТРАЛ та Міжнародна торговельна палата.

Гаазька конференція з міжнародного приватного права (міжнародна міжурядова організація, що була створена в 1893 р.; її учасниками є 69 держав). В рамках цієї організації було розроблено і прийнято понад 40 конвенцій, які традиційно іменуються як «Гаазькі». Серед найбільш значущих конвенцій можна виокремити: Конвенцію про право, застосовне до трастів, та про їх визнання (1985); Конвенцію про захист дітей і співробітництво щодо міждержавного усиновлення (1993); Конвенцію про міжнародний захист повнолітніх (2000); Конвенцію про угоди про винятковий вибір суду (2005); Конвенцію про право, застосовне до певних прав на цінні папери, що перебувають у володінні посередника (2005); Конвенцію про міжнародне вішкодування витрат на утримання дітей та інших форм сімейних аліментних зобов'язань (2007); Протокол 2007 р. про право, застосовне до аліментних зобов'язань, що замінив аналогічну конвенцію (1973).

Мета Гаазької конференції – проведення заходів з уніфікації норм міжнародного приватного права (ст. 1 Статуту). Роботу Конференції забезпечує Державна комісія Нідерландів для сприяння кодифікації міжнародного приватного права, заснована в 1897 р. Сесії Конференції проводяться кожні чотири роки.

Міжнародний інститут з уніфікації приватного права (УНІДРУА) розташований в Римі (як самостійна міжнародна міжурядова організація існує з 1940 р.; учасниками є 61 держава). У рамках УНІДРУА розроблено багато конвенцій у різних сферах міжнародного приватного права: Вашингтонська конвенція про уніфікацію законів про форму міжнародного заповіту (1973); Женевська конвенція про представництво при міжнародній купівлі-продажу товарів (1983); Оттавська конвенція про міжнародний фінансовий лізинг (1988); Оттавська конвенція про міжнародний факторинг (1988); Кейптаунська конвенція про міжнародні майнові права на рухоме обладнання (2001) з Кейптаунським протоколом 2001 р. щодо авіаційного обладнання та Люксембурзьким протоколом 2007 р. щодо залізничного рухомого складу; Конвенція про матеріально-правове регулювання цінних паперів (2009).

У рамках УНІДРУА розробляються також документи, що входять до складу *lex mercatoria*: Типовий закон про розкриття інформації щодо франчайзингу (2002); Принципи міжнародних комерційних контрактів (перша редакція – 1994 р., друга – 2004 р., третя – 2010 р.); Принципи транснаціонального громадянського процесу (2004); Керівництво щодо складання міжнародних рамкових франчайзингових угод (2007).

Основне завдання УНІДРУА – вивчення способів гармонізації та зближення приватного права держав і підготовка до прийняття національного законодавства, що містить єдині технічні норми і стандарти приватного права. На території кожної держави-учасника УНІДРУА володіє правоздатністю, необхідної для здійснення своєї діяльності і досягнення своїх цілей.

Комісія ООН з права міжнародної торгівлі (ЮНСІТРАЛ) (допоміжний орган Генеральної Асамблеї ООН, заснована в 1966 р.; учасниками є 60 держав). ЮНСІТРАЛ займається підготовкою проектів конвенцій і кодифікацією міжнародних торгових звичаїв. На основі проектів, розроблених ЮНСІТРАЛ, були прийняті: Віденська конвенція (1980); Нью-Йоркська конвенція про позовну давність у міжнародних операціях купівлі-продажу товарів (1974) (з Протоколом 1980 р.); Нью-Йоркська конвенція

про міжнародні переказні та міжнародні прості векселі (1988); Нью-Йоркська конвенція про незалежні гарантії і резервні акредитиви (1995); Нью-Йоркська конвенція про відступлення дебіторської заборгованості у міжнародній торгівлі (2001); Нью-Йоркська конвенція про використання електронних повідомлень в міжнародних договорах (2005); Роттердамська конвенція про договори щодо міжнародного морського перевезення вантажів (2009).

ЮНСІТРАЛ бере участь у підготовці типових законів (*model laws*) і типових законодавчих положень (*model legislative provisions*) з питань права міжнародної торгівлі. Нею розроблені: Типовий закон про міжнародний комерційний арбітраж (1985, ред. 2006); Типовий закон про міжнародні кредитні перекази (1992); Типовий закон про закупівлі товарів, робіт і послуг (1994); Типовий закон про електронну торгівлю (1996); Типовий закон про транскордонну неспроможність (1997); Типовий закон про електронні цифрові підписи (2001); Типовий закон про міжнародні комерційні погоджувальні процедури (2002); Типові законодавчі положення щодо проектів в галузі інфраструктури, які фінансуються з приватних джерел (2003).

Міжнародна торгова палата (МТП) – міжнародна неурядова організація, створена в 1919 р.; відіграє головну роль у сфері неофіційної систематизації і кодифікації звичаїв, що діють у міжнародному приватному праві. Основна мета Міжнародної торгової палати – організаційне, технічне і правове забезпечення глобального бізнесу. МТП об'єднує понад 7 тисяч компаній, промислових і торговельних асоціацій, федерацій і торгових палат з 130 країн світу. Основною ланкою структурного механізму Міжнародної торгової палати є комісії, що формуються за галузевою ознакою та включають понад 500 експертів у різних сферах світового бізнесу. Міжнародна торгова палата займається складанням і виданням збірників уніфікованих звичаїв і правил: Міжнародні правила по уніфікованому тлумаченню торгових термінів (Інкотермс; остання ред. 2010); Уніфіковані звичаї та правила для документарних акредитивів (2006); Уніфіковані правила для інкасо (1995); Міжнародна практика для резервних акредитивів (1998); Міжнародний кодекс з прямих продажів (1999); Міжнародний кодекс з просування торгівлі (2002); Міжнародні правила з уніфікованого тлумачення торговельних термінів в електронній торгівлі (E-TERMS) (2004); Керівництво з маркетингу і реклами з використанням електронних засобів масової інформації (2004); Кон-

солідований кодекс рекламної та маркетингової практики (2006); Міжнародні стандарти банківської практики для розгляду документів щодо операцій з документарними акредитивами (2007); Типовий контракт про злиття і поглинання: угода про придбання акцій (2008).

Отже, з вищезазначеного випливає, що процес уніфікації права відбувається у двох правових системах – як в міжнародному праві, так і в національному. На першому етапі досягається угода між державами з приводу однакового регулювання визначених відносин, яка оформлюється міжнародним договором, у якому містяться правові норми, визначені для регулювання цих відносин. Досягнення угоди і прийняття договору з текстом відповідних норм не означає, що уніфікація права відбулася.

Будь-який міжнародний договір, незалежно від того, якому конкретному питанню він присвячений, регулює відносини між державами. Тільки тоді, коли норми, що містяться в міжнародному договорі, стануть частиною національного права держав, можна говорити про уніфікацію права як про закінчений процес у внутрішньому праві держав-учасниць. Інакше кажучи, норми міжнародного договору повинні бути «інкорпоровані» державою для застосування їх у національній правовій системі, тобто їм повинна бути додана юридична чинність національного права. Тільки в цьому випадку вони будуть регулювати відносини між суб'єктами національного права. Сприйняття міжнародно-правових норм національним правом держав – це другий етап уніфікації права. Це виключно національна справа і реалізується вона за допомогою національно-правових механізмів.

Таким чином, уніфікація права як правотворчій процес має два етапи (дві стадії). На першій стадії створюється комплекс відповідних правових норм у формі міжнародного договору і держави беруть на себе міжнародно-правові зобов'язання забезпечити їхнє застосування. Власне на цій стадії створюються однакові норми. Цей процес трудомісткий, складний і часто тривалий. Він супроводжується пошуками компромісних рішень з метою узгодження позицій різних держав, на які впливають не тільки особливості національних правових систем, але політичні й інші інтереси. Іноді тексти договорів узгоджуються десятиліттями. Прийняття міжнародного договору і, відповідно міжнародно-правових зобов'язань державами, завершує першу стадію уніфікації.

Друга стадія – не менш важлива. Вона пов'язана зі сприйняттям міжнародно-правових норм національним правом. У результаті в національному праві різних держав з'являються уніфіковані норми, тобто однакові, що цілком збігаються по змісту. Ці норми мають силу національного права, що відповідають національно-правовій системі, а також передбачають їхнє примусове виконання. У такий спосіб ці норми стають юридично обов'язковими для всіх суб'єктів національного права, як учасників приватноправових відносин.

Сприйняття міжнародно-правових норм національним правом називається «національною імплементацією». Процес сприйняття забезпечується національно-правовими механізмами. У праві різних держав вони різні, але й мають багато загальних рис. В Україні правова основа цього процесу передбачена ст. 9 Конституції: «Чинні міжнародні договори, згода на обов'язковість яких надана Верховною Радою України, є частиною національного законодавства». Цим самим Конституція встановлює загальний принцип дії міжнародних договорів в Україні як частини національного права. Тому дане правило можна розглядати в якості загальної чи генеральної трансформаційної норми, відповідно до якого нормам міжнародних договорів, у яких бере участь Україна, чи в яких буде брати участь, надається національно-правова сила. Конституційне правило конкретизується в інших законах, насамперед, в Законі України «Про міжнародні договори», що передбачає правові процедури, згідно яких договір стає обов'язковим для України. Згода на обов'язковість договору може бути виражена або у формі закону (про ратифікацію, про приєднання), або у формі правових актів чи указів Президента. Ці правові акти і є тими правовими формами, в яких норми міжнародних договорів вводяться в українське національне право. Вони ж визначають місце уніфікованих норм в ієрархії українського права: якщо міжнародний договір вводиться у формі закону, то його норми будуть мати юридичну силу закону; якщо договір вводиться підзаконним актом, то його норми будуть мати юридичну силу цього підзаконного акта.

Отже, уніфікація права має дві самостійні, але взаємозалежні стадії: перша проходить у міжнародно-правовій сфері і завершується прийняттям міжнародно-правових норм, що уніфікуються; друга проходить у національно-правовій сфері і завершується прийняттям національно-правових уніфікованих норм.

Загалом правова уніфікація охопила всі галузі внутрішнього права держав, у тому числі: кримінальне право (наприклад, правові норми щодо деяких груп злочинів); кримінальний процес (наприклад, інститут видачі злочинців); адміністративне право (наприклад, уніфікація норм, які регулюють митні відносини); конституційне право (наприклад, закріплення конституціями багатьох держав прав і свобод людини відповідно до визнаних міжнародно-правових стандартів) і т.д. Але найпомітніших результатів процес правової уніфікації досяг у міжнародному приватному праві, що зумовлено його специфікою. Об'єктом міжнародного приватного права є відносини міжнародного характеру, тобто ті, які виходять за межі однієї держави – приватно-правові відносини, ускладнені іноземним елементом. Наявність іноземного елемента приводить до того, що міжнародне приватне право регулює відносини, які лежать у правовому полі двох чи більше держав. Їхня значимість у житті кожної держави породжує об'єктивну потребу в їх однаковому правовому регулюванні.

Однак, незважаючи на масштабні процеси уніфікації та гармонізації права, діяльність міжнародних організацій, міжнародне приватне право залишається найсуперечливішою, проблемною і складною галуззю права. Держави неохоче йдуть на принципові зміни до свого законодавства з метою зближення його з правом інших держав або з міжнародним правом. Особливу складність викликають приватноправові відносини з участю держав (концесійні договори, угоди про розподіл продукції). В цілях усунення найбільш гострих протиріч у сфері зовнішньої торгівлі створена система міжнародних правозастосовних органів – Міжнародний центр з врегулювання інвестиційних спорів (МЦВІС), Багатостороннє агентство з гарантій інвестицій (БАГІ), Арбітражний суд при Міжнародній торговій палаті.

1.3. Теоретичні засади та організаційно-правовий механізм IPO на міжнародних фондових ринках

Характерною ознакою розвитку світового фондового ринку в останні десятиліття стало перманентне зростання обсягів та кількості IPO-угод. Завдяки своїй динамічності ринок IPO набув популярності не лише у розвинених країнах, але й у країнах, що розвиваються; а загалом, його поява на карті світових фінансових пото-

ків не лише сформувала попит на нові інструменти інвестування на ринку капіталів, але й вплинула на максимізацію ринкової вартості компаній та спонукала інвесторів до диверсифікації інвестицій. У результаті IPO стало одним із найпопулярніших та відпрацьованих багаторічною практикою засобом залучення інвестицій.

Феномен IPO досліджується багатьма науковцями й з плином часу привертає до себе все більший інтерес. Це зумовлено такими причинами: по-перше, фінансовою глобалізацією (міжнародні потоки капіталу відкривають нові ринки для розвитку бізнесу, якому внаслідок цього потрібне розширення); по-друге, концентрацією капіталу (світова тенденція до укрупнення підприємств створює умови для активного розміщення акцій і залучення роздрібного (публічного) капіталу); по-третє, збільшенням фінансової глибини економік, що зумовлює розвиток фінансового ринку, збільшення попиту на ньому, що є умовою для нових розміщень [30, с. 122].

Обґрунтовуючи теоретичні положення щодо IPO (з *англ. Initial Public Offering* – первинне публічне розміщення акцій), зупинимося на розкритті сутності та ключових дефініцій у більш широкому форматі (йдеться про первинну публічну пропозицію цінних паперів загалом), задля уникнення колізій у застосуванні термінологічного апарату.

Перш за все, варто зазначити, що в практиці функціонування фондових ринків окремих країн даний процес має різні назви. Окрім IPO (*Initial Public Offering* – первинне публічне розміщення акцій), що застосовується безпосередньо до акцій і означає перший їх допуск до торгів на фондовій біржі та продаж необмеженому колу інвесторів, використовуються й інші форми й методи публічного розміщення цінних паперів: FO (*Followon*); PPO (*Primary Public Offering*); SPO (*Secondary Public Offering*); DPO (*Direct Public Offering*); PBO (*Piggyback Offering*); *Privateplacement*, порівняльні змістовні характеристики яких наведено у табл. 1.1.

Абревіатура IPO (з *англ. Initial Public Offering* – первинна публічна пропозиція) виникла на фондовому ринку США. Надалі первинну публічну пропозицію акцій пропонується розглядати як публічну оферту компанії-емітента необмеженому колу інвесторів, заявлену для продажу всіх або частини акцій (первісного чи додаткового випуску) із здійсненням доступу до торгів фондових бірж та/або інших організаторів

торгівлі на ринку цінних паперів, у результаті якої відбувається збільшення капіталізації (власного капіталу) компанії-емітента [30, с. 122].

Таблиця 1.1

Компаративний аналіз форм та методів публічного розміщення цінних паперів*

Форми розміщення Порівняльні характеристики	IPO	FO	PPO	SPO	DPO	PBO	PP
Правовий регламент	+	+	+	+	+	+	+
Первинність	+	-	-	-	+/-	+	+/-
Публічність	+	+	+	+	+	+	-
Залучення посередників	+	+	+	+	-	+	-
Вид цінних паперів	Акції	Акції	Цінні папери	Акції	Цінні папери	Цінні папери	Цінні папери
Розміщення на організованому ринку	+	+	+	+	-	+	-
Отримувач коштів	Емітент	Емітент	Емітент	Акціонер	Емітент	Емітент, акціонер	Емітент

Примітка: систематизовано і побудовано автором за [13].

Отже, у міжнародній практиці IPO є одним із ефективних і детально відпрацьованих механізмів публічного залучення ресурсів і підвищення капіталізації (власного капіталу) компанії-емітента; застосовується виключно до акцій та означає перший їх допуск до торгів на фондовій біржі та продаж необмеженому колу інвесторів.

Ще однією із форм публічного розміщення акцій компанії на фондовій біржі є FO (з англ. *Follow on* – дослівно «слідуйте далі»). На відміну від IPO, FO – законодавчо встановлена процедура будь-якого наступного за IPO публічного розміщення акцій компанії на фондовій біржі за умови, що акції основного випуску вже обертаються на цій біржі. Відтак FO відрізняється від IPO лише порядковим номером емісії акцій при збереженні решти ознак. Саме тому *Follow on* часто розглядають як «дорозміщення» тих акцій, які вже обертаються на ринку.

Дещо неоднозначним є поняття PPO (*Primary Public Offering*). Зокрема, одні фахівці вважають, що PPO та IPO є ідентичними поняттями та формами публічного розміщення акцій; інші, стоять на позиції, що PPO – це будь-який додатковий ви-

пуск акцій після IPO; а ще інші відстоюють думку, що PPO передбачає первинне розміщення не лише акцій, але й інших цінних паперів компанії, у тому числі корпоративних облігацій. Саме в останньому трактуванні PPO значно ширше поняття, ніж FO, оскільки передбачає публічне розміщення не лише акцій, але й будь-яких інших цінних паперів компанії.

Певним дуалізмом характеризується поняття SPO (з англ. *Secondary Public Offering* – вторинне публічне розміщення акцій). Передусім, йдеться про те, що компанія, яка вже провела IPO, випускає нові акції і пропонує їх до публічного продажу. У цьому значенні SPO подібне до PPO і до FO. Відтак, щоб уникнути плутанини, SPO в цьому значенні практично не використовується. Натомість метою SPO є виключно підвищення капіталізації. При цьому варто додати, що SPO зменшує власність тих акціонерів, які придбали акції компанії за результатами IPO. Іншими словами, під SPO розуміють продаж акціонерами компанії всіх або частини своїх акцій, тобто акціонери, які придбали акції в результаті IPO, пропонують ці акції або їх частину широкому колу інвесторів.

На відміну від попередніх форм публічного розміщення акцій DPO (*Direct Public Offering*) означає встановлену законом процедуру публічного розміщення цінних паперів компанії безпосередньо для індивідуальних інвесторів, минаючи фондову біржу, в результаті чого компанія-емітент отримує плату за свої цінні папери. За своєю суттю DPO є свого роду альтернативою IPO, оскільки до DPO звертаються невеликі компанії, які мають недостатньо капіталу для проведення IPO. Загалом DPO є менш затратним, ніж IPO, проте за допомогою DPO можна залучити набагато менше капіталу порівняно з IPO.

Особливою юридично дозволеною процедурою приватного розміщення цінних паперів компанії серед обмеженого кола інвесторів поза межами фондової біржі є PP (*Private Placement*). У результаті такого розміщення, компанія-емітент отримує оплату за свої цінні папери. За формою *Private Placement* є прямо протилежною *Public Offering*, відтак її не варто розглядати як один із різновидів IPO. Більше того, цінними паперами, які розміщуються при *Private Placement*, можуть бути не лише акції, але й облігації та гібридні цінні папери.

Ще однією формою публічного розміщення цінних паперів РВО (з англ. *Piggyback Offering* – дослівно «приємна пропозиція»). Це той випадок, коли компанія та її акціонери, які бажають продати цінні папери цієї компанії, одночасно публічно розміщують такі цінні папери. В основі *Piggyback Offering* лежить поділ реєстраційних прав на цінні папери на два види: 1) право вимоги, яке дозволяє інвесторам ставити питання про реєстрацію своїх акцій на продаж при публічному розміщенні акцій будь-коли; 2) право на включення (*Piggyback*) своїх акцій у публічну пропозицію, яка вже ініційована.

Первинне публічне розміщення акцій – складний комплекс організаційних, юридичних і фінансових процедур, у якому, окрім самої компанії і потенційних інвесторів, бере участь велика кількість посередників.

У науковій літературі практично не використовується поняття «ринок IPO». Розглядаючи ринок IPO, як особливий сегмент фондового ринку, будемо розуміти під ним (з інституційної точки зору) сукупність фінансових, організаційних та юридичних інституцій, які сприяють емітентам у первинному публічному розміщенні акцій серед широкого кола потенційних інвесторів [19].

Таким чином, первинна публічна пропозиція цінних паперів, як складний комплекс організаційних, юридичних і фінансових процедур, зачіпає інтереси багатьох учасників. З одного боку, є емітент, який потребує ресурсів для розвитку бізнесу; з іншого – інвестор, мета якого – отримати прибуток від вкладених коштів. Між ними – організатор IPO (інвестиційний банк, або компанія-андеррайтер) та консультанти (з юридичних і фінансових питань, PR-агенції та IR-консультанти, аудитори та ін.) (табл. 1.2). Усі вони супроводжують емітента, забезпечують організацію IPO, готують необхідні документи і разом вирішують складне завдання – задоволення очікувань емітента й інвестиційного попиту покупців цінних паперів [13, с. 33].

Основним учасником ринку IPO є емітент – акціонерне товариство (корпорація). Проте мають місце випадки, коли продавцем акцій у процесі IPO виступає не компанія-емітент, а її акціонери. Тому останніх часто розглядають як окремих учасників угоди, які мають свій інтерес – максимізацію вартості власного капіталу, вкладеного у справу.

Учасники ринку IPO та їх функціональне призначення [13, с. 37-38]

Учасники 1	Функціональне призначення 2	Ефект для компанії 3
Акціонери компанії	Приймають стратегічні рішення щодо проекту IPO за результатами консультацій з андеррайтером; погоджують параметри розміщення (ціну, обсяг, майданчики та ін.), а також структуру угоди	Моніторинг проекту і контроль за ключовими рішеннями
Менеджмент компанії	Формує необхідні інформаційні матеріали, приймає рішення щодо проекту спільно з андеррайтером, здійснює необхідні корпоративні дії	Поточний моніторинг і контроль проекту
Інвестори	Формують попит на цінні папери емітента	Залучення інвестицій, ринкова оцінка компанії
Лід-менеджер (андеррайтер)	Розробляє план проекту та схему IPO, координує роботу команди проекту, організовує синдикат банків, здійснює андеррайтинг, взаємодіє з інвесторами, біржами та державними органами	Повний контроль над проектом в інтересах компанії
Ко-менеджери	Алокація – придбання акцій для своїх клієнтів	Розширення кола потенційних інвесторів
Юридичні консультанти	Забезпечують повний юридичний супровід проекту, беруть участь у проведенні <i>Due Diligence</i> , підготовці всіх юридичних документів за угодою, проспекту емісії, інформаційного меморандуму, розробці схеми IPO, надають юридичні висновки	Мінімізація юридичних ризиків під час та після реалізації проекту
Аудитори	Звіряють фінансову звітність компанії за національними стандартами, готують та завіряють звітність за «Міжнародними стандартами фінансової звітності (МСФЗ)», проводять аналіз проспекту емісії, надають консультації	Довіра інвесторів до фінансової інформації
Фінансовий консультант	Складає проспект емісії	Гарантує реєстрацію проспекту у визначені строки
PR-агенство	Здійснюється повний PR-супровід проекту, взаємодіє із закордонними та вітчизняними ЗМІ, активно працює із PR та IR-службами компанії	Підвищення авторитету компанії, її «інвестиційного іміджу», створення інтересу довкола IPO
Регулятори	Упорядкування, контроль, нагляд за ринком IPO та запобігання зловживанням і порушенням на ньому	Відкритий доступ до ринку, захист прав власності
Фондова біржа	Здійснення організованої торгівлі акціями емітентів і контроль за їх якістю та ліквідністю	Створення вторинного ринку для акцій компанії та формування їх ринкової вартості

Не менш важливим учасником ринку IPO є інвестори. Інвесторами на ринку IPO є покупці акцій, що формують попит на них. На міжнародних фондових ринках домінують інституційні інвестори, під якими українське законодавство розуміє інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, фонди банківського управління, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів [70, ст. 2].

Первинна публічна пропозиція цінних паперів на міжнародних фондових ринках здійснюється через механізм андеррайтингу. Андеррайтинг – це купівля або гарантування купівлі цінних паперів при їх первинному публічному розміщенні для продажу інвесторам [44, с. 204]. У ролі андеррайтера, що гарантує розміщення емітованих акцій серед інвесторів є, зазвичай, інвестиційний банк; з метою розширення кола потенційних інвесторів формується синдикат банків на чолі з лід-менеджером, до складу якого входять ко-менеджери. Головна мета андеррайтера – проведення успішного IPO, результати якого задовольнили б емітента й інвесторів. Основними завданнями андеррайтера (лід-менеджера) є: вибір схеми IPO; аналіз діяльності емітента; підготовка і здійснення юридичних процедур; інформаційний супровід; залучення інвесторів; організація роботи інших учасників, які допомагають у процесі IPO.

Повний юридичний супровід проекту забезпечують юрисконсультанти, які беруть участь у проведенні *Due Diligence* – підготовці всіх юридичних документів за угодою, проспекту емісії, інформаційного меморандуму, у розробці схеми IPO та надають юридичні висновки. Діяльність юрисконсультів спрямована на мінімізацію юридичних ризиків під час та після реалізації процедури IPO.

Важлива роль у процедурі IPO відводиться також: 1) аудиторам, які звіряють фінансову звітність компанії за національними стандартами, готують та завіряють звітність за «Міжнародними стандартами фінансової звітності (МСФЗ)», проводять аналіз проспекту емісії, надають консультації в рамках «дью ділідженс», готують лист про підтвердження точності фінансової інформації, опублікованої в проспекті

емісії; 2) фінансовим консультантам, які складають проспект емісії та гарантують реєстрацію проспекту у визначені строки; 3) PR-агенствам, які працюють на підвищення авторитету компанії, забезпечення її «інвестиційного іміджу», створення інтересу довкола IPO.

Ключовими учасниками ринку IPO є регулятори та фондові біржі. Якщо дії регуляторів мають забезпечувати упорядкування, контроль, нагляд за ринком та запобігання зловживанням і порушенням на ньому, то фондові біржі забезпечують організовану торгівлю акціями емітентів і контроль за їх якістю і ліквідністю. Великі компанії, як правило, проходять лістинг на провідній фондовій біржі свого національного фондового ринку та продають акції локальним інвесторам. Натомість дуже великі компанії проходять подвійний лістинг – на локальному та іноземному майданчиках.

Таким чином, функціонування ринку IPO, як і сама процедура первинної публічної пропозиції цінних паперів на міжнародних фондових ринках неможливі без участі великої кількості фінансових, організаційних та юридичних інституцій, які забезпечують первинну публічну пропозицію цінних паперів емітента і залучення до даної угоди широкого кола потенційних інвесторів.

Процедура IPO є складним процесом, кожен етап якого є сукупністю узгоджених організаційно-правових заходів, що враховують вимоги внутрішнього національного законодавства в частині здійснення емісії акцій, а також необхідні їй достатні для ефективного здійснення первинного публічного розміщення акцій дії, які склалися в межах звичаїв ділового обігу у світовій практиці (Рис. 1.3).

Процедура первинного публічного розміщення акцій розпочинається із прийняття компанією-емітентом рішення про проведення IPO-угоди. Підставою для цього є економічне обґрунтування доцільності виходу компанії на ринок IPO. Вихід на міжнародний рівень вимагає додаткових умов: ретельного вибору країни і фондової біржі для проведення угоди, а також економіко-правової підготовки і відповідних фінансових витрат. Міжнародне IPO (акції пропонуються одночасно у країні реєстрації та за кордоном) явище відносно нове на міжнародних фондових ринках. Вперше таку угоду провів інвестиційний банк UBS у 1983 р., здійснивши європейські транші під час до розміщень акцій канадських Bell Canada та Alcan.

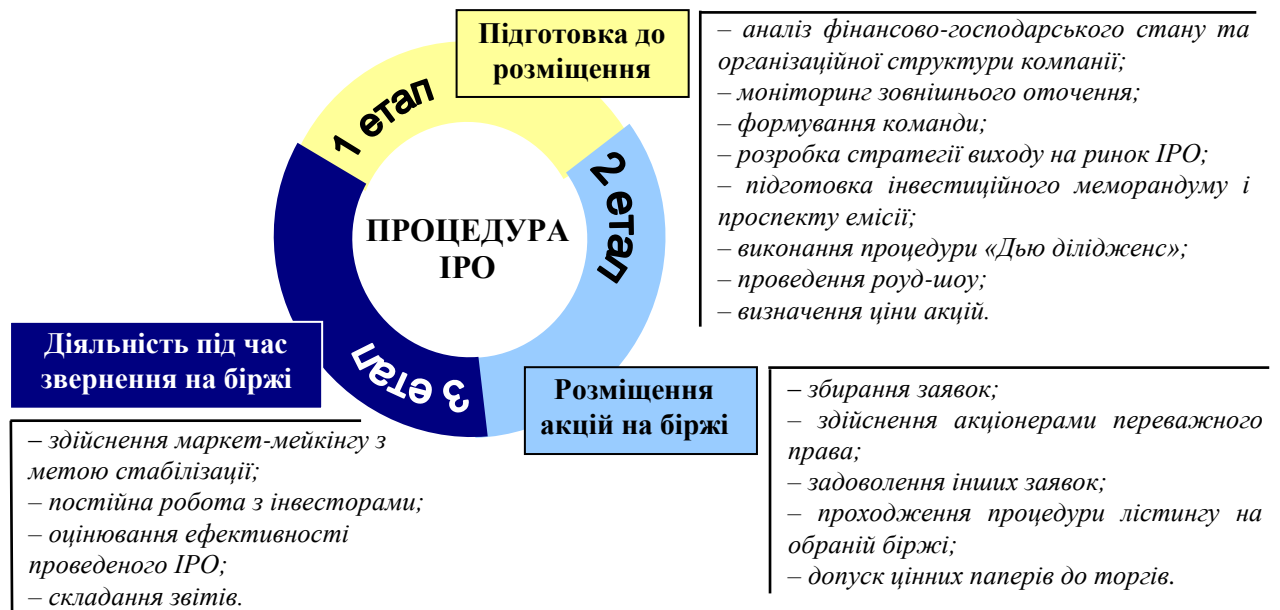


Рис. 1.3. Етапи та організаційно-правові заходи щодо процедури ІРО

Примітка: систематизовано і побудовано автором за [30, с. 124].

У випадку міжнародного ІРО компанія-емітент при виборі фондової біржі має враховувати такі фактори [30, с. 123]:

1. Розмір розміщення, який визначається вибором компанії-емітента. Чим більший плановий обсяг залучення, тим вища вірогідність, що розміщення здійснюватиметься на фондових майданчиках розвинутих країн (США, Європи чи Азії), оскільки менш розвинені фондові ринки не можуть забезпечити компанію достатнім обсягом капіталу або структура інвесторів не задовольнятиме її інвестиційні потреби.

2. Вибір варіанту виходу. Якщо емітент вирішує розмістити акції за кордоном він має обрати варіант виходу: 1) пропозицію акцій через дочірню офшорну компанію (реєстрацію дочірньої компанії в іноземній юрисдикції та розміщення її акцій на місцевій біржі); 2) пропозицію акцій через депозитарні розписки (на ринках, де обмежено пряме розміщення акцій іноземних емітентів, наприклад, у США); 3) пропозиція через депозитарні розписки, емітовані дочірньою компанією (поєднання перших двох варіантів).

3. Вибір майданчика для розміщення. Компанія-емітент має прийняти рішення про вибір майданчика для розміщення акцій. У світовій практиці використовуються декілька варіантів: на одній біржі; на декількох біржах; на біржі і позабіржовому

ринку одночасно. Доступу до біржового ринку передуює подання реєстраційної заяви, яка підтверджує відповідність лістинговим вимогам біржі. У разі проходження заяви акції компанії включаються до лістингу. Для консультування емітента з питань біржових правил та продажу акцій біржа призначає свого представника, за що стягується відповідна плата у вигляді початкових та річних внесків.

4. Цільова база інвесторів. Часто специфіка діяльності компанії не всім інвесторам може бути зрозуміла, що відповідно, позначається на оцінюванні компанії. Тому для компанії має значення наявність у неї галузевих інвесторів, які зможуть належно оцінити компанію і запропонувати за неї хорошу ринкову ціну.

5. Законодавство. Важливим при виборі біржі є національне законодавство, яке багато в чому відіграє стимулюючу роль у розвитку національного фондового ринку, захисті національних компаній, виявляє ліберальність стосовно іноземних інвесторів і компаній-емітентів. Тому перш, ніж вийти на ринок тієї чи іншої країни, необхідно уважно вивчити національне законодавство, що регламентує фондовий ринок, корпоративне право тощо.

6. Витрати. Як правило, для багатьох компаній, особливо не дуже великих, вартість розміщення має істотне значення. Емітенти вважають за краще проходити лістинг у тій країні, яка пропонує їм кращу ціну.

7. Історичний досвід. До цього критерію належать напрями розвитку фондових бірж у різних країнах (галузева специфіка), їх розвиненість, прийняті правила ділового обігу тощо.

На етапі підготовки до публічного розміщення акцій (приблизно за два-три роки до здійснення IPO) компанія-емітент має впровадити у свою діяльність основні вимоги, яким мають відповідати публічні компанії, зокрема: а) приведення фінансової звітності за останні три роки у відповідність до міжнародних стандартів та проходження аудиту в одній з аудиторських компаній «великої четвірки» (Deloitte, Ernst & Young, PricewaterhouseCoopers або KPMG); б) забезпечення прозорості управлінської схеми та схеми власності (регламентація внутрішніми документами ієрархії прийняття рішень; відповідність зарплат менеджерів ринковим стандартам; персоніфікація власників); в) розробка системи захисту прав інвесторів (впровадження Кодексу кор-

поративної поведінки; заснування незалежної ради директорів, яка б урівноважила інтереси менеджменту та інвесторів).

Важливим організаційним заходом цього етапу є також формування команди для проведення IPO та проведення її загальних зборів. Згідно світової практики, приблизно за півтора роки до IPO, здійснюється вибір банку-андеррайтера, юрисконсульта, аудитора та інших учасників команди; проводяться її загальні збори, що є офіційним початком процесу IPO; складається план-графік IPO. При цьому важливим моментом є вибір типу контракту, який укладатиметься між емітентом та андеррайтером. За американською моделлю існує три типи контрактів: а) «максимум зусиль» (*від англ. Best Efforts*) – угода, за якої андеррайтер зобов'язується докласти максимум зусиль для розміщення акцій, однак не несе жодних зобов'язань щодо викупу нерозподіленої частини емісії; б) «тверде зобов'язання» (*від англ. Firm Commitment*), коли лід-менеджер несе тверді зобов'язання з викупу всього або частини випуску акцій за фіксованими цінами. Якщо частина випуску виявиться не викупленою, андеррайтер зобов'язаний її придбати; в) «резервна угода» (*від англ. Stand-by Agreement*), за якої андеррайтер зобов'язується викупити для подальшого розміщення частину емісії, що була призначена для реалізації переважних прав (на придбання акцій нового випуску існуючими акціонерами) і залишилась не викупленою.

Згідно міжнародної практики, за рік до IPO андеррайтери розпочинають процедуру «дью ділідженс» (*від англ. Due Diligence*) – всебічну перевірку діяльності компанії-емітента, її фінансового стану та позиціонування на ринку, результати якої включаються до проспекту емісії акцій. Остання допомагає інвесторам у прийнятті обґрунтованого рішення про здійснення інвестицій. Зміст проспекту має відповідати Міжнародним стандартам розкриття інформації IOSCO, які дають іноземним компаніям можливість підготовки єдиного документу для розкриття інформації під час IPO, але не замінюють вимог, що висуваються у країні їх походження. У західній практиці проект проспекту друкується та з реєстраційною заявою подається регулятору для виявлення недоліків, подальшої реєстрації випуску акцій і присвоєння йому державного реєстраційного номеру. Під час перевірки проспекту компанія-емітент розсилає його попередню версію інвесторам для оцінки ними привабливості випуску.

За один-два місяці до IPO розпочинається роуд-шоу (*від англ. Road Show*) з метою відвідування потенційних інвесторів у різних містах і країнах світу з метою презентації їм компанії. Мета роуд-шоу – переконати інвесторів придбати акції; це один з найважливіших організаційних заходів підготовки до IPO-угоди, під час якого розпочинається процес визначення ціни пропозиції акцій. Взагалі, існує три методи ціноутворення під час IPO: метод фіксованої ціни, що передбачає попереднє визначення ціни та кількості акцій до розміщення; метод аукціону, коли інвестори повідомляють, яку кількість акцій вони бажають придбати та за якою ціною; метод формування книги заявок, що дає андерайтеру повний контроль над розподілом акцій компанії серед потенційних інвесторів.

Після реєстрації випуску акцій регулятором, узгодження остаточної ціни пропозиції та розміру емісії друкується фінальна версія проспекту. Далі розпочинається алокація (розподіл) акцій серед інвесторів. Розподіл відбувається за траншами – визначається, по скільки акцій припадатиме на локальних і міжнародних інвесторів, а також індивідуальних інвесторів та фінансових посередників. Після цього відбувається розміщення акцій серед інвесторів, які подали заявки. Алокація може відбуватися у два способи: а) дискреційним (*від англ. Discretionary* – «на власний розсуд»), коли емітент і андерайтери вільно обирають інвесторів, які отримають акції (більшість міжнародних угод здійснюється саме за такою схемою); б) недискреційним (*від англ. Non-Discretionary* – «обмежений у свободі дій») способом, коли дотримується певна схема (наприклад, на пропорційній основі або шляхом жеребкування).

Після узгодження ціни акцій і випуску остаточної версії проспекту емісії оголошується про початок IPO. З цього моменту ціна акцій формується ринком (це останній етап ціноутворення на ринку IPO). Завершення угоди відбувається тоді, коли компанія передає свої акції андерайтеру, а він переказує отримані кошти на рахунок компанії (зазвичай, через три робочі дні після початку торгів). Через сім днів після дебюту компанії IPO оголошується таким, що відбулося.

Наступним кроком є реєстрація звіту про результати емісії акцій у державному органі, який здійснює регулювання на ринку цінних паперів, а також початок торгівлі ними на фондовій біржі. В різних країнах існують певні обмеження щодо початку торгівлі акціями на вторинному ринку. Наприклад, в Україні вторинний обіг цінних

паперів обмежено до тих пір, поки не завершиться процедура реєстрації звіту про результати емісії (не менше 14 днів). Відповідно, потенційні інвестори обмежені у розпорядженні щойно придбаними цінними паперами. У США існує інше обмеження: після реєстрації на біржі емітент зобов'язаний пройти через так званий «період мовчання», протягом якого регулятор забороняє йому повідомляти будь-що окрім того, що входить до проспекту, і що може бути розтлумачено як навмисне підвищення ціни пропозиції. Тільки через 40 днів з моменту початку торгівлі андеррайтер може робити прогнози та давати рекомендації щодо купівлі акцій компанії. Такі заходи спрямовані на захист прав інвесторів та убезпечення цінних паперів від переоцінки на початковому етапі торгівлі.

Розміщенням акцій на фондовій біржі процедура IPO не завершується. Компанія-емітент, яка отримала публічний статус, має на постійній основі: 1) взаємодіяти з інвесторами; 2) регулярно публікувати звітність; 3) оновлювати корпоративний сайт; 4) розкривати і правильно подавати суттєві факти; паралельно вести боротьбу з біржовими спекуляціями і вчасно реагувати на асиметричні інформаційні шоки (в т.ч. повідомлення в пресі) або загальний спад на ринку, які можуть значно вплинути на котирування акцій.

Таким чином, процедура IPO є складним процесом, кожен етап якого є сукупністю узгоджених організаційно-правових заходів, що враховують вимоги внутрішнього національного законодавства в частині здійснення емісії акцій, а також необхідні й достатні для ефективного здійснення первинного публічного розміщення акцій дії, які склалися в межах звичаїв ділового обігу у світовій практиці.

Висновки до розділу 1

У розділі «Теоретичні основи правової регламентації первинної публічної пропозиції акцій (IPO) на міжнародних фондових ринках» визначено основні міжнародно-правові поняття, генезу та процес становлення міжнародного фондового ринку в контексті розвитку його міжнародно-правового регулювання; розкрито концептуальні основи уніфікації правового регулювання фінансових транзакцій у контексті доктринальних концепцій міжнародного права та сучасних парадигм правової уніфіка-

ції; висвітлено теоретичні засади та організаційно-правовий механізм IPO на міжнародних фондових ринках. У підсумку зроблено такі висновки й узагальнення:

1. За організаційно-правовим механізмом укладання і виконання угод у структурі світового фінансового ринку виокремлюють міжнародний кредитний та міжнародний фондовий ринки. За визначенням Банку міжнародних розрахунків, емісія цінних паперів на міжнародному фондовому ринку охоплює: емісію цінних паперів нерезидентами в національній або іноземній валюті на внутрішньому фінансовому ринку країни; емісію цінних паперів резидентами в іноземній валюті; емісію цінних паперів резидентами в національній валюті, які призначені для продажу нерезидентам (іноземним інвесторам).

2. Правовідносини, які виникають при здійсненні транзакцій на міжнародних фондових ринках у системі міжнародного права розглядаються як приватноправові, ускладнені іноземним елементом. При цьому міжнародні фінансові транзакції характеризуються як: 1) транскордонні (*cross-border*), коли однією зі сторін угоди є фінансова організація, яка володіє спеціальною правоздатністю (підтверджується ліцензією чи іншим дозволом уповноваженого державного органу) на здійснення діяльності на фондовому ринку; 2) трансвалютні (*cross-currency*), коли транзакція здійснюється у валюті чи з цінними паперами, деномінованими у валюті, відмінній від валюти, яка є національною для однієї зі сторін;

3. Правова регламентація фінансових транзакцій на міжнародних фондових ринках здійснюється шляхом використання: 1) міжнародних принципів і стандартів, які визначають рамкові вимоги до фінансового регулювання і нагляду; 2) норм міжнародного регулювання фінансових послуг; 3) норм європейського права; 3) норм національного фінансового регулювання, зокрема: банківського законодавства та законодавства про цінні папери; валютного законодавства; законодавства щодо протидії відмиванню доходів, отриманих злочинним шляхом; 4) норм законодавства про інформаційні технології.

4. В юриспруденції поняття «правова уніфікація» може використовуватися у широкому й вузькому розумінні. У широкому розумінні – це створення однакових, уніфікованих норм у внутрішньому праві різних держав. Таке трактування базується на тому, що право, як система загальнообов'язкових, формально-визначених правил

поведінки, які встановлюються і гарантуються державою з метою врегулювання найважливіших суспільних відносин, входить до внутрішньої виняткової юрисдикції держави. Оскільки не існує наднаціонального «законодавчого» органа, який приймає юридично обов'язкові «закони» для внутрішнього права держав, то єдиним способом створення уніфікованих норм є співробітництво держав. Уніфікація права у вузькому розумінні означає співробітництво держав, спрямоване на створення, зміну чи припинення однакових правових норм у внутрішньому праві визначеного кола держав. У цій якості уніфікація є різновидом правотворчого процесу, головною особливістю якого є те, що він відбувається в двох правових системах – у міжнародному праві і у внутрішньому праві держави, із застосуванням міжнародно-правових і національно-правових форм і механізмів. Уніфікація права, як правотворчий процес, має дві самостійні, але взаємозалежні стадії: перша проходить у міжнародно-правовій сфері і завершується прийняттям міжнародно-правових норм, що уніфікуються; друга проходить у національно-правовій сфері і завершується імплементацією уніфікованих норм у національне законодавство.

5. Проблема правової уніфікації останнім часом привертає до себе підвищену увагу юристів-міжнародників. У доктрині міжнародного права її можна розглядати у рамках трьох концепцій співвідношення міжнародного і національного права: дуалістичної і двох моністичних; а також у площині перетину трьох парадигм правової уніфікації: національної, міжнародної та транснаціональної, кожна із яких має свою відносну концептуальну цінність. Зокрема, національні правові норми забезпечують як уніфікацію, так і контрольовану конкуренцію; міжнародні – забезпечують компроміси між порівняно сильними державами; а у випадку транснаціональної уніфікації узгоджуються інтереси між приватними суб'єктами і державами. Трилема полягає в тому, яку з цих трьох парадигм обрати в процесі правової уніфікації з будь-якого конкретного питання.

6. Поняття «первинна публічна пропозиція акцій» (*Initial Public Offering – IPO*) має неоднозначне трактування та використовується для ідентифікації публічної оферти компанії-емітента необмеженому колу інвесторів, заявленої для продажу всіх або частини акцій (первісного чи додаткового випуску) із здійсненням доступу до торгів фондових бірж та/або інших організаторів торгівлі на ринку цінних паперів, у резуль-

таті якої відбувається збільшення капіталізації (власного капіталу) компанії-емітента. Окрім IPO (*Initial Public Offering*) використовуються й інші форми й методи публічного розміщення цінних паперів: FO (*Followon*); PPO (*Primary Public Offering*); SPO (*Secondary Public Offering*); DPO (*Direct Public Offering*); PBO (*Piggyback Offering*); *Privateplacement*, порівняльні змістовні характеристики яких з'ясовано у процесі дослідження.

7. Процедура IPO – складний процес, кожен етап якого є сукупністю узгоджених організаційно-правових заходів, що враховують вимоги внутрішнього національного законодавства в частині здійснення емісії акцій, уніфіковані норми правового регулювання процедури IPO на універсальному, регіональному й локальному рівнях, необхідні й достатні для ефективного здійснення первинного публічного розміщення акцій, а також дії, які склалися в межах звичаїв ділового обігу у світовій практиці. IPO як складний комплекс організаційних, юридичних і фінансових процедур, зачіпає інтереси як його безпосередніх учасників (емітентів та інвесторів), так і організаторів (інвестиційних банків, андеррайтерів) і консультантів (юридичних, фінансових, PR-агенцій та IR-консультантів, аудиторів та ін.).

РОЗДІЛ 2

ПРАВОВА УНІФІКАЦІЯ ПРОЦЕДУРИ ІРО НА МІЖНАРОДНИХ ФОНДОВИХ РИНКАХ: КОМПАРАТИВНИЙ АНАЛІЗ

2.1. Правове регулювання транскордонного володіння цінними паперами і транскордонних переказів цінних паперів

Сучасний рівень розвитку міжнародних фондових ринків створює можливість для емітентів цінних паперів та інвесторів, відповідно розміщувати і купувати цінні папери на фондових (біржових і позабіржових) ринках різних країн. Одночасно виникає необхідність у розвитку інфраструктури, яка забезпечувала б можливість обліку і передачі прав на міжнародні цінні папери (в першу чергу єврооблігації), цінні папери, розміщені в міжнародних фінансових центрах чи на фінансових ринках, що розвиваються. На необхідності розробки міжнародних стандартів для такої фінансової інфраструктури наголошувалося ще в 1988 р. у доповіді Групи тридцяти. Зазначені стандарти отримали своє юридичне оформлення на міжнародному рівні в «Рекомендаціях для систем розрахунку за цінними паперами» Банку міжнародних розрахунків і Міжнародної організації комісій з цінних паперів 2001 р. (надалі – Рекомендації 2001 р.); Рекомендаціях Міжнародної асоціації послуг з цінних паперів (ISSA) 2000 р.; Рекомендаціях Групи тридцяти, включених в «План дій з глобального клірингу і розрахунків» 2003 р. (далі – Рекомендації Групи тридцяти); на європейському рівні – в Рекомендаціях консультативних груп Комісії ЄС (Група Джуованніні, Група CESAME, Група з юридичної визначеності) і Європейському кодексі поведінки з клірингу і розрахунків 2006 р. [84, с. 112].

Вищевказані рекомендації стали методологічною основою для розробки Гаазької конвенції «Про право, застосовне до деяких прав щодо цінних паперів, які знаходяться у власності в посередника» 2006 р. (надалі – Гаазька конвенція з цінних паперів) [94] і Конвенції УНІДРУА «Про матеріальні правила, що стосуються цінних паперів, які знаходяться у посередника» (надалі – Конвенція УНІДРУА з цінних паперів) [97]. Перед аналізом положень даних конвенцій зупинимося на Рекомендаціях 2001 р., які стали міжнародним стандартом оцінки регулювання системи розрахунків щодо цінних паперів зокрема, в частині особливостей транскордонного

володіння цінними паперами і транскордонних переказів цінних паперів, а також загальної структури договірних відносин.

Транскордонне володіння цінними паперами характеризується такими особливими рисами [84, с. 113].:

1) здійснюється за межами країни, яка є місцем знаходження як мінімум емітента цінних паперів;

2) є, як правило, непрямим (*indirect holding*), коли: 1) в статусі законного власника цінних паперів в офіційному реєстрі емітента відображається номінальний держатель-посередник (депозитарій / кастодіан), а бенефіціарний власник (чи посередник, через якого останній володіє цінними паперами) відображається в якості власника цінних паперів в облікових книгах номінального держателя; 2) цінні папери на пред'явника розміщуються у посередника, і саме посередник веде рахунок, який відображає права та інтереси бенефіціарного власника цінних паперів;

3) цінні папери зберігаються у посередника в іммобілізованій формі (з випуском глобального сертифіката, який представляє єдиний випуск цінних паперів, що зберігається посередником) чи в дематеріалізованій (бездокументарній) формі (коли права на цінні папери підтверджуються записами на рахунках, які ведуться посередником);

4) здійснюється за участі центрального депозитарію цінних паперів (ЦДЦП), який укладає угоду про відкриття рахунків іноземних кастодіанів (в тому числі глобальних) чи депозитаріїв. ЦДЦП може обслуговувати фінансові ринки декількох країн чи бути міжнародним центральним депозитарієм (МЦДЦП), який надає послуги на основі угоди з ЦДЦП чи кастодіаном (депозитарієм) відповідної країни. Двома діючими МЦДЦП є Clearstream і Euroclear.

Транскордонний переказ цінних паперів характеризується таким:

– здійснюється в країні розміщення цінних паперів чи в країні місця знаходження МЦДЦБ, але за межами країни місця знаходження емітента;

– передача прав на цінні папери здійснюється через дебетування і кредитування рахунків, які ведуться в облікових книгах (*book-entry*) ЦДЦБ;

– переказ цінних паперів у ЦДЦБ автоматично веде до передачі правового титулу на цінні папери.

Забезпечення транскордонного володіння цінними паперами і їх транскордонного переказу є двома взаємопов'язаними цілями діяльності системи розрахунку за цінними паперами (*securities settlement system*), яка може надавати доступ до своїх послуг іноземним учасникам одним із таких способів [84, с. 114]:

- 1) пряма транскордонна участь (може обмежуватися правом місця знаходження системи);
- 2) участь через місцевого кастодіана, який є прямим учасником системи;
- 3) участь через глобального кастодіана, який забезпечує доступ до кастодіальних і розрахункових послуг на декількох фінансових ринках через своїх контрагентів-субкастодіанів;
- 4) участь через ЦДЦБ чи МЦДЦБ.

Враховуючи, що транскордонне володіння цінними паперами і транскордонні перекази цінних паперів передбачають залучення низки посередників, які розташовані в різних країнах і, які відкривають рахунки іншим посередникам чи ведуть рахунки інших посередників, досягнення визначеності і передбачуваності щодо застосовуваного права є ключовим у мінімізації ризиків функціонування систем розрахунку за цінними паперами. Саме цій цілі на міжнародному рівні служить Гаазька конвенція з цінних паперів (підписана США і Швейцарією 5 липня 2006 р., о. Св. Маврикія – 28 липня 2008 р.).

Гаазька конвенція з цінних паперів визначає право, застосовне до цінних паперів (акцій, облігацій, інших фінансових інструментів чи активів, а також прав на них), що знаходяться у власності в посередника, яке в процесі ведення підприємницької чи іншої регулярної діяльності, в тому числі як ЦДЦБ, веде рахунки інших осіб (власників рахунків), за якими може здійснюватися зарахування і списання цінних паперів. Посередник, який веде рахунок цінних паперів, визнається у відносинах з власником рахунку «відповідним посередником» (*relevant intermediary*) [84, с. 114].

На основі застосовного права визначаються:

- 1) юридична природа прав, які виникають у результаті зарахування цінних паперів на рахунок і, дію таких прав щодо посередників і третіх осіб;
- 2) правова природа і наслідки розпорядження цінними паперами (шляхом прямої передачі прав за допомогою забезпечення чи надання забезпечувального інтере-

су; через розпорядження рахунком, шляхом розпорядження чи в силу арешту на користь посередника) у відносинах посередника і третіх осіб;

3) вимоги щодо формалізації розпорядження цінними паперами;

4) перевага чи пріоритет права однієї особи на цінні папери перед правом іншої особи;

5) обов'язки посередника перед іншою особою, ніж власник рахунку, яке пред'являє на цінні папери вимогу, що конкурує з вимогами власника рахунку чи іншої особи;

6) вимоги про реалізацію права на цінні папери;

7) поширення розпорядження цінними паперами на право отримання дивідендів, доходу, інших виплат, на кошти від викупу, продажу чи інші надходження.

Вказаний перелік питань є закритим і не зачіпає дії публічно-правових норм, включаючи законодавство, яке регулює діяльність фінансових посередників, законодавство щодо боротьби з відмиванням доходів, податкове законодавство.

Стаття 4 Гаазької конвенції з цінних паперів встановлює основну колізійну норму, яка передбачає, що застосовним до всіх питань сфери дії Конвенції є право держави, прямо вказане в угоді рахунку як регулююча угода рахунку або застосовне до всіх питань сфери дії Конвенції [94].

Вибір застосовного права признається у тому випадку, якщо в момент укладання угоди рахунку відповідний посередник має в державі, право якої обране як застосовне, свій ідентифікований (за номером рахунку, банківського коду чи іншим чином) офіс, який самотійно чи спільно з іншими офісами:

1) здійснює проводки за рахунками цінних паперів чи їх моніторинг;

2) адмініструє платежі чи корпоративні дії щодо цінних паперів;

3) іншим чином залучений у підприємницьку чи іншу регулярну діяльність з ведення рахунків цінних паперів (Конвенція встановлює випадки, коли офіс не може вважатися залученим в таку діяльність, включаючи здійснення технічної підтримки, ведення бухгалтерського обліку, обробку даних, виконання функцій call-центру, місця отримання поштових повідомлень, представницьких чи адміністративних функцій).

Таким чином, обране в угоді рахунку право, в будь-якому випадку, має бути локалізоване в місці знаходження одного із таких, що відповідають вказаним вимогам офісу посередника (*Place of relevant intermediary approach – PRIMA*).

Якщо з яких-небудь причин чи підстав колізійна норма не може бути застосована, то Конвенція встановлює три послідовно застосовних резервних варіанти [94]:

– по-перше, якщо в угоді рахунку прямо і однозначно вказаний офіс посередника, через який укладається угода (з урахуванням критеріїв обміну документами, надання послуг, виконання функцій), то застосовним є право місця знаходження такого офісу при умові, що він відповідає вимогам до офісу в рамках основної колізійної норми;

– по-друге, застосовним є право місця установи чи іншої організації-посередника під час укладання угоди рахунку чи відкриття рахунку цінних паперів (при відсутності угоди рахунку);

– по-третє, застосовним є право місця ведення (основного при наявності декількох) підприємницької діяльності посередника під час укладання угоди рахунку чи відкриття рахунку цінних паперів (при відсутності угоди рахунку).

З метою встановлення застосовного права не враховуються місце знаходження емітента, сертифікатів, реєстру цінних паперів, а також місце знаходження інших посередників.

Гаазька конвенція з цінних паперів передбачає спеціальні заходи щодо захисту прав у випадку зміни застосовного права, а також визнання вибору застосовного права у випадку застосування процедур неспроможності (до їх початку, а також без збитку для матеріальних і процесуальних аспектів).

Конвенція УНІДРУА з цінних паперів має багато спільного з Гаазькою конвенцією з цінних паперів в частині регулювання питань, що стосуються непрямого володіння цінними паперами, у зв'язку з чим обидві конвенції використовують однакову базову термінологію (цінні папери, рахунок цінних паперів, відповідний посередник, власник рахунку). Разом з тим, Конвенція УНІДРУА зачіпає не лише двосторонні відносини («власник рахунку – посередник», «посередник – посередник»), але й рівень розрахункових і клірингових систем, а також їх правила (*uniform rules*). Конвенція УНІДРУА у своїй структурі виходить із комплексності регулювання, охоплюючи всі найсуттєвіші матеріально-правові аспекти [84, с. 117].

Описуючи права власника рахунку, Конвенція в ст. 7 визнає зарахування цінних паперів на рахунок достатнім і дійсним (щодо третіх осіб, відповідного посередника, емітента) способом виникнення і реалізації прав на цінні папери, розпорядження ними шляхом направлення інструкцій посереднику, надання права посереднику володіти цінними паперами іншим чином, ніж за допомогою рахунку. Відповідно посередник зобов'язаний забезпечити власнику рахунку можливість здобувати і реалізувати свої права на цінні папери [97].

Переказ цінних паперів, які знаходяться у власності в посередника, надання забезпечувального інтересу на них також здійснюються шляхом їх списання і зарахування по рахунку, в тому числі на нетто-основі (ст. 9). Надання забезпечувального чи іншого обмежувального (*limited interest*) інтересу може здійснюватись власником рахунку третій особі без операцій по рахунку (ст. 10) на основі угоди з третьою особою (на її користь) і при дотриманні однієї із таких умов [97]:

- третьою особою є відповідний посередник;
- на користь третьої особи по рахунку здійснений так званий уповноважений запис (*designating entry*), у зв'язку з чим посередник не має права виконувати інструкції власника рахунку, які стосуються цінних паперів, охоплених уповноваженим записом, без згоди третьої особи, або зобов'язаний виконувати інструкції третьої особи без згоди власника рахунку при настанні обставин, передбачених в угоді;
- між власником рахунку, третьою особою і посередником укладається угода про контроль (посередник може не бути її стороною, але повідомляється третьою особою про укладання такої угоди) з виникненням зобов'язань посередника, які аналогічні наслідкам здійснення за рахунком уповноваженим записом.

Представлений інтерес може зачіпати як рахунок в цілому, так і певні категорії, кількість, пропорції, вартість цінних паперів, які зараховуються на рахунок.

Списання посередником цінних паперів з рахунку чи здійснення уповноваженого запису є недійсним (ст. 13), якщо посередник не володів відповідним правом, наданим власником рахунку чи третьою особою. Недійсність списання (запису) може спричиняти відміну (*reversal*), порядок якої встановлюється угодою рахунку чи правилами системи [97].

Щодо зарахування цінних паперів на рахунок, то Конвенція регулює випадок (ст. 14), коли у третьої особи є забезпечувальний інтерес щодо зараховуваних цін-

них паперів, а зарахування цей інтерес порушує, про що власник рахунку не знає. У такому випадку забезпечувальний інтерес не поширюється на власника рахунку і зарахування цінних паперів не є недійсним і не потребує відміни з причини можливої недійсності списання [97].

При наданні декількох забезпечувальних інтересів щодо одних і тих самих цінних паперів пріоритет між ними визначається згідно Конвенції (ст. 15) [97] у такій послідовності [84, с. 118]:

- забезпечувальний інтерес відповідного посередника (пріоритет може знижуватися через уповноважений запис чи угоду про контроль на користь третьої особи);
- забезпечувальний інтерес через здійснення по рахунку уповноваженого запису;
- забезпечувальний інтерес на основі угоди про контроль з повідомленням про це посередника.

Загалом пріоритет може змінюватися угодою сторін, але він не діє щодо третіх осіб.

Конвенція УНІДРУА з цінних паперів встановлює у розділі IV спеціальні положення, спрямовані на забезпечення цілісності системи володіння цінними паперами через посередника, включаючи [84, с. 118]:

- дію прав власника рахунку, забезпечувального інтересу третьої особи у випадку процедур неспроможності;
- заборона на звернення щодо стягнення на цінні папери на вищому рівні (*upper tier*), ніж рівень власника рахунку;
- обов'язок посередника забезпечити достатність цінних паперів у розмірі зарахованих на рахунки (Конвенція вказує на можливі способи виконання даного обов'язку);
- обов'язок посередника забезпечити можливість віднесення цінних паперів, якими він володіє, на відповідні рахунки.

Стаття 24 Конвенції «Неспроможність оператора чи учасника системи розрахунку за цінними паперами» і розділ VI «Спеціальні положення щодо забезпечувальних угод» інкорпорують підходи згідно Директиви про остаточність розрахунку і Директиви про фінансове забезпечення [97].

Конвенція УНІДРУА з цінних паперів містить спеціальні положення, які стосуються застосування права держав-учасниць поряд з положеннями Конвенції (non-Convention law). Зокрема, таке право може встановлювати інші, ніж Конвенція, методи придбання і розпорядження цінними паперами, надання забезпечувального інтересу на цінні папери (такий інтерес має нижчий пріоритет над забезпечувальним інтересом, наданим згідно з Конвенцією), доказові вимоги при таких методах, підстави недійсності і порядок відміни списання цінних паперів з рахунку чи здійснення уповноваженого запису на рахунку, способи забезпечення посередником достатності цінних паперів.

Ймовірно, що прикладом «не конвенційного права» на європейському рівні може стати директива ЄС, яка інтегрує існуючі підходи (Директива про остаточність розрахунку, Директива про фінансове забезпечення) і розвиває матеріально-правові аспекти, оскільки саме про це свідчить робота Групи з юридичної визначеності при Комісії ЄС.

2.2. Особливості правової регламентації IPO на фондовому ринку США

Первинною ціллю законодавства США про цінні папери був захист американських інвесторів. Формування міжнародних ринків капіталів у повоєнний період і їх глобалізація в 90-ті рр. вимагали адекватної правової реакції на ці процеси. Починаючи з 1990-х р., в США Комісією з цінних паперів і бірж (SEC) були прийняті документи, які стали юридичною основою для доступу іноземних приватних емітентів на фінансовий ринок США.

Відповідно до Правил 405 і 3b-4 іноземним приватним емітентом є будь-який емітент (за виключенням іноземних урядів), установ у відповідності з законами будь-якої юрисдикції за межами США, за виключенням випадків, коли [84, с. 100]:

- 1) більше 50 % його акцій, що знаходяться в обігу, прямо чи опосередковано знаходяться у власності резидентів США;
- 2) і, будь-що із нижче переліченого:

- більшість із виконавчих посадових осіб чи директорів є громадянами чи резидентами США;
- більше 50 % активів такої особи знаходяться на території США;
- управління діяльністю такої особи здійснюється переважно із США.

Згідно із Законом про цінні папери 1933 р. будь-яка транзакція, яка тягне за собою пропозицію чи продаж цінних паперів, має бути зареєстрована Комісією з цінних паперів і бірж, окрім випадків, коли даний вид цінних паперів чи угода звільнені від реєстрації. Згідно Закону про фондові біржі 1934 р. іноземний приватний емітент зобов'язаний зареєструвати цінні папери у випадку проходження лістингу на національній фондовій біржі США. Окрім цього, якщо активи іноземного приватного емітента складають більше 10 млн. дол. США і кількість акціонерів, які мають у власності певний клас цінних паперів, складає 500 і більше (з яких щонайменше 300 є резидентами США), то такий емітент зобов'язаний зареєструвати дані цінні папери [84, с. 100].

Разом з тим законодавство США допускає розміщення цінних паперів без реєстрації у формі:

- офшорної пропозиції (за межами США) на основі Положення S (у тому числі є основою для випуску єврооблігацій за межами США);
- приватного розміщення на основі Положення D;
- приватного розміщення «кваліфікованим інституційним інвесторам» на основі Правила 144A.

Положення S поширюється на угоди з цінними паперами, які здійснюються особами США; для цього вводиться поняття «офшорна транзакція» (*offshore transaction*). Пропозиція чи продаж цінних паперів вважається офшорною транзакцією, якщо робиться пропозиція особі, яка не знаходиться в США і: 1) в момент видачі наказу на купівлю, покупець знаходиться за межами США, або продавець чи будь-яка особа, що діє від його імені, мають докази, що покупець знаходиться за межами США; чи 2) стосовно до пропозицій і продажі цінних паперів – транзакція здійснюється на торговій площадці іноземної фондової біржі, розташованої за межами США або через таку площадку; стосовно до перепродажу – на встановленому офшорному ринку цінних паперів (*designated offshore securities market - DOSM*) чи

через такий ринок, і продавець або особа, яка діє від його імені, не знає про попереднє узгодження транзакції з покупцем, який знаходиться в США [84, с. 101].

Положення S як офшорні ринки цінних паперів розглядає ринок єврооблігацій, потужні фондові біржі, а також будь-який біржовий чи не біржовий ринок, визначений Комісією з цінних паперів і бірж, якщо він відповідає певним критеріям. Таким чином, якщо американський банк, який виступає від імені американського клієнта, розміщує наказ на виконання транзакції в рамках DOSM в іноземного брокера з використанням засобів зв'язку (телефонного, телексного тощо), ця транзакція вважається офшорною. Схожий підхід до концепції територіальності дає іноземним покупцям цінних паперів на DOSM гарантії дійсності укладених угод (інакше у випадку кожної транзакції виникало би питання, що інша сторона не є особою США).

Враховуючи обмеження на емісію і операції з цінними паперами Положення S встановлює для певних транзакцій з цінними паперами три категорії так званих невиключних безпечних гаваней (*non-exclusive safe harbors*). Невиключність означає, що здійсненими за межами США вважаються лише такі пропозиції і продажі цінних паперів, які підпадають під вимоги однієї із категорій і відповідають двом загальним умовам, які передбачені Положенням S: 1) пропозиції і продажі мають здійснюватися у формі офшорних транзакцій; 2) не повинні здійснюватися заходи з організації і стимулювання збуту в США емітентом, дистриб'ютором чи їх відповідними філіями або представниками.

Положення S передбачає умови безпечної гавані як щодо первинного публічного розміщення цінних паперів, так і щодо їх офшорного перепродажу (*offshore resales*), тобто коли продаж здійснюється особою іншою, ніж емітент, дистриб'ютором, залежною особою чи іншою особою, що діє від імені вищевказаних.

Положення D було прийняте Комісією з цінних паперів і бірж з метою роз'яснення розділу 4(2) Закону про цінні папери, відповідно до якого при здійсненні пропозиції і продажу цінних паперів емітент звільняється від реєстраційних вимог, якщо транзакція не є «публічною пропозицією». Положення D передбачає виключення для трьох видів транзакцій, передбачених [84, с. 102]:

По-перше, Правилем 504: розміщення (пропозиція і продаж) цінних паперів на загальну суму, яка не перевищує 1 млн. дол. США, впродовж 12 місяців (в тако-

му випадку застосовуються всі загальні умови Положення D: відсутність реклами; дій з перепродажу; повідомлення SEC про розміщення, окрім вимог щодо розкриття інформації інвесторам).

По-друге, Правилем 505: розміщення (пропозиція і продаж) цінних паперів на загальну суму, яка не перевищує 5 млн. дол. США, впродовж 12 місяців. При цьому передбачені обмеження на кількість інвесторів: необмежена кількість «акредитованих» інвесторів (йдеться про банки, страхові, інвестиційні компанії, корпорації, активи яких перевищують 5 млн. дол. США; фізичних осіб, які володіють чи інвестують кошти на суму більше 1 млн. дол. США; фізичних осіб, щорічний дохід яких перевищує 200 тис. дол. США; трасти з активами більше 5 млн. дол. США); і не більше 35 неакредитованих інвесторів. При процедурі розміщення застосовуються загальні умови Положення D, за виключенням вимог щодо розкриття інформації «акредитованим» інвесторам.

По-третє, Правилем 506: розміщення з такими самими вимогами, які передбачені Правилем 505, але без обмеження обсягів розміщення. На додаток до вимог Правил 505 кожен покупець цінних паперів, який не є «акредитованим» інвестором, повинен продемонструвати емітенту, що він «має знання і досвід у фінансових і ділових питаннях, які є достатніми для оцінки переваг і ризиків ймовірних інвестицій».

Правило 144A надає звільнення від виконання реєстраційних вимог у випадку перепродажу цінних паперів, розміщених через приватну пропозицію, чи інших обмежених в обігу цінних паперів «кваліфікованим інституційним покупцем» (*qualified institutional buyers* – юридична особа, яка згідно загальних правил, має володіти цінними паперами на суму 100 млн. дол. США). У зв'язку з прийняттям Правил 144A SEC схвалила пропозицію Національної асоціації фондових дилерів (NASD) про створення спеціальної торгової системи (PORTAL), призначеної для торгівлі цінними паперами на основі Правил 144A. Дана торгова система була створена з метою забезпечення дотримання вимог Правил 144A при вторинному обігу таких цінних паперів. Перевагою розміщення згідно Правил 144A у порівнянні з Правилем D є можливість необмеженого перепродажу цінних паперів серед «кваліфікованих інституційних покупців». Разом з тим, на практиці приватне розмі-

щення з використанням Правила 144А зазвичай здійснюється одночасно з публічним розміщенням тих самих цінних паперів за межами США відповідно до Положення S чи приватним розміщенням цінних паперів згідно з Положенням D [84, с. 102].

Найпопулярнішим в іноземних приватних емітентів видом цінних паперів, які випускаються в США, є американські депозитарні розписки (АДР). Під депозитарною розпискою право США розуміє сертифікат американського депозитарію, який підтверджує право власності на визначену кількість депозитарних акцій (американських чи глобальних), які своєю чергою представляють право власності на визначену кількість цінних паперів іноземного приватного емітента. Раніше вражалося, що АДР і американські депозитарні акції є цінними паперами за Законом про цінні папери 1933 р. Але в 1983 р. SEC виявила характерну рису АДР: АДР лише підтверджують право на американські депозитарні акції, які в свою чергу надають право на депоновані цінні папери іноземного приватного емітента [44, с. 249-250].

В операціях з АДР беруть участь: іноземний приватний емітент, американський банк-депозитарій (випускає АДР на території США), банк-кастодіан, розташований в країні емітента, в якому зберігаються (депонуються) акції іноземного приватного емітента на ім'я банку-депозитарія) та інвестор.

Американські депозитарні розписки класифікуються з урахуванням [84, с. 103]:

– місця розміщення: 1) на американські депозитарні розписки (*american depositary receipts*), операції з якими здійснюються тільки на території США; 2) глобальні депозитарні розписки (*global depositary receipts*), операції з якими проводяться як на території США, так і за їх межами;

– ступеня участі у випуску АДР іноземного емітента: 1) на спонсоровані (*sponsored*), випуск яких здійснюється за ініціативою і за участі іноземного емітента; і 2) неспонсоровані (*unsponsored*). Водночас, спонсоровані АДР поділяються залежно від цілі випуску на: 1) АДР, які випускаються з метою збільшення кількості акціонерів (так звані АДР 1-ого і 2-ого рівня – Level I and Level II ADRs); і 2) АДР, що випускаються з метою збільшення капіталу (так звані АДР 3-ого рівня – Level III ADRs).

Спонсоровані проекти АДР кожного рівня відрізняються один від одного ступенем залучення емітента у процес випуску і розкриття ним інформації. Зокрема, першим кроком іноземного емітента у випадку АДР 1-ого рівня є реєстрація проекту

згідно Закону про цінні папери 1933 р. з використанням спеціальної форми (F-6), яка включає в себе: 1) проспект (prospectus) – короткий опис умов депонування, в т.ч. дані про кількість депонованих цінних паперів, представлених однією депозитарною акцією, процедури голосування депонованими цінними паперами, якщо таке можливо, дані про збір і розподіл дивідендів, реалізацію прав, внесення доповнень у депозитний договір, його пролонгацію і призупинення, права інвесторів, обмеження відповідальності депозитарію, а також відомості про всі платежі, які повинен здійснити інвестор, включаючи опис наданої послуги; 2) інші зобов'язання щодо надання інформації (undertakings), в тому числі копію депозитної угоди, інші договори, пов'язані з проектом АДР, в яких депозитарій є однією зі сторін, думку юридичних радників щодо легальності проведення конкретного проекту АДР, дані про дилерів, задіяних в проекті тощо [44, с. 251-253]. Окрім цього, вимагається подача в Комісію прохання про звільнення від надання інформації і звітності згідно з розділом 12 (g) Закону 1934 р. Звільнення від надання інформації здійснюється Комісією на основі правила 12g3-2(b) Закону 1934 р. при дотриманні певних умов [84, с. 104]:

- 1) якщо цінні папери іноземних емітентів не включені в лістинг фондових бірж США чи системи NASDAQ;
- 2) якщо капітал іноземних емітентів дорівнює (більше) 5 млн. дол. США;
- 3) якщо 300 і більше акціонерів іноземних емітентів є резидентами США;
- 4) якщо іноземні емітенти мають 500 і більше акціонерів у міжнародному масштабі, частина з яких є резидентами США.

Отримання звільнення і реєстрація проекту є умовами укладення депозитарного договору між емітентом і депозитарієм, згідно якого останній отримує право випуску АДР під цінні папери іноземного емітента, куплені на вторинному ринку.

У випадку АДР 2-ого рівня, вони включаються у лістинг однієї із декількох американських фондових бірж чи системи NASDAQ. При цьому фінансова звітність емітента має відповідати американським стандартам бухгалтерського обліку; реєстрація проводиться за спеціальною формою (F-20), вимоги до розкриття інформації у якій аналогічні встановленим для американських корпорацій [44, с. 252].

При АДР 3-ого рівня випуск здійснюється іноземним емітентом з метою збільшення капіталу у формі приватного розміщення в США на умовах Правил 144А з

пропозицією цінних паперів кваліфікованим інституційним покупцям (зокрема, страховим та інвестиційним компаніям, дилерам та інвестиційним консультантам), чи публічного розміщення в США або за кордоном з наступною пропозицією випущених цінних паперів у США. Приватне розміщення є найпривабливішим для іноземних емітентів, оскільки не потребує реєстрації згідно Закону про цінні папери 1933 р. і надання звітності відповідно до Закону про фондові біржі 1934 р. Крім того, у випадку приватного розміщення діють менш жорсткі норми щодо відповідальності, що підтверджено рішенням Верховного Суду США 1995 р. (*Gustafson v. Alloyd Co.*), відповідно до якого, розділ 12(2) Закону про цінні папери 1933 р. не застосовується у випадку приватного розміщення [44, с. 253].

Для реєстрації АДР 3-го рівня використовуються спеціальні форми F-1 (F-2, F-3), з яких форма F-1 є найдетальнішою і включає в себе інформацію про проект, фактори ризику, співвідношення рівня очікуваної прибутковості і оплати послуг депозитарію, дані про використання надходжень від проекту його організаторами, визначення ціни АДР, що пропонуються до розміщення, план поширення, опис пропонованих до реєстрації цінних паперів, а також інформацію про емітента та іншу інформацію. З метою надання звітності використовується форма F-6К, яка подається іноземним емітентом в Комісію і на кожну американську фондову біржу, в лістинг якої включені його цінні папери. Форма містить інформацію про емітента та його дочірні підприємства, в тому числі дані, що вимагаються законодавством країни реєстрації; дані, які підлягають представленню на будь-якій фондовій біржі за межами США, де цінні папери емітента знаходяться в лістингу; а також інформацію, яку емітент поширив серед інвесторів у свої цінні папери [84, с. 104].

Серед угод, які опосередковують випуск АДР, найбільший інтерес викликають депозитарна й кастодіальна угоди. Депозитарна угода укладається між банком-депозитарієм, іноземним емітентом та інвестором в АДР. Банк крім депозитарних може виконувати також функції реєстратора і трансферт-агента. Основні умови депозитарної угоди включають правила випуску АДР, отримання дивідендів та інших платежів інвесторами, процедуру голосування цінними паперами, а також правила реєстрації переходу права власності на АДР і цінні папери емітента. Натомість кастодіальна угода укладається між банком-кастодіаном і депозитарієм. Зобов'язання

банку-кастодіана за кастодіальною угодою полягає в отриманні цінних паперів емітента та їх зберіганні, передачі цінних паперів особам, які вказані депозитарієм, у голосуванні цінними паперами інвесторів на зборах акціонерів емітента за дорученням і відповідно до інструкцій депозитарію, отриманні дивідендів та інших надходжень (після сплати податків і зборів) для розподілу серед інвесторів в АДР, а також в отриманні від емітента інформації для представлення її інвесторам та депозитарію.

Фондовий ринок США – один із найбільш ліквідних і прозорих ринків у світі. За останні кілька років (на тлі низки скандалів, в які були залучені великі корпорації), були посилені стандарти підготовки фінансової звітності, зокрема у результаті прийняття закону Сарбейнса-Окслі. Цей закон (англ. *Sarbanes-Oxley Act*), прийнятий 30 липня 2002, відомий також як «Закон про реформу відкритих акціонерних товариств і захист інвесторів» (англ. *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act*) або «Закон про аудит і корпоративну звітність та відповідальність» (англ. *Corporate and Auditing Accountability and Responsibility Act*). Він вніс істотні зміни, що вплинули на ситуацію не лише в США, але й у всьому світі. Як це зазвичай стається у випадку прийняття нових складних законів, компаніям і консультантам знадобилося чимало часу і зусиль, щоб повністю освоїти вимоги цього закону. Ймовірно це викликало стагнацію на ринку IPO США. Зокрема, для деяких компаній це на короткостроковий період змістило баланс між привабливістю проведення IPO і здійсненням операцій зі злиття або поглинання. Однак, через три роки стали зрозумілі й інші наслідки прийняття закону, так само як і його переваги і недоліки в порівнянні з нормами регулювання інших країн.

2.3. Принципи правової уніфікації процедури IPO на фондових ринках країн ЄС

Право ЄС визначає порядок діяльності та прийняття рішень органів ЄС, а також регламентує взаємовідносини між ними. Водночас органи ЄС наділяються повноваженнями створювати правові механізми (шляхом прийняття регламентів,

директив, рішень, а також рекомендацій та висновків), які зобов'язують країни-учасниці та їх громадян дотримуватися встановлених правил та виконувати обов'язки.

З огляду на зазначене, ЄС можна розглядати як міжнародну організацію, яка створена на основі закону і, яка сама створює закон. Відтак, право Європейського Союзу посідає окреме місце між міжнародним правом і національним законодавством держав-членів ЄС, а правова система Європейського Союзу складається з національних законодавств кожної окремої держави та із спільного для них усіх законодавства Європейського Союзу, яке забезпечує гармонізацію або зближення окремих законодавств.

Правові системи європейських держав і ЄС діють на основі принципів «делегованої та обмеженої» компетенції, а також «субсидіарності та пропорційності».

Суть принципу «делегованої та обмеженої» компетенції полягає у такому [7]:

- будь-які дії (рішення в рамках відповідних процедур) інститутів та інших органів ЄС повинні мати правову підставу, прямо або побічно встановлену в засновницьких договорах («делегування» компетенції);
- органи ЄС не можуть виходити за межі своєї компетенції («обмеження» компетенції). Наприклад, Договір про Європейське співтовариство не наділяє ЄС компетенцією на гармонізацію кримінального права, тому правові акти ЄС, які регулюють ринок цінних паперів, в цій частині обмежуються зауваженням про те, що заходи відповідальності, які встановлюються національним правом, повинні бути дієвими, відповідними та ефективними.

Натомість суть принципу «субсидіарності і пропорційності» полягає у тому що:

- за межами виняткової компетенції дії інститутів ЄС мають місце, якщо цілі правового регулювання не можуть бути досягнуті в достатній мірі самими державами-членами ЄС через масштаби і результати дії та можуть бути успішно здійснені на інтеграційному рівні («субсидіарність» – додатковість дій ЄС);
- дії ЄС не повинні виходити за межі необхідних для досягнення цілей засновницьких договорів («пропорційність»).

Головним завданням законодавства ЄС є забезпечення існування спільного ринку, досягнути чого можна шляхом гармонізації або зближення і адаптації національних правових норм держав-членів, приведення їх у відповідність із загально-

європейськими стандартами. Верховенство права ЄС у відношенні до національних правових норм є найважливішим елементом законодавчої гармонізації, що базується на принципах *acquis communautaire* («доробок спільноти»), під якими розуміють правову систему, яка включає законодавчі акти Європейського Союзу (але не обмежується ними), прийняті в рамках Європейського співтовариства, Спільної зовнішньої політики та політики безпеки і Співпраці у сфері юстиції та внутрішніх справ.

Право ЄС звернене передусім до держав-членів ЄС, які повинні неухильно дотримуватися правових настанов директив, регламентів, рішень та інших актів ЄС, оскільки вони, в момент вступу до цього об'єднання, добровільно віддали йому частину свого суверенітету. Водночас чимало держав Європи, які не є членами ЄС, також висловлюють своє бажання в майбутньому приєднатися до цього Союзу. Однією з основних умов прийняття до ЄС нових членів є адаптація їх внутрішнього законодавства до права ЄС. При цьому під адаптацією розуміють систему односторонніх заходів, що приймаються державами, які мають намір вступити до ЄС, з метою приведення своїх законодавчих систем у відповідність з обов'язковим мінімумом законодавства ЄС, який отримав назву *acquis communautaire*, що у перекладі з французької означає доробок співдружності, який було відпрацьовано в середині 90-х років ХХ ст. для 10 держав Центральної та Східної Європи, а також Кіпру, з якими ЄС на той час встановив відносини асоційованого членства.

Джерелами *acquis communautaire* є [47]:

1. Первинне законодавство: 1) Договір про заснування Європейського економічного співтовариства 1957 р. (з 1993 р. – Договір про заснування Європейського співтовариства), Договір про заснування Європейського співтовариства з атомної енергії 1957 р. (далі – установчі договори) з наступними змінами, внесеними Маастрихтським договором (Договір про утворення Європейського Союзу 1992 р.), Амстердамським договором 1997 р. та Ніццьким договором 2001 р., а також актами про приєднання; 2) Договір про Європейський Союз 1992 р., із змінами, внесеними Амстердамським договором 1997 р. та Ніццьким договором 2001 р., а також договорами про приєднання; 3) Договір про злиття 1965 р.; 4) акти про приєднання нових держав-членів;

2. Вторинне законодавство (директиви, регламенти, рішення, рекомендації або висновки, міжнародні угоди, рішення Європейського суду тощо);

3. Офіційні видання Європейського Союзу, зокрема: Офіційний вісник Європейських співтовариств та Вісник Європейського Суду.

Питання про належність регулювання фінансових ринків (у т.ч. фондового) до права ЄС базується на головній меті Європейського Союзу – створенні Єдиного Ринку в межах ЄС. Тому повноваження інституцій ЄС у даній сфері з'являються з моменту створення Європейського Економічного Співтовариства і закріплені в Договорі про його створення. Водночас ці повноваження, які є комплексними, не консолідовані в межах тексту договору, хоч і знаходяться в межах чотирьох свобод, які є основою Спільного внутрішнього ринку ЄС. Відтак, різні аспекти регулювання інститутами ЄС фінансових послуг і фінансових ринків відносяться до повноважень у сфері свободи руху капіталу та платежів (ст. 56-60 Договору), свободи надання послуг (ст. 49-55 Договору) та свободи заснування (ст. 45-48 Договору) [73].

Договір про створення Європейського Співтовариства окремо не визначає компетенції ЄС у правовому регулюванні ринку цінних паперів. Проте ст. 51 визначає специфіку фінансових послуг, пов'язуючи свободу надання послуг в банківській та страховій сфері зі свободою руху капіталів. Положення Договору також лаконічні щодо біржової діяльності: ця сфера регулюється через загальні норми про гармонізацію та положення про вільний рух капіталів і про діяльність компаній (ст. 44-47 – право заснування підприємства, ст. 94-95 – гармонізація законодавства) [4, с. 11].

Європейська Комісія, яка є єдиним органом законодавчої ініціативи в ЄС, підходить до регулювання фінансових послуг системно і застосовує єдиний термін «свобода надання фінансових послуг». Цей термін вперше з'явився в Білій книзі про створення повноцінного внутрішнього ринку, оприлюдненій 14 червня 1985 р. (далі – Біла книга). Цей документ є програмним в історії становлення Єдиного Ринку ЄС. Дотепер уся законотворча діяльність Європейської Комісії щодо внутрішнього ринку, відбувається в руслі ідей, закладених у цьому документі. Фактично Біла книга окреслює такі основні напрямки діяльності у сфері надання фінансових послуг як банківська діяльність, страхування та інвестиційна діяльність; згодом до них додалось ще й регулювання фондового ринку.

Однак розбудова спільного біржового ринку тривалий час залишалась поза належною увагою, доки Комісія не ухвалила рекомендацію від 25.07.1977 р. про Європейський кодекс «правильної поведінки» щодо трансакцій з цінними паперами.

Та й загалом фондовий ринок Європейського Союзу тривалий час розвивався в кожній окремій країні за власними законами і правилами, які значно відрізнялись між собою, й особливо від системи правового регулювання США в питаннях захисту інтересів інвесторів і дотримання чесних правил на ринку, що перешкоджало формуванню єдиного простору для створення фондового ринку Європейського Союзу [4, с.11].

Суттєві зміни в національному законодавстві країн ЄС відбулися у 80-ті та 90-ті рр. XX ст. Прийняття у 1986 р. Єдиного європейського акта стало реальним кроком на шляху до об'єднання ринків капіталу країн – учасниць ЄС. Незадовго до цього, в 1985 р., Комісія ЄС підготувала та опублікувала спеціальну доповідь (Completing the Internal Market), у якій було визначено майже 300 різних законодавчих змін, що мали усунути перешкоди для створення єдиного ринку.

Згідно з правилами Європейського Союзу у країнах-членах стосовно правового забезпечення фінансового ринку обрано принцип превалювання національного законодавства, але при цьому іноземні суб'єкти повинні мати на національному ринку рівні права з резидентами, а національне законодавство повинно не суперечити основним положенням права Європейського Союзу.

Основу європейського законодавства у сфері регулювання ринку цінних паперів та фінансових послуг складають положення ряду базових Директив ЄС.

Так, зокрема, в період з 1979-1992 рр. було прийнято декілька важливих директив ЄС, які регулювали питання допуску цінних паперів на фондову біржу (Директиви 79/279, 80/390 від 17 березня 1980 р. щодо узгодження вимог до складання, перевірки та розповсюдження деталей лістингу, що підлягає опублікуванню для прийняття цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі, 87/345, 90/211 ЄЕС), щодо узгодження вимог щодо розробки, перевірки та розповсюдження проспектів, які мають бути оприлюднені, коли цінні папери, які підлягають вільному обігу, пропонуються до відкритого продажу (Директива 89/298 ЄЕС), регулярного надання інформації фірмами, які продають цінні папери на біржі (Директиви 79/179, 82/121 ЄЕС), а також щодо узгодження регулювання інсайдерських операцій (Директива 89/592 ЄЕС) [4, с. 11-12].

Директива Ради 89/298/ЄЕС від 17 квітня 1989 р. щодо узгодження вимог до складання, перевірки та розповсюдження проспектів, що підлягають опублікуван-

ню при відкритій пропозиції цінних паперів, які підлягають обігу, визначила його вимоги приблизно до всіх цінних паперів, які можуть передаватися відкрито у межах будь-якої країни ЄС, але виключила європейські цінні папери (звичайні акції та облігації), які не є об'єктом загальної компанії рекламування або збирання замовлень. Директива не застосовувалася до пропозицій цінних паперів «обмеженому колу інвесторів». Виключено також державні цінні папери, а також ті, що пропонуються під час поглинання й злиття, і деякі торгові зобов'язання. Ця директива містить параграф щодо взаємного визнання. Коли державні цінні папери пропонуються у короткі терміни у двох або більше країнах ЄС, проспект, підготовлений і узгоджений згідно права ЄС, має бути схвалений і прийнятий усіма членами.

Додаткова Директива щодо взаємного визнання, прийнята 1990 р., стала ще одним кроком на шляху інтеграції процесів котування та відкритих пропозицій. Згідно Директиви компанії можуть обмінюватися звітами щодо котування та проспектами. У випадку публічної пропозиції цінних паперів, які котуються у тій самій країні, проспект має відповідати Директиві Ради 80/390/ЄЕС, яка відрізняється від ст. 11 Директиви про складання проспекту. Це, наприклад, стосується його змісту і процедур перевірок та розміщення, які залежать від «адаптації до умов публічної пропозиції». Якщо публічна пропозиція має місце в одній країні, а котування на фондовій біржі в іншій, дозволяється використання проспекту відповідно до першої директиви про особливості котування, яка не збігається з Директивою про складання проспекту [4, с. 12].

Ст. 11 Директиви 1990 р. застосовується для публічних пропозицій цінних паперів, які не виставляються на котування на фондовій біржі. Проспекти для цінних паперів, які не котуються, повинні бути опубліковані або доступні для усіх бажаючих згідно національних норм і процедур. Країни ЄС можуть застосовувати проспект, що відповідає Директиві про котування. У цьому випадку застосовуються правила взаємного визнання цієї Директиви. Будь-яка країна ЄС може не використовувати проспект, який задовольняє тільки вимоги ст. 11 [4, с. 12].

Згідно ст. 24 Директиви про складання проспекту ЄС може вести переговори щодо угод з іншими країнами, які визнають проспекти, підготовані та перевірені відповідно до іноземного законодавства. Проте це іноземне законодавство повинно надавати партнерам рівнозначний захист, а ці країни мають затвердити про-

спекти, підготовлені згідно законодавства ЄС. При цьому варто зауважити, що не існує ніякого зв'язку між законами ЄС і США щодо цінних паперів.

Директива щодо умов котування 1979 р. (79/279) встановила мінімальні умови для допуску цінних паперів до котування на фондових біржах ЄС. Такі умови стосуються розмірів компанії-емітента, даних щодо розподілу його акцій на ринку. Директива визначила також обов'язки щодо звітності емітентів цінних паперів, які котуються на фондових біржах країн ЄС. Вона передбачає, що коли акції компанії-члена ЄС не котуються у власній країні емітента або на основному ринку, вони взагалі не можуть котуватися у будь-якій країні ЄС. Емітенти з інших країн мають відповідати мінімальним вимогам директиви щодо котування 1979 р. [4, с. 12].

Директива про особливості котування 1980 р. визначає вимоги країн ЄС щодо розкриття інформації. Країни-члени ЄС мають забезпечити, щоб котування цінних паперів у кожній з них супроводжувалося випуском спеціального документа («Особливості котування»). Цей документ схожий на заяву про котування Комісії з цінних паперів і бірж і має надавати право інвесторам робити «кваліфіковану оцінку» фінансового стану і стратегії розвитку емітента. Відтак, директива накладає загальні зобов'язання щодо розкриття матеріальних фактів у заяві про котування і, водночас, дозволяє країні-члену ЄС робити виняток для цінних паперів, відносно яких емітент випустив відповідний інформаційний документ упродовж попереднього року.

Директива щодо особливостей допуску цінних паперів на фондову біржу (йдеться про Директиву 94/18 ЄС) містить поправки до Першої Директиви 1980 р., поширюючи ст. 6 останньої на такі напрямки [4, с. 13]:

1) спрощення вимог щодо транскордонного допуску на фондову біржу цінних паперів першокласних компаній, що мають значні обсяги виробництва і міжнародну репутацію, акції яких котуються на фондових біржах ЄС протягом принаймні трьох років і, які відповідають директивам ЄС щодо допуску цінних паперів на фондову біржу. Такі компанії зможуть зареєструватися у країнах ЄС без опублікування нового проспекту щодо котування цінних паперів. Для роботи в іншій країні інвесторам буде достатньо мати спрощений комплект документів;

2) сприяння переходу до офіційного допуску цінних паперів тих компаній, які діють на ринках, що розвиваються, якщо ці компанії виконують вимоги щодо роз-

криття інформації, які еквівалентні тим, які діють для компаній, що мають офіційний допуск на фондову біржу, коли офіційний та позабіржовий ринки знаходяться в тій самій країні ЄС.

Друга Директива 1987 р. щодо котування застосовується до заяви на котування цінних паперів на двох і більше біржах у межах ЄС. Особливості щодо котування у такому випадку мають відповідати національним нормам і затверджуються місцевою владою. Інші країни ЄС повинні визнати ці особливості котування без узгодження у своїх органах влади і без вимог щодо додаткової інформації. Директива дозволяє країнам ЄС обмежити взаємне визнання особливостями котування емітентів, які мають зареєстровані компанії у будь-якій країні ЄС. Згідно Директиви 1990 р. проспект повинен визнавати як особливості щодо котування у всіх країнах-членах ЄС, коли заява на котування подана у декількох країнах ЄС, а цінні папери, яких стосується проспект, підготовані й узгоджені відповідно до особливостей котування за три місяці до початку операцій з ними.

Компанія, акції якої розміщені на одній з бірж ЄС, повинна постійно надавати інформацію. Директива про умови котування визначає як обов'язок інформування населення щодо основних новин, прихованих тенденцій, які можуть значною мірою вплинути на ціну акцій компанії. Компанія має також видати останній щорічний звіт. Ця інформація має відповідати Директивам ЄС щодо звітності компанії і давати «правдивий і чесний огляд» фінансового стану компанії. Якщо акції котуються у різних країнах ЄС, компанія мусить видати відповідну інформацію кожній країні.

Директиви кінця 80-х рр. (85/611/ЄЕС щодо узгодження законів, підзаконних та адміністративних актів, що стосуються інститутів спільного інвестування у цінні папери від 20 грудня 1985 р., частково змінена Директивою 2004/39/ЄЕС про ринки фінансових інструментів від 21 квітня 2004 р.; директиви 87/345/ЄЕС, 89/298/ЄЕС; 90/211/ЄЕС) стосуються взаємного визнання фінансових інститутів, лістингу, проспектів емісії.

У більшості країн ЄС тривалий час банки були основним гравцем на фондовому ринку. З часом стали з'являтися кредитні інститути та компанії з цінних паперів, що раніше були представлені лише в американській моделі фондового ринку і не були відомі в Європі. Це вимагало відповідного законодавчого врегулювання. Завдяки вста-

новленню необхідних вимог щодо здійснення випуску, обігу та погашення цінних паперів Директивою про інвестиційні послуги на ринку цінних паперів 93/22/ЄЕС від 10 травня 1993 р., що стосується кредитних інститутів та компаній з цінних паперів, зазначені суб'єкти отримали право роботи на фондовому ринку на рівні з банками.

19 травня 1998 р. для зменшення системних ризиків, властивих платіжно-розрахунковим системам, які діють на основі кількох юридичних типів взаємозаліків щодо платежів, зокрема багатосторонніх взаємозаліків по платежах шляхом проведення розрахунків у реальному часі, забезпечення незворотності розрахунків і можливості примусової реалізації майнового забезпечення, забезпечення незворотної дії процедур банкрутства щодо прав та зобов'язань учасника була прийнята Директива 98/26/ЄС про підсумкові розрахунки та системи розрахунків по цінних паперах.

28 травня 2001 р. була прийнята Директива 2001/34/ЄС про допуск цінних паперів до лістингу на фондовій біржі та про інформацію про такі цінні папери, яка встановлює, що річні звіти та інформація про компанії мають бути доступні громадськості у будь-який момент часу, інформація, як правило, оприлюднюється у вигляді інформаційного звіту, що має відповідати певним вимогам. Якщо цінні папери відповідають вимогам цієї Директиви, вони допускаються до лістингу на фондовій біржі своєї країни та інших країн-учасниць. Річні звіти містять бухгалтерську звітність за попередній рік роботи, включаючи баланс доходів та збитків. Актуальна інформація про компанії, поряд з річним звітом, є одним з найважливіших документів, що складається в кінці року і включає дані про торгово-фінансові операції, що проводяться компанією. Відповідно до вимог Директиви прогнозована ринкова капіталізація акцій, щодо яких зроблено заявку на одержання допуску до офіційного лістингу, або, якщо вона не може бути оцінена, капітал і резерви компанії, включаючи прибуток і втрати, за останній фінансовий рік повинні становити не менше одного мільйона євро. Компанія зобов'язана опублікувати або оприлюднити свої річні звіти, складені відповідно до національного законодавства, за три фінансових роки, що передують поданню заявки на допуск до офіційного лістингу. В звіті має бути повідомлена загальна інформація про емітента (назва, місцезнаходження, види статутної діяльності тощо), його капітал (розмір капіталу, кількість та види випущених цінних паперів, опис операцій за останні три роки), вказівка на фізичних чи юридичних осіб, що прямо або опосередковано можуть здійснювати

контроль над емітентом. Крім того, для одержання допуску до лістингу акцій повинні бути наведені подробиці співвідношення капіталу, яким вони володіють з огляду на право голосу, для одержання допуску до лістингу боргових зобов'язань – стислий виклад того, наскільки емітент залежний від патентів або ліцензій, промислових, торгових або фінансових контрактів, або нових виробничих процесів, якщо такі чинники істотно впливають на діяльність чи прибутковість емітента. Лістингові подробиці підлягають опублікуванню в публічних засобах масової інформації. Акції та боргові зобов'язання мають вільно передаватися. Компанія має також забезпечити вільний та рівний доступ невизначеного кола осіб до цінних паперів, що випускаються [73].

Порівнюючи підходи європейського права з Гаазькою конвенцією з цінних паперів, слід зауважити, що колізійні норми Директиви про остаточність розрахунку, Директиви Європейського парламенту і Ради від 6 червня 2002 р. № 2002/47/ЄС «Про угоди фінансового забезпечення» (надалі – Директива про фінансове забезпечення), Директиви Європейського парламенту і Ради від 4 квітня 2001 р. № 2001/24/ЄС «Про реорганізацію і припинення діяльності кредитних установ» використовують для встановлення права, застосовного до цінних паперів, які знаходяться на рахунку в депозитарії, критерій місця знаходження (ведення) відповідного рахунку [84, с. 116].

Зокрема, ст. 9(2) Директиви про остаточність розрахунку передбачає, що коли цінні папери надаються як заставне забезпечення учасникам чи центральним банкам держав-членів, чи Європейському центральному банку, і їх право (чи будь-якого номінального держателя, агента чи третьої особи, що діє від їх імені) щодо цінних паперів юридично врахованих в реєстрі, на рахунку чи в централізованій депозитарній системі, яка розташована на території держави-члена, встановлення прав таких юридичних осіб як держателів заставного забезпечення щодо цих цінних паперів має регулюватися правом даної держави-члена. Аналогічне за змістом положення міститься в ст. 24 Директиви про реорганізацію і припинення діяльності кредитних установ. Директива про фінансове забезпечення (ст. 9) містить вказівку на право країни, в якій ведеться відповідний рахунок [7].

Комісія ЄС, у своїй правовій оцінці деяких аспектів Гаазької конвенції з цінних паперів від 3 липня 2006 р., визнала необхідність приєднатися до неї. Разом з тим ймовірність вибору в рамках системи розрахунку за цінними паперами в різних уго-

дах в якості застосовного права декількох держав, що беруть участь в Гаазькій конвенції, підвищує, на думку Комісії ЄС, ступінь правового ризику. Як спосіб мінімізації такого ризику в якості застосовного може бути обране право лише однієї держави – учасника Гаазької конвенції з цінних паперів.

Нормативна база *acquis communautaire* («доробок спільноти») у сфері правового регулювання ринку цінних паперів є [4, с. 15-16]:

– Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 21 квітня 2004 р. щодо ринків фінансових інструментів, що вносить зміни до Директиви 85/611/ЄС та Директиви 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради, а також припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄС;

– Директива Ради 85/611/ЄС від 20 грудня 1985 р. про узгодження законів, підзаконних та адміністративних положень, що стосуються інститутів спільного (колективного) інвестування;

– Директива Європейського Парламенту та Ради 2001/34/ЄС від 28 травня 2001 р. про допуск цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі і про інформацію, що повинна бути опублікована про цінні папери;

– Директива Європейського Парламенту та Ради 2004/109 від 15 грудня 2004 р. про гармонізацію вимог щодо прозорості інформації про емітентів, чий цінні папери допущені до продажу на врегульованому ринку і, яка внесла зміни до Директиви 2001/34/ЄС;

– Директива Європейського Парламенту та Ради 2003/71/ЄС від 4 листопада 2003 р. про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж, що вносить зміни до Директиви 2001/34/ЄС;

– Директива Європейського Парламенту та Ради 98/26/ЄС від 19 травня 1998 р. щодо клірингово-розрахункової діяльності;

– Директива Європейського Парламенту та Ради 2002/47/ЄС від 6 червня 2002 р. щодо угод фінансової застави;

– Директива 97/9/ЄС Європейського Парламенту та Ради 2003/6/ЄС від 28 січня 2003 р. про інсайдерську діяльність та маніпулювання ринком.

Законодавство ЄС про цінні папери становить за європейською класифікацією окрему підгалузь (06.20.20.25 «*Stock exchanges and other securities markets*»).

Аналіз нормативної бази вторинного законодавства ЄС дозволяє виділити три підгалузі: 1) вимоги до суб'єктів фондового ринку; 2) вимоги до первинного розміщення цінних паперів; 3) вимоги до трансакцій з цінними паперами. У свою чергу вони складають сім основних інститутів: 1) вимоги до заснування осіб, що здійснюють діяльність на фондовому ринку на професійній основі, та початку здійснення їх діяльності; 2) вимоги до ліцензування фондових бірж; 3) допуск до лістингу; 4) проведення рекламних кампаній; 5) принципи здійснення операцій з цінними паперами; 6) умови здійснення операцій з цінними паперами; 7) боротьба з інсайдерською торгівлею.

Директиви ЄС, призначені для створення єдиного ринку цінних паперів, як щодо питань випуску (емісії) цінних паперів, так і щодо питань їх обігу, належать до компетенції Генерального Директорату з питань внутрішнього ринку. Ці директиви стосуються функціонування як первинного ринку цінних паперів, так і вторинного.

Незважаючи на формування єдиного ринку товарів та послуг, значні інтеграційні успіхи, яких Європейському Союзу вдалося досягти у сфері банківських послуг, все ж доводиться констатувати, що ринки цінних паперів держав-членів все ще залишаються більше національним явищем. Більшість європейських країн мають традиції та історичні особливості регулювання національних ринків цінних паперів. І в силу того, що ринки цінних паперів більшості європейських країн так і не набрали критичної маси, яка б зробила їх реальним конкурентом банківських установ, потужні стимули щодо розвитку, впорядкування та уніфікації правового регулювання ринків цінних паперів були відсутні.

Європейські інституції довгий час не приділяли цій сфері належної уваги, обмежившись прийняттям декількох фрагментарних, хоча і досить важливих актів, серед яких Директива про інвестиційні послуги в сфері цінних паперів, Рекомендація Комісії щодо Європейського кодексу поведінки стосовно операцій з цінними паперами, що обертаються на ринку, Директива про узгодження нормативних актів проти інсайдерської торгівлі, Директива про приведення у відповідність законів та положень стосовно спільного інвестування в цінні папери, що обертаються.

У законодавстві більшості держав-членів ЄС спостерігаються значні розбіжності у сфері правового регулювання ринку цінних паперів, суперечливі концептуальні підходи, підкріплені суттєвою національною специфікою. Комісія втратила

значний шанс досягти певної узгодженості в межах ЄС на етапі, коли найпотужніші в економічному сенсі держави-члени (Німеччина, Франція, Велика Британія) здійснили програми комплексної модернізації національних ринків цінних паперів, базуючись на американському досвіді. У всіх цих країнах були різні «стартові позиції», та вони по-різному визначили свої пріоритети і розставили акценти. Отже, незважаючи на те, що цим країнам вдалося досягти значних результатів у підвищенні ефективності національних фінансових ринків, їх системи майже не узгоджуються між собою.

Повідомлення Комісії від 11 травня 1999 р. під назвою «Імплементация регулювання фінансових ринків: план дій» визначило серію дій, які необхідні для завершення формування єдиного ринку фінансових послуг. На Лісабонському саміті в березні 2000 р. було ухвалено План заходів у сфері фінансових послуг Європейської комісії, який окреслив заходи щодо створення інтегрованого ринку капіталу та фінансових послуг на території ЄС, містив 42 рекомендації з удосконалення регулювання роздрібних та професійних фінансових ринків і наголошував на потребах розробки Директиви проти маніпулювання на ринку.

Таким чином, основна мета реформування фінансового (у т.ч. фондового) ринку ЄС – подолання неефективності, пов'язаної з фрагментованістю ринків, яка зменшує глибину і ліквідність європейських ринків цінних паперів і робить витрати на залучення капіталу вищими за аналогічні витрати у США. Незважаючи на те, що загалом країни-члени ЄС приводять своє законодавство у відповідність до вимог Директив ЄС, однак при цьому зберігаються національні особливості регулювання їх фондових ринків.

2.4. Особливості інституційно-правового регулювання IPO в рамках Шаріатської консультативної ради (SAC) з ісламських ринків цінних паперів

Упродовж останніх років фондові ринки багатьох країн відчувають певні труднощі, пов'язані зі скороченням обсягів вільних грошових потоків, з обмеженням кількості учасників фондового ринку, з нестабільністю діяльності окремих гравців світових фондових бірж і т.д. У зв'язку з цим певний інтерес останнім часом викли-

кає новий концепт у розвитку світового фінансового ринку – ісламські фінанси, який включає в себе ісламські банки, страхові компанії і фонди та їхні фінансові продукти. Ісламський фондовий ринок, який налічує близько 200-250 мусульманських фондів, що активно інвестують в міжнародні акції та облігації [21]. Відтак зростає актуальність дослідження природи ісламського фондового ринку, що має свої відмінні риси, будуючись на принципах ісламської релігії, які користуються попитом на багатьох світових фондових ринках. Також актуалізуються питання щодо перспективних напрямків подальшого розвитку ісламського фондового ринку, а саме: необхідності розробки комплексу заходів щодо зменшення сегментації ринку і її наслідків; введення гарантій виконання контрактів і захисту інвесторів; розробки продуктів, які могли б використовуватися ісламськими фінансовими інститутами; створення сприятливої з точки зору принципів шаріату інфраструктури.

В основі діяльності ісламських фінансових інститутів (ІФІ) лежить шаріат (ісламський звід законів), у якому сформульовано основні принципи і заборони щодо фінансової діяльності [21].

Принципи:

- гроші не можуть і не повинні виникати з грошей, тобто приріст капіталу не може відбуватися в сфері грошового обігу;
- дохід інвесторів повинен бути пов'язаний з інвестиціями в торгівлю і виробництво;
- відносини між учасниками угоди повинні будуватися на основі партнерства;
- гроші не є товаром, вони лише мірило вартості.

Заборони:

- ріба (будь-позичковий відсоток): процентні позики (кредити), облігації, депозити з фіксованою прибутковістю;
- гарар (спекуляція, зайва невизначеність щодо предмета договору і його істотних умов): похідні фінансові інструменти (форварди, ф'ючерси, свопи і ін.), традиційне страхування;
- майсір (безпідставне збагачення, прибуток, що виникли з випадкового збігу обставин): азартні ігри, угоди парі, традиційне страхування.

Думки з приводу правомірності ринку цінних паперів з позицій шаріату в мусульманському суспільстві поляризуються. Адже ні в Корані, ні в Сунні немає прямої інформації і згадки про акції, а тим паче про IPO як закордонне розміщення цінних паперів. Очевидно через те, що за часів пророка Магомета таких форм інвестування і заробляння грошей просто не було. Сучасні богослови, натомість, часто далекі від реалій і, в тому числі від реалій новітніх фінансових інструментів.

Ісламські вчені також досить обережно розглядають біржу як майданчик для інвестування і отримання прибутку. Деякі з них заперечують можливість запровадження ринку цінних паперів, оскільки він суперечить ісламу. Інші, навпаки, розуміють важливість цього інституту для розвитку ісламської економіки і всіляко підтримують впровадження і розвиток ринку цінних паперів, з огляду на те, що основна роль даного ринку – фінансування бізнесу шляхом спрямування коштів з компаній, які мають їх надлишок, організаціям, які відчують їх нестачу, що загалом не суперечить принципам ісламу.

Загалом фондові біржі дозволені в мусульманських країнах. Проте це не означає, що методи торгівлі на них не відповідають принципам шаріату. Аналогічно, як і комерційні банки існують в більшості мусульманських країн, але це зовсім не говорить про підтримку позичкового відсотка з боку ісламу. Якщо отриманий прибуток у результаті фінансових транзакцій частково став результатом вкладень у заборонену шаріатом діяльність, то інвестор повинен пройти процедуру очищення доходу. Іншими словами, ту частину прибутку, яка є результатом забороненої діяльності, потрібно пожертвувати на благодійні цілі. З огляду на зазначене, всі фірми і компанії (за родом діяльності) в мусульманських країнах поділяються на три групи [21].

До першої групи належать компанії і фірми, які займаються дозволеним видом діяльності, не вдаються до шахрайства, лихварства або кредитування (наприклад, транспортні та вантажні компанії, фірми з виробництва одягу, офісного приладдя, меблів, медичних приладів, будівельні компанії тощо). Купівля-продаж акцій таких компаній і фірм дозволені.

До другої групи належать ті компанії і фірми, які займаються забороненою шаріатом діяльністю (зокрема, заводи з виробництва алкогольної продукції, виробники цигарок (будь-яких, в тому числі і кальяну), а також ігрових автоматів; банки,

що займаються лихварськими операціями, друкарні і фірми, що поширюють порнографічну продукцію та інші). Купівля-продаж акцій подібних компаній заборонені мусульманськими канонами.

Що ж стосується третьої групи, то це компанії, які займаються дозволеним видом діяльності, але в своїй роботі вдаються до деяких заборонених шаріатом транзакцій (наприклад, це може бути компанія, що займається перевезеннями, яка має вклади в банку і отримує з них прибуток за допомогою лихварства або, яка звертається в банки з метою отримання кредиту для фінансування своїх проектів).

Науковці дотримуються різних думок про правовий статус останньої, третьої групи компаній. Зокрема, Ісламознавчий центр фетв міністерства вакуфів і релігійних справ Катару, Академія мусульманського права, що підпорядковується Всесвітній ісламській лізі, а також члени постійного комітету з видання фетв Саудівської Аравії винесли постанову про заборонену купівлі-продажу акцій таких компаній. Свою думку вони аргументують тим, що акціонер стає учасником їх діяльності, а отже і співучасником у всіх заборонених операціях фірми (лихварських кредитах та інших). Вони вважають, що особа, яка придбала акції такої компанії, не знаючи про те, що компанія вдається до лихварських операцій, повинна продати акції і залишити компанію [1].

Провідною міжнародною некомерційною організацією, відповідальною за розробку і випуск стандартів для світової індустрії ісламських фінансів є Організація бухгалтерського обліку та аудиту ісламських фінансових установ (*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions – AAOIFI*), створена в 1991 р., в Бахрейні. Серед її найбільш значних досягнень – випуск 94 стандартів у сфері шаріату, бухгалтерського обліку, аудиту, корпоративної етики та управління. Стандарти ААОІФІ прийняті як на обов'язковій основі, так і в якості керівних принципів для центральних банків і регулятивних органів у багатьох країнах світу [21].

ААОІФІ має підтримку серед установ країн-членів організації, до яких відносяться центральні банки і регулятивні органи, фінансові установи, бухгалтерські та аудиторські фірми, а також юридичні фірми в більш ніж 45-ти країнах світу. Її стандартам підпорядковуються провідні ісламські фінансові інститути по всьому світу,

метою яких є досягнення прогресивного рівня гармонізації практики міжнародних ісламських фінансів.

Організація бухгалтерського обліку та аудиту ісламських фінансових установ (AAOIFI) вважає дозволеним купівлю-продаж акцій останньої, третьої групи компаній при дотриманні таких умов [21]:

1. Якщо компанія не вказує у своїх статутних та установчих документах про те, що однією з цілей її створення є вчинення процентних угод (отримання доходів від процентних операцій) або вчинення правочинів з іншими забороненими з точки зору шаріату видами товарів і матеріалів.

2. Якщо загальна сума боргових зобов'язань компанії (кредитів і позик від традиційних процентних операцій банків) не перевищує 30% ринкової капіталізації (всіх розміщених акцій) корпорації (власного капіталу компанії), а також керівництво компанії усвідомлює заборону залучення кредитів, якою б не була сума боргу. Якщо ж компанія набрала борги, що перевищують 30% своєї вартості, вона і її акції автоматично переходять в категорію недозволеного для торгівлі та інвестування.

3. Якщо загальна сума розміщених на депозитах під відсоток (коротко-, середньо- або довгострокових) коштів компанії не перевищує 30% її ринкової капіталізації (всіх розміщених акцій корпорації), при цьому керівництво компанії усвідомлює заборону розміщення коштів під відсоток, якою б не була сума, розміщена в депозитах під відсоток.

4. Якщо сума прибутку, отримана компанією від заборонених з точки зору шаріату видів діяльності не перевищує 5% від загального чистого прибутку компанії, незалежно від того, чи був отриманий цей прибуток від ведення заборонених видів діяльності, від володіння забороненої за принципами шаріату власністю або від інших заборонених угод. У разі якщо джерело прибутку не розкрито компанією, необхідно докласти зусиль щодо його ідентифікації (розкриття) з належною увагою. Для визначення вищевказаних процентних співвідношень, необхідно звернутися до останніх звітних даних щодо бюджету і показників фінансового стану компанії.

5. Обов'язковою є вилучення сум заборонених доходів.

Такої думки притримується також Міністерство вакуфів і релігійних справ ОАЕ, шаріатська правова академія США.

У мусульманському світі сучасні фінансові інструменти – цінні папери та їх похідні – не набули такого поширення, як в традиційному суспільстві, оскільки не має чіткості у відповіді на питання щодо їх відповідності принципам шаріату. А це, в свою чергу, ускладнює функціонування ісламського фондового ринку. Найбільш широко використовуваними цінними паперами є ісламські облігації (сукук), які мають свої різновиди.

Сукук – в перекладі з арабської означає фінансовий документ (сертифікат) рівного значення та вартості, що свідчить про право власності на частку інвестора в майні (активах), або засвідчує право на отримання користі від власності, а також готівкових коштів, одержуваних в якості доходу на період обігу цінних паперів.

Організація бухгалтерського обліку та аудиту ісламських фінансових інститутів (AAOIFI), будучи однією з провідних організацій, що розробляють стандарти діяльності останніх (ісламських фінансових інститутів), визначає сукук як сертифікати рівної номінальної вартості, що засвідчують неподільну частку володіння у матеріальних активах, наданих послугах, активах певного проекту чи спеціального інвестиційного проекту.

Незважаючи на те що часто інвестори переводять сукук як «ісламська облігація» (*Islamic bond*) існують принципові відмінності між цими інструментами. Основна відмінність полягає в тому, що облігація – це борговий цінний папір, тоді як сукук – частка в матеріальних активах чи у фінансованому проекті. Прибутковість на відміну від облігації формується за рахунок прибутку від використання активів, послуг або діяльності, що фінансується. Відтак сукук – ідеальний інструмент з точки зору ісламських інвесторів, оскільки він є часткою в реальних активах (забезпечується ними), торгується на вторинному ринку, не є прямим обов'язком, а його емітентами можуть бути ІФІ, суверенні емітенти та компанії, діяльність яких не суперечить принципам шаріату [1].

Отже, характерною особливістю ісламських цінних паперів є те, що їх випуск базується на реально існуючому базовому матеріальному активі або матеріальному забезпеченні. Ісламські цінні папери сукук – сертифікати рівного номіналу і вартості, що представляють собою, після їх випуску та розміщення, письмовий документ, який підтверджує право власності їх власників на частку в матеріальному майні, право

користування будь-яким майном, послугами, або отримання з неї користі (узуфрукт), чи дає право володіння часткою в проєкті або в будь-якій інвестиційній діяльності.

На відміну від мусульманських сукук, традиційні облігації – це боргове зобов'язання без матеріального забезпечення на основі укладеного договору, де емітент строго зобов'язується виплачувати власникам облігації купонні виплати в певний термін у вигляді відсотка, а також в кінці терміну погашення – основну суму, що кардинально відрізняє їх від сукук облігації.

В ісламському праві постійний дохід або процентні облігації не є дозволеними, тому сукук розглядається як цінний папір, що діє відповідно до принципів шаріату; його інвестиційні принципи забороняють нараховувати або виплачувати відсотки. Ці цінні папери, що відповідають канонам Ісламу, можуть бути також класифіковані щодо їх можливості бути реалізованими і нереалізованими на вторинному ринку.

Таким чином, ісламський фондовий ринок, незважаючи на особливості свого функціонування і на спірні моменти з приводу відповідності методів торгівлі цінними паперами принципам шаріату, активно розвивається і в найближчій перспективі може претендувати на провідні позиції на світовому фінансовому ринку. Фахівці відзначають, що в ісламського фондового ринку існує сьогодні значний інвестиційний потенціал. Наприклад, обсяг вільного капіталу, що належить мусульманам на Близькому Сході, становить понад 1,3 трлн. дол. США [48].

Судан – перша мусульманська держава, в якій вперше була створена повноцінна ісламська фондова біржа, на якій здійснюються торги акціями ісламських компаній. Цей фінансовий майданчик відомий як Хартумська фондова біржа (*Khartoum Stock Exchange*). Згідно з правилами даної фондової біржі, крім вимог шаріату до всіх учасників біржі, при здійсненні торгівлі цінними паперами (в тому числі акціями компаній), дозволяється отримувати прибуток лише від тих угод, доходи від яких і, біржові операції яких є не заборонені шаріатом. Ще однією особливістю цієї фінансової площадки є те, що торги на біржі цінними паперами допускаються лише на основі методу спот, тобто після укладання угоди сторони повинні провести негайний розрахунок (при цьому обов'язковою умовою є те, що оплата вартості того чи іншого цінного паперу повинна бути проведена відразу повністю, а не частинами або траншами). Також, щоб уникнути різного роду спеку-

лятивних наслідків, в угодах на цій біржі не повинно бути «відсилення на майбутнє». Для того, щоб ці правила мали юридичну силу, а також з метою створення конкретних правових умов для даної фондової біржі, в Судані був виданий спеціальний закон, згідно з яким всі компанії з обмеженою відповідальністю, банки, страхові компанії повинні стати членами цієї біржі. Так, станом на вересень 2016 р., членами даної біржі були 63 компанії, зокрема: 24 банки, 7 страхових компаній, 11 інвестиційних компаній із сумарною капіталізацією понад 1 млрд. дол. США [1].

Незважаючи на те, що Судан став першою країною у сфері створення повноцінного ринку ісламських цінних паперів, проте на сьогоднішній день істотний внесок у розвиток світового ісламського фондового ринку вносять такі східно-азіатські країни-лідери, як Малайзія та Індонезія.

У Малайзії ринок цінних паперів був спочатку під контролем Центрального банку Малайзії (*Bank Negara Malaysia*). Однак у березні 1993 р. функцію нагляду і регулювання передано спеціально створеному органу – Комісії з цінних паперів Малайзії, діяльність якої регламентується окремим законодавством. У 1997 р. Центральний банк Малайзії створив в рамках свого відомства Шаріатську консультативну раду (SAC). У свою чергу Комісія з цінних паперів одночасно сформулировала в рамках свого відомства Департамент з ісламського ринку капіталу, який зобов'язаний сприяти роботі Шаріатської консультативної ради (SAC) при Центральному банку Малайзії. Таким чином, SAC фокусує свою діяльність на дослідженні й аналізі принципів шаріату, які можуть бути використані для введення нових продуктів на ісламський ринок цінних паперів, а також оцінює існуючі традиційні (неісламські) інструменти фондового ринку, щоб визначити, наскільки ці інструменти відповідають принципам шаріату. Також цей інститут займається дослідженням і аналізом інших питань, які пов'язані з функціонуванням ісламського фондового ринку, з метою надання інвесторам, уряду і галузі конкретних консультацій, рекомендацій та інструкцій. Зокрема, він сприяє у визначенні відповідності різних компаній, які мають лістинг на найголовнішій фондовій біржі країни – Малайзійській біржі (*Bursa Malaysia, KLSE*) – принципам шаріату (в тому числі надає список акцій, дозволених шаріатом). Ці списки можуть містити понад тисячу найменувань цінних паперів, в тому числі й акцій компаній. Результати свого аналізу SAC публікує два рази в рік, і

вони є дуже важливими орієнтирами для інвесторів, які дотримуються ісламських принципів і бажають інвестувати в ті чи інші галузі [1].

Так, зокрема, на своєму 20-му засіданні, що відбулося в липні 1999 р., SAC, посилаючись на доводи і докази шаріату, видала висновок, відповідно до якого некумулятивні привілейовані акції дозволялися і могли бути використані в обороті. В основі прийнятого рішення щодо цих цінних паперів лежала концепція таназуль (відмови від претензії на право). Тобто, згідно з цією концепцією, власники звичайних акцій під час регулярних загальних зборів кожен раз повинні були давати згоду на використання концепції таназуль для емісії привілейованих акцій, як наслідок, вони погоджувалися, що дивіденди, отримані на основі відсотка від чистого прибутку, будуть надаватися власникам привілейованих акцій, а не їм. Це означає, що відсоток доходу для власників привілейованих акцій базується на прибутку, а не на номінальній вартості привілейованих акцій. При цьому розподіл доходу залежить від наявності (відсутності) прибутку, тобто за основу береться принцип мудараба.

Другим яскравим прикладом щодо купівлі-продажу акцій стала постанова SAC, яку було прийнято в 1997 р. на 10-му спільному засіданні SAC. У даній постанові обумовлювалося, що деякі спекуляції на ринку цінних паперів допустимі за умови недопущення обману і маніпуляцій на фондовому ринку. Цією постановою вчені-богослови SAC не ставили за мету дозволити розробку фінансових продуктів на основі елементів спекуляції. Однак вони аргументували своє рішення про дозвіл спекуляцій на ринку цінних паперів, посилаючись на принцип угоди бай музаяда, яка містить у своїй суті елементи спекуляції і, яка не заборонена шаріатом [1].

Підсумовуючи вищезазначене, зауважимо, що найактуальнішою темою на сучасному етапі розвитку ісламських фондових ринків є створення єдиного Ісламського фондового ринку та уніфікація міжнародно-правових стандартів його функціонування. Але це завдання віддаленої перспективи, що підтверджується даними аналізу стану ринків цінних паперів окремих мусульманських країн. Так, низька капіталізація ринків цінних паперів переважної більшості цих країн пояснюється відсутністю довіри до відносно нового для ісламських потенційних інвесторів інституту, оскільки ісламський ринок цінних паперів почав свій розвиток в кінці XX століття.

Незважаючи на досить стабільне зростання економіки в мусульманських країнах (зокрема, в Бахреїні, Малайзії, Пакистані, Судані), загалом кількість компаній, що мають лістинг на фондовій біржі, залишається, як і раніше незначною, а на ринку обертається невеликий обсяг капіталу. Крім цього, значна частина компаній, що мають лістинг на біржі, є товариствами закритого типу, яким дозволено обмежене розміщення акцій. Суми інвестицій дуже малі й переважно інертні. Співвідношення між активами, які торгуються і їх загальною кількістю, зареєстрованою на біржі, надзвичайно низьке, що робить ліквідність біржі залежною від невеликої кількості цінних паперів. Така картина характерна майже всім ринкам ісламських цінних паперів [48].

Вищезазначені чинники посилюють залежність інвестора від несприятливих коливань ринку. Крім цих існують й інші проблеми ринку цінних паперів, а саме:

- необхідна розробка комплексу заходів щодо зменшення сегментації ринку;
- потрібне введення гарантій виконання контрактів і захист інвесторів;
- необхідна подальша розробка продуктів, які могли б використовуватися ісламськими фінансовими інститутами;
- актуальним питанням є створення сприятливої, з точки зору принципів шаріату, ринкової інфраструктури.

Підсумком цих нововведень має стати розвиток ісламського ринку цінних паперів, в тому числі розширення його інвестиційних можливостей, поліпшення механізму перерозподілу багатства в суспільстві і, як наслідок, посилення економічного зростання мусульманських країн в цілому.

Висновки до розділу 2

У розділі «Правова уніфікація процедури IPO на міжнародних фондових ринках: компаративний аналіз» проаналізовано стан правової уніфікації у сфері регулювання транскордонного володіння цінними паперами і транскордонних переказів цінних паперів; виявлено особливості правового регулювання IPO на фондовому ринку США; визначено принципи правової уніфікації процедури IPO на фондових ринках країн ЄС; виявлено особливості інституційно-правового регулювання IPO в рамках

Шаріатської консультативної ради (SAC) з ісламських ринків цінних паперів. У підсумку зроблено такі висновки й узагальнення:

1. На універсальному рівні уніфіковані міжнародно-правові норми регулювання транскордонного володіння цінними паперами і транскордонних переказів цінних паперів отримали юридичне оформлення в: «Рекомендаціях для систем розрахунку за цінними паперами» Банку міжнародних розрахунків і Міжнародної організації комісій з цінних паперів 2001 р.; Рекомендаціях Міжнародної асоціації послуг з цінних паперів (ISSA) 2000 р.; Рекомендаціях Групи тридцяти, включених в «План дій з глобального клірингу і розрахунків» 2003 р., які стали методологічною основою для розробки Гаазької конвенції «Про право, застосовне до деяких прав щодо цінних паперів, що знаходяться у власності в посередника» 2006 р. і Конвенції УНІДРУА «Про матеріальні правила, що стосуються цінних паперів, які знаходяться у посередника».

2. Через жорсткі стандарти американського законодавства щодо іноземних цінних паперів емісії іноземних акцій на ринку США відносно обмежені. Первинною ціллю законодавства США про цінні папери був захист американських інвесторів, але формування міжнародних ринків капіталів у повоєнний період і їх глобалізація в 90-ті рр. вимагали адекватної правової реакції на ці процеси. Починаючи з 1990-х рр., в США Комісією з цінних паперів і бірж (SEC) були прийняті документи, які стали юридичною основою для доступу іноземних приватних емітентів на фінансовий ринок США. Зокрема, лібералізація режиму контролю за первинним ринком на початку 90-х рр. (Правило S і Правило 144а, прийняті в 1990 р.) привела до розширення обсягів іноземних емісій на фондовому ринку США. Проте певні обмежувальні фактори зберігаються досі: 1) згідно із Законом про цінні папери 1933 р. будь-яка транзакція, яка тягне за собою пропозицію чи продаж цінних паперів, має бути зареєстрована Комісією з цінних паперів і бірж, окрім випадків, коли даний вид цінних паперів чи угода звільнені від реєстрації; 2) згідно Закону про фондові біржі 1934 р. іноземний приватний емітент зобов'язаний зареєструвати цінні папери у випадку проходження лістингу на національній фондовій біржі США; 3) на американських біржах вимоги до іноземних компаній для включення їхніх акцій у лістинг значно жорсткіші, ніж до американських, і щодо вартості матеріальних активів, і щодо доходів після сплати

податків, і щодо сумарної ринкової вартості акцій Разом з тим законодавство США допускає розміщення цінних паперів без реєстрації у формі: офшорної пропозиції (за межами США) на основі Положення S (у тому числі є основою для випуску єврооблігацій за межами США); приватного розміщення на основі Положення D; приватного розміщення «кваліфікованим інституційним інвесторам» на основі Правила 144A.

3. На регіональному рівні (в рамках ЄС) питання уніфікації міжнародно-правового регулювання фінансових ринків (у т.ч. фондового) базується на головній меті Європейського Союзу – створенні Єдиного Ринку в межах ЄС. Відтак повноваження інституцій ЄС у даній сфері з'являються з моменту створення Європейського Економічного Співтовариства; вони закріплені в Договорі про його заснування і фокусуються в межах чотирьох свобод: у сфері свободи руху капіталу та платежів (ст. 56-60 Договору), свободи надання послуг (ст. 49-55 Договору) та свободи заснування (ст. 45-48 Договору).

Основу уніфікованого європейського законодавства у сфері регулювання ринку цінних паперів та фінансових послуг складають норми і положення ряду базових Директив ЄС: Директива від 21 квітня 2004 р. 2004/39/ЄС «Про ринки фінансових інструментів» (набрала чинності в листопаді 2007 р.); Директива від 19 травня 1998 р. 98/26/ЄС «Про остаточність розрахунку в платіжних системах і системах розрахунку по цінних паперах»; Директива від 6 червня 2002 р. 2002/47/ЄС «Про угоди фінансового забезпечення». Аналіз нормативної бази вторинного законодавства ЄС дозволяє виділити три підгалузі: 1) вимоги до суб'єктів фондового ринку; 2) вимоги до первинного розміщення цінних паперів; 3) вимоги до трансакцій з цінними паперами. У свою чергу вони складають сім основних інститутів: 1) вимоги до заснування осіб, що здійснюють діяльність на фондовому ринку на професійній основі, та початку здійснення їх діяльності; 2) вимоги до ліцензування фондових бірж; 3) допуск до лістингу; 4) проведення рекламних кампаній; 5) принципи здійснення операцій з цінними паперами; 6) умови здійснення операцій з цінними паперами; 7) боротьба з інсайдерською торгівлею.

Загалом законодавство ЄС про цінні папери становить за європейською класифікацією окрему підгалузь – 06.20.20.25 «*Stock exchanges and other securities markets*».

4. У мусульманському світі сучасні фінансові інструменти – цінні папери та їх похідні – не набули такого поширення, як в традиційному суспільстві, оскільки не має чіткого розуміння щодо їх відповідності принципам шаріату. Найактуальнішою проблемою розвитку ісламських фондових ринків є створення єдиного ісламського фондового ринку та уніфікація міжнародно-правових стандартів його функціонування. Наразі провідною міжнародною некомерційною організацією, відповідальною за розробку і випуск стандартів для світової індустрії ісламських фінансів є Організація бухгалтерського обліку та аудиту ісламських фінансових установ (*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions – AAOIFI*), серед найбільш значних досягнень якої – випуск 94 стандартів у сфері шаріату, бухгалтерського обліку, аудиту, корпоративної етики та управління. Стандарти AAOIFI прийняті на обов'язковій основі в якості керівних принципів для центральних банків і регулятивних органів у багатьох арабських державах.

Створення і розвиток єдиного ісламського ринку цінних паперів (в тому числі й розширення його інвестиційних можливостей) потребує: 1) розробки комплексу заходів щодо зменшення сегментації ринку і її наслідків; 2) введення гарантій виконання контрактів і захисту інвесторів; 3) подальшої розробки продуктів, які могли б використовуватися ісламськими фінансовими інститутами; 4) створення адекватної, з точки зору принципів шаріату, ринкової інфраструктури.

РОЗДІЛ 3

ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ ТА ІМПЛЕМЕНТАЦІЯ МІЖНАРОДНО-ПРАВОВИХ НОРМ ПРОЦЕДУРИ ІРО У НАЦІОНАЛЬНЕ ЗАКОНОДАВСТВО УКРАЇНИ

3.1. Формування системи правового регулювання фондового ринку в Україні

Після ухвалення Верховною Радою 16 липня 1990 р. «Декларації про державний суверенітет» в Україні розпочався перманентний процес формування правової бази для створення і функціонування ринку цінних паперів. Де-факто Україна стала на власний шлях нормативно-правового регулювання інституту фондового ринку. До групи законодавчих актів першого покоління, які дотепер регулюють відносини на українському фондовому ринку, в першу чергу слід віднести такі Закони України: «Про власність» [58], «Про цінні папери і фондовий ринок» [70], «Про господарські товариства» [59], «Про приватизаційні папери» [69], «Про банки і банківську діяльність» [57] та інші. Аналіз цих законодавчих документів дозволяє стверджувати про їх помітний вплив на розвиток фондового ринку України. Проте необхідно зауважити, що розробка цих документів відбувалась не на системному рівні, з багатьма упущеннями, а створення таких необхідних інститутів фондового ринку, як саморегулюючих організацій, незалежних реєстраторів, депозитарію і клірингово-розрахункових організацій, не передбачалося взагалі.

Подальший розвиток українського фондового ринку, збільшення його активів і обсягів вказали на необхідність оперативного внесення змін у законодавство. Це призвело до розробки і ухвалення у 1992-1995 рр. значної кількості нормативних актів. Спочатку був ухвалений Указ Президента «Про інвестиційні фонди і інвестиційні компанії» [63], згодом Закон України «Про Національну депозитарну систему та електронний обіг цінних паперів в Україні» [61] та ін. Проте, перше покоління нормативно-правових актів не завжди відповідало вимогам, які ставилися перед фондовим ринком. Головними причинами були швидкість ухвалення цих правових документів і відсутність єдиної концепції розвитку ринку цінних паперів. Більше того, деякі положення прийнятих правових документів гальмували подальший розвиток інфраструктури фондового ринку [49].

Системна і цілеспрямована робота у напрямку розвитку законодавства України у сфері цінних паперів розпочалася після ухвалення Указу Президента України від 12 червня 1995р. «Про Державну комісію по цінних паперах і фондовому ринку» [62]. Комісія була створена з метою реалізації єдиної державної концепції розвитку фондового ринку. Ще одним важливим кроком стало ухвалення Верховною Радою Постанови від 25 вересня 1995 р. «Про концепцію розвитку і функціонування фондового ринку України» [66]. Упродовж 1996 р. законодавча база у сфері нормативно-правового регулювання ринку цінних паперів України була суттєво розширена і допрацьована. Ключовою подією, що значно вплинула на розвиток фондового ринку, стало ухвалення Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [60]. Не менш важливим кроком на фондовому ринку стало також внесення змін у 1996 р. у Закон України «Про цінні папери і фондовий ринок» [70].

Оновлений перелік законів, указів і постанов, які істотно доповнили правовий арсенал, який регулює фондовий ринок в Україні було прийнято у період 2001-2011 рр. Проте говорити про створення другого покоління національного законодавства про ринок цінних паперів можна лише після ухвалення нової редакції Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок» [70] та прийняття Закону України «Про акціонерні товариства» [56].

Згідно Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» фондовий ринок (ринок цінних паперів) – сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу й обліку цінних паперів і похідних (деривативів). При цьому учасниками фондового ринку є: емітенти або особи, які видали неемісійні цінні папери; інвестори в цінні папери; інституційні інвестори; професійні учасники фондового ринку; об'єднання професійних учасників фондового ринку, у т. ч. саморегульвні організації професійних учасників фондового ринку [70, ст. 2].

Обслуговування обігу цінних паперів в Україні регулюється низкою законодавчих і підзаконних нормативних актів. Зокрема, порядок випуску, розміщення акцій на ринку капіталів в Україні та анулювання свідоцтв про реєстрацію регламентовані Законом «Про цінні папери та фондовий ринок» [70] та відповідними нормативними документами Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку

(НКЦПФР) (до липня 2011 р. – Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку) [81]:

– Положенням про порядок реєстрації випуску акцій відкритих акціонерних товариств і облігацій підприємств (Рішення ДКЦПФР від 9 лютого 2001 р. (зі змінами і доповненнями);

– Положенням про порядок реєстрації випуску акцій закритих акціонерних товариств і облігацій підприємств (Рішення ДКЦПФР від 11 червня 2002 р. (зі змінами і доповненнями);

– Порядком скасування реєстрації випусків акцій та анулювання свідоцтва про реєстрацію випуску акцій (Рішення ДКЦПФР від 30 грудня 1998 р. (зі змінами від 14 липня 2005 р. № 398);

– Положенням про порядок скасування реєстрації випуску (випусків) інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду (Рішення ДКЦПФР від 13 квітня 2005 р.;

– Положенням про порядок реєстрації випуску акцій корпоративного інвестиційного фонду з метою здійснення спільного інвестування при їх розміщенні шляхом прилюдної пропозиції (Рішення ДКЦПФР від 8 січня 2002 р. (зі змінами і доповненнями від 6 серпня 2004 р.; 30 серпня 2005 р.).

Відповідно до законодавства України акція – іменний цінний папір, який засвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства, включаючи право на отримання частки прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та право на отримання частки майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, право на управління діяльністю акціонерним товариством, а також немайнові права, передбачені Цивільним кодексом України та законом, що регулює питання створення, діяльності та ліквідації акціонерних товариств [70].

Емітентом акцій є тільки акціонерне товариство. Акціонерне товариство розміщує акції, які можуть бути двох типів – прості та привілейовані. Частка привілейованих акцій у загальному обсязі статутного капіталу акціонерного товариства не може перевищувати 25 % [70].

Традиційно привілейовані акції дають власникові переважне право на одержання дивідендів, а також на пріоритетну участь у розподілі майна акціонерного

товариства у разі його ліквідації. Власники привілейованих акцій не мають права брати участь в управлінні акціонерними товариствами. Але згідно з українським законодавством власники привілейованих акцій можуть брати участь в управлінні акціонерним товариством, якщо це передбачено його статутом. В Україні не передбачено розподілу привілейованих акцій на кумулятивні та не кумулятивні.

Враховуючи обсяг випущених в Україні цінних паперів, можна констатувати, що сфера застосування цих нормативно-правових актів розповсюджується на облік прав майже половини населення України. Однак відсутність практики формування системи обліку прав за іменними та бездокументарними цінними паперами в Україні вимагає вивчення досвіду інших країн і його адаптації до українських реалій. Досвід розвинених ринків цінних паперів, які вже давно зіштовхнулися з цими проблемами, є важливим матеріалом для формування в Україні надійної системи обліку прав і системи розрахунків за цінними паперами. Разом з тим, існують суттєві проблеми і застарілі норми законодавства, які заважають запровадити новачі світової індустрії цінних паперів. Але, як свідчить світовий досвід, процедури обліку, клірингу та розрахунків, які використовують депозитарії та зберігачі, визначають дієвість та ефективність ринків цінних паперів, допомагають забезпечити їх цілісність, знизити рівень ризику та заощадити значні кошти. Тому уніфікація і гармонізація законодавства України з міжнародними нормами є важливими умовами досягнення привабливості ринків цінних паперів України для інвесторів.

У цьому контексті нагадаємо, що проголошення Україною курсу на європейську інтеграцію ще в 1998 р. (Указ Президента України «Про затвердження Стратегії інтеграції України до Європейського Союзу» від 11 червня 1998 р. № 615/98, із змінами), орієнтиром для подальшого розвитку та удосконалення вітчизняного законодавства має стати європейське законодавство. Так, згідно умов вступу до ЄС, визначених на Копенгагенському саміті Ради Європи в червні 1993 р., Україні належить адаптувати законодавство до права Європейського Союзу, яке не зводиться виключно до законодавства ЄС, а включає спільні для країн – членів ЄС принципи, цінності та правову культуру. Це стосується і адаптації цих норм у сфері регулювання ринку цінних паперів [49].

Враховуючи вищезазначене, доводиться констатувати, що ґрунтовного осми-слення стратегії європейської інтеграції України можна досягти на основі вивчення конкретних європейських і міжнародних норм. Цей шлях має забезпечити реальну можливість інтеграції українського ринку цінних паперів у міжнародні ринки. Тому розробка законів та підзаконних нормативно-правових актів повинна здійснювати-ся з урахуванням міжнародного досвіду. Ця вимога, зокрема, встановлена в Законі України «Про Національну депозитарну систему і особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» [61] стосовно діяльності Національного депозитарію, який повинен стандартизувати депозитарний облік і документообіг щодо операцій з цінними паперами відповідно до міжнародних норм.

Окрім цього шлях України щодо гармонізації українського законодавства до законодавства ЄС передбачає також врахування нормативних актів ЄС, які регулю-ють обіг цінних паперів, зокрема таких як: Директива Ради 77/91/ЄЕС про узгодже-ння з метою розробки рівноцінних захисних засобів, які застосовуються для захисту своїх та чужих інтересів від 13 грудня 1976 р.; Рекомендація Комісії 1977 р. щодо Європейського кодексу здійснення трансакцій з переказними цінними паперами; Директива Ради 93/22/ЄЕС 1993 р. щодо інвестиційних послуг у сфері цінних папе-рів; Директива 94/19/ЄС Європейського Парламенту та Ради Європи 1994 р. щодо схем депозитного гарантування; Директива 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради Європи 2000 р. щодо започаткування, здійснення та розміркованого нагляду над діяльністю інститутів електронних грошей; Директива ЄС від 21 квітня 2004 р. №2004/39/ЄС «Про ринки фінансових інструментів» (MiFID), яка набрала чинності з листопада 2007 р. [85].

Встановлені в цих та інших законодавчих актах ЄС вимоги використовують-ся для розробки внутрішніх актів законодавства країнами, яким ці вимоги адресова-ні. Норми законодавства створюють умови для вільного руху капіталу, забезпечу-ючи підґрунтя для реальної інтеграції економік цих країн. На основі загальних норм фінансова індустрія формує конкретні заходи і процедури, які сприяють міжнарод-ним інвестиційним потокам та зменшують ризики інвестиційної діяльності.

Таким чином, формування системи інституційно-правового регулювання фон-дового ринку в Україні було обумовлене як низкою політичних, економічних та ін-

ших передумов, так і необхідністю правової уніфікації та імплементації міжнародно-правових стандартів щодо регулювання фондових ринків у національне законодавство України. Серед економічних причин необхідно виокремити перманентні та системні внутрішні економічні проблеми, які змушували Україну здійснювати імплементацію тих чи інших міжнародно-правових стандартів з метою активізації розвитку ринкових інститутів, впровадження перевірених світовою практикою методів та інструментів регулювання та нагляду в систему інституційно-правового регулювання національного фондового ринку, водночас гармонізуючи його з основними міжнародно-правовими стандартами. З-поміж юридичних причин необхідності імплементації міжнародно-правових стандартів щодо регулювання фондових ринків у національне законодавство доцільно виокремити обов'язки України щодо їх імплементації, передбачені міжнародними договорами держави (в тому числі Угодою про асоціацію між Україною та Європейським Союзом).

3.2. Правові механізми регулювання процедури IPO українськими компаніями на міжнародних фондових ринках

Останнім часом дедалі більше українських компаній та фінансових установ розглядають зарубіжні фондові ринки як джерело залучення капіталу. Однак кількість випадків виходу українських емітентів на ринок цінних паперів залишається незначною. Найбільш розповсюджені способи виходу вітчизняних компаній на зовнішні ринки – публічне розміщення акцій (IPO) та випуск єврооблігацій.

Відтак дослідження процедури IPO українськими компаніями на міжнародних фондових ринках є актуальним, як із загальноекономічної точки зору, так і з позицій гнучкості інституційно-правових механізмів її регулювання. Зокрема, А. Балюк досліджує питання впливу капіталу з України через неорганізований ринок цінних паперів, необхідність посилення вимог до торговців цінними паперами, а також наслідки приходу до України російських і західних фондових бірж [3, с. 54-59]. Натомість В. Ковальова робить акцент на виявленні причин відставання українського фондового ринку від європейських фондових майданчиків і визначає шляхи

впровадження європейських стандартів у регуляторну практику українського фондового ринку [29, с. 53-56]. Особливості проведення вітчизняними підприємствами IPO на міжнародних фондових майданчиках обґрунтовано у наукових працях С. Червякової [85, с. 271-278], а дослідження окремих правових аспектів процедури IPO українськими компаніями здійснено С. Осадчук [49, с. 313-316].

Емісія і публічне розміщення акцій на ринку цінних паперів є одним із основних видів операцій акціонерних товариств (корпорацій) щодо залучення ними власних фінансових ресурсів із зовнішніх джерел. При цьому під емісією акцій у міжнародній юридичній практиці розуміють систему законодавчо регульованих процедур, пов'язаних із випуском цього виду корпоративних цінних паперів. Первинна емісія акцій зазвичай пов'язана зі створенням акціонерного товариства і первинним формуванням його акціонерного капіталу. Додаткова емісія акцій можлива лише у випадку, якщо всі раніше випущені товариством акції повністю сплачені за ціною їх номінальної вартості. В цілому законодавчі норми детально регулюють порядок прийняття рішення про випуск акцій, процедури державної їх реєстрації, вимоги до складання проспекту емісії, порядок їх розміщення. Зокрема, при первинній емісії акцій визначений порядок їх розподілу серед засновників акціонерного товариства відповідно до засновницького договору.

Натомість розміщення акцій – їх відчуження емітентом на користь інших осіб, що здійснюється тільки після реєстрації їх випуску шляхом відкритої чи закритої підписки. Якщо відкрита підписка на акції проводиться відкритим акціонерним товариством після публічного оголошення серед інвесторів, то закрита підписка передбачає розміщення акцій серед наперед визначеного кола інвесторів без публічного оголошення про неї у засобах масової інформації.

Враховуючи вищезазначене, а також спираючись на ст. 28 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», під первинним публічним розміщенням будемо розуміти спосіб емісії цінних паперів, що передбачає їх відчуження на підставі опублікування в засобах масової інформації або оприлюднення в будь-який інший спосіб повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь не визначеної кількості осіб [70, ст. 28].

Компанія може провести первинне публічне розміщення акцій як на внутрішньому, так і на міжнародних фондових ринках. Загалом успіх проведення компанією первинної публічної пропозиції акцій залежить від дуже багатьох чинників і, в першу чергу від: масштабів бізнесу компанії, її намагань вести свій бізнес відкрито; іміджу компанії і її популярності серед інвесторів; а також від загальної економічної ситуації в країні і світі; від кон'юнктури ринку цінних паперів. Чи не найосновнішим чинником є досконалість українського законодавства для проведення IPO. Незважаючи на встановлену законодавством можливість здійснення українськими компаніями прямого розміщення цінних паперів на іноземних фондових біржах, навряд чи можна очікувати реалізації цих норм найближчим часом.

Для українських компаній та фінансових установ вихід на міжнародні фондові ринки є додатковою можливістю залучити більші довгостроковий капітал і як результат – забезпечити максимізацію ринкової вартості власного капіталу, що є фактором підвищення рівня корпоративного управління всередині самої компанії, так і її інвестиційної привабливості для потенційного клієнта (Табл. 3.1).

Таблиця 3.1

Позитивний та негативний вплив IPO на міжнародних фондових ринках на розвиток компанії: SWOT-аналіз

SWOT	ПОЗИТИВНИЙ ВПЛИВ	НЕГАТИВНИЙ ВПЛИВ
ВНУТРІШНЄ СЕРЕДОВИЩЕ	Сильні сторони (Strengths)	Слабкі сторони (Weaknesses)
	<ul style="list-style-type: none"> • доступ до міжнародних фондових ринків як джерела залучення довгострокового капіталу; • не створює боргового зобов'язання; • підвищення капіталізації компанії та її ринкової вартості; • забезпечення підвищеної ліквідності акцій компанії; • виведення компанії на якісно новий рівень – компанія отримує публічний статус; • посилення економічної безпеки власників компанії 	<ul style="list-style-type: none"> • значні витрати на здійснення IPO; • розмір компанії є обмеженням для використання можливостей IPO; • втрата контролю над компанією
ЗОВНІШНЄ СЕРЕДОВИЩЕ	Можливості (Opportunities)	Загрози (Threats)
	<ul style="list-style-type: none"> – розвиток ринку IPO залежить від кон'юнктури світової економіки; – основними гравцями на фондових біржах залишаються США і Китай; вихід їхніх компаній на ринок IPO супроводжується великою кількістю угод і обсягом інвестицій; – вихід на ринок країн, що розвиваються призведе до збільшення обсягів залученого капіталу. 	<ul style="list-style-type: none"> – екзогенні (зміна законодавства, ринкової кон'юнктури, погіршення інвестиційного клімату, форс-мажорні обставини, тощо); – ендегенні (корпоративні конфлікти, невідповідність запропонованої андеррайтером ціни, недобросовісна робота андеррайтера, втрата контролю над компанією, санкції, судові позови, падіння ліквідності, втрата конкурентних переваг через публічність)

Примітка: систематизовано і побудовано автором.

Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» українська компанія-емітент може розмістити свої цінні папери на зовнішньому ринку тільки з дозволу Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Цей дозвіл може бути наданий лише при дотриманні таких вимог [70, ст. 31]:

- реєстрація випуску цінних паперів;
- дозвіл на торгівлю на одній з українських фондових бірж;
- дотримання вимог Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку щодо випуску цінних паперів.

Однак, українські підприємства використовують й інші способи для продажу своїх цінних паперів на міжнародних фондових біржах: або за допомогою депозитарних розписок, або шляхом створення підприємства за кордоном, яке повністю володіє українським підприємством і може випускати акції.

На відміну від акцій депозитарні розписки (ДР) – банківський сертифікат на акції закордонного підприємства, що тримаються підрозділом міжнародного банку в його країні. Є два типи депозитарних розписок: американські депозитарні розписки (АДР), якими в основному торгують на американських фондових біржах; та глобальні депозитарні розписки (ГДР), які є об'єктом купівлі-продажу на європейських фондових біржах. Останні, як правило, деноміновані в доларах США, але можуть бути і в євро. Якщо українська компанія, до прикладу, хоче продавати свої акції на американських біржах, то вона має продати їх українському банку, який є представником депозитарного банку Нью-Йорк Меллон. Пізніше вони інформують про це депозитарій банку (Банк Нью-Йорк Меллон) в США, після чого він буде видавати АДР іноземному інвестору [88, с. 11].

Тимчасовим положенням про порядок надання дозволу на обіг акцій або облігацій підприємств українських емітентів за межами України [78] встановлено, що надання дозволу на обіг цінних паперів українських емітентів за межами України здійснюється Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Дозвіл надається на обіг цінних паперів українських емітентів, якщо всі цінні папери додаткової емісії розміщуються за межами України. Емітент повинен мати лістинг на попередні випуски цінних паперів на фондовій біржі на території України або на торговельно-інформаційній системі (ТІС). Емітент не може розміщувати за

межами України цінні папери першої емісії цінних паперів. Під дію цього Положення підпадають емітенти цінних паперів, статутний фонд яких не менше 5 млн. грн. Емітенти, статутний фонд яких менше 5 млн. грн., не мають права взагалі розміщувати цінні папери за межами України. Емітент може розміщувати цінні папери за межами України на загальну суму, що не перевищує 25 % його статутного фонду. Емітент не має права розміщувати цінні папери за межами України за ціною нижче тієї, що склалася на фондовій біржі на території України або на торговельно-інформаційній системі, та за ціною нижче номінальної. У разі падіння ціни на цінні папери емітента за межами України нижче їх ціни при обігу на території України емітент зобов'язаний повідомити Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку. Забороняється до кінця розміщення цінних паперів за межами України та отримання емітентом коштів, випуск будь-яких похідних цінних паперів на цінні папери, які розміщуються за межами України. На цінні папери, які розміщуються за межами України, емітент може випускати депозитарні сертифікати та депозитарні свідоцтва.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку визначає, яким чином та на яких біржах і торговельно-інформаційних системах за межами України емітент може розміщувати свої акції й облигації. Для отримання дозволу емітент повинен зареєструвати в Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку випуск акцій (облігацій) та інформацію про емісію цінних паперів. Документи, що подані для одержання дозволу на обіг цінних паперів за межами України, розглядаються Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку протягом 45 днів.

Окрім цього емітент повинен дотримуватись вимог валютного законодавства України. Відтак акції емітента можуть випускатися і котируватися виключно в гривні, що неприйнятно для іноземних інвесторів.

Підсумовуючи вищезазначене, можна констатувати, що більшість із наведених положень є абсолютно неприйнятними для іноземних інвесторів, тому більшість українських компаній-емітентів проводила розміщення акцій через свої материнські компанії, зареєстровані за кордоном. Тобто перед IPO (або навіть приватним розміщенням) вони структурували свій бізнес, будуючи схему корпоративного контролю так, що бізнес в Україні перетворювався на дочірню структуру, контрольовану

холдинговою компанією, яка і залучала ресурси через розміщення. Найбільш популярними юрисдикціями у вітчизняних емітентів були: Кіпр, Британські території (острови Мен і Джерсі).

Пошук іноземних посередників для IPO серйозно збільшує тривалість та вартість і знижує ефективність цього процесу. Прийняття Закону «Про акціонерні товариства» поки що ніяк не вплинуло на правила структурування бізнесу перед розміщеннями. Очевидно, що шлях до Лондона, Парижа або навіть Варшави для українських емітентів стає коротшим через Кіпр, Люксембург або острівні території. Відбувається це не стільки через недосконалість українського корпоративного права, скільки через незручності податкового законодавства для компаній, що залучають інвестиції з-за кордону.

3.3. Проблемні питання імплементації міжнародно-правових норм процедури IPO у національне законодавство України

В Україні є лише незначна кількість компаній, які зуміли вийти на міжнародний фондовий ринок, отримавши практичний досвід щодо процедури IPO. Причинами цього є: значна кількість серйозних вимог щодо самої процедури IPO; неналежна імплементація міжнародно-правових норм процедури IPO у національне законодавство України; важливо враховувати й те, що процедура IPO на міжнародних фондових ринках потребує значних матеріальних вкладень, що досить часто стає причиною сумнівів власника компанії у необхідності її проведення; також в Україні є мало кваліфікованих фахівців, які можуть на належному рівні з дотриманням всіх правил і вимог провести публічне розміщення акцій.

Основні проблемні аспекти виходу українських компаній на міжнародний ринок IPO можна об'єднати у такі три групи:

1) належне забезпечення процедури «Дью Діліженс» (*від англ. Due Diligence*) та виконання зобов'язань власників щодо обнародування інформації про фінансові показники і власників підприємства (адже, як відомо, для України характерний високий рівень «тінізації» економіки, тому для більшості власників не вигідно оприлюднювати фінансову інформацію компанії);

2) законодавчі обмеження (номінація акцій тільки у національній валюті, необхідність отримання державного дозволу на лістинг);

3) переважна більшість українських компаній та фінансових установ при проведенні емісії своїх акцій користується позабіржовими методами їх розміщення, а більшість IPO-угод в Україні не є прямими, що означає, що юрисдикція емітентів акцій ніколи не зазначалась як Україна.

Зупинимось детальніше на окреслених вище проблемних аспектах.

Дью Діліженс (від англійського *Due Diligence* – в перекладі означає «забезпечення належної сумлінності») – процедура формування об'єктивного уявлення про об'єкт інвестування, яка включає в себе інвестиційні ризики, незалежну оцінку об'єкту інвестування, повне дослідження діяльності компанії, комплексну перевірку її фінансового стану та позиціонування на ринку. Зазвичай Дью Діліженс передуює купівлі бізнесу, злиттю, підписанню контракту чи співробітництва, а також є обов'язковою вимогою при первинному публічному розміщенні акцій на міжнародних фондових ринках. У першу чергу, він спрямований на всебічну перевірку законності і комерційної привабливості запланованої угоди або інвестиційного проекту, проте, важливу роль відіграє і повнота інформації, яка надається при цьому виді перевірки, що дозволяє інвесторам або діловим партнерам більш глибоко оцінити усі переваги та недоліки співпраці. Це поняття, як правило, означає проведення повного аналізу діяльності компанії з точки зору фінансових аналітиків, аудиторів, юристів, оцінювачів та експертів, причому кожна група фахівців готує детальний звіт про стан компанії. Відсутність належної перевірки може стати причиною негативних фінансових результатів після зміни власника, причиною судових позовів, податкових і фінансових перевірок та інших неприємних наслідків.

Підставами для проведення Дью Діліженс можуть бути: продаж/купівля компанії; оцінка її інвестиційної привабливості; злиття та поглинання; створення спільного підприємства; комерційне кредитування; перевірка надійності свого контрагента; а також публічна пропозиція цінних паперів на фондовому ринку.

Мета процедури Дью Діліженс – уникнути або максимально зменшити існуючі ризики (економічні, правові, податкові, маркетингові), зокрема [74]:

1) ризик придбання підприємства (паketу акцій) за завищеною вартістю;

- 2) ризик невиконання зобов'язань підприємством-боржником;
- 3) ризик втрати майна, грошей;
- 4) ризик завдання шкоди (збитків), в т.ч. нематеріальним активам, наприклад, ділової репутації;
- 5) ризик ініціювання судових позовів та їх несприятливих наслідків;
- 6) ризик накладення арешту на майно або застосування інших забезпечувальних заходів;
- 7) ризик визнання угоди недійсною;
- 8) ризик накладення стягнення на майно, цінні папери (акції);
- 9) ризик притягнення до податкової, адміністративної або кримінальної відповідальності;
- 10) ризик виникнення корпоративних конфліктів (захоплення, поглинання, судові тяганини) і т.д.

В об'єктивному і компетентному проведенні цих процедур зацікавлені обидві сторони: як інвестор, так і сторона, що залучає інвестиції (емітент).

У процесі проведення Дью Діліженс, як правило, виконуються процедури, які можна розділити на три взаємопов'язані етапи [74]:

- 1) оцінка вартості пакету акцій (вартості майнового комплексу, вартості бізнесу);
- 2) оцінка бухгалтерського обліку та достовірності звітності і фінансовий аналіз; оцінка податкових ризиків;
- 3) юридична оцінка ризиків зобов'язань та укладених угод.

При цьому оцінювачі, аудиторі і юристи працюють в тісній взаємодії, оскільки повна інформація щодо угоди іноді може бути надана тільки спільними зусиллями. Завдання оцінювачів – визначити справедливую вартість об'єкта інвестування, дати інвесторові діапазон вартості підприємства при різних варіантах його майбутнього використання. При цьому може бути визначена ринкова, інвестиційна або ліквідаційна вартість. Результатом роботи цієї групи фахівців є звіт про оцінку бізнесу. Метою аудиторів є проведення фінансової перевірки, експертиза діяльності підприємства, а також виявлення податкових вигод і ризиків. На цьому етапі має бути проведений аналіз структури доходу і витрат компанії, оцінка системи внутрішнього контролю,

аналіз основних засобів, фінансових вкладень, дебіторської і кредиторської заборгованості, запасів компанії; також проводиться аналіз кредитних договорів і зобов'язань, умовних зобов'язань, повноти і достовірності обліку активів і зобов'язань. Завершальна стадія роботи – виявлення потенційних податкових ризиків і вигод, а також виявлення та числове вираження потенційних податкових зобов'язань, наявних у компанії. Завданням юристів є проведення юридичної і правової експертизи діяльності компанії, з метою максимального виявлення ризиків. Юристи проводять огляд установчих документів, юридичного статусу, документів про корпоративне управління, рішень колегіальних органів управління і основних доручень. Аналізуються основні угоди з акціями, відомості про акціонерів, їх майнові і немайнові права. Вивчається державне регулювання діяльності компанії, основні контракти і майнові права компанії, трудові стосунки і претензійно-позовна діяльність.

Як правило, при проведенні процедури Дью Діліженс дії юристів спрямовані на розгляд таких питань [77]:

1. Корпоративне управління, що включає: засновницькі документи компанії; юридичний статус компанії; основні документи, що визначають корпоративне управління компанією; копії протоколів засідань Ради директорів, зборів акціонерів, усіх робочих груп і комітетів компанії; список основних доручень компанії;

2. Акції і акціонери компанії, які включають: основні угоди з акціями компанії та дані про зміну власників; список акціонерів компанії; майнові і немайнові права акціонерів компанії; угоди акціонерів компанії;

3. Регулюючі аспекти діяльності компанії, які включають ліцензії і дозволи компанії;

4. Основні контракти та інші транзакції, які включають: контракти з основними постачальниками і покупцями; позики, гарантії, особи, які мають гарантії, різні типи векселів і зобов'язань; аналіз договорів оренди/лізингу приміщень та інших активів: види, об'єми, терміни дії, механізм ціноутворення, можливість розірвання та/або переукладення на відмінних умовах;

5. Документи, що підтверджують майнові права компанії, включають: права на нерухомість та інші активи компанії; акції та інші цінні папери, якими володіє компа-

нія; інші істотні матеріальні і нематеріальні активи компанії; договори поруки, заставні та інші зобов'язання за активами компанії;

6. Персонал і трудові відносини, які включають колективний договір та інші угоди між персоналом і компанією;

7. Судові позови та інші претензії, які включають: судові позови до компанії (основні випадки); основні існуючі претензії/судові позови; основні незадоволені претензії/судові позови.

Результатом роботи юристів є звіт про юридичну експертизу компанії.

Для учасників фондового ринку все більш очевидною стає необхідність управління ризиками їхньої діяльності, поліпшення управління фінансами, формування зваженої інвестиційної політики. Формування нових взаємозв'язків компаній, необхідність модернізації стосунків з інвесторами і можливість виходу на міжнародні ринки капіталу привели до того, що вимога прозорості діяльності сьогодні – вже не мода, а обов'язкова вимога для компаній, що намагаються здійснити IPO на міжнародних фондових ринках.

Неповна імплементація міжнародно-правових норм регулювання процедури IPO у національне законодавство України, а також існуючі законодавчі обмеження (зокрема, номінація акцій тільки у національній валюті, необхідність отримання державного дозволу на лістинг тощо) стали причинами того, що більшість українських компаній з метою оптимізації структури випуску своїх цінних паперів за кордоном створюють компанії відповідно до законодавства тієї країни, в якій передбачається розміщення таких цінних паперів. Далі вони передають їй у власність акції або активи компанії з України. У цьому випадку на біржі торгуються акції не української компанії, а акції компанії – резидента тієї країни, в якій вони розміщуються. Українські емітенти часто користуються послугами альтернативного інвестиційного ринку (AIM) Лондонської фондової біржі. Проте, незважаючи на переваги розміщення акцій на цьому фондовому майданчику, він все ж таки є найбільш придатним для великих компаній із значним рівнем капіталізації. Натомість рівень капіталізації більшості українських компаній не перевищує 150 млн. дол. США.

Враховуючи вищезазначене, альтернативним варіантом для розміщення акцій українських компаній із середньою капіталізацією може бути Варшавська фондова

біржа. Умови, які пропонує ця біржа, є досить привабливими для українських компаній, оскільки розміщення акцій тут коштує менше, ніж на АІМ Лондонської фондової біржі, ліквідність ринку є досить високою, обсяги розміщення необмежені, а також оптимальним є співвідношення витрат і результату. Більше того, лістинг на Варшавській фондовій біржі має такі переваги: уніфіковане регулювання Європейського Союзу передбачає, що умови розміщення акцій є загальними для всіх ринків країн ЄС; лістинг на Варшавській фондовій біржі дає змогу компанії надалі котуватися на будь-якій іншій провідній фондовій біржі Європи, тоді як лістинг на Лондонській фондовій біржі не надає таких можливостей.

Компанія, яка має намір котирувати свої акції на Варшавській фондовій біржі, повинна зробити низку важливих кроків щодо процедури IPO [39]:

- насамперед, вона має бути акціонерним товариством (проте це не означає, що для установ і організацій з іншою правовою формою шлях на біржу закритий; достатньо, щоб власники такої організації перетворили її на акціонерне товариство);
- загальні збори акціонерного товариства мають ухвалити рішення про публічне розміщення акцій, їхній випуск у бездокументарній формі, а також про план заходів, які має здійснити товариство щодо допуску його акцій до обігу на організованому ринку цінних паперів;
- після ухвалення зазначеного вище рішення, акціонерне товариство має підготувати повний інформаційний документ (проспект емісії або інформаційний меморандум) разом з аудитором та брокерською конторою (саме брокерська контора займається питаннями первинного публічного розміщення акцій);
- акціонерне товариство має надати для ознайомлення робочий варіант проспекту емісії Комісії фінансового нагляду Польщі, яка може вносити до нього свої зауваження, які емітент має врахувати при розробці остаточного варіанта такого документа;
- до початку розміщення акцій компанія-емітент зобов'язана укласти договір з національним депозитарієм цінних паперів Польщі (при цьому предметом договору є реєстрація в депозитарії цінних паперів тих акцій, які будуть проходити процедуру IPO на Варшавській фондовій біржі);

– наступним кроком є проведення IPO, після чого акціонерне товариство має подати заявку на допуск акцій до біржового обігу на основний або паралельний ринок Варшавської фондової біржі (заявка розглядається на засіданні правління біржі; до неї додається остаточний варіант проспекту емісії, в якому мають бути враховані всі рекомендації, зроблені в процесі процедури його розгляду і затвердження Комісією фінансового нагляду).

Окрім вищезазначеного, варто звернути увагу на те, що на Варшавській фондовій біржі є чітко встановлені умови допуску цінних паперів до котирування на основному і паралельному ринках. Так, умови допуску на основний ринок сформульовано в регламенті біржі й окремо в розпорядженні міністра фінансів Польщі (наприклад, щодо емітента, який бажає щоб його акції були допущені до обігу на Варшавській фондовій біржі, не повинна застосовуватися процедура банкрутства або ліквідації; обіг цінних паперів емітента не має бути обмежений; вартість акцій, які перебуватимуть в обігу Варшавській фондовій біржі, або обсяг власного капіталу емітента мають становити суму, еквіваленту не менше, ніж 1 млн. євро). Серед інших умов слід виділити такі: наявність в емітента опублікованих фінансових звітів разом з оцінкою суб'єкта, який має повноваження на їх перевірку, не менше, ніж за три роки, що передують поданню заявки на допуск акцій до обігу на Варшавській Фондовій біржі; оприлюднення емітентом інформації, яка має дозволити інвесторам оцінити його фінансовий і господарський стан, а також ризик, пов'язаний із придбанням акцій тощо. Щодо умов допуску акцій до обігу на паралельному ринку Варшавської фондової біржі, то вони визначаються виключно регламентом біржі і є менш жорсткими [39].

Загалом публічне розміщення акцій відкриває великі можливості для компанії, однак IPO – це не завжди вдале вкладення грошей. У практиці IPO відомі випадки стрімкого падіння котирувань і прецедентних судових практик, зміни в складі керівництва компанії, а також втрати контролю над компанією. З набуттям статусу публічної компанії посилюються вимоги до корпоративного управління, і керівники часто не витримують тягаря тих проблем, що виникли. Іноді причиною невдачі IPO можуть стати і неправильно обраний час для виходу на ринок і відсутність належного планування та підготовки процесу. Зокрема, за результатами проведеного дослідження консалтинговою фірмою «PricewaterhouseCoopers» було визначено,

що найбільш розповсюдженими помилками при проведенні IPO є неправильний розрахунок часу, який необхідний для підготовки виходу на біржу, та недооцінка складності трансформації приватної компанії у публічну. Окрім цього до основних проблем, з якими зустрічаються підприємства, що розглядають можливість IPO, відносять такі [85; 86]: необхідність активної участі керівництва при підготовці до IPO; розкриття інформації, яка вважається конфіденційною; планування та підготовка процесу розміщення акцій емітента; налагодження ефективних комунікаційних процесів з інвесторами; зовнішні очікування відповідних результатів діяльності компанії; обмеження щодо продажу акцій існуючим акціонерам; можливість ворожого поглинання з боку конкурентів; незворотність процесу IPO; очікування інвесторів із приводу позитивних фінансових результатів кожного періоду та своєчасне надання фінансової звітності емітента; вибір фондової біржі для розміщення акцій емітента. Мінімізація помилок, а також проведення успішної трансформації приватного підприємства у публічне вимагає проведення ним корпоративної реструктуризації. При цьому, щоб прийняти рішення про проведення IPO, необхідно серйозно оцінити всі переваги і зобов'язання, які виникають у емітента в зв'язку з набуттям статусу «публічної» компанії.

Ще одним проблемним аспектом виходу українських компаній на міжнародний ринок IPO є те, що переважна більшість українських компаній та фінансових установ при проведенні емісії своїх акцій користується позабіржовими методами їх розміщення, а більшість IPO-угод в Україні не є прямими, що означає, що юрисдикція емітентів акцій ніколи не зазначалась як Україна.

У сучасних умовах законодавцю при прийнятті законодавчих актів щодо розміщення цінних паперів на іноземних фондових біржах необхідно враховувати, що значна частина правовідносин у процесі та після реалізації механізмів проведення IPO виникає за межами правового поля України, а та частина, що стосується українського права, має бути врегульована спеціальними нормами з урахуванням специфіки транзакцій. Тому необхідна уніфікація законодавчої бази розвинених країн заходу та вітчизняного законодавства щодо розвитку фондового ринку.

Щоб українське законодавство не стало серйозною перешкодою для компаній, які бажають провести IPO, необхідно прийняти та вдосконалити законодавчі

акти щодо: 1) розкриття інформації про бізнес компанії, її власників, оприлюднення фінансової звітності, розкриття активів та перетворення на публічні, відкриті компанії; 2) системи оподаткування емісійного доходу та дивідендів; 3) зняття обмежень валютного, банківського законодавства при введенні в Україну грошових коштів, акумульованих за межами України при проведенні IPO; 4) забезпечення прозорості розміщення українськими емітентами акцій на іноземних фондових біржах; 5) повноцінного правового забезпечення контролю державних органів за застосуванням діючого законодавства у сфері фондового ринку, з нарощуванням ресурсів такого контролю; 6) синхронізації української юридичної термінології у сфері цінних паперів з міжнародною, щоб уникнути невідповідностей; 7) роз'яснення переваг та ризиків цього процесу. Нове законодавство повинно бути логічним продовженням та розвитком правових основ функціонування фондового ринку як в Україні, так і на іноземних фондових біржах з метою запобігання колізіям та їх усунення.

Висновки до розділу 3

У розділі «Правове регулювання фондового ринку та імплементація міжнародно-правових норм процедури IPO у національне законодавство України» розкрито процес становлення та формування системи інституційно-правового регулювання фондового ринку в Україні; проаналізовано стан організаційно-правового механізму регулювання процедури IPO в частині специфіки первинного публічного розміщення акцій українськими компаніями на міжнародних фондових ринках; окреслено проблемні питання імплементації міжнародно-правових норм процедури IPO у національне законодавство України. У підсумку зроблено такі висновки й узагальнення:

1. Формування системи інституційно-правового регулювання фондового ринку в Україні відбувалося у декілька етапів. До групи законодавчих актів першого покоління, які регулювали й дотепер регулюють відносини на фондовому ринку України слід віднести такі Закони: «Про власність», «Про цінні папери і фондовий ринок», «Про господарські товариства», «Про приватизаційні папери», «Про банки і банківську діяльність» та інші. Подальший розвиток українського фондового ринку, збільшення його активів і обсягів призвели до розробки і ухвалення у 1992-1995 рр.

значної кількості нормативних актів: Указу Президента «Про інвестиційні фонди і інвестиційні компанії», Закону України «Про Національну депозитарну систему та електронний обіг цінних паперів в Україні» та ін. Проте системна і цілеспрямована робота у напрямку розвитку законодавства України у сфері цінних паперів розпочалася після ухвалення у 1995 р.: Указу Президента України «Про Державну комісію по цінних паперах і фондовому ринку», Постанови Верховної Ради «Про концепцію розвитку і функціонування фондового ринку України». Ключовою подією, що суттєво вплинула на розвиток фондового ринку, стало ухвалення Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та внесення змін у 1996 р. у Закон України «Про цінні папери і фондовий ринок». Проте створення другого покоління національного законодавства про ринок цінних паперів пов'язане з ухваленням нової редакції Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок» та прийняттям Закону України «Про акціонерні товариства».

2. Останнім часом дедалі більше українських компаній та фінансових установ розглядають зарубіжні фондові ринки як джерело залучення капіталу. Однак кількість випадків виходу українських емітентів на міжнародний ринок цінних паперів залишається незначною. Найбільш розповсюджені способи виходу вітчизняних компаній на зовнішні ринки – публічне розміщення акцій (IPO). Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» (ст. 31) українська компанія-емітент може розмістити свої цінні папери на зовнішньому ринку тільки з дозволу Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, який може бути наданий лише при дотриманні таких вимог: 1) реєстрація випуску цінних паперів; 2) дозвіл на торгівлю на одній з українських фондових бірж; 3) дотримання вимог Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку щодо випуску цінних паперів. Окрім цього емітент повинен дотримуватись вимог валютного законодавства України (акції емітента можуть випускатися і котируватися виключно в гривні, що неприйнятно для іноземних інвесторів). Більшість із наведених положень є абсолютно неприйнятними для іноземних інвесторів, тому більшість українських компаній-емітентів проводила розміщення акцій через свої материнські компанії, зареєстровані за кордоном. Тобто перед IPO вони структурували свій бізнес, будуючи схему корпоративного контролю

так, що бізнес в Україні перетворювався на дочірню структуру, контрольовану холдинговою компанією, яка і залучала ресурси через розміщення.

3. Основні проблемні аспекти виходу українських компаній на міжнародний ринок IPO можна об'єднати у такі три групи: 1) належне забезпечення процедури Дью Діліженс та виконання зобов'язань власників щодо обнародування інформації про фінансові показники і власників підприємства; 2) законодавчі обмеження (номінація акцій тільки у національній валюті, необхідність отримання державного дозволу на лістинг); 3) переважна більшість українських компаній та фінансових установ при проведенні емісії своїх акцій користується позабіржовими методами їх розміщення, а більшість IPO-угод в Україні не є прямими, що означає, що юрисдикція емітентів акцій ніколи не зазначалась як Україна. У результаті значна частина правовідносин у процесі та після реалізації механізмів проведення IPO виникає за межами правового поля України, а та частина, що стосується українського права, має бути врегульована спеціальними нормами з урахуванням специфіки транзакцій.

4. Щоб українське законодавство не стало серйозною перешкодою для компаній, які бажають провести IPO, необхідно прийняти та вдосконалити законодавчі акти щодо: 1) розкриття інформації про бізнес компанії, її власників, оприлюднення фінансової звітності, розкриття активів та перетворення на публічні, відкриті компанії; 2) системи оподаткування емісійного доходу та дивідендів; 3) зняття обмежень валютного, банківського законодавства при введенні в Україну грошових коштів, акумульованих за межами України при проведенні IPO; 4) забезпечення прозорості розміщення українськими емітентами акцій на іноземних фондових біржах; 5) повноцінного правового забезпечення контролю державних органів за застосуванням діючого законодавства у сфері фондового ринку, з нарощуванням ресурсів такого контролю; 6) синхронізації української юридичної термінології у сфері цінних паперів з міжнародною, щоб уникнути невідповідностей; 7) роз'яснення переваг та ризиків цього процесу. Правова уніфікація процедури IPO має стати логічним продовженням та розвитком правових основ функціонування фондового ринку як в Україні, так і на іноземних фондових біржах з метою запобігання колізіям та їх усунення.

ВИСНОВКИ

У магістерській роботі науково узагальнено й поглиблено теоретичні, історичні, нормативні та інституційні аспекти правової уніфікації фінансових транзакцій на міжнародних фондових ринках, здійснено компаративний аналіз правового регулювання процедури IPO на універсальному, регіональному та локальному рівнях, виявлено проблемні питання та окреслено пропозиції щодо імплементації міжнародно-правових норм процедури IPO у національне законодавство України. У результаті проведеного дослідження сформульовано теоретичні та науково-практичні висновки, спрямовані на реалізацію мети дослідження, які водночас характеризують теоретичне і практичне значення магістерської роботи.

1. На основі аналізу джерел правового регулювання міжнародних фінансових транзакцій доведено їх відносно вищий рівень уніфікації (гармонізації) щодо міжнародних банківських операцій і відносно обмежено щодо міжнародних розрахунків та у вексельному праві. Що ж стосується міжнародних кредитних та валютних операцій, а також операцій з євро-паперами й іноземними цінними паперами, похідними фінансовими інструментами (деривативами), то вони на міжнародних фінансових ринках в основному регулюються генеральними угодами (*master agreements*), які розробляються асоціаціями учасників фінансового ринку (в Лондоні – Асоціація ринку позик (LMA), Міжнародна асоціація кредитування цінними паперами (ISLA), Асоціація свопів і деривативів (ISDA); в Цюриху – Асоціація міжнародного ринку капіталів (ICMA); в Нью-Йорку – Асоціація індустрії цінних паперів і фінансових ринків (SIFMA), Асоціація синдикованого кредитування і вторинного кредитного ринку (LSTA); в Парижі – Асоціація фінансових ринків (ACI); в Гонконгу – Тихоокеанська асоціація кредитного ринку (APLMA).

2. Аргументовано, що однією із формул розвитку світового фінансового ринку (а в його структурі й міжнародного фондового) у XIX – XXI ст. стало поглиблення його наднаціонального регулювання й правової регламентації на універсальному, регіональному та локальному рівнях. Загалом система інституційно-правового регулювання міжнародних фінансових транзакцій розвивалась від розрізнених елементів і простих форм до більш складної, багаторівневої і всеохоплюючої архітектури, адекватної сучасному рівню фінансової глобалізації та формуванню єдиного світового фі-

нансового ринку. Якщо в XIX столітті фінансові ринки були врегульовані між собою фрагментарно, то на початку XXI ст. глобальне фінансове регулювання стало трьох- (чотирьохрівневим). Зокрема, були створені світові та регіональні організації фінансових регуляторів (Базельський комітет з банківського нагляду (BCBS) при Банку міжнародних розрахунків (1974), Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO; 1983), Міжнародна мережа пенсійних регуляторів і наглядових служб при ОЕСР (INPRS; 2000). Розпочалася гармонізація регулятивної інфраструктури країн світу (передусім у банківській сфері), розширення периметру регулювання (наднаціональний, регіональний і локальний), зміщення акцентів з уніфікації фінансових систем (сумісність і відкритість грошових, кредитних, платіжних систем країн світу, фінансових ринків, їх інфраструктури і т.п.) до створення уніфікованого правового простору для руху капіталу і транскордонних злиттів фінансових посередників та їх інфраструктури (з 1990-х рр.).

3. Висунуто гіпотезу, що на доктринальному рівні проблема правової уніфікації у міжнародному праві розглядається у рамках трьох концепцій співвідношення міжнародного і національного права – дуалістичної і двох моністичних; а також у площині перетину трьох парадигм правової уніфікації: національної, міжнародної та транснаціональної, кожна з яких має свою відносну концептуальну цінність. Показано, що національні правові норми забезпечують як уніфікацію, так і контрольовану конкуренцію; міжнародні – допомагають досягти компромісу між державами; а у випадку транснаціональної уніфікації узгоджуються інтереси між приватними суб'єктами і державами. Трилема полягає у тому, яку з цих трьох парадигм обрати в процесі правової уніфікації процедури IPO на міжнародних фондових ринках.

4. Виокремлено ідентифікаційні ознаки та обґрунтовано теоретичні засади правової уніфікації та гармонізації права. Якщо *уніфікація права* – це процес створення однакових норм законодавства різних держав шляхом укладання міжнародних договорів, у яких встановлюються обов'язки держав щодо приведення свого внутрішнього права у відповідність з нормами цих договорів, то *гармонізація права* є процесом зближення національних правових систем, зменшення та усунення відмінностей між ними. Цим самим показано, що головна особливість уніфікації права полягає у тому, що вона відбувається одночасно в двох різних правових системах – в міжна-

родному праві (укладення міжнародного договору) і в національному праві (як імплементація норм цього договору у внутрішньодержавне право). Натомість ключова ознака гармонізації полягає у відсутності міжнародних зобов'язань (міжнародних договірних форм) в процесі гармонізації.

5. З'ясовано, що поняття «первинна публічна пропозиція акцій» (*Initial Public Offering – IPO*) має неоднозначне трактування та використовується для ідентифікації публічної оферти компанії-емітента необмеженому колу інвесторів, заявленої для продажу всіх або частини акцій (первісного чи додаткового випуску) із здійсненням доступу до торгів фондових бірж та/або інших організаторів торгівлі на ринку цінних паперів, у результаті якої відбувається збільшення капіталізації (власного капіталу) компанії-емітента. На основі компаративного аналізу показано, що в практиці функціонування фондових ринків окремих країн крім IPO (*Initial Public Offering*) використовуються й інші форми та методи публічного розміщення цінних паперів: FO (*Followon*); PPO (*Primary Public Offering*); SPO (*Secondary Public Offering*); DPO (*Direct Public Offering*); PBO (*Piggyback Offering*); *Privateplacement*, порівняльні змістовні характеристики яких узагальнено в процесі дослідження.

6. Зазначено, що відсутність одноманітного правового режиму здійснення IPO сприяла зростанню ділових узвичаєнь (*lex mercatoria*) у практиці проведення IPO-угод у формі різноманітних принципів, правил і методик. Аргументовано, що процедура IPO – складний процес, кожен етап якого є сукупністю узгоджених організаційно-правових заходів, що враховують вимоги внутрішнього національного законодавства в частині здійснення емісії акцій, уніфіковані норми правового регулювання процедури IPO на універсальному, регіональному й локальному рівнях, необхідні й достатні для ефективного здійснення первинного публічного розміщення акцій, а також дії, які склалися в межах звичаїв ділового обігу у світовій практиці. IPO як складний комплекс організаційних, юридичних і фінансових процедур, зачіпає інтереси як його безпосередніх учасників (емітентів та інвесторів), так і організаторів (інвестиційних банків, андеррайтерів) і консультантів (юридичних, фінансових, PR-агенцій та IR-консультантів, аудиторів тощо).

7. Зазначено, що на універсальному рівні уніфіковані міжнародно-правові норми регулювання транскордонного володіння цінними паперами і транскордонних

переказів цінних паперів отримали юридичне оформлення в: «Рекомендаціях для систем розрахунку за цінними паперами» Банку міжнародних розрахунків і Міжнародної організації комісій з цінних паперів 2001 р.; Рекомендаціях Міжнародної асоціації послуг з цінних паперів (ISSA) 2000 р.; Рекомендаціях Групи тридцяти, включених в «План дій з глобального клірингу і розрахунків» 2003 р., які стали методологічною основою для розробки Гаазької конвенції «Про право, застосовне до деяких прав щодо цінних паперів, що знаходяться у власності в посередника» 2006 р. і Конвенції УНІДРУА «Про матеріальні правила, що стосуються цінних паперів, які знаходяться у посередника».

8. З'ясовано, що через жорсткі стандарти американського законодавства щодо іноземних цінних паперів емісії іноземних акцій на ринку США відносно обмежені. Своєю чергою встановлено, що починаючи з 1990-х р., Комісією з цінних паперів і бірж (SEC) були прийняті документи, які стали юридичною основою для доступу іноземних приватних емітентів на фінансовий ринок США, а лібералізація режиму контролю за первинним ринком (Правило S і Правило 144а, прийняті в 1990 р.) привела до розширення обсягів іноземних емісій на фондовому ринку США. Констатовано, що певні обмежувальні фактори зберігаються й досі: 1) згідно із Законом про цінні папери 1933 р. будь-яка транзакція, яка тягне за собою пропозицію чи продаж цінних паперів, має бути зареєстрована Комісією з цінних паперів і бірж, окрім випадків, коли даний вид цінних паперів чи угода звільнені від реєстрації; 2) згідно Закону про фондові біржі 1934 р. іноземний приватний емітент зобов'язаний зареєструвати цінні папери у випадку проходження лістингу на національній фондовій біржі США; 3) на американських біржах вимоги до іноземних компаній для включення їхніх акцій у лістинг значно жорсткіші, ніж до американських, і щодо вартості матеріальних активів, і щодо доходів після сплати податків, і щодо сумарної ринкової вартості акцій. Разом з тим законодавство США допускає розміщення цінних паперів без реєстрації у формі: офшорної пропозиції (за межами США) на основі Положення S (у тому числі є основою для випуску єврооблігацій за межами США); приватного розміщення на основі Положення D; приватного розміщення «кваліфікованим інституційним інвесторам» на основі Правила 144А.

9. Зазначено, що правові системи європейських держав і ЄС функціонують на основі принципів «делегованої та обмеженої» компетенції, а також «субсидіарності та пропорційності», які на регіональному рівні (в рамках ЄС) визначають питання уніфікації міжнародно-правового регулювання фінансових ринків (у т.ч. фондового) і зумовлюють таку систему регулювання ринку цінних паперів: 1) галузеві правові акти ЄС; 2) комплексні правові акти ЄС, що гарантують сукупне регулювання фінансової сфери. Загалом законодавство ЄС про цінні папери становить за європейською класифікацією окрему підгалузь – 06.20.20.25 «*Stock exchanges and other securities markets*».

Основу уніфікованого європейського законодавства у сфері регулювання ринку цінних паперів та фінансових послуг до кінця 2007 р. складала норма і положення таких базових Директив ЄС: Директива Ради ЄС від 10.05.93 р. №93/22/ЕЕС «Про надання послуг на ринку цінних паперів» (Investment Services Directive, далі – ISD) – основний документ, який визначав загальні принципи функціонування ринку цінних паперів ЄС; Директива від 19.05.1998 р. 98/26/ЄС «Про остаточність розрахунку в платіжних системах і системах розрахунку по цінних паперах»; Директива Європарламенту і Ради ЄС від 28.05.01 р. №2001/34/ЄС «Про допуск цінних паперів до офіційного котирування на біржі і про порядок розкриття інформації про такі цінні папери»; Директива від 6.06.2002 р. 2002/47/ЄС «Про угоди фінансового забезпечення». Аналіз нормативної бази вторинного законодавства ЄС дозволяє виділити три підгалузі: 1) вимоги до суб'єктів фондового ринку; 2) вимоги до первинного розміщення цінних паперів; 3) вимоги до трансакцій з цінними паперами.

Додатковим поштовхом до консолідації європейського ринку цінних паперів стало прийняття Директиви від 21.04.2004 р. 2004/39/ЄС «Про ринки фінансових інструментів» і набрання нею чинності в листопаді 2007 р.

10. Охарактеризовано особливості інституційно-правового регулювання ісламських фондових ринків. З'ясовано, що в мусульманському світі сучасні фінансові інструменти – цінні папери та їх похідні – не набули такого поширення, як в традиційному суспільстві, оскільки не має чіткого розуміння щодо їх відповідності принципам шариату. Найактуальнішою проблемою розвитку ісламських фондових ринків є створення єдиного ісламського фондового ринку та уніфікація міжнародно-правових стандартів його функціонування. Наразі провідною міжнародною некомерційною органі-

зацією, відповідальною за розробку і випуск стандартів для світової індустрії ісламських фінансів є Організація бухгалтерського обліку та аудиту ісламських фінансових установ (*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions – AAOIFI*), серед найбільших досягнень якої – випуск 94 стандартів у сфері шариату, бухгалтерського обліку, аудиту, корпоративної етики та управління. Стандарти ААОІФІ прийняті на обов'язковій основі в якості керівних принципів для центральних банків і регулятивних органів у багатьох арабських державах. Констатовано, що створення і розвиток єдиного ісламського ринку цінних паперів (в тому числі й розширення його інвестиційних можливостей) потребує: 1) розробки комплексу заходів щодо зменшення сегментації ринку і її наслідків; 2) введення гарантій виконання контрактів і захисту інвесторів; 3) подальшої розробки продуктів, які могли б використовуватися ісламськими фінансовими інститутами; 4) створення адекватної, з точки зору принципів шариату, ринкової інфраструктури.

11. Показано, що процес становлення та формування системи інституційно-правового регулювання фондового ринку в Україні відбувався у декілька етапів. До групи законодавчих актів першого покоління, які регулювали й дотепер регулюють відносини на фондовому ринку України слід віднести такі Закони: «Про власність», «Про цінні папери і фондовий ринок», «Про господарські товариства», «Про приватизаційні папери», «Про банки і банківську діяльність» та інші. Подальший розвиток українського фондового ринку, збільшення його активів і обсягів призвели до розробки і ухвалення у 1992-1995 рр. значної кількості нормативних актів: Указу Президента «Про інвестиційні фонди і інвестиційні компанії», Закону України «Про Національну депозитарну систему та електронний обіг цінних паперів в Україні» та ін. Проте системна і цілеспрямована робота у напрямку розвитку законодавства України у сфері цінних паперів розпочалася після ухвалення у 1995 р.: Указу Президента України «Про Державну комісію по цінних паперах і фондовому ринку», Постанови Верховної Ради «Про концепцію розвитку і функціонування фондового ринку України». Ключовою подією, що суттєво вплинула на розвиток фондового ринку, стало ухвалення Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та внесення змін у 1996 р. у Закон України «Про цінні папери і фондовий ринок». Констатовано, що створення другого покоління національного законодавства про ринок цінних папе-

рів пов'язане з ухваленням нової редакції Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок» та прийняттям Закону України «Про акціонерні товариства».

12. На основі аналізу національного законодавства про ринок цінних паперів з'ясовано особливості проведення українськими компаніями IPO-угод на зовнішніх ринках. Згідно Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» (ст. 31) українська компанія-емітент може розмістити свої цінні папери на зовнішньому ринку тільки з дозволу Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, який може бути наданий лише при дотриманні таких вимог: 1) реєстрація випуску цінних паперів; 2) дозвіл на торгівлю на одній з українських фондових бірж; 3) дотримання вимог Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку щодо випуску цінних паперів. Окрім цього емітент повинен дотримуватись вимог валютного законодавства України (акції емітента можуть випускатися і котируватися виключно в гривні, що неприйнятно для іноземних інвесторів). Зазначено, що більшість із наведених положень є абсолютно неприйнятними для іноземних інвесторів, тому більшість українських компаній-емітентів перед IPO структурували свій бізнес, будуючи схему корпоративного контролю так, що бізнес в Україні перетворювався на дочірню структуру, контрольовану холдинговою компанією, зареєстрованою за кордоном, яка проводила розміщення акцій і залучала ресурси через IPO.

13. На підставі дослідження організаційно-правового механізму регулювання процедури IPO в частині специфіки первинного публічного розміщення акцій українськими компаніями на міжнародних фондових ринках окреслено такі три групи проблемні аспекти виходу українських компаній на міжнародний ринок IPO: 1) належне забезпечення процедури Дью Діліженс та виконання зобов'язань власників щодо обнародування інформації про фінансові показники і власників підприємства; 2) законодавчі обмеження (номінація акцій тільки у національній валюті, необхідність отримання державного дозволу на лістинг); 3) переважна більшість українських компаній та фінансових установ при проведенні емісії своїх акцій користується позабіржовими методами їх розміщення, а більшість IPO-угод в Україні не є прямими, що означає, що юрисдикція емітентів акцій ніколи не зазначалась як Україна. У результаті значна частина правовідносин у процесі та після реалізації механізмів проведення IPO виникає за межами правового поля України, а та частина, що стосується українського пра-

ва, має бути врегульована спеціальними нормами з урахуванням специфіки транзакцій.

14. З огляду на виявлені проблемні аспекти виходу українських компаній на міжнародний ринок IPO запропоновано прийняти та вдосконалити законодавчі акти щодо: 1) розкриття інформації про бізнес компанії, її власників, оприлюднення фінансової звітності, розкриття активів та перетворення на публічні, відкриті компанії; 2) системи оподаткування емісійного доходу та дивідендів; 3) зняття обмежень валютного, банківського законодавства при введенні в Україну грошових коштів, акумульованих за межами України при проведенні IPO; 4) забезпечення прозорості розміщення українськими емітентами акцій на іноземних фондових біржах; 5) повноцінного правового забезпечення контролю державних органів за застосуванням діючого законодавства у сфері фондового ринку, з нарощуванням ресурсів такого контролю; 6) синхронізації української юридичної термінології у сфері цінних паперів з міжнародною, щоб уникнути невідповідностей; 7) роз'яснення переваг та ризиків цього процесу.

Таким чином, питання імплементації міжнародно-правових норм щодо регулювання фінансових транзакцій на фондовому ринку України залишається відкритим. Правова уніфікація процедури IPO має стати логічним продовженням та розвитком правових основ функціонування фондового ринку як в Україні, так і на іноземних фондових біржах з метою запобігання колізіям та їх усунення.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Аляутдинов Ш. Рынок акций в исламе [Электронный ресурс] / Шамиль Аляутдинов. – Режим доступа: <https://umma.ru/rynok-aktsij-v-islame/>
2. Анцилотти Д. Курс международного права / Д. Анцилотти. – Т. 1. – М.: Изд-во иностр. лит., 1961.
3. Балюк, А. Наша цель сегодня – не допустить «бегства» украинских ценных бумаг на зарубежные фондовые площадки [Текст] / А. Балюк // Бизнес. - 2007. - № 9.
4. Безручко Ю., Вінник О. Правове регулювання ринку цінних паперів та інвестиційних фондів в Європейському Союзі та Україні (порівняльно-правовий аналіз) / Ю. Безручко, О. Вінник, М. Глозов, О. Кологойда. – К: Центр учб. л-ри, 2007. – 194 с.
5. Благонравин М. Как сделать будущее прозрачным [Текст] / М. Благонравин // Эксперт Украина. - 2006. - №5 (56). – С.22-27.
6. Бирюк С. Эволюция стратегических целей предприятия в процессе IPO: опыт Украины / С. Бирюк, О. Смирна // Ринок цінних паперів України. – 2012. – № 10. – С. 67-72.
7. Буквич А. Співвідношення колізійних норм Гаазької конвенції з цінних паперів та деяких директив з цінних паперів Європейського Союзу. Особливості їх застосування / А. Буквич // Актуальних проблем міжнародних відносин. – 2011. – Вип. 98(1). – С. 154-156.
8. Великий тлумачний словник сучасної української мови / Уклад. і голов. ред. В. Т. Бусел. – К.: Ірпінь: ВТФ «Перун», 2002. – 1440.
9. Вергелес В. Критерії вибору фондової біржі при здійсненні первинного публічного розміщення цінних паперів українськими компаніями / В. Вергелес // Вісник ТНЕУ. – 2009. – № 3. – С. 20-26.
10. Гвардин С. В. IPO: стратегия, перспективы, опыт: монография / С.В. Гвардин. – М.: «Вершина», 2007 – 264 с.
11. Геддес Р. IPO и последующие размещения акций / Р. Геддес; пер. с. англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 352 с.
12. Гладчук К. М. Особливості організації процесу IPO в сучасних умовах / К.М. Гладчук // Формування ринкової економіки: зб. наук. праць. – 2010. – Вип. 23. – К.: КНЕУ. – С. 413-422.
13. Гладчук К. М. Ринок первинної публічної пропозиції цінних паперів та шляхи його формування в Україні: дис. ... канд. екон. наук 08.00.08 / ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана». Київ, 2006. – 205 с.

14. Гладчук К. М. Розвиток світового ринку IPO в умовах фінансової глобалізації / К.М. Гладчук // Ринок цінних паперів України. – 2013. – № 1-2. – С. 47-54.
15. Гладчук К. М. Теоретичні основи функціонування ринку первинної публічної пропозиції цінних паперів / К. М. Гладчук // Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності (IndexCopernicus Journals Master List, Open Journal Systems): зб. наук. праць. – 2013. – Вип. 2, Т. 1. – Маріуполь : ДВНЗ «ПДТУ». – С. 88-93.
16. Грушко В. І. Первинне публічне розміщення акцій (IPO): теорія і практика вітчизняних компаній [Текст]: монографія / В. І. Грушко, О. Г. Чумаченко. – К.: Дорадо-Друк, 2009. – 252 с.
17. Гулькин П. Г. Практическое пособие по первоначальному публичному предложению акций (IPO) / П. Г. Гулькин. – СПб.: ООО «Аналитический центр Альпари СПб», 2002. – 238 с.
18. Данилов Ю. А. IPO в России: Итоги 2007 [Электронный ресурс] / Ю. А. Данилов, А. Ф. Якушин. – М.: Фонд «Центр развития фондового рынка», 2008. – 30 с. – Режим доступа: http://www.ipnou.ru/docs/articles/ipo_russia_2007.pdf.
19. Елисеев А. В. От чего зависит эффективность IPO : взгляд со стороны биржи / А. В. Елисеев // Школа професійного бухгалтера. – 2011. – № 1 (119), січень. – с. 33-37.
20. Єрмоленко О. Проблеми підготовки і проведення первинного публічного розміщення акцій українськими компаніями / О. Єрмоленко, Н. Лисьонкова // Вісник економіки транспорту і промисловості. – 2012. № 37. – С. 183-186.
21. Ескараева К. Т. Международные исламские финансовые организации: роль и место / К. Т. Ескараева // Деловая неделя. – №31(1056). – С. 5.
22. Задорожна Р. Первинне публічне розміщення цінних паперів як засіб розвитку фондового ринку України / Р. Задорожна // Економіст. – 2006. – № 4, квітень. – С. 48-50.
23. Зимовець В. В., Зубик С. П. Фінансове посередництво: Навч. посіб. / В. В. Зимовець, С. П. Зубик. – К.: КНЕУ, 2004. – 288 с.
24. Ільченко-Сюйва Л. Ринок первинного публічного розміщення акцій : світовий досвід та українські реалії / Л. Ільченко-Сюйва, С. Радзімовська // Суспільна політика та стратегічний менеджмент. – 2008. №1. – С. 36-44.
25. IPO: опыт ведущих мировых экспертов / ред. Г.Н. Грегориу; пер. с англ. А.Г. Петкевич ; науч. ред. Н.А. Головки. – М.: Гревцов Паблишер, 2008. – 624 с.
26. Исаков С. Мировой рынок исламских ценных бумаг сукук [Электронный ресурс] / С. Исаков. – Режим доступа: <http://islamic-finance.ru/board/2-1-0-26>

27. Кабатова Е. В. Коллизионное право и ценные бумаги. Гаагская конвенция 2002 года о ценных бумагах / Е. В. Кабатова // Хозяйство и право. – 2016. – № 3. – С. 127-137.
28. Качка Т. Загальний огляд стану адаптації законодавства України до законодавства ЄС / Т. Качка // Часопис Парламент. – 2005. – № 8. – С. 12-15.
29. Ковалева В. По ком рычит медведь [Текст] / В. Ковалева // Эксперт Украина. – 2006. – №35.
30. Коваленко А. А. Публічне розміщення акцій (ІРО) фінансових установ: необхідність, проблеми, недоліки [Електронний ресурс] / А. А. Коваленко // Порівняльно-аналітичне право. – 2014. – № 7. – С. 121-124. – Режим доступу: http://www.pap.in.ua/7_2014/35.pdf.
31. Комарук І. А. Розвиток та актуальні проблеми конвенційної уніфікації норм міжнародного приватного права / І. А. Комарук // Актуальні проблеми міжнародних відносин. – 2012. – Вип. 111(1). – С. 242-249.
32. Кость, К. Переваги ІРО як засобу здійснення інвестицій [Текст] / К. Кость // Галицький економічний вісник. – 2011. - №1(30). – С.74-78.
33. Кравчук І. В., Парапан М. В. Гармонізація національних правових систем з правом ЄС / І. В. Кравчук, М. В. Парапан // Центр європейського та порівняльного права. – К.: Слово, 2004. – 320 с.
34. Кукса, В. Це солодке слово ІРО. Українські підприємства відкривають для себе прогресивний спосіб інтеграції у світову економіку / В. Кукса // Дзеркало тижня. – 2010. – № 35 (664).
35. Ларін, М. ІРОдром для українських компаній [Текст] / М. Ларін // Правовий тиждень. – № 29 (207) від 20 липня 2010.
36. Лапішко З. Національна депозитарна система – основа інфраструктури фондового ринку / З. Лапішко // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 4 – С. 49-52.
37. Лернер Ю. Використання інструменту ІРО для виходу банку на зовнішні фондові ринки з метою залучення коштів / Ю. Лернер, Б. Самородов // Фінанси, облік і аудит. – 2011. – №18. – С. 118-129.
38. Лісученко Є. С. Поділ компетенції між Європейським співтовариством та державами-членами / Є. С. Лісученко // Актуальні аспекти європейського права в контексті розширення Європейського союзу: Тези доповідей науково-практичної конференції студентів, аспірантів, молодих учених та викладачів. К.: 2004. – С. 19-21.

39. Листинг на Варшавской фондовой бирже. Руководство по Листингу на Варшавской фондовой бирже [Электронный ресурс]: Київ: PWC. – 2012. – 7 с. – Режим доступа: https://www.pwc.com/ua/en/services/capital-markets/assets/listing_warsaw__rus_2012.pdf
40. Лукашов А. В. Обратные слияния – альтернатива IPO / А. В. Лукашов // Консультант. – 2005. – № 21. – С. 1-3.
41. Лукашов А. В. Процесс приобретения капитала: первичное публичное размещение акций компании (IPO) / А. В. Лукашов // Управление корпоративными финансами. – 2004. – № 4. – С. 21-41.
42. Львутин П. П. Первичные публичные размещения акций: обзор исследований / П. П. Львутин, О. В. Фетцер // Корпоративные финансы. 2007. – №1. – С. 145-189.
43. Майорова Т. В. IPO як форма залучення інвестиційного капіталу / Т.В. Майорова // Фінанси України. – 2010. – № 6. – С. 80-88.
44. Міжнародні фінанси: Підручник / О. І. Рогач, А. С. Філіпенко, Т. С. Шемет та ін.; за ред. О. І. Рогача. – К.: Либідь, 2003. – 784 с.
45. Мошенец Е. Украинские IPO-2010 / Е. Мошенец, И. Гошовский, Д. Исакова, Д. Пархомчук // Инвест Газета. – 2010. – № 15. – С. 28-34.
46. Никифорова В. Д. IPO – путь к биржевому рынку. Практическое руководство по публичному размещению ценных бумаг / В. Д. Никифорова, В. А. Макарова, Е. А. Волкова. – СПб. : Питер, 2008. – 352 с.
47. Огляд стану адаптації законодавства України до *acquis communautaire* [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://sdla.gov.ua>. – С. 31-54.
48. Оналтаев О. Д. Исламский фондовый рынок: современное состояние и перспективы развития [Электронный ресурс] / О. Д. Оналтаев. – Режим доступа: <https://articlekz.com/article/15436>
49. Осадчук С. Правові основи проведення IPO українськими компаніями / Стефанія Осадчук // Економічний аналіз. – 2012. – Вип. 10 (Ч. I). – 313-316.
50. Первичное размещение акций: Путеводитель по рынку профессиональных услуг / сост. Е. Карасюк. – М.: Альпина Паблишер, 2003. – 232 с.
51. Петик Л. О. Публічне розміщення акцій: сутність та види / Л. О. Петик // Науковий вісник Херсонського державного університету. – 2005. – Вип. 10. – С. 107-110.
52. Петров В. Преимущества IPO перед прочими источниками инвестиций / В. Петров // Рынок Ценных Бумаг. – 2005. – № 15. – С. 52-53.

53. Попко В. В. Роль міжнародних організацій в уніфікації та розвитку міжнародного приватного права / В. В. Попко // Актуальні проблеми міжнародних відносин. – 2005. – Вип. 55, частина II. – С. 115-116.

54. Попко В. В. Уніфікація норм міжнародного приватного права в рамках Гаазької Конференції: дис. ...канд. юр. наук 12.00.03 / Київ, 2006. – 307 с.

55. Потемкин А. IPO: как это должно быть по-русски [Электронный ресурс] / А. Потемкин // Профиль. – 09.05.2005. – Режим доступа: http://www.profile.ru/arkhiv/item/46867-items_11472.

56. Про акціонерні товариства [Текст]: Закон України від 17.09.2008 № 514-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2008. - № 50, /№ 50-51/ - ст. 384.

57. Про банки і банківську діяльність [Текст]: Закон України від 07.12.2000 № 2121-III // Відомості Верховної Ради України. – 2001. - № 5. - ст. 30.

58. Про власність [Текст]: Закон України від 07.02.1991 №697-XII. // Відомості Верховної Ради України. – 1991. - № 20. - ст. 249.

59. Про господарські товариства [Текст]: Закон України від 19.09.1991 № 1576-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1991. - № 49. - ст. 682.

60. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні [Текст]: Закон України від 30.10.1996 № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1996. - № 51. - ст. 292.

61. Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні: Закон України від 10.12.1997 № 710/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. - 1998. - № 15, ст. 67.

62. Про затвердження положення «Про державну комісію з цінних паперів та фондового ринку» [Електронний ресурс]: Указ Президента України від 12 червня 1995 р. – Режим доступу: rada.gov.ua.

63. Про затвердження Положення «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії» [Електронний ресурс] : Указ Президента від 19.02.1994 р. №55/94. – Режим доступу: rada.gov.ua.

64. Про затвердження Порядку надання дозволу на розміщення та / або обіг цінних паперів українських емітентів за межами України [Електронний ресурс]: Рішення НКЦПФР від 20.06.2013 р. № 1105. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z1201-13>.

65. Про затвердження Порядку реєстрації випуску акцій при зміні розміру статутного капіталу акціонерного товариства [Електронний ресурс]: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 31.07.2012 № 1073 // Законодавство України (офіційний вебпортал Верховної Ради України). – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z1431-12>.

66. Про концепцію розвитку і функціонування фондового ринку України [Текст]: Постанова Верховної Ради України від 22.09.1995р. № 342/95-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1995. – № 33. – ст. 257.

67. Про міжнародне приватне право [Текст]: Закон України від 23.06.2005 № 2709-IV. URL: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/2709-15>.

68. Про міжнародні договори України: Закон України від 29.06.2004 № 1906-IV. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1906-15>.

69. Про приватизаційні папери [Текст]: Закон України від 06.03.1992 № 2173-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1992. – № 24. – ст. 352.

70. Про цінні папери і фондовий ринок [Текст]: Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 31. – ст. 268.

71. Раскалей М. Імплементация як засіб узгодження норм міжнародного та внутрішнього права України / М. Раскалей // Віче. – 2010. – № 24. – С. 12-14.

72. Рынок ценных бумаг: учебник для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям / под ред. Е.Ф. Жукова. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009. – 567 с.

73. Руденко О. В. Уніфікація міжнародного приватного права в ЄС: дис... канд. юрид. наук: 12.00.03 / Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка. К., 2007. – 189 с.

74. Руководство по листингу на Лондонской фондовой бирже. [Электронный ресурс]: London Stock Exchange, 2010. – 116 с. – Режим доступа: http://2_guide-to-listing_rus.pdf

75. Старцев В. Посткризисное IPO: где и как проводить? / В. Старцев // Консультант. – 2010. – № 15. – С. 10-13.

76. Стефанишин М. Формування акціонерного капіталу у фінансовій системі України: дис. ... канд. екон. наук 08.00.08 / Львівський національний університет імені Івана Франка. Львів, 2014. – 187 с.

77. Стеценко М. Розміщення українськими емітентами акцій на іноземних фондових біржах: переваги та недоліки [Текст] / М. Стеценко // Юридична газета. – № 9. – 01 березня 2011. – С. 17.

78. Тимчасове положенням про порядок надання дозволу на обіг акцій або облігацій підприємств українських емітентів за межами України [Електронний ресурс] : затверджено рішенням ДКЦПФР № 36 від 17 жовтня 1997 року – Режим доступу: <http://www.uazakon.com /document/ spart78/inx78140.htm>

79. Тимченко Л. Д. Міжнародне право: підручник / Л. Д. Тимченко, В. П. Кононенко. – К.: Знання, 2012. – 631 с.

80. Фінансовий ринок : підручник / В. М. Шелудько. – 2-ге вид., стер. – К. : Знання, 2008. – 535 с.

81. Фондовий ринок України: законодавче регулювання: Хрестоматія / Укладачі: М. О. Бурмака, Д. С. Бутенко, Т. А. Говорушко, А. Т. Головка, Н. Д. Дегтярьова [та ін.] / Упорядники: Ю. Ю. Бойко, І. Р. Доброван, М. О. Лібанов [та ін.] – Том 2. – К., ДУ «АРИФРУ», 2015. – 504 с.

82. Фондовий ринок України: навчально-методичний посібник / авт. кол.: М. О. Бурмака, Д. С. Бутенко, Т. А. Говорушко, А. Т. Головка, Н. Д. Дегтярьова [та ін.] – К., ДУ «АРИФРУ», 2015. – 256 с.

83. Хачатурян А. Г. Унификация коллизионных норм в международном частном праве / А. Г. Хачатурян. – К.: Наук. Думка, 2008. – 158 с.

84. Хлівний В. Вітчизняні підприємства на глобальному ринку акцій: діалектика внутрішньокорпоративних процесів / В. Хлівний, Б. Стеценко // Ринок цінних паперів України. – 2012. – № 7. – С. 45-50.

85. Червякова, С. Особливості здійснення вітчизняними підприємствами ІРО на міжнародних фондових майданчиках [Текст] / С. Червякова // ДВНЗ «Українська академія банківської справи НБУ». – 2008. - №4.

86. Червякова С. В. Ризики компанії-емітента в процесі здійснення операції ІРО / С.В. Червякова // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2011. – № 2 (11). – С. 109-111.

87. Шамраев А. В. Правовое регулирование международных банковских сделок и сделок на международных финансовых рынках: научное издание / А. В. Шамраев. – М.: КНОРУС, ЦИПСИР, 2009. – 160 с.

88. Шапран В. ІРО от А до Я: Справочник эмитента / Шапран В., Корнелюк Р. – К. : Компания «Дагда», 2007. – 120 с.

89. Шапран Н. Розміщення акцій українських компаній за кордоном: сучасні реалії / Н. Шапран // Цінні папери України. – 2010. – № 28 (622), липень. – С. 30-31.

90. Школьник И. Опыт и перспективы украинских компаний по выходу на IPO / И. Школьник, С. Червякова // БИЗНЕСИНФОРМ. – 2010. – №11. – С. 183-185.
91. Школьник И. О. Реформування вітчизняної розрахунково-клірингової системи як передумова забезпечення ефективності функціонування інфраструктури ринку цінних паперів в процесі IPO / І. О. Школьник, С. В. Червякова // Проблеми економіки. – 2012. – № 3. – С. 15-19.
92. Шлык П. В. Экономическая сущность первичного публичного размещения акций / П. В. Шлык // Представительная власть. Законодательство, Комментарии, Проблемы. – 2007. – № 1 (74). – С. 29-32.
93. Carbonara E., Parisi F. The Paradox of Legal Harmonization / Emanuela Carbonara, Francesco Parisi // Public Choice. – 2007. – Vol. 132, No. 3/4, pp. 367-400. [Електронний ресурс] // Режим доступу: <http://www.jstor.org/stable/27698151>
94. Hague Convention 2002 on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held With an Intermediary [Електронний ресурс] // Режим доступу: http://www.hcch.net/index_en.php?act=conventions.text&cid=72
95. Hopp C., Dreher A. Do differences in institutional and legal environments explain cross-country variations in IPO underpricing? / C. Hopp, A. Dreher // Applied Economics. – 2013. – № 45. – pp. 435–454. [Електронний ресурс] // Режим доступу: <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00737933/document>
96. Michaels R. Three Paradigms of Legal Unification: National, International, Transnational / Ralf Michaels // Proceedings of the Annual Meeting (American Society of International Law). – 2002. – Vol.96 (MARCH 13-16). – pp. 333-336. [Електронний ресурс] // Режим доступу: https://www.jstor.org/stable/25659799?seq=1#page_scan_tab_contents
97. UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities [Електронний ресурс] // Режим доступу: <http://www.unidroit.org/english/conventions/2009intermediatedsecurities/conference/conferencedocuments2009/conf11-2-042-e.pdf>.